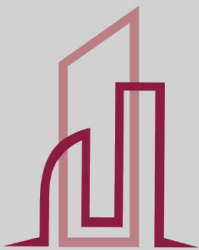


التحليل المتقدم للسوق العقاري



٢٠١٤٤٠ هـ الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين ،

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين
التحليل المتقدم للسوق: تحليل الاستثمار. / الهيئة السعودية
للمقيمين المعتمدين -. الرياض ، ١٤٤٠ هـ
١٠٧ ص ؛ .سم

ردمك: ١-٢-٤-٩١٢٠٣-٦٠٣-٩٧٨

١- الاستثمار العقاري ٢- التمويل العقاري ٣- محافظ أ.العنوان
ديوي ٣٣٢,٦٣٢٤ ١٤٤٠/٥٩٧٥

رقم الإيداع: ١٤٤٠/٥٩٧٥
ردمك: ١-٢-٤-٩١٢٠٣-٦٠٣-٩٧٨

(ملاحظة): لا يتم طباعة الجزء الأسفل مع بطاقة الفهرسة

تأمل مكتبة الملك فهد الوطنية تطبيق ما ورد في نظام الإيداع بشكل
معياري موحد ، و من هنا يتطلب تصوير الجزء الاعلى بالأبعاد
المقننة نفسها خلف صفحة العنوان الداخلية للكتاب ، كما يجب طباعة
الرقم الدولي المعياري ردمك مرة أخرى على الجزء السفلي الأيسر
من الغلاف الخلفي الخارجي .
و ضرورة ايداع نسختين من العمل في مكتبة الملك فهد الوطنية فور
الانتهاء من طباعته، بالإضافة إلى ايداع نسخة الكترونية من العمل
مخزنة على قرص مدمج (CD) وشكرا ،،،

111

التحليل المتقدم للسوق العقاري

يحتوي هذا المنهج على وحدتين :

- التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري
- تحليل وإدارة المحافظ العقارية

برنامج تأهيل مُقيي العقار

الحقيبة التدريبية 111: التحليل المتقدم للسوق العقاري

أهداف الحقيبة التدريبية 111

تهدف هذه الوحدة التدريبية إلى تقديم وتطبيق طرق متقدمة في التمويل والاستثمار العقاري بالإضافة إلى تحليل وإدارة المحافظ العقارية.

أهداف المُذكرة

هذه المذكرة بمثابة مرجع خاص لمتدربي أكاديمية تقييم التابعة للهيئة السعودية للمُقيمين المعتمدين. والهدف منها هو تقديم طرق متقدمة في التمويل العقاري (عبر توريق الديون العقارية) بالإضافة إلى تقديم وتطبيق طرق متقدمة في الاستثمار العقاري وتحليل المحافظ العقارية. تشمل المذكرة ما يلي:

- الوحدة الأولى: التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري.
- الوحدة الثانية: تحليل وإدارة المحافظ العقارية.

تنويه:

تبدل الأكاديمية جميع الجهود المعقولة لضمان دقة واكتمال المعلومات الواردة في هذه المذكرة. ونظرًا للطبيعة المتغيرة للمادة العلمية وإمكانية حدوث خطأ بشري أو غير بشري، نهيى بالقارئ أن يرجع للمصادر الأصلية باعتبارها الحجية المطلقة في هذا الموضوع. ويرجى ملاحظة أن الأمثلة الواردة في هذا النص هي للإيضاح فقط. والقيم الفعلية قد تختلف اختلافًا كبيرًا في مناطق ومدن ودول مختلفة.

للمزيد من المعلومات، الرجاء الاتصال بـ:

أكاديمية تقييم

الهيئة السعودية للمُقيمين المعتمدين

الطابق الثالث، مركز الأمان، حي الصحافة

13321، الرياض، المملكة العربية السعودية

www.taqem.gov.sa

جدول البرنامج التدريبي

برنامج التدريب: التحليل المتقدم للسوق العقاري

الأيام: يومان

اليوم الثاني	اليوم الأول	التاريخ/ التوقيت
استقبال وتسجيل الحضور		08.00 – 07.00
<u>الجلسة الثالثة (الوحدة الثانية)</u> الفصل الأول: تطبيق نظرية المحافظ على الاستثمار العقاري	<u>الجلسة الأولى (الوحدة الأولى)</u> الفصل الأول: توريق الديون العقارية	09.45 – 08.00
استراحة		09.45 – 10.00
<u>استئناف الجلسة الثالثة (الوحدة الثانية)</u> تمارين عن الفصل الأول (الوحدة الثانية)	<u>استئناف الجلسة الأولى (الوحدة الأولى)</u> تمارين عن الفصل الأول (الوحدة الأولى)	11.15 – 10.00
استراحة		11.30 – 11.15
<u>الجلسة الرابعة (الوحدة الثانية)</u> صناديق الاستثمار العقاري	<u>الجلسة الثانية (الوحدة الأولى)</u> الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري	12.45 – 11.30
صلاة الظهر		13.15 – 12.45
<u>استئناف الجلسة الرابعة (الوحدة الثانية)</u> تمارين عن الفصل الثاني (الوحدة الثانية)	<u>استئناف الجلسة الثانية (الوحدة الأولى)</u> تمارين عن الفصل الثاني (الوحدة الأولى)	15.00 – 13.15
أسئلة ومناقشات		16.00 – 15.00

ملاحظة:

يُعطى المشاركون استراحة لمدة 15 دقيقة في 45 دقيقة في المحاضرات التي تزيد عن 90 دقيقة (إن دعت الضرورة إلى ذلك).

خطة الجلسة التدريبية

الوحدة الأولى	التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري
عدد الأيام	يوم واحد
الهدف الرئيسي	في نهاية الوحدة يستطيع المتدربون اكتساب معارف حول مراحل وأنواع عمليات توريق الديون العقارية ومدى مساهمتها في الأزمة المالية العالمية. بالإضافة إلى ذلك يكتسب المتدربون مهارات تطبيق التحليل المتقدم للاستثمارات العقارية.
التاريخ/ التوقيت	الجلسة
09.45 – 08.00 (اليوم الأول)	الجلسة الأولى (الوحدة الأولى) الفصل الأول: توريق الديون العقارية
11.15 – 10.00 (اليوم الأول)	استئناف الجلسة الأولى الفصل الأول: توريق الديون العقارية
12.45 – 11.30 (اليوم الأول)	الجلسة الثانية (الوحدة الأولى) الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري
15.00 – 13.15 (اليوم الأول)	استئناف الجلسة الثانية الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري
محتويات الجلسة	هدف الجلسة
<ul style="list-style-type: none"> الفرق بين التوريق، التورق والتصكيك مراحل عملية توريق الديون أمثلة لأدوات مبتكرة لتوريق الديون 	<p>في نهاية الجلسة، يستطيع المشاركون استيعاب عملية توريق الديون العقارية ومراحلها بالإضافة إلى معرفة بعض الأدوات المبتكرة لتوريق الديون.</p>
<ul style="list-style-type: none"> مخاطر التوريق وأزمة الرهن العقاري الجانب الشرعي لعملية توريق الديون تمارين عن الفصل الأول 	<p>في نهاية الجلسة، يكتسب المشاركون فكرة عامة عن مخاطر التوريق ودورها في أزمة الرهن العقاري بالإضافة إلى الحكم الشرعي للتوريق.</p>
<ul style="list-style-type: none"> استراتيجيات الاستثمار العقاري تحليل ظهر المغلف 	<p>في نهاية الجلسة، يكتسب المشاركون فكرة مُفصلة عن استراتيجيات الاستثمار العقاري بالإضافة إلى طريقة تحليل ظهر المغلف.</p>
<ul style="list-style-type: none"> معايير المفاضلة بين الاستثمارات العقارية دراسة حالات في تحليل الاستثمار العقاري تمارين عن الفصل الثاني 	<p>في نهاية الجلسة، يستطيع المشاركون استيعاب حالات التضارب في معايير المفاضلة بين الاستثمارات العقارية بالإضافة إلى فهم تطبيقات دراسة حالات في تحليل الاستثمار العقاري.</p>

خطة الجلسة التدريبية

الوحدة الثانية	تحليل وإدارة المحافظ العقارية
عدد الأيام	يوم واحد
الهدف الرئيسي	في نهاية هذه الوحدة يستطيع المتدربون اكتساب مهارات حول تطبيق النظرية الحديثة للمحافظ على القطاع العقاري. بالإضافة إلى ذلك يكتسب المتدربون معارف حول واقع صناديق الاستثمار العقاري في المملكة العربية السعودية.

التاريخ/ التوقيت	الجلسة	هدف الجلسة	محتويات الجلسة
09.45 – 08.00 (اليوم الثاني)	الجلسة الثالثة (الوحدة الثانية) الفصل الأول: تطبيق نظرية المحافظ على الاستثمار العقاري	في نهاية الجلسة، يكتسب المشاركون فكرة مُفصلة عن أساسيات النظرية الحديثة لإدارة المحافظ	<ul style="list-style-type: none"> مفاهيم أساسية في إدارة المحافظ تفادي المخاطر ودوال المنفعة تنوع المحافظ الاستثمارية
11.15 – 10.00 (اليوم الثاني)	استئناف الجلسة الثالثة الفصل الأول: تطبيق نظرية المحافظ على الاستثمار العقاري	في نهاية الجلسة، يستطيع المشاركون تطبيق النظرية الحديثة لإدارة المحافظ على الاستثمارات العقارية وتكوين محفظة عقارية مثلي.	<ul style="list-style-type: none"> تنوع المحافظ العقارية دراسة حالة: تكوين محفظة عقارية مثلي تمارين عن الفصل الأول
12.45 – 11.30 (اليوم الثاني)	الجلسة الرابعة (الوحدة الثانية) الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري	في نهاية الجلسة، يكتسب المشاركون فكرة مُفصلة عن صناديق الاستثمار العقاري التقليدية والمتداولة.	<ul style="list-style-type: none"> مقدمة عن صناديق الاستثمار العقاري صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في المملكة
15.00 – 13.15 (اليوم الثاني)	استئناف الجلسة الرابعة الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري	في نهاية الجلسة، يكتسب المشاركون فكرة عامة عن صناديق الاستثمار العقاري المتداولة عبر دراسة حالة في سوق المملكة العربية السعودية.	<ul style="list-style-type: none"> دراسة حالة: "صندوق الرياض ريت" تمارين عن الفصل الثاني

قائمة المحتويات

صفحة	
3	الوحدة الأولى: التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري
4	الفصل الأول: توريق الديون العقارية
5	1. مقدمة عن توريق الديون
10	2. مراحل عملية توريق الديون
13	3. أدوات مبتكرة لتوريق الديون
14	4. مخاطر التوريق وأزمة الرهن العقاري
16	5. الجانب الشرعي لعملية توريق الديون
18	تمارين الفصل الأول
20	الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري
21	6. استراتيجيات الاستثمار العقاري
24	7. تحليل ظهر المُغلف (BOE analysis)
26	8. معايير المفاضلة بين الاستثمارات العقارية
34	9. دراسة حالات في تحليل الاستثمار العقاري
41	تمارين الفصل الثاني
44	الوحدة الثانية: تحليل وإدارة المحافظ العقارية
45	الفصل الأول: تطبيق نظرية المحافظ على الاستثمار العقاري
46	10. مفاهيم أساسية في إدارة المحافظ
47	11. تفادي المخاطر ودوال المنفعة
54	12. تنوع المحافظ الاستثمارية
63	13. تنوع المحافظ العقارية
66	14. دراسة حالة: تكوين محفظة عقارية مثلي
70	تمارين الفصل الأول
72	الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري
73	15. مقدمة عن صناديق الاستثمار العقاري
75	16. صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في المملكة
82	17. دراسة حالة: "صندوق الرياض ريت"
87	تمارين الفصل الثاني

الوحدة الأولى:

التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري

111

التحليل المتقدم للسوق العقاري

الوحدة الأولى: التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري

أهداف الوحدة

في نهاية هذه الوحدة يستطيع المتدريون اكتساب معارف حول مراحل وأنواع عمليات توريق الديون العقارية ومدى مساهمتها في الأزمة المالية العالمية. بالإضافة إلى ذلك يكتسب المتدريون مهارات تطبيق التحليل المتقدم للاستثمارات العقارية.

محتويات الوحدة

تتكون الوحدة من فصلين:

الفصل الأول: توريق الديون العقارية

الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري

المنهجية المعتمدة

- المحاضرة
- النقاش
- الاختبار

المدة

يوم ونصف

الفصل الأول: توريق الديون العقارية



تدريب 1

1- ما الفرق بين التوريق، التورق والتصكيك؟

التصكيك

.....
.....
.....
.....
.....

التورق

.....
.....
.....
.....
.....

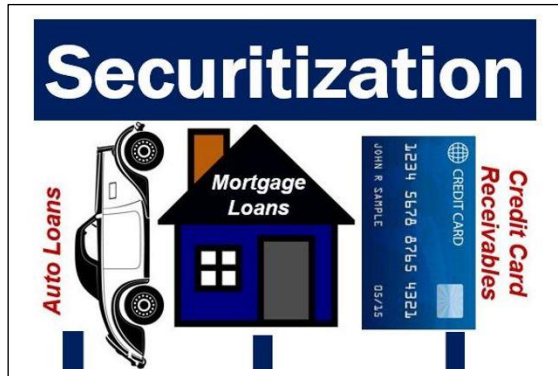
التوريق

.....
.....
.....
.....
.....

2- أذكر الأطراف الرئيسية والمساندة في عملية التوريق

الأطراف المساندة

.....
.....
.....
.....



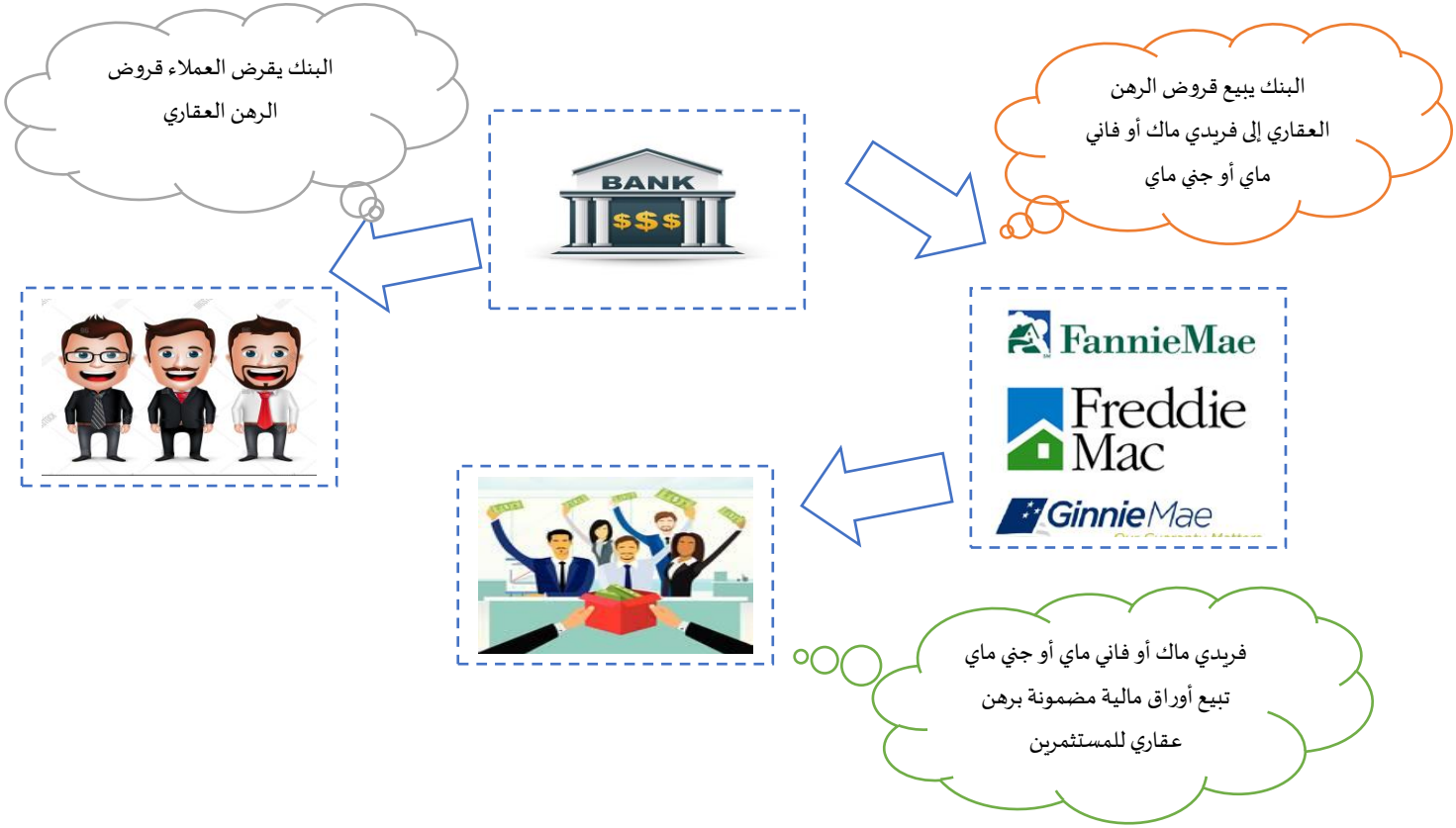
الأطراف الرئيسية

.....
.....
.....
.....

1. مقدمة عن توريق الديون

التوريق أو التسنييد (Securitization) هو عملية تحويل القروض المُسندة من البنوك والمؤسسات المالية إلى أوراق مالية قابلة للتداول (Marketable securities) وتهدف هذه العملية بالأساس إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة (غير متداولة) إلى أصول سائلة (متداولة). وتستند الأوراق المالية المُصدرة إلى ضمانات عينية أو مالية، ذات تدفقات نقدية مستقبلية ويتم عرضها للجُمهور من خلال سوق رأس المال وبالتالي فإن عملية التوريق قامت بتحويل الديون (مع المخاطر والضمانات المرتبطة بها) من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.

نشأت عمليات التوريق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال الهيئة الفدرالية الوطنية للرهن العقاري (Federal National Mortgage Association) والتي يشار إليها باختصار فاني ماي "Fannie Mae". تأسست الهيئة الفدرالية الوطنية للرهن العقاري سنة 1938 بعد أزمة الكساد الكبير التي حدثت في الثلاثينات من القرن العشرين وقد ساهمت في حل مشكلة التمويل العقاري للإسكان في ظل الركود. وتعتبر فاني ماي أول مؤسسة مالية متخصصة في إعادة تمويل الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. وفي سنة 1968 تم إجراء تعديلات على القانون الوطني للإسكان وتم تقسيم الهيئة الفدرالية الوطنية للرهن العقاري وإنشاء الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (Government National Mortgage Association) والتي يشار إليها باختصار جني ماي "Ginnie Mae" وهي هيئة حكومية مهمتها الأساسية تتمثل تسهيل عملية الحصول على سكن وذلك من خلال توفير أدوات مالية تتمثل في أوراق مالية مضمونة برهونات عقارية. جني ماي لا تقوم بإقراض المال وإنما تقوم بدور الضامن للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية المعتمدة مما يعزز الثقة لدي المستثمرين. وتعتبر كل من "جيني ماي" (حكومية) و "فاني ماي" (شبه حكومية) أول هيئتين متخصصتين في مجال ضمان الرهن العقاري. وفي سنة 1970 تم إنشاء المؤسسة الاتحادية لرهن القروض السكنية (Federal Home Loan Mortgage Corporation) والتي يشار إليها باختصار فريدي ماك "Freddie Mac" وذلك من أجل زيادة حجم سوق قروض الرهن العقاري. وتقوم كل من جني ماي وفريدي ماك وفاني ماي بتوفير السيولة للمقرضين (البنوك والمؤسسات المالية) في سوق الإقراض الثانوية. يستعرض الشكل (1) دور جني ماي وفريدي ماك وفاني ماي في عملية التمويل العقاري.



الشكل (1): دور فريدي ماك وفاني ماي في عملية التمويل العقاري

أول من قام بعملية توريق فعلية "جني ماي" في سنة 1970 ثم "فاني ماي" في سنة 1971. توالى عمليات التوريق بنسق مرتفع وفي بداية الثمانينيات وحصلت أول عملية توريق خارج الولايات المتحدة الأمريكية وكان ذلك في المملكة المتحدة سنة 1985 وكانت عمليات التوريق إلى نهاية الثمانينات حكراً على الدول الصناعية المتطورة. وفي التسعينات توسعت عمليات التوريق لتشمل دول عديدة منها دول عربية على غرار الكويت ومصر والجزائر.

1.1. الفرق بين التوريق، التورق والتصكيك

التوريق هو ما سبق بيانه في الفقرة السابقة أما التورق هو عقد البيع الذي لا يقصد منه صاحبه الانتفاع بالسلعة، ولكن يقصد من ورائه الحصول على المال. فالتورق إذاً هو عملية شراء سلعة إلى أجل، ثم بيعها على غير بائعها نقداً للحصول على المال. وينقسم التورق إلى تورق حقيقي وتورق منظم. وقد أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي التورق الحقيقي ويكون عبر شراء حقيقي لسلعة بثمن أجل تدخل في ملك المشتري ويقبضها قبضاً حقيقياً وتقع في ضمانه، ثم يقوم ببيعه هو

(المشتري) بثمن حال لحاجته إليه، قد يتمكن من الحصول عليه وقد لا يتمكن. أما التورق المنظم فيكون عبر المصرف الذي يقوم بكل الأعمال من شراء واستلام السلعة وإعادة بيعها وما على العميل إلا استلام ثمن السلعة حالاً. وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي عدم جواز التورق المنظم الذي سبق توصيفه للأمور الآتية:

1- أن التزام البائع في عقد التورق بالوكالة في بيع السلعة لمشتري آخر أو ترتيب من يشتريها يجعلها شبيهة بالعينة الممنوعة شرعاً، سواء أكان الالتزام مشروطاً صراحة أم بحكم العرف والعادة المتبعة.

2- أن هذه المعاملة تؤدي في كثير من الحالات إلى الإخلال بشروط القبض الشرعي اللازم لصحة المعاملة.

3- أن واقع هذه المعاملة يقوم على منح تمويل نقدي بزيادة لما سمي بالمستورق فيها من المصرف في معاملات البيع والشراء التي تجري منه والتي هي صورية في معظم أحوالها، هدف البنك من إجرائها أن تعود عليه بزيادة على ما قدم من تمويل.

بالنسبة للتصكيك فهو عملية تحويل الأصول (الموجودات) إلى صكوك وطرحها للبيع ويستخدم مصطلح الصك في التمويل الإسلامي وهي ورقة مالية مكتوبة تثبت لحاملها حقا في مال أو في ملكية شائعة للأصول. وقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك في المعيار الشرعي رقم 17 بكونها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله. وتعرف هذه الصكوك في هذا المعيار بالصكوك الاستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض". وقد قدم المعيار أنواع صكوك الاستثمار ومنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، صكوك ملكية المنافع، صكوك السلم، صكوك الاستصناع، صكوك المراجعة، صكوك المشاركة، صكوك المزارعة، صكوك المساقاة وصكوك المغارسة¹. وقد أوصي البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين للاقتصاد الإسلامي المنعقدة في مملكة البحرين 8 و9 ربيع الآخر 1423هـ الموافق 19 و20 حزيران (يونيو) 2002م إلى اختيار تسمية (التصكيك) بدلاً عن مصطلح (التوريق) الذي يقصد به في التطبيق التقليدي تحويل الديون إلى سندات، وأن استخدام (التوريق) في إطار المصارف الإسلامية ينبغي أن يقرب بما يدل على اختلافه عن المفهوم التقليدي. يلخص الجدول (1) أهم الفروقات بين مصطلحات التوريق، التورق والتصكيك.

¹ للمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى المعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى نوفمبر 2017 من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية <file:///C:/Users/mmcd/Downloads/Shariaah-Standards-ARB.pdf>

الجدول (1): أهم الفروقات بين مصطلحات التوريق، التورق والتصكيك

التوريق	تحويل الديون إلى سندات قابلة للتداول
التصكيك	تحويل الموجودات (الأصول) إلى صكوك قابلة للتداول
التورق	عملية شراء سلعة إلى أجل، ثم بيعها على غير بائعها نقدا

2.1. دوافع التوريق

تم استخدام التوريق بالأساس في النشاط المصرفي وذلك بهدف توفير السيولة ونقل المخاطر وخفض تكلفة التمويل بالإضافة إلى عدة مزايا أخرى. خلال هذه الفقرة نستعرض أهم دوافع التوريق بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية:

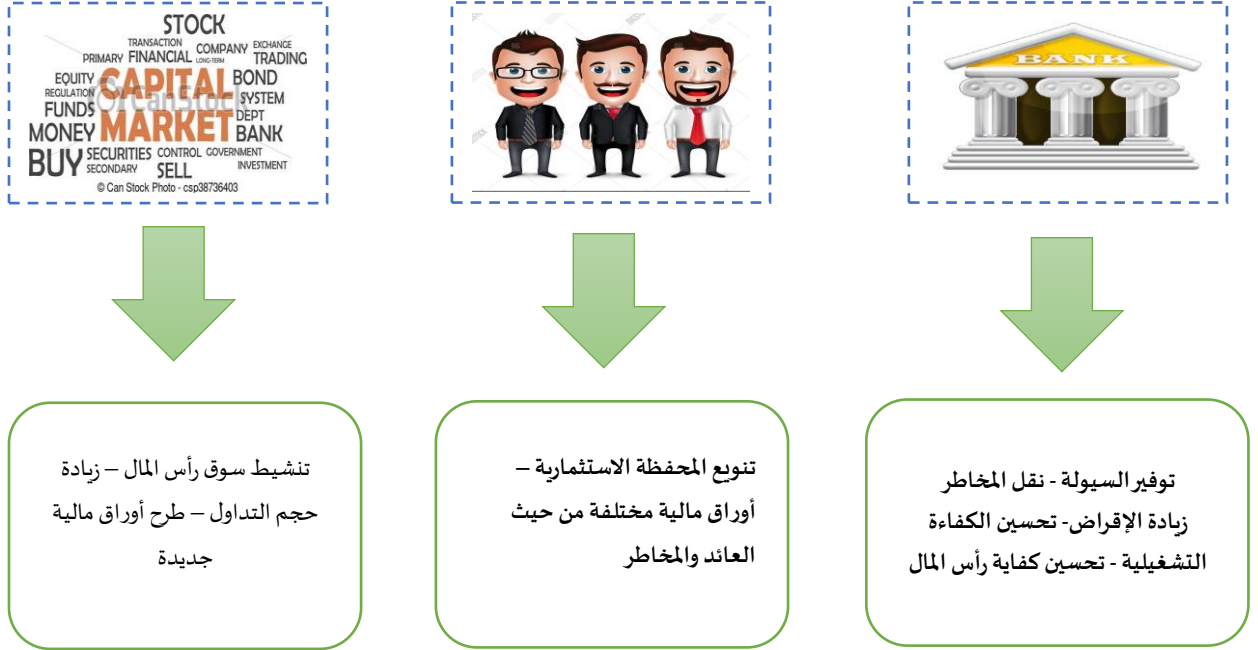
- أ- توفير السيولة: عادة تلجأ المصارف إلى السوق النقدي لتوفير السيولة عبر إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل مثل شهادات الإيداع المصرفية. ولكن بوجود التوريق يمكن للبنك الحصول على السيولة اللازمة عبر توريق جزء من الديون وبيعها للجمهور.
- ب- نقل المخاطر: تُمكن عملية التوريق من نقل المخاطر المرتبطة بقروض الرهن العقاري (مخاطر الائتمان، السيولة، أسعار الفائدة...) من المصرف إلى المستثمرين وبالتالي تقوم عملية التوريق بنقل وتوزيع المخاطر.
- ت- زيادة الإقراض وتحسين الكفاءة التشغيلية: ويكون ذلك عبر تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة مما يساعد على زيادة الإقراض وتحسين الكفاءة التشغيلية للموارد دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
- ث- تحسين كفاية رأس المال: المقصود بمصطلح كفاية رأس المال هو تحديد العلاقة بين مصادر رأس مال المصرف والمخاطر المحتملة ويرمز إلى قدرة المصارف على الوفاء بالتزاماتها ومواجهة المخاطر والخسائر غير المتوقعة. وقد أعطت لجنة بازل 1 و2 و3 أهمية كبرى لكفاية رأس مال المصارف بهدف الحفاظ على استقرار النظام المالي. وتساهم عملية التوريق في تقليص مبلغ المخصص النظامي للديون المشكوك فيها لأنه تم نقل وتوزيع المخاطر.

كما تحقق عملية التوريق العديد من المزايا الأخرى بالنسبة للشركات والمستثمرين والأسواق المالية:

- مساعدة الشركات على توفير مصادر رأس مال جديدة بخلاف المصادر التقليدية

- تنشيط الأسواق المالية عبر زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة وعرض أوراق مالية جديدة
- تنوع فرص الاستثمار عبر طرح أوراق مالية جديدة ومختلفة من ناحية العائد والمخاطرة

يستعرض الشكل (2) أهم مزايا عملية التوريق لمختلف الأطراف



الشكل (2): مزايا عملية التوريق

3.1. أنواع التوريق

يمكن تصنيف التوريق حسب نوع الضمان، طبيعة التوريق، نوع الأصل موضوع الضمان ومدة التوريق:

- التوريق حسب نوع الضمان: ويشمل التوريق بضمان أصول ثابتة والتوريق بضمان متحصلات أجله والتوريق بضمان حكومي.
- التوريق حسب طبيعته: ويكون عبر انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية، أو عبر انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية وإصدار سندات قابلة للتداول تختلف حسب درجة المخاطر والسيولة.

- ج- التوريق حسب الأصل موضوع التوريق: يمكن تصنيف التوريق حسب توريق القروض أو الديون، توريق تدفقات الفوائد المستقبلية، توريق الموجودات العينية...
- ح- التوريق حسب المدة: يمكن تصنيف التوريق إلى قصير وطويل الأجل. وتلجأ المؤسسات إلى التوريق قصير الأجل عبر إصدار أوراق مالية فترة استحقاقها أقل من سنة مثل الأوراق التجارية المضمونة بالأصول (Asset backed commercial papers) وإلى إصدار أوراق مالية طويلة الأجل والتي تكون فترة استحقاقها أكبر من سنة مثل الأوراق المالية المضمونة بأصول (Asset backed securities)

2. مراحل عملية التوريق

عملية توريق الديون تمر بالعديد من المراحل وتشمل العديد من الأطراف منهم أطراف رئيسية وأطراف مساعدة.

1.2. الأطراف الرئيسية للتوريق

- أ- المقرض الأصلي أو المنشأ (Originator): المؤسسة أو الشركة التي تقدم القروض والتمويل والتي يترتب عليها إنشاء التزامات لصالحها ونذكر على سبيل المثال البنوك التجارية والبنوك المتخصصة (العقارية، الزراعية...) وشركات التمويل والمؤسسات المالية والتي تريد توريق أصولها وقد تكون إما مالكة للأصول موضوع التوريق أو لها قروض أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين.
- ب- المنشأة ذات الغرض الخاص (Special Purpose Vehicle, SPV): ويطلق عليها كذلك مؤسسة التوريق ويقتصر غرضها على عملية الإصدار ومتابعة عملية التوريق نيابة عن المقرض الأصلي مقابل أجر أو عمولة تحدد بنشرة الإصدار. ويجب على المنشأة عدم القيام بأي نشاط آخر غير النشاط الذي أنشئت من أجله، وذلك لكي لا يتولد عن ذلك دائنين جدد مما يؤدي للمرور بضائقة مالية يمكن أن تنتهي بتقديم طلب إفلاس إجباري. ويتواصل وجود المنشأة ذات الغرض الخاص إلى تاريخ استحقاق (إطفاء) الأوراق المالية المصدرة. وتعتبر المنشأة ذات الغرض الخاص كيان قانوني ينشأ خصيصاً للقيام بمهمة التوريق، وهو كيان مستقل عن المقرض الأصلي (المنشأ) بغرض الحماية من الإفلاس أو الصعوبات المالية التي قد تحدث للمنشأ. وعند القيام بعملية التوريق فإن الأصول موضوع التوريق تنتقل من المنشأ إلى المنشأة ذات الغرض الخاص.

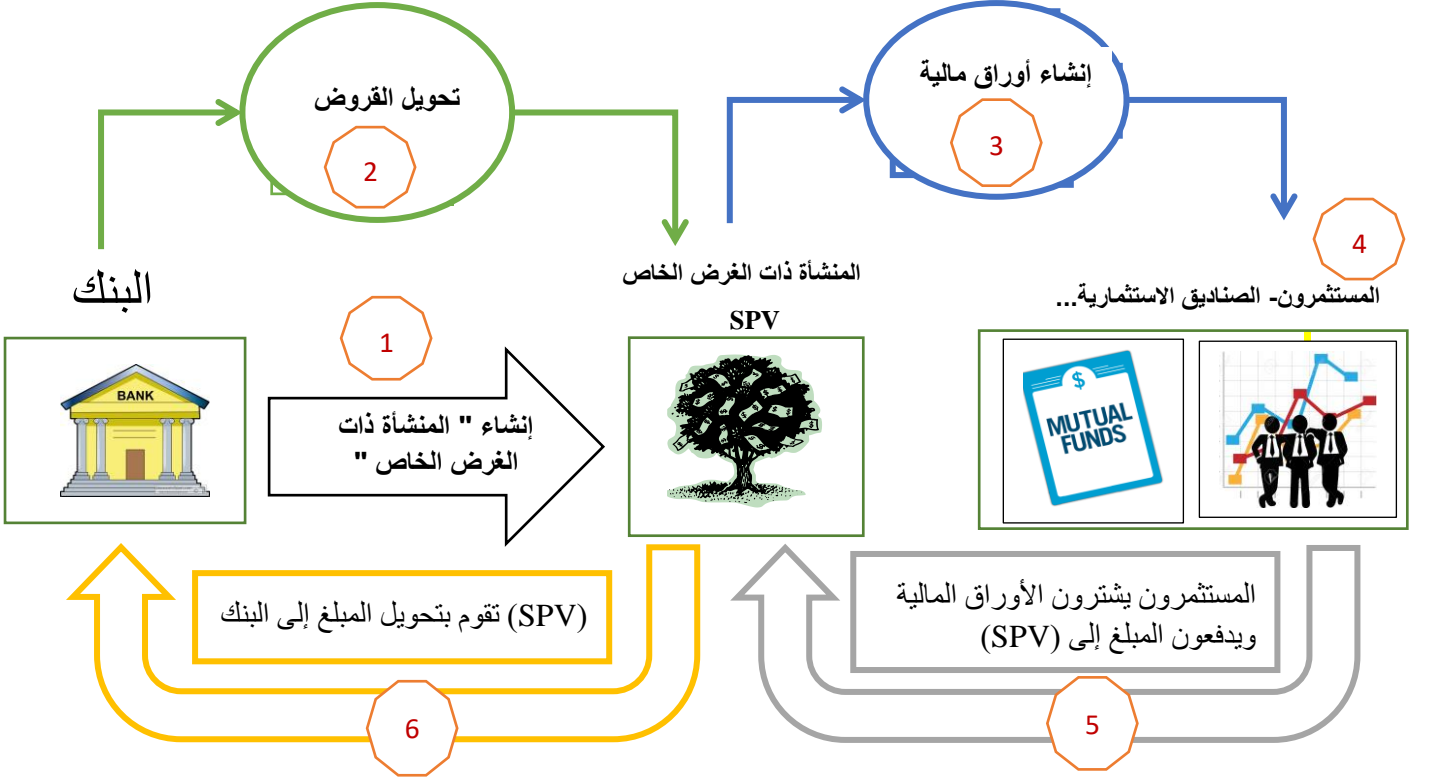
- ت- المقترضون (أو المدينون): وهم الأطراف الذين اقترضوا من المقرض الأصلي ويكون دورهم في عملية التوريق هو الوفاء بتسديد أقساط القرض إلى الجهة المكلفة بتحصيل القروض محل التوريق.
- ث- المستثمرون (أو المكتتبون): يمكن أن يكونوا أشخاص طبيعيين أو اعتباريين من بنوك استثمارية، صناديق تأمينات ومعاشات، صناديق استثمار وغيرها، ويعتبر المستثمرون طرف رئيسي في عملية التوريق لأنهم يحلون محل الدائن الأصلي كدائنين جدد.

2.2. الأطراف المساندة للتوريق

- أ- وكالات التصنيف الائتماني: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الأوراق المالية التي تطرح في أسواق رأس المال ويساعد التصنيف في معرفة الملاءة الائتمانية ودرجة مخاطر عدم السداد المرتبطة بالإصدار. ويعتمد المستثمرون على التصنيف الائتماني كأحد ركائز قرارات الاستثمار لأن التصنيف يمكنهم من معرفة درجة مخاطر الإصدار وبالتالي تحديد العائد المطلوب على هذه النوعية من الاستثمارات. وتعتبر (Standard & Poor's) و (Moody's) و (Fitch Group) من أكبر وكالات التصنيف الائتماني.
- ب- شركة خدمة الدين: تمثل الجهة القائمة على التحصيل الدوري للدين من قبل المقترضون في تواريخ الاستحقاق التي تم الاتفاق عليها مسبقاً، وتسليمها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وفي العديد من الحالات تكون هذه الشركة هي نفسها منشأة القروض (المقرض الأصلي).
- ت- مُعزز الائتمان (Credit enhancement): ويسمى كذلك مُقدم خدمات الضمان وهي مؤسسة مالية يكون دورها حماية مصالح المستثمرين (حملة الأوراق المالية) عبر تقليص مخاطر عدم السداد. يُعتبر مُعزز الائتمان الضامن لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحقاتهم وقد يكون هذا الطرف شركة (أو شركات) التأمين أو مؤسسة حكومية، مثل "جنى مي" في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ث- المُنظم: ويلعب دور الوسيط لترويج الأوراق المالية التي تم إصدارها.
- ج- أمين المحفظة (Depositor): يُمثل جهة لا تشارك في الأعمال التجارية لعملية التوريق، ويكون دورها الأساسي متابعة الأوراق المالية المرهونة بالأصول وتقدير قيمتها الحقيقية والتأكد من أية ضمانات إضافية دخلت في تقييم الإصدار.

3.2. خطوات التوريق

يمكن تلخيص خطوات التوريق في الشكل (3).



الشكل (3): خطوات عملية التوريق

الخطوة الأولى: يقوم المقرض الأصلي (البنك) بإنشاء "المنشأة ذات الغرض الخاص"

الخطوة الثانية: يقوم البنك بتحويل القروض موضوع التوريق (محفظة التوريق) إلى "المنشأة ذات الغرض الخاص"

الخطوة الثالثة: تقوم "المنشأة ذات الغرض الخاص" بتصنيف محفظة التوريق حسب درجة المخاطر وإصدار أوراق مالية متعددة ومختلفة.

الخطوة الرابعة: يتم بيع الأوراق المالية إلى المستثمرين (المكتتبون) إما مباشرة عن طريق "المنشأة ذات الغرض الخاص" أو عن طريق المنظم.

الخطوة الخامسة: يتم تحصيل مبالغ بيع الأوراق المالية من طرف المستثمرين وتحويلها إلى "المنشأة ذات الغرض الخاص"

الخطوة السادسة: يتم تحويل مبالغ عملية البيع إلى البنك

بعد ذلك يتم تحصيل أقساط القروض من المقترضين من خلال شركة خدمة الدين (أو البنك نفسه) وتسليمها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها وتتواصل العملية إلى تاريخ استحقاق (إطفاء) الأوراق المالية.

3. أدوات مُبتكرة لتوريق الدين

يوجد العديد من أدوات التوريق ومن أهمها الأوراق المالية بضمان الرهن العقاري والأوراق المالية بضمان بأصول.

1.3. الأوراق المالية بضمان الرهن العقاري (Mortgage Backed Securities; MBS)

الأوراق المالية المستندة إلى قروض الرهن العقاري (MBS) هي أول منتجات عملية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية. وهي أوراق مالية تم إصدارها في مقابل قروض الرهن العقاري، وتتيح لحاملها الحق في الحصول على فوائد في تواريخ استحقاق محددة. ويتم إصدار الأوراق المالية بضمانه الرهونات العقارية وتنقسم هذه الأوراق إلى فئتين:

- أوراق مالية بضمان رهن عقاري سكني (Residential Mortgage Backed Securities; RMBS)

- أوراق مالية بضمان رهن عقاري تجاري (Commercial Mortgage Backed Securities; CRMBS)

في البداية كانت عملية التوريق تقوم على مجموعة من القروض والديون المتجانسة (قروض سكنية، تجارية...) وبعد ذلك أصبح التوريق يشمل على محفظة توريق غير متجانسة من ناحية الأوراق والضمانات ودرجة المخاطر وتم تصميم لذلك أوراق مالية مختلفة تسمى سندات عقارية مضمونة (Collateralized Mortgage Obligation; CMO) وتعطي هذه السندات فوائد مختلفة حسب درجة مخاطر الورقة.

1.3. الأوراق المالية بضمان الأصول (Asset Backed Securities; ABS)

الأوراق المالية بضمان الأصول هي أوراق مالية تصدر في أصول غير قروض الرهن العقاري، مثل قروض الاستهلاك وقروض بطاقات الائتمان وغيرها وتتميز بكونها تستند لمحفظه أصول متجانسة. ومع تطور عمليات التوريق أصبح التوريق يشمل على محفظة أصول غير متجانسة ونتج عنها ظهور منتجات جديدة أهمها سندات الدين المضمونة أو التزامات الدين المضمونة (Collateralized Debt Obligation) وهذه السندات هي الأكبر أهمية في سوق التوريق، وأكثرها انتشارًا في

السنوات الأخيرة، والتي اعتبرت أكثر أدوات التوريق سببًا في حدوث الأزمة المالية العالمية. وتنقسم سندات الدين المضمونة إلى سندات القروض المضمونة (Collateralized Loan Obligation)، التزامات السندات المضمونة (Collateralized Bond Obligation) وسندات الدين المضمونة المركبة (Synthetic Collateralized Debt Obligation)

4. مخاطر التوريق وأزمة الرهن العقاري

1.4. مخاطر التوريق

تحتوي عملية التوريق على العديد من المخاطر أهمها:

- أ- المخاطر الائتمانية (Credit risk): وتتمثل في عدم قدرة المقترض على سداد أقساط القرض والوفاء بالتزاماته تجاه المقرض الأصلي. كما تشمل المخاطر الائتمانية مُعزز الائتمان (المؤسسة المالية الضامنة لعملية التوريق)
- ب- مخاطر السوق (Market Risk): وتتمثل في المخاطر المتعلقة بأسعار الفائدة وتقلبات أسعار الصرف والتي تؤثر على عوائد ومخاطر الأوراق المالية.
- ت- المخاطر التشغيلية (Operational Risk): وهي المخاطر الناجمة عن عدم كفاءة عملية التوريق نتيجة عدم اختيار جيد لمحفظة التوريق أو لشركة خدمات الدين أو خطأ في التقييم.
- ث- مخاطر الضمانات (Collateral Risk): مخاطر الخسارة الناتجة عن الأخطاء في طبيعة أو عدد أو قيمة الضمان موضوع عملية التوريق بالإضافة إلى مخاطر التقلبات في قيمة الضمان.
- ج- مخاطر السمعة (Reputational Risk): مخاطر الخسارة الناجمة عن الأضرار التي لحقت بسمعة المقرض الأصلي، في خسارة حصة السوق؛ زيادة التكاليف التشغيلية؛ أو انخفاض كبير في قيمة الأسهم، نتيجة لحدث معاكس أو يحتمل أن يكون جنائيًا حتى إذا لم تكن المؤسسة المالية مذنبية.

2.4. دور عمليات التوريق في أزمة الرهن العقاري

في أعقاب أزمة دوت كوم (وتعرف أيضا بفقاعة الإنترنت أو فقاعة تكنولوجيا المعلومات) وكذلك أحداث 11 سبتمبر 2001 تم تخفيض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة إلى نسبة 1% فقط للحفاظ على قوة الاقتصاد مما شجع البنوك على الاقتراض من بنك الاحتياط الفدرالي بنسبة منخفضة وبالتالي أصبحت البنوك مُقترضة للأموال. وفي نفس الوقت تم تشجيع الأسر محدودة الدخل والمقترضين ذو التصنيف الائتماني المنخفض (Subprime borrowers) على تملك مساكن

عبر الاقتراض وقد قامت "فاني ماي" و"فريدي ماك" بشراء قروض الرهن العقاري التي تمنحها البنوك للمقترضين ذو التصنيف الائتماني المنخفض والتي تسمى (Subprime loans). وبالتالي أفرطت البنوك في منح قروض الرهن العقاري ذات المخاطر المرتفعة وكانت نسب الفائدة على هذه القروض متغيرة. وكان الهدف الأساسي من زيادة الإقراض تعظيم الأرباح للبنوك بدون دراسة جيدة للملاءة الائتمانية للمقترضين وبدون تقييم فعلي وعادل للرهنات العقارية (الضمانات) على أساس أن البنك يستطيع توريق الديون وبالتالي تحويل المخاطر خارج البنك. ووصل التساهل في إسناد القروض إلى حد المجازفة وتوسعت مقابل ذلك عمليات التوريق.

مع ارتفاع حالات الإفلاس في الولايات المتحدة الأمريكية عقب أحداث 11 سبتمبر 2001 سجلت نسب البطالة والتضخم ارتفاعا ملحوظا مما أدى بنك الاحتياطي الفدرالي إلى رفع أسعار الفائدة بين 2004-2006. وبما أن قروض الرهن العقاري المُسندة تعتمد على فائدة متغيرة فإن نسبة كبيرة من المقترضين (وهم في الأصل ذو ملاءة ائتمانية منخفضة) عجزت عن سداد القروض والوفاء بالتزاماتها. وبالتالي تم حجز العقارات المرهونة وبيعها، وأمام وفرة المعروض وتراجع السوق العقاري انهارت أسعار المساكن المرهونة حتى أصبح سعرها لا يغطي قيمة الأرض. انهيار أسعار المساكن أدى إلى إفلاس العديد من البنوك وبالتالي عدم القدرة على سداد مستحقات حملة الأوراق المالية موضوع التوريق. وقد توقف المستثمرون في شراء هذه النوعية من الأوراق مما أدى إلى حدوث خسائر كبيرة للمؤسسات المالية التي تتعامل بالتوريق. ومما زاد في حالة عدم الثقة والذعر لدي المستثمرين إفلاس بنك "Lehman Brothers" في 14 سبتمبر 2008 والذي يعتبر تاريخ مفصلي في الأزمة المالية العالمية (وتسمى كذلك أزمة الرهن العقاري) حتى أن العديد من الباحثين اعتبروا أن هذا التاريخ هو التاريخ الفعلي لاندلاع الأزمة المالية العالمية. من خلال استعراض أسباب الأزمة المالية العالمية يمكن تلخيص دور عمليات التوريق في اندلاع الأزمة من خلال الشكل (4).



الشكل (4): دور عمليات التوريق في اندلاع الأزمة المالية العالمية

5. الجانب الشرعي لعملية توريق الديون

نظر مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته السادسة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة، في المدة من 21 إلى 1422/10/26 هـ، الموافق: من 1 إلى 2002/10/5 م، في موضوع: (بيع الدين). وبعد استعراض البحوث المقدمة، والمناقشات المستفيضة حول الموضوع، وما تقرر في فقه المعاملات من أن البيع في أصله حلال، لقوله تعالى: (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) [البقرة: 275]. ولكن البيع له أركان وشروط لابد من تحقق وجودها، فإذا تحققت الأركان والشروط وانتفت الموانع كان البيع صحيحاً، وقد اتضح من البحوث المقدمة أن بيع الدين له صور عديدة: منها ما هو جائز، ومنها ما هو ممنوع، ويجمع الصور الممنوعة وجود أحد نوعي الربا: ربا الفضل، وربا النساء، في صورة ما، مثل بيع الدين الربوي بجنسه، أو وجود الغرر الذي يفسد البيع؛ كما إذا ترتب على بيع الدين عدم القدرة على التسليم ونحوه؛ لنهييه صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ (أي الدين بالدين). وبناء على ذلك قرر المجمع ما يلي:

أولاً: من صور بيع الدين الجائزة: بيع الدين للمدين نفسه بثمن حال؛ لأن شرط التسليم متحقق؛ حيث إن ما في ذمته مقبوض حكماً، فانتهى المانع من بيع الدين، الذي هو عدم القدرة على التسليم.

ثانياً: من صور بيع الدين غير الجائزة:

- أ- بيع الدين للمدين بثمن مؤجل أكثر من مقدار الدين؛ لأنه صورة من صور الربا، وهو ممنوع شرعاً، وهو ما يطلق عليه (جدولة الدين).
- ب- بيع الدين لغير المدين بثمن مؤجل من جنسه، أو من غير جنسه؛ لأنها من صور بيع الكالئ بالكالئ الممنوع شرعاً.

ثالثاً: بعض التطبيقات المعاصرة في التصرف في الديون:

- أ- لا يجوز حسم الأوراق التجارية (الشيكات، السندات الإذنية، الكمبيالات)؛ لما فيه من بيع الدين لغير المدين على وجه يشتمل على الربا.
- ب- لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصداراً، أو تداولاً، أو بيعاً؛ لاشتمالها على الفوائد الربوية.
- ج- لا يجوز توريق الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية؛ لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية المشار لحكمه في الفقرة (أ).

رابعاً: يرى المجمع أن البديل الشرعي لحسم الأوراق التجارية، وبيع السندات هو بيعها بالعروض (السلع) شريطة تسلم البائع إياها عند العقد، ولو كان ثمن السلعة أقل من قيمة الورقة التجارية؛ لأنه لا مانع شرعاً من شراء الشخص سلعة بثمن مؤجل أكثر من ثمنها الحالي.

خامساً: يوصي المجمع بإعداد دراسة عن طبيعة موجودات المؤسسات المالية الإسلامية، من حيث نسبة الديون فيها، وما يترتب على ذلك من جواز التداول أو عدمه.

تمارين الفصل الأول: توريق الديون العقارية

الجزء الأول: ضع علامة √ للإجابة الصحيحة وعلامة × للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

التصكيك هو عملية تحويل القروض والديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول تصحيح:
"فريدي ماك" و"فاني ماي" تقومان بدور الضامن للأوراق المالية في عملية التمويل العقاري تصحيح:
التوريق هو عملية شراء سلعة إلى أجل، ثم بيعها على غير بائعها نقدا تصحيح:
تعتبر وكالات التصنيف الائتماني من الأطراف المساندة في عملية التوريق تصحيح:
يقوم "مُعزز الائتمان" بالتحصيل الدوري للدين من قبل المقترضون في تواريخ الاستحقاق. تصحيح:

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ من الأطراف الرئيسية في عملية التوريق:

- أ- المنشأة ذات الغرض الخاص.
- ب- وكالات التصنيف الائتماني.
- ج- مُعزز الائتمان.
- د- أمين المحفظة.

2/ من صور بيع الدين الجائزة شرعاً:

- أ- بيع الدين لغير المدين بئمن حال.
- ب- بيع الدين للمدين بئمن مؤجل أكثر من مقدار الدين.
- ج- بيع الدين للمدين نفسه بئمن حال.
- د- كل ما سبق.

3/ من مراحل توريق قروض الرهن العقاري:

- (1) تأسيس "المنشأة ذات الغرض الخاص".
 - (2) تحويل الديون إلى "المنشأة ذات الغرض الخاص".
 - (3) إصدار أوراق مالية مضمونة برهونات عقارية من قبل البنك.
 - (4) بيع الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية إلى المستثمرين.
- أ- (1) و(2) فقط.

ب- (3) و(4) فقط.

ج- (1) و(2) و(4) فقط.

د- (1) و(2) و(3) و(4).

4/ ساهمت عمليات التوريق في اندلاع الأزمة المالية العالمية من خلال:

أ- تساهل البنوك في عملية الإقراض.

ب- التهاون في عملية تقييم رهونات عالية المخاطر.

ج- الإفراط في إسناد القروض إلى مقترضين ذوي ملاءة ائتمانية منخفضة.

د- كل ما سبق.

5/ من مخاطر عملية توريق الديون:

أ- مخاطر الائتمان

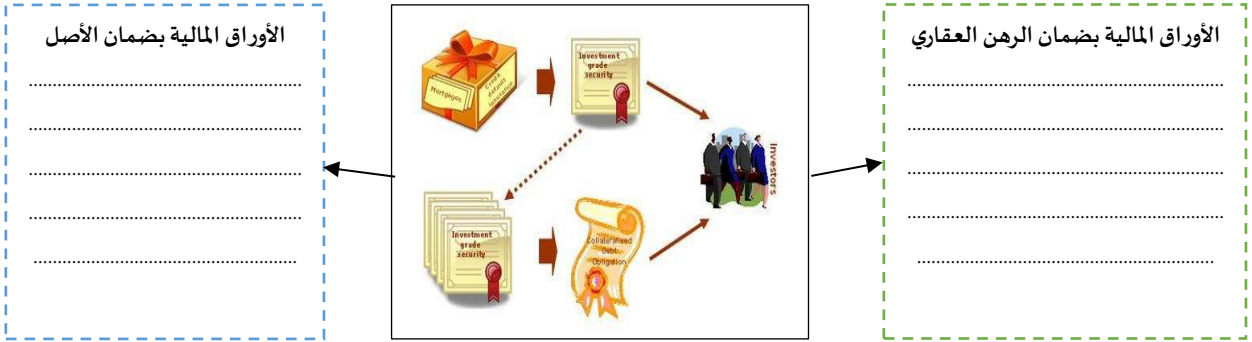
ب- مخاطر السوق

ج- مخاطر الضمان.

د- كل ما سبق.

الجزء الثالث: أجب على السؤال التالي:

1. أذكر بعض أدوات توريق الديون المعاصرة



الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري

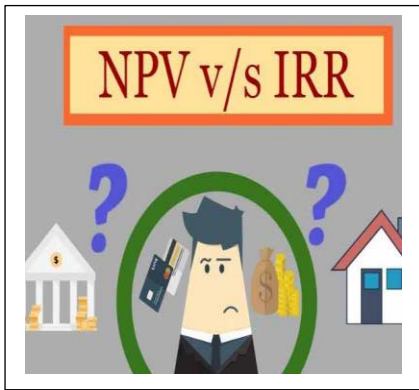


تدريب 2

1- أذكر 4 استراتيجيات للاستثمار العقاري



2- أذكر بعض حالات يكون فيها تضارب بين نتائج صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي



.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

6. استراتيجيات الاستثمار العقاري

استراتيجية الاستثمار هي مجموعة من القواعد، السلوكيات أو الإجراءات، مصممة لتوجيه وترشيد اختيار المستثمر على أساس الأهداف، وتحمل المخاطر والاحتياجات المستقبلية لرأس المال. ومن خلال هذه الفقرة سنستعرض أهم استراتيجيات الاستثمار العقاري وهي تختلف من مستثمر إلى آخر حسب توقعاته المستقبلية وتحمله لدرجة المخاطر.

1.6. الاستثمار في العقارات الأساسية (Investing in core properties)

تهدف هذه الاستراتيجية إلى الاستثمار في العقارات التي تقع في وسط المدينة وتتميز بطلب مرتفع (وسط الرياض وجدة وغيرها)، والتي يتم تأجيرها إلى مستأجرين يتمتعون بملائة ائتمانية مرتفعة. وبسبب ارتفاع الطلب على الإيجار فإن الاستثمارات الأساسية تكاد تكون آمنة (مخاطر منخفضة). الهدف من هذه الاستراتيجية هو تحقيق تدفق نقدي مستقر نسبيًا مع عائدات تنافسية مقارنةً بعقارات مشابهة. لا تشمل هذه الاستراتيجية تغيير في تشغيل العقار أو إدخال تحسينات رئيسية على العقار.

2.6. الاستثمار في العقارات الأساسية + (Investing in core + properties)

تهدف هذه الاستراتيجية إلى الاستثمار في العقارات الأساسية التي تقع في الضواحي أو في منطقة حضرية ثانوية. وتتميز بكونه عقارات أقل جودة من عقارات الاستراتيجية السابقة بالإضافة أن المستأجرين لا يمتلكون ملائة ائتمانية عالية. لا يكون المستأجر عالي الجودة، وتتراوح مخاطر هذه الاستراتيجية من منخفضة إلى متوسطة مع ارتفاع بسيط في العائد المتوقع مقارنةً بالاستراتيجية السابقة.

3.6. الاستثمار في العقارات الأساسية مع استراتيجية القيمة المضافة (Investing in core properties

(with a "value added" strategy)

تجمع هذه الاستراتيجية بين العقارات الأساسية واستراتيجية القيمة المضافة لإحداث تغييرات أو تحسينات. هذه التغييرات تكون محددة بهدف زيادة الإيجارات ورفع القيمة. الجزء الأكبر من مخاطر هذه الاستراتيجية ناتج عن نسبة التداين المرتفعة (عادة من 40% إلى 70% من قيمة الاستثمار)، إذ يساهم الرفع المالي في زيادة العوائد وفي نفس الوقت يساهم في رفع مخاطر عدم السداد.

تتضمن استراتيجيات القيمة المضافة ما يلي:

- شراء العقار بسعر أقل نظرًا لوضعه السيئ (تهالك العقار، سوء الإدارة، نوعية غير جيدة من المستأجرين إلخ)
- الحصول على قرض لتحسينه.
- بيعه بسعر أعلى يغطي التكلفة ويحقق الربح.

على سبيل المثال، قد تستثمر في مجمع تجاري مهالك يوجد فيه عدد قليل من المستأجرين وتقوم بتطويره. بعد عمليات التطوير سيرتفع عدد المستأجرين، ويمكنك بالتالي بيعه للحصول على ربح جيد.

4.6. الاستثمار في العقارات الأساسية مع استراتيجية "الانتهازية" (Investing in core properties) :(with an "opportunistic" strategy

الاستثمار في العقارات الأساسية مع استراتيجية "الانتهازية" تستهدف العقارات المتعثرة للغاية التي تتطلب ترميم وتطوير كبير. كما تنطوي هذه الاستراتيجية أيضًا على تطوير الأراضي الخام إلى عقارات سكنية أو تجارية. هذه الاستراتيجية هي الأكثر خطورة مقارنة بالاستراتيجيات السابقة، لأنها تنطوي على استخدام الرافعة المالية بنسبة مرتفعة (من 50 إلى 80%). كما تشمل خطة التطوير تحسينات أكثر تعقيدًا مقارنة باستراتيجية "القيمة المضافة" ومخاطر أكبر تتمثل في المخاطر المالية ومخاطر التنفيذ والمخاطر التشغيلية. كما أن العائد المتوقع لهذه الاستراتيجية ناتج بنسبة كبيرة عن ارتفاع في القيمة الرأسمالية للعقار وليس من الإيجارات.

5.6. الاستثمار في قطاع عقاري (Property sector investing)

تهدف هذه الاستراتيجية على التركيز على قطاع عقاري محدد بالاستناد على الأبحاث والتقارير والتوقعات المستقبلية. فمثلاً إذا أظهرت التقارير والتوقعات أن الاستثمار في قطاع المكاتب أفضل من الاستثمار في محلات التجزئة على المدى المتوسط والطويل فسيتم التركيز إذا على قطاع المكاتب. من إيجابيات هذه الاستراتيجية أن المستثمر يصبح متخصص ويكسب خبرة كبيرة في قطاع محدد. في حين أن من سلبيات الاستراتيجية عدم التنوع وتركيز الاستثمار في قطاع محدد.

6.6. الاستثمار بالاتجاه المعاكس (Contrarian investing)

الاستثمار بالاتجاه المعاكس هو نوع من الاستراتيجيات الاستثمارية التي تتميز بالشراء والبيع عكس المستثمرين في السوق خلال وقت محدد. يدخل مستثمر إلى السوق عندما يشعر الآخرون بالسلبية بشأنه وتكون القيمة أقل من القيمة الجوهرية.

7.6. توقيت السوق (Market timing)

تستند استراتيجية توقيت السوق إلى الاعتقاد بأنه مع فهم واستيعاب مرحلة كل نوع من الممتلكات في دورة العقارات والظروف الاقتصادية المستقبلية، فئة من المستثمرين لديهم القدرة على التنبؤ بوقت شراء أو بيع العقارات.

8.6. استثمار النمو (Growth investing)

تستند استراتيجية استثمار النمو على البحث والاكتشاف، من خلال دراسة الأسواق التي يحتمل أن تشهد معدلات نمو أعلى من المتوسط التقديري. المستثمرون في هذه العقارات يعتقدون أن الظروف الاقتصادية لصالح الطلب على أنواع عقارات محددة في أسواق نمو محددة. هذه الاستراتيجية تعتمد بشكل كبير على قيمة أبحاث السوق والقدرة على فهم التغييرات البيئية والاقتصادية، وأثارها على جميع القطاعات العقارية.

9.6. استثمار القيمة (Value investing)

تستند استراتيجية استثمار القيمة بشكل كبير على الخبرة حيث يتم توجيه البحث نحو العثور على تلك العقارات التي تم "تجاهلها" من قبل المستثمرين. باستخدام الخبرة والجهود البحثية الدقيقة، يحاول المستثمرون تحديد العقارات التي لديها القدرة على توليد دخل أكبر من المتوقع. فمثلاً قد يفضل المستثمرون الاستثمار في العقارات المكتتية الموجودة في الأعمال المركزية لأنه يمكن تأجيرها كمكاتب لشركات كبرى.

7. تحليل ظهر المُغلف (BOE analysis)

تحليل ظهر المُغلف أو تحليل ظهر الظرف (Back of the Envelope "BOE" analysis) هي من أدوات تحليل الاستثمار العقاري الأساسية وتعتبر واحدة من أهم الأدوات التي تسمح للمستثمرين العقاريين بتفحص العشرات من الصفقات المقترحة في وقت وجيز. يمكن تعريف تحليل ظهر المُغلف بكونه حساب رياضي غير رسمي يستخدم تقديرات رقمية لتطوير تقدير أولي "ballpark figure" وبصفة سريعة. غالبًا ما تُستخدم حسابات تحليل ظهر المُغلف في مجال الاستثمار والتطوير العقاري لتحديد ما إذا كان هناك ما يبرر إجراء المزيد من الحسابات الأكثر تفصيلاً. بالنسبة للجزء الأكبر، يميل الممارسين العقاريين إلى الاعتماد بشكل كبير على أنواع التحليل غير الرسمية للوفاء بالتزاماتهم الأولية.

لنفترض أنك تلقيت اتصالاً من مكتب عقاري أو صديق يخبرك عن فرصة استثمار عقاري جيدة. الفرصة تتمثل في فيلا سكنية وتعتبر فرصة استثمارية جيدة ومربحة (حسب المتصل بالطبع). فكيف يمكنك أخذ فكرة أولية عن أهمية الفرصة الاستثمارية وفي وقت وجيز؟

للقيام بتحليل ظهر المُغلف للفرصة الاستثمارية للبدء تحتاج في البداية إلى 5 أرقام يمكنك الحصول عليها بسهولة عن طريق السؤال أو تقديم افتراضات بسيطة:

أ- سعر الشراء

ب- الإيجار الشهري

ت- الدفعة الأولى

ث- مبلغ القرض وشروطه

ج- مبلغ الأقساط الشهرية.

لنفترض أن سعر بيع العقار 1,700,000 ريال، قيمة الإيجار الشهري 10,000 ريال، الدفعة الأولى 20٪، وستقترض 1,360,000 ريال لمدة 30 سنة وتدفع 6,890 ريال شهرياً.

الخطوة الأولى: حساب الإيجار السنوي (مبلغ الإيجار الشهري $\times 12$): 10,000 ريال $\times 12 = 120,000$ ريال.

الخطوة الثانية: حساب التدفقات النقدية قبل خدمات الدين وبعد طرح المصاريف التشغيلية (لنفترض أنها تمثل 20%

وتشمل مصاريف الإدارة والصيانة والتنظيف...): 120,000 ريال $\times 80\% = 96,000$ ريال

الخطوة الثالثة: حساب التكاليف السنوية للتمويل (مبلغ القسط الشهري $\times 12$): 6,890 ريال $\times 12 = 82,680$ ريال.

الخطوة الرابعة: حساب التدفقات النقدية بعد خدمات الدين: 96,000 ريال - 82,680 ريال = 13,320 ريال

الخطوة الخامسة: حساب المؤشرات الهامة: يوجد 3 مؤشرات هامة لمعرفة إذا الفرصة الاستثمارية المقترحة هامة أو لا:

العائد على الأصول (Return on Assets; ROA)، تكلفة التمويل (Cost of financing) والعائد على حقوق الملكية (Return on Equity; ROE).

يتم حساب العائد على الأصول (ROA) بقسمة التدفق النقدي قبل خدمات الدين (الخطوة 2) على سعر العقار. يمكن حساب كذلك معدل الرسملة على افتراض الاحتفاظ بالعقار إلى مالا نهاية. يتم حساب تكلفة التمويل على أنها التكلفة السنوية للتمويل (الخطوة 3) مقسومة على مبلغ القرض (التي تم افتراضها من البداية). يمكن حساب هذا المؤشر ومقارنته بالعائد على الأصول. إذا كان العائد على الأصول أعلى من تكلفة التمويل، فهذا يعني أن الرفع المالي موجبًا. وأخيرًا، يتم احتساب العائد على حقوق الملكية (ROE) بقسمة التدفق النقدي بعد خدمات الدين (الخطوة 4) على الدفعة المقدمة (التي تم افتراضها من البداية). يرمز هذا المؤشر إلى العائد الذي يكتسبه المستثمر مقابل التمويل الذاتي (بدون ديون). عندما يكون الرفع المالي موجبًا، يكون العائد على حقوق الملكية أعلى من العائد على الأصول.

$\frac{96,000}{1,700,000} \times 100 = 5.65\%$	العائد على الأصول
$\frac{82,680}{1,360,000} \times 100 = 6.08\%$	تكلفة التمويل
$\frac{13,320}{340,000} \times 100 = 3.92\%$	العائد على حقوق الملكية

نتائج تحليل ظهر المغلف تبين أن الفرصة الاستثمارية المقترحة وبالفرضيات الحالية ليست جيدة ولا تستحق دراسة تفصيلية. إذ نلاحظ أن العائد على الأصول أقل من تكلفة التمويل مما يعني أن الرفع المالي في هذه الحالة سالبًا. بالإضافة إلى ذلك نلاحظ أن العائد على حقوق الملكية أقل من العائد على الأصول.

في المرة الأولى التي يقوم فيها المستثمر بهذا التحليل، سيستغرق الأمر وقتًا أطول قليلاً من المعتاد. بعد ذلك، تصبح العملية سهلة وتستغرق بعض الدقائق إذ يكفي إدخال البيانات في برمجية اكسيل ويتم الحصول على النتائج المطلوبة. كما يمكن

هذا التحليل المستثمر من القيام بتحليل الحساسية (Sensitivity Analysis) فمثلا كم ستكون نسب العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية لو انخفض سعر البيع وتمت الصفقة بسعر 1,520,000 ريال؟

$\frac{96,000}{1,520,000} \times 100 = 6.32\%$	العائد على الأصول
$\frac{82,680}{1,360,000} \times 100 = 6.08\%$	تكلفة التمويل
$\frac{13,320}{160,000} \times 100 = 8.33\%$	العائد على حقوق الملكية

في هذه الحالة نلاحظ أن الرفع المالي أصبح موجبا وبالتالي العائد على الأصول أكبر من تكلفة التمويل كما أن العائد على حقوق الملكية أكبر من العائد على الأصول. في هذه الحالة يمكن الاحتفاظ بالفرصة الاستثمارية مبدئيا والمروء إلى تحليل تفصيلي.

8. معايير المفاضلة بين الاستثمارات العقارية

كما أشرنا سابقا تعتبر طريقة تحليل المغلف من الطرق التي تمكن المستثمر من تفحص العشرات من الصفقات المقترحة وتقديم فكرة أولية عن أهمية الصفقة في قت وجيز. وبعد القبول المبدئي للفرص الاستثمارية المتاحة يمكن المرور إلى تحليل أكثر تعمقا واستعمال معايير الموازنة الرأسمالية للمفاضلة بين المشاريع العقارية. من أهم معايير المفاضلة بين المشاريع نجد معيار صافي القيمة الحالية (Net Present Value; NPV) ومعيار معدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return; IRR). وسنقوم من خلال هذه الفقرة بالتذكير بالمعيارين بالإضافة إلى تفسير حالات التضارب بين المعيارين مع طرح الحلول الممكنة.

1.8. معيار صافي القيمة الحالية

يشير صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري العقاري إلى الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة (صافي الدخل التشغيلي الناتج عن المشروع العقاري) والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة للمشروع (تكلفة المشروع). فإن كان صافي القيمة الحالية موجب- أي تزيد القيمة الحالية للتدفقات الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة- كان المشروع الاستثماري مربحا، والعكس صحيح. وفي حالة وجود أكثر من مشروع استثماري يفضل المشروع الذي يعطي أكبر

صافي قيمة حالية. من مميزات معيار صافي القيمة الحالية أنه يأخذ بعين الاعتبار كل التدفقات النقدية للمشروع العقاري (شاملة القيمة النهائية أو المتبقية للعقار في نهاية فترة الاحتفاظ) بالإضافة إلى كونه يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود. يمكن صياغة معادلة صافي القيمة الحالية (NPV) كالتالي:

$$NPV = -CF_0 + \frac{NOI_1}{(1+r)^1} + \frac{NOI_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NOI_n}{(1+r)^n} = -CF_0 + \sum_{i=1}^n \frac{NOI_i}{(1+r)^i}$$

(CF_0): تكلفة المشروع العقاري

التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع ($NOI_1, NOI_2, \dots, NOI_n$):

(r): معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) للمشروع

(n): مدة المشروع

مثال (1):

مستثمر أمامه خيارين للاستثمار العقاري. يتمثل الخيار الأول في شراء عقار يتكون من مكاتب للتأجير والخيار الثاني يتمثل في شراء عقار تجاري يتكون من محلات تجزئة للتأجير. قيمة الاستثمار 4 مليون ريال وتفصيل التدفقات النقدية للخيارين معروضة في الجدول رقم (1):

الجدول (1): تفاصيل خيارات الاستثمار

مكاتب	محلات تجزئة
تكلفة المشروع: (4,000,000 ريال)	تكلفة المشروع: (4,000,000 ريال)
إجمالي الدخل: 600,000 ريال خسائر الائتمان والاشغار: 10% من إجمالي الدخل النفقات التشغيلية والرأسمالية: 30% من دخل الإيجار الفعلي	إجمالي الدخل: 500,000 ريال خسائر الائتمان والاشغار: 10% من إجمالي الدخل النفقات التشغيلية والرأسمالية: 20% من دخل الإيجار الفعلي
النمو السنوي لصافي الدخل التشغيلي: 5%	النمو السنوي لصافي الدخل التشغيلي: 4%
فترة الاحتفاظ بالمشروع: 5 سنوات	فترة الاحتفاظ بالمشروع: 5 سنوات
القيمة المتبقية للمشروع: 4,400,000 ريال	القيمة المتبقية للمشروع: 5,200,000 ريال
تكلفة رأس مال المشروع: 10%	تكلفة رأس مال المشروع: 10%

ما هو القرار الاستثماري في حالة المشاريع المتعارضة (Mutually Exclusive Projects) ؟

الحل:

- حساب صافي الدخل التشغيلي (NOI) للمشاريع

مكاتب	محلات تجزئة
إجمالي الدخل: 600,000 ريال	إجمالي الدخل: 500,000 ريال
خسائر الائتمان والاشغار: 60,000 ريال	خسائر الائتمان والاشغار: 50,000 ريال
دخل الإيجار الفعلي: 540,000 ريال	دخل الإيجار الفعلي: 450,000 ريال
النفقات التشغيلية والرأسمالية: 162,000 ريال	النفقات التشغيلية والرأسمالية: 90,000 ريال
صافي الدخل التشغيلي: 378,000 ريال	صافي الدخل التشغيلي: 360,000 ريال

- حساب صافي الدخل التشغيلي المتوقعة للمشاريع

السنة	مكاتب	محلات تجزئة
0	(ريال 4,000,000)	(ريال 4,000,000)
1	ريال 378,000	ريال 360,000
2	ريال 396,900	ريال 374,400
3	ريال 416,745	ريال 389,376
4	ريال 437,582	ريال 404,951
5	ريال 459,461	ريال 421,149
القيمة المتبقية	ريال 4,400,000	ريال 5,200,000

1- صافي القيمة الحالية لمشروع المكاتب:

$$NPV = -4,000,000 + \frac{378,000}{(1 + 0.1)^1} + \frac{396,900}{(1 + 0.1)^2} + \frac{416,745}{(1 + 0.1)^3} + \frac{437,582}{(1 + 0.1)^4} + \frac{459,461 + 4,400,000}{(1 + 0.1)^5} = 300,976.93$$

صافي القيمة الحالية لمشروع محلات التجزئة:

$$NPV = -4,000,000 + \frac{360,000}{(1 + 0.1)^1} + \frac{374,400}{(1 + 0.1)^2} + \frac{389,376}{(1 + 0.1)^3} + \frac{404,951}{(1 + 0.1)^4} + \frac{421,149 + 5,200,000}{(1 + 0.1)^5} = 696,116.42$$

القرار الاستثماري: اختيار مشروع محلات التجزئة لأن صافي القيمة الحالية للمشروع أكبر من مشروع المكاتب.

يتم الاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية للمفاضلة بين مشاريع الاستثمار العقاري في حالة التقارب في قيمة المشروع وفي فترات المشروع ولا يمكن الاعتماد على هذا المعيار في حالة التباين الكبير في قيمة الاستثمار أو في فترات المشاريع (مثل المفاضلة بين مشروعين مدة المشروع الأول 5 سنوات ومدة المشروع الثاني 10 سنوات). السؤال المطروح إذا: كيف تتم المفاضلة بين مشاريع الاستثمار العقاري في حالة الاختلاف في القيمة الاستثمارية أو في مدة المشاريع؟

2.8. المفاضلة بين المشاريع في حالة الاختلاف في القيمة الاستثمارية

في حالة التباين الكبير بين القيمة الاستثمارية للمشاريع العقارية لا يتم الاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية للمفاضلة بين المشاريع وإنما يفضل الاعتماد على مؤشر الربحية (Profitability Index). يتم حساب مؤشر الربحية من خلال قسمة القيمة الحالية للتدفقات الداخلة من المشروع الاستثماري على القيمة الحالية للتدفقات الخارجة لهذا المشروع. فإن كان ناتج القسمة أكبر من الواحد الصحيح كان المشروع الاستثماري مربحاً والعكس صحيح. يمكن صياغة معادلة مؤشر الربحية (PI) كالتالي:

$$PI = \frac{\frac{NOI_1}{(1+r)^1} + \frac{NOI_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NOI_n}{(1+r)^n}}{CF_0} = \frac{NPV + CF_0}{CF_0} = \frac{NPV}{CF_0} + 1$$

مثال (2):

لنفترض البيانات التالية لمشروعين استثماريين:

الجدول (2) : تفاصيل المشروعين في حالة الاختلاف في القيمة الاستثمارية

المشروع (2)	المشروع (1)
تكلفة المشروع: (1,200,000 ريال)	تكلفة المشروع: (2,400,000 ريال)
القيمة الحالية لمجموع صافي الدخل التشغيلي: ريال 1,350,000	القيمة الحالية لمجموع صافي الدخل التشغيلي: ريال 2,625,000
صافي القيمة الحالية = 150,000 ريال	صافي القيمة الحالية = 225,000 ريال
مؤشر الربحية: $\frac{1,350,000}{1,200,000} = 1.13$	مؤشر الربحية: $\frac{2,625,000}{2,400,000} = 1.09$

نلاحظ من المثال السابق أنه بالاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية المشروع (1) أفضل من مشروع (2) ولكن لا يمكن الاعتماد على ذلك بما أن القيمة الاستثمارية للمشروعين مختلفة. بالاعتماد على مؤشر الربحية المشروع (2) أفضل من

المشروع (1). نلاحظ إذا تضارب بين صافي القيمة الحالية ومؤشر الربحية ناتج أساساً عن الاختلاف في القيمة الاستثمارية للمشروعين. في هذا المثال يفضل الاعتماد على مؤشر الربحية للمفاضلة بين المشروعين.

3.8. المفاضلة بين المشاريع في حالة الاختلاف في مدة المشاريع

في حالة التباين بين فترات المشاريع العقارية لا يتم الاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية للمفاضلة بين المشاريع وإنما يتم الاعتماد على معيار القيمة المكافئة السنوية. يهدف هذا المعيار إلى تحويل التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع العقاري (صافي الدخل التشغيلي) إلى تدفقات نقدية سنوية ثابتة لنفس معدل الخصم ونفس مدة للمشروع. يتم الاعتماد على معيار القيمة المكافئة السنوية للمفاضلة بين المشاريع في صورة الاختلاف في مدة المشاريع.

معادلة معيار القيمة المكافئة السنوية هي كالتالي:

$$NPV = EAA \times \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

$$EAA = NPV \times \frac{r}{1 - (1 + r)^{-n}}$$

مثال (3):

لنفترض التدفقات النقدية للمشاريع التالية (معدل الخصم 10%):

السنة	المشروع الأول	المشروع الثاني
0	(450,000 ريال)	(450,000 ريال)
1	337,500 ريال	225,000 ريال
2	225,000 ريال	202,500 ريال
3	157,500 ريال	180,000 ريال
4	157,500 ريال	157,500 ريال
5		135,000 ريال
6		112,500 ريال
7		90,000 ريال
NPV	268,675.30	358,224.04
EAA	84,759.21	73,581.19

نلاحظ من الجدول السابق أنه بالاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية المشروع الثاني أفضل من المشروع الأول وبالاعتماد على معيار القيمة المكافئة السنوية نلاحظ أن المشروع الأول أفضل من المشروع الثاني. في المثال السابق نعتمد على معيار القيمة المكافئة السنوية للمفاضلة بين المشروعين ونختار المشروع ذي أكبر قيمة مكافئة سنوية.

3.8. معيار معدل العائد الداخلي

يعتبر معيار معدل العائد الداخلي من أهم المعايير المستخدمة في التقييم والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المختلفة. ويتمثل هذا المعيار في معدل العائد (معدل الخصم) الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة للمشروع الاستثماري. وبمعنى آخر هو معدل الخصم الذي عنده تكون صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر. يمكن صياغة معادلة معدل العائد الداخلي (IRR) كالتالي:

$$NPV = -CF_0 + \frac{NOI_1}{(1 + IRR)^1} + \frac{NOI_2}{(1 + IRR)^2} + \dots + \frac{NOI_n}{(1 + IRR)^n} = 0$$

يمكن حساب معدل العائد الداخلي باستعمال برمجية اكسيل أو باستعمال الآلة الحاسبة أو باستعمال طريقة المحاولة والخطأ (أكثر تفاصيل في المنهج 109).

من سلبيات معدل العائد الداخلي أنه في بعض الحالات نتحصل على أكثر من معدل واحد ويحصل ذلك في حالة تغير إشارة التدفقات النقدية أكثر من مرة (تدفقات موجبة ثم سالبة ثم موجبة...) وهذا يعني أن توزيع التدفقات النقدية غير طبيعي.

مثال (4):

لنفترض التدفقات النقدية للمشاريع التالية:

السنة	المشروع الأول	المشروع الثاني
0	(ريال 250,000)	(ريال 170,000)
1	ريال 60,000	ريال 160,000
2	ريال 80,000	ريال 160,000
3	ريال 90,000	ريال 160,000
4	ريال 70,000	ريال 160,000
5	ريال 130,000	(ريال 520,000)

معدل العائد الداخلي للمشروع الأول هو 18.95% في حين أن المشروع الثاني يوجد لديه معدلين 6.77% و 97.85% (بما أنه يوجد تغيير لإشارة التدفقات النقدية مرتين: سالبة في الصفر ثم موجبة للأربع سنوات وأخيرا موجبة في السنة الأخيرة). في هذه الحالة لا يمكن الاعتماد على معدل العائد الداخلي للمفاضلة بين المشروعين ويفضل الاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية (نفس مدة المشاريع وتقارب في القيمة الاستثمارية).

بالإضافة إلى مشكلة تعدد معدلات العائد الداخلي (Multiple IRR) لنفس المشروع يوجد مشكلة التضارب في النتائج بين صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي. يحصل التضارب بين المعيارين في حالات:

- اختلاف في القيمة الاستثمارية للمشاريع

- اختلاف في فترات المشروع

- اختلاف في طبيعة التدفقات النقدية (مثلا مشروع لديه تدفقات نقدية متصاعدة وآخر لديه تدفقات نقدية نازلة).

في حالات التضارب يتم الاعتماد على معيار صافي القيمة الحالية وهو يعتبر المعيار الرئيسي للمفاضلة بين المشاريع.

4.8. معيار معدل العائد الداخلي المعدل

في حالة وجود تضارب بين نتائج صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي يمكن اللجوء إلى معيار معدل العائد الداخلي المعدل لحل مشكلة التضارب. يتم حساب المعيار بمرحلتين:

المرحلة الأولى: حساب القيمة المستقبلية (Future Value) للتدفقات النقدية باستعمال تكلفة التمويل (إعادة استثمار التدفقات النقدية للمشروع على افتراض معدل عائد يساوي تكلفة التمويل).

المرحلة الثانية: نقوم بحساب معدل الخصم الذي عنده تكون صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر. المعدل الذي نتحصل عليه يسمى معدل العائد الداخلي المعدل (Modified Internal Rate of Return; MIRR)

مثال (5):

لنفترض التدفقات النقدية للمشاريع التالية (تكلفة التمويل 10%):

السنة	المشروع الأول	المشروع الثاني
0	(1,800,000 ريال)	(1,800,000 ريال)
1	375,000 ريال	1,125,000 ريال
2	600,000 ريال	825,000 ريال
3	825,000 ريال	525,000 ريال

ريال 375,000	ريال 900,000	4
ريال 300,000	ريال 1,200,000	5
741,392.17	1,016,429.27	NPV
%30.17	%26.52	IRR

نلاحظ وجود تضارب في نتائج صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي:

- حسب معيار صافي القيمة الحالية: المشروع الأول أفضل من الثاني
- حسب معيار معدل العائد الداخلي: المشروع الثاني أفضل من الأول

لحل مشكلة التضارب سيتم حساب معدل العائد الداخلي المعدل (بالنسبة للمشروع الأول):

المرحلة الأولى: حساب القيمة المستقبلية (Future Value) للتدفقات النقدية باستعمال تكلفة التمويل

$$FV = 375,000 \times (1 + 0.1)^4 + 600,000 \times (1 + 0.1)^3 + 825,000 \times (1 + 0.1)^2 + 900,000 \times (1 + 0.1)^1 + 1,200,000 = 4,535,887.50$$

المرحلة الثانية: نقوم بحساب معدل الخصم الذي عنده تكون صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر.

$$NPV = 0 = -1,800,000 + \frac{4,535,887.50}{(1 + MIRR)^5}$$

$$1,800,000 = \frac{4,535,887.50}{(1 + MIRR)^5}$$

$$(1 + MIRR)^5 = \frac{4,535,887.50}{1,800,000} = 2.52$$

$$MIRR = 2.52^{\left(\frac{1}{5}\right)} - 1 = 0.2030$$

$$\boxed{MIRR(1) = 20.30\%}$$

بالنسبة للمشروع الثاني (نفس الخطوات السابقة): $\boxed{MIRR(2) = 17.86\%}$

المشروع الثاني	المشروع الأول	
741,392.17	1,016,429.27	NPV
%17.87	%20.30	MIRR

نلاحظ أن نتيجة معدل العائد الداخلي المعدل تتطابق مع صافي القيمة الحالية وقد زالت مشكلة التضارب في القرارات.

9. دراسة حالات في تحليل الاستثمار العقاري

1.9. دراسة حالة: تحليل ظهر المغلف لمشروع تطوير عقاري

مطور عقاري لديه فرصة استثمارية تتمثل في تطوير أرض فضاء يمتلكها مساحتها 43,560 م². يريد المطور أخذ فكرة أولية عن أهمية الفرصة الاستثمارية عبر تحليل أعلي وأفضل استعمال للموقع وتحليل ظهر المغلف. من خلال الدراسة السوقية يمكن الاستثمار في الموقع من خلال إنشاء مشروع عقاري يتمثل في مكاتب أو محلات تجزئة أو شقق سكنية أو مستودعات. يستعرض الجدول التالي البيانات التي تم تجميعها لاستثمارات في نفس منطقة الموقع.

تكاليف التطوير*	معدل النمو (g)	معدل العائد (r)	صافي الدخل التشغيلي (NOI _t)	
40,000,000 ريال	3%	13%	5,000,000 ريال	مكاتب
67,500,000 ريال	5%	13%	6,000,000 ريال	محلات تجزئة
30,000,000 ريال	3%	12%	4,050,000 ريال	شقق
40,000,000 ريال	2%	10%	4,000,000 ريال	مستودعات

* تكاليف التطوير تشمل إجمالي تكاليف البناء، الرسوم وتكاليف المعاملات وأرباح المطور

تواصل المطور العقاري مع وسيط عقاري وتحصل على المعلومات التالية:

- سعر السوق للمتر المربع للأرض: 500 ريال
- مساحة المسطحات القابلة للإيجار على الموقع: 50,000 م².
- تكلفة بناء الشقق: 1,200 ريال للمتر المربع
- أدني معدل عائد مقبول للاستثمار: 8%
- إجمالي المصاريف التشغيلية: 160 ريال للمتر المربع
- سعر إيجار المتر مربع لعقارات مشابهة في نفس المنطقة: 320 ريال للمتر المربع

المطلوب:

- 1- ما هو أعلي وأفضل استعمال للموقع.
- 2- تحليل استعمال الموقع من خلال تحليل ظهر المغلف

الحل:

1- أعلى وأفضل استعمال للموقع

القيمة المتبقية للأرض	إجمالي قيمة التطوير $\left(\frac{NOI}{r-g}\right)$	معدل الرسملة (r-g)	صافي الدخل التشغيلي (NOI ₁)	
ريال 10,000,000	ريال 50,000,000	10%	ريال 5,000,000	مكاتب
ريال 7,500,000	ريال 75,000,000	8%	ريال 6,000,000	محلات تجزئة
ريال 15,000,000	ريال 45,000,000	9%	ريال 4,050,000	شقق
ريال 10,000,000	ريال 50,000,000	8%	ريال 4,000,000	مستودعات

من خلال الجدول السابق يتبين أن أعلى وأفضل استعمال للأرض هو مشروع الشقق.

2- تحليل استعمال الموقع من خلال تحليل ظهر المُغلف

بعد تحديد الاستخدام الأعلى والأفضل يريد المطور القيام بتحليل ظهر المُغلف للمشروع (BOE analysis) لأخذ فكرة أولية عن الجدوى المالية وهل يستحق المشروع دراسة أكثر تفصيلاً.

المرحلة الأولى: حساب التكلفة الإجمالية لشراء وبناء الموقع:

- تكلفة الأرض: 500 ريال × 43,560 م² = 21,780,000 ريال

- تكلفة البناء: 50,000 م² × 1,200 ريال = 60,000,000 ريال

التكلفة الإجمالية لشراء وبناء الموقع: **81,780,000 ريال.**

المرحلة الثانية: حساب صافي الدخل التشغيلي للمشروع في حالة التعادل (Breakeven NOI):

يُقصد بصافي الدخل التشغيلي للمشروع في حالة التعادل، المستوى الأدنى لصافي الدخل التشغيلي الذي يكون فيه الربح مساوياً للصفر (لا يوجد لا ربح ولا خسارة). في هذه الحالة قيمة المشروع تساوي تكلفته.

$$Value = \frac{NOI}{Cap\ rate}$$

$$NOI = Value \times Cap\ rate$$

$$NOI = 81,780,000 \times 8\% = 6,542,400$$

صافي الدخل التشغيلي للمشروع في حالة التعادل: 6,542,400 ريال.

المرحلة الثالثة: حساب مبلغ الإيجار الأدنى المطلوب للمتر المربع والذي يُحقق صافي الدخل التشغيلي للمشروع في حالة التعادل.

- المصاريف التشغيلية: 50,000 م² × 160 ريال = 8,000,000 ريال

- إجمالي الدخل المطلوب: 8,000,000 ريال + 6,542,400 ريال = 14,542,400 ريال.

- مبلغ الإيجار الأدنى المطلوب / م²: $\frac{14,542,400}{50,000} = 290.8$ ريال

المرحلة الرابعة: مقارنة مبلغ الإيجار الأدنى المطلوب مع الإيجار السائد في السوق لعقارات مشابهة

- الإيجار السائد في السوق: 320 ريال للمتر المربع

- الإيجار الأدنى المطلوب للمشروع: 290.8 ريال

حسب النتائج الأولية يُتوقع أن مشروع التطوير العقاري المقترح يقدم معدل عائد أعلى من معدل العائد الأدنى المطلوب (قبل عمليات التمويل) وبالتالي يستحق المشروع المرور إلى تحليل مالي أكثر تفصيلاً.

2.9. دراسة حالة: التحليل المبسط للجدوى المالية لمشروع تطوير عقاري

مطور عقاري يرغب في بناء مشروع عقاري يتكون من مكاتب:

-مساحة الأرض 30,000 م² منها 27,200 م² قابلة للتأجير

تكاليف شراء الموقع: 6,600,000 ريال

تكاليف التطوير المباشرة 4,000,000 ريال وتكاليف التطوير غير المباشرة 1,800,000 ريال.

نسبة التمويل بالدين: 80%

التكاليف التشغيلية المتوقعة (مالك العقار): 1,130,000 ريال

نسبة إشغال العقار: 95% (نسبة الشواغر 5%)

نسبة قرض الرهن السنوية (Annualized mortgage constant): 12% (نسبة قرض الرهن السنوية هي نسبة يتم الحصول عليها بقسمة خدمات الدين السنوية على قيمة القرض). يطلق على هذه النسبة كذلك عائد الدين (Debt yield)

نسبة تغطية الدين المطلوبة من المُقرض (Lender required Debt Coverage Ratio; DCR): 150%

المطلوب:

- 1- تعريف التحليل المُبسّط للجدوى المالية.
- 2- إيجابيات وسلبيات طريقة التحليل المُبسّط للجدوى المالية.
- 3- خطوات الجدوى المالية باستعمال طريقة "الباب الأمامي"
- 4- تحليل الجدوى المالية للمشروع المقترح باستعمال طريقة "الباب الأمامي"
- 5- الفرق بين خطوات الجدوى المالية باستعمال طريقة "الباب الأمامي" وطريقة "الباب الخلفي"

الحل:

- 1- تعريف التحليل المُبسّط للجدوى المالية.
من الطرق الأكثر استخداماً (بالإضافة إلى طريقة تحليل المغلف) لدي المطورين العقاريين للقيام بتحليل أولي للجدوى المالية لمشاريع التطوير العقاري نجد التحليل المُبسّط للجدوى المالية (Simple Financial Feasibility Study; SFFS) وتستند هذه الطريقة في التحليل على معلومات سوق قروض الرهن العقاري وتفترض أن المطور يقترض أكبر قرض ممكن لإكمال التطوير. كما تفترض الطريقة أن تكاليف التطوير تساوي القيمة السوقية للعقار عند الانتهاء. يشمل التحليل المُبسّط للجدوى المالية طريقتين: طريقة "الباب الأمامي" (Front door) وطريقة "الباب الخلفي" (Back door).

2- إيجابيات وسلبيات طريقة التحليل المبسط للجدوى المالية.

من إيجابيات التحليل المبسط للجدوى المالية أنها طريقة بسيطة وسهلة الفهم ولا يتطلب الأمر معرفة دقيقة بأسواق رأس المال (بخلاف الإلمام بسوق الرهن العقاري) كما لا تطلب الطريقة معرفة تفاصيل سوق الأصول العقارية ذات الصلة. يجب عدم الخلط بين التحليل المبسط للجدوى المالية والتقييم الفعلي لفرصة استثمارية من وجهة نظر مستثمر أو مطور، إذ لا يعتبر التحليل المبسط بديلاً للتحليل التفصيلي للجدوى المالية. كما أن التحليل المبسط لا يقدم قيمة للمشروع عند الانتهاء وبالتالي لا يقدم صافي القيمة الحالية للمشروع.

3- خطوات الجدوى المالية باستعمال طريقة "الباب الأمامي"

تبدأ هذه الطريقة في التحليل من التكاليف وتنتهي بحساب مبلغ الإيجار المطلوب لتحقيق الجدوى المالية للمشروع. تشمل هذه الطريقة الخطوات التالية:

تكاليف شراء الموقع
+ تكاليف البناء
= إجمالي التكاليف المتوقعة للتطوير
× نسبة التمويل بالدين
= قيمة قرض الرهن العقاري
× نسبة قرض الرهن السنوية
= خدمات الدين السنوية
× نسبة تغطية الدين المطلوبة من المقترض
= صافي الدخل التشغيلي المطلوب
+ المصاريف التشغيلية المتوقعة
= الدخل التشغيلي الفعلي المطلوب
÷ نسبة الشواغر المتوقعة
= إجمالي الدخل المطلوب
÷ المساحة القابلة للتأجير
= الإيجار المطلوب للمتر الواحد

4- تحليل الجدوى المالية للمشروع المقترح باستعمال طريقة "الباب الأمامي"

تكاليف شراء الموقع	6,600,000 ريال
+ تكاليف البناء	+ 5,800,000 ريال
= إجمالي التكاليف المتوقعة للتطوير	= 12,400,000 ريال
× نسبة التمويل بالدين	× 80%
= قيمة قرض الرهن العقاري	= 9,920,000 ريال
× نسبة قرض الرهن السنوية	× 12%
= خدمات الدين السنوية	= 1,190,400 ريال
× نسبة تغطية الدين المطلوبة من المقترض	× 150%
= صافي الدخل التشغيلي المطلوب	= 1,785,600 ريال
+ المصاريف التشغيلية المتوقعة	+ 1,130,000 ريال
= الدخل التشغيلي الفعلي المطلوب	= 2,915,600 ريال
÷ نسبة الإشغال المتوقعة	÷ 95%
= إجمالي الدخل المطلوب	= 3,069,053 ريال
÷ المساحة القابلة للتأجير	÷ 27,200 م ²
= الإيجار المطلوب للمتر الواحد	= 112.83 ريال

من خلال تحليل الجدوى المالية للمشروع المقترح باستعمال طريقة "الباب الأمامي" نلاحظ أن الإيجار يجب أن لا يقل على 112.83 ريال وعلى هذا الأساس يمكن مقارنته بالإيجار السائد في السوق للمتر المربع الواحد.

إذا التحليل المبسط للجدوى المالية للمشروع المقترح باستعمال طريقة "الباب الأمامي" يمكن المطور العقاري من الإجابة على السؤال التالي: هل متوسط الإيجار المطلوب لكل متر مربع يمكن تحقيقه في السوق الحالية؟

5- الفرق بين خطوات الجدوى المالية باستعمال طريقة "الباب الأمامي" وطريقة "الباب الخلفي"

تبدأ طريقة "الباب الخلفي" في التحليل من الإيجارات وتكاليف التشغيل وتنتهي بتحديد التكلفة القصوى الممكنة للمشروع. وتشمل طريقة "الباب الخلفي" الخطوات التالية:

المساحة القابلة للإيجار
× الإيجار المتوقع للمتر المربع الواحد
= إجمالي الدخل المتوقع
- نسبة الأشغال
= إجمالي الدخل الفعلي
- التكاليف التشغيلية المتوقعة
= صافي الدخل التشغيلي المتوقع
÷ نسبة تغطية الدين المطلوبة من المقترض
= خدمات الدين المطلوبة
÷ 12 = مبلغ القسط الشهري
← حساب مبلغ القرض العقاري
÷ نسبة الاقتراض
= التكلفة القصوى للمشروع

يكمن الفرق بين هاتين الطريقتين في المدخلات. يفترض في طريقة "الباب الخلفي" معرفة معدل الإيجار الذي يمكن الحصول عليه للمساحة بمجرد إنشائها.

تمارين الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري

الجزء الأول: ضع علامة √ للإجابة الصحيحة وعلامة × للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

الاستثمار في العقارات الأساسية تستهدف العقارات المتعثرة للغاية التي تتطلب ترميم وتطوير كبير تصحيح:
من سلبيات معدل العائد الداخلي وجود أكثر من معدل في بعض الحالات تصحيح:
طريقة تحليل ظهر المُغلف تقدم تحليل تفصيلي للجدوى المالية للمشروع تصحيح:
في صورة المفاضلة بين مشروعين يختلفان في القيمة الاستثمارية يمكن الاعتماد على مؤشر الربحية تصحيح:
في صورة تغير إشارة التدفقات النقدية أكثر من مرة نتحصل على معدل عائد داخلي واحد. تصحيح:

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ استراتيجية "الاستثمار في العقارات الأساسية" تهدف إلى:

- أ- التركيز على قطاع عقاري مُحدد.
- ب- الاستثمار حسب توقيت وحالة السوق.
- ج- الحصول على عائد مستقر ودرجة مخاطرة ضعيفة.
- د- الاستثمار في العقارات التي تتميز بنمو مرتفع في قيمتها.

2/ في صورة المفاضلة بين مشروعين يختلفان اختلاف كبير في المدة نعتمد على:

- أ- القيمة المكافئة السنوية.
- ب- مؤشر الربحية.
- ج- معدل العائد الداخلي المعدل.
- د- صافي القيمة الحالية

3/ لتصحيح التضارب بين معيار صافي القيمة الحالية ومعيار معدل العائد الداخلي يمكن حساب

- أ- القيمة المكافئة السنوية.
- ب- مؤشر الربحية.
- ج- معدل العائد الداخلي المعدل.
- د- صافي القيمة الحالية المعدلة

4/ يحدث تضارب بين معيار صافي القيمة الحالية ومعيار معدل العائد الداخلي في حالة:

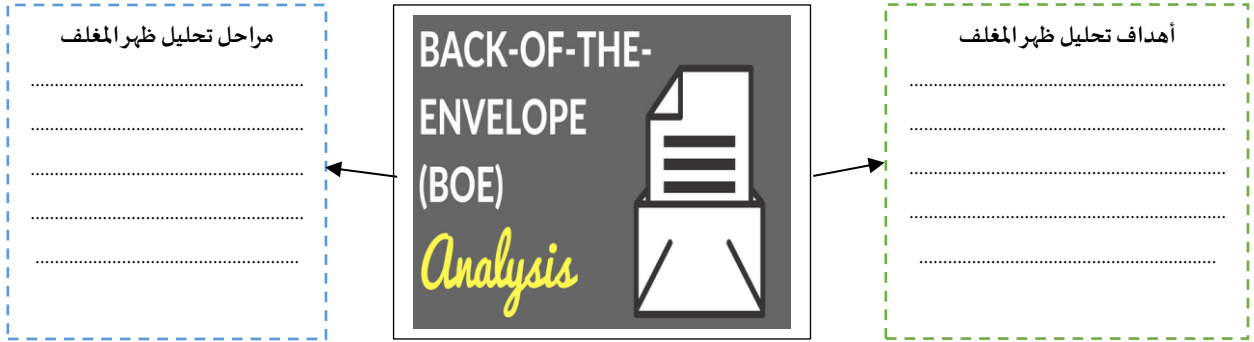
- أ- اختلاف في القيمة الاستثمارية للمشاريع.
- ب- اختلاف في فترات المشروع.
- ج- اختلاف في طبيعة التدفقات النقدية.
- د- كل ما سبق.

5/ تهدف استراتيجية "استثمار القيمة" إلى:

- أ- التركيز على قطاع عقاري مُحدد.
- ب- الاستثمار حسب توقيت وحالة السوق.
- ج- الحصول على عائد مستقر ودرجة مخاطرة ضعيفة.
- د- الاستثمار في العقارات التي تتميز بنمو مرتفع في قيمتها.

الجزء الثالث: أجب على السؤال التالي:

1. أذكر أهداف ومراحل طريقة تحليل ظهر المُغلف (BOE analysis).



الوحدة الثانية:

تحليل وإدارة المحافظ العقارية

111

التحليل المتقدم للسوق العقاري

الوحدة الثانية: تحليل وإدارة المحافظ العقارية

أهداف الوحدة

في نهاية هذه الوحدة يستطيع المتدربون اكتساب مهارات حول تطبيق النظرية الحديثة للمحافظ على القطاع العقاري. بالإضافة إلى ذلك يكتسب المتدربون معارف حول واقع صناديق الاستثمار العقاري في المملكة العربية السعودية.

محتويات الوحدة

تتكون الوحدة من فصلين:

الفصل الأول: تطبيق نظرية المحفظة على الاستثمار العقاري

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري

المنهجية المُعتمدة

- المحاضرة
- النقاش
- الاختبار

المدة

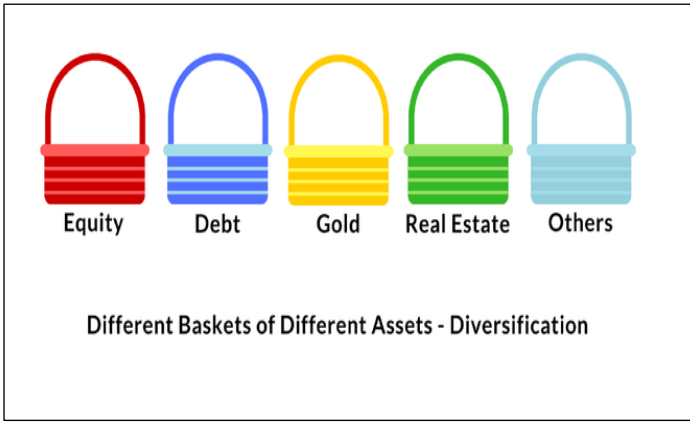
يوم ونصف

الفصل الأول: تطبيق نظرية المحفظة على الاستثمار العقاري



تدريب 3

1- كيف يمكن تقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية؟



.....

.....

.....

.....

.....

.....

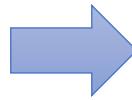
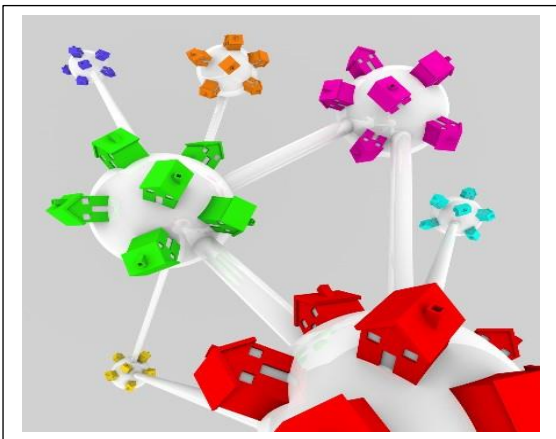
.....

.....

.....

.....

أذكر بعض طرق تنوع المحافظ العقارية



طرق تنوع المحافظ العقارية

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

10. مفاهيم أساسية في إدارة المحافظ

1.10. تعريف العائد والمخاطرة وطرق قياسهما

العائد (Return) يمثل الأموال التي يمكن كسبها من الاستثمار في فترة محددة ويمكن التعبير عنه بنسبة مئوية أو بمبلغ. ينقسم العائد إلى نوعين: عائد جاري (الناتج عن تأجير العقار) وعائد رأسمالي (الناتج عن التغير في القيمة الاستثمارية للعقار). العائد الجاري دائما موجب أما العائد الرأسمالي فيمكن أن يكون موجبا (ربح) أو سالبا (خسارة).

مثال:

اشترى مستثمر عقار بقيمة 1,000,000 ريال وقام بتأجيره لمدة سنة بقيمة 70,000 ريال. في نهاية السنة قام ببيع العقار بقيمة 1,040,000 ريال. احسب العائد الجاري والعائد الرأسمالي وإجمالي العائد (مبلغ ونسبة مئوية).

الحل:

مبلغ العائد الجاري: 70,000 ريال

نسبة العائد الجاري: 7%

مبلغ العائد الرأسمالي: 40,000 ريال

نسبة العائد الرأسمالي: 4%

مبلغ إجمالي العائد: 110,000 ريال

نسبة إجمالي العائد: 11%

بالنسبة للمخاطر (Risk) فيمكن تعريفه احتمال عدم تحقق التوقعات، أي احتمال أن العائد من الاستثمارات الفعلية يختلف عن العوائد المتوقعة. تُقاس درجة مخاطر الاستثمار بالانحراف المعياري (σ_i) وهو الجذر التربيعي للتباين (Variance):

$$\sigma_i = \sqrt{\text{Variance}} = \sqrt{\sigma_i^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i \times (R_i - E(R))^2} = \left[\sum_{i=1}^n P_i \times (R_i - E(R))^2 \right]^{1/2}$$

$$\sigma_i = \left[\sum_{i=1}^n P_i \times R_i^2 - E(R)^2 \right]^{1/2}$$

($E(R)$): العائد المتوقع، (P_i): الاحتمالات و(n): عدد الحالات الممكنة.

2.10. معامل الاختلاف

تقيس معامل الاختلاف (**The coefficient of Variation; CV**) درجة تشتت العوائد (العائد المتوقع) مقارنة بدرجة المخاطر (الانحراف المعياري). تكمن أهمية معامل الاختلاف عند المقارنة بين العديد من الاستثمارات المستقلة والمختلفة من حيث العائد والمخاطر. ويمكن تحليل ناتج معامل الاختلاف بكونه يعبر عن درجة المخاطر لكل وحدة من العائد المتوقع.

$$CV = \frac{\sigma_i}{E(R)}$$

$E(R)$: العائد المتوقع

3.10. التغيرات والارتباط

معامل التغير (**Covariance coefficient; COV**) هو مقياس لمقدار تغيير متحولين مع بعضهما. تكون قيمة التغير موجبة عندما يتغير متحولان مع بعضهما البعض، وتكون سالبة عندما يتغيران عكس بعض. يمكن كتابة معادلة التغير بين متحولين اثنين ($A; B$) على النحو التالي:

$$\sigma_{A,B} = COV(R_A, R_B) = \sum_{i=1}^n P_i (R_{iA} - E(R_A)) \times (R_{iB} - E(R_B))$$

معامل الارتباط (**Correlation coefficient; ρ**) تقيس درجة الارتباط بين متغيرين (متحولين) ويتراوح نطاق معامل الارتباط بين سالب واحد صحيح وموجب واحد صحيح ($-1 \leq \rho_{A,B} \leq +1$). عندما تكون معامل الارتباط مساوياً لصفر فهذا يعني عدم وجود علاقة بين المتغيرين. يمكن كتابة معادلة معامل الارتباط بين متحولين اثنين ($A; B$) على النحو التالي:

$$\rho_{A,B} = \frac{COV(A,B)}{\sigma_A \sigma_B}$$

11. تجنب المخاطر ودوال المنفعة

1.11. أنواع المستثمرين

المستثمر هو الذي يتخلى عن استهلاك حالي من أجل الحصول في المستقبل عائداً مقبولاً يعوضه عن وقت الانتظار ومخاطر الاستثمار. يمكن تصنيف المستثمرين إلى ثلاث أنواع:

(1) مستثمر متجنب للمخاطر أو مستثمر متحفظ للمخاطر (**Risk averse investor**): هو المستثمر الذي يفضل

عوائد أقل بمخاطر معروفة بدلاً من عوائد أعلى مع مخاطر غير معروفة. بعبارة أخرى، من بين الاستثمارات

المختلفة التي تعطي نفس العائد بمستويات مختلفة من المخاطر، يفضل هذا المستثمر دائماً البديل الذي يحتوي أقل مخاطر.

(2) مستثمر محايد للمخاطر (Risk neutral investor): هو مستثمر غير مهتم بالمخاطر عند اتخاذ قرار الاستثمار.

يضع المستثمر المحايد للمخاطر نفسه في منتصف نطاق المخاطر، ممثلاً في المستثمرين الباحثين عن المخاطرة في أحد الأطراف والمستثمرين الذين يتجنبون المخاطر في الطرف الآخر.

(3) مستثمر محب للمخاطر (Risk lover investor) أو مستثمر باحث للمخاطر (Risk-seeking investor): هو

المستثمر الذي هو على استعداد لتحمل المزيد من المخاطر من أجل كسب عوائد أعلى.

2.11. دالة المنفعة

يكون لدى الأفراد تفضيلات مخاطر مختلفة يأخذونها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار بشأن شراء منتج. تنجم تفضيلات المخاطر المختلفة عن الاختلافات في الرضا الفردي أو عدم الرضا الناتجة عن المخاطر. المنفعة (Utility) هي مقياس ذاتي للرضا وخاص بكل فرد. دالة المنفعة (Utility function) هي مؤشر أو مقياس يقيس الفائدة النسبية لمختلف النتائج الممكنة. يتيح مفهوم المنفعة إمكانية دمج تفضيلات المخاطر الفردية في معايير اتخاذ القرار.

يمكن صياغة دالة المنفعة رياضياً لمستثمر متجنب للمخاطر عبر افتراض حالتين ممكنتين لنتائج معين:

$$U(P_1W_1 + P_2W_2) > P_1U(W_1) + P_2U(W_2)$$

مع (W_1) و (W_2) القيمة المالية الناتجة عن الحالات الممكنة (1) و (2). (P_1) و (P_2) الاحتمالات لكل حالة ممكنة.

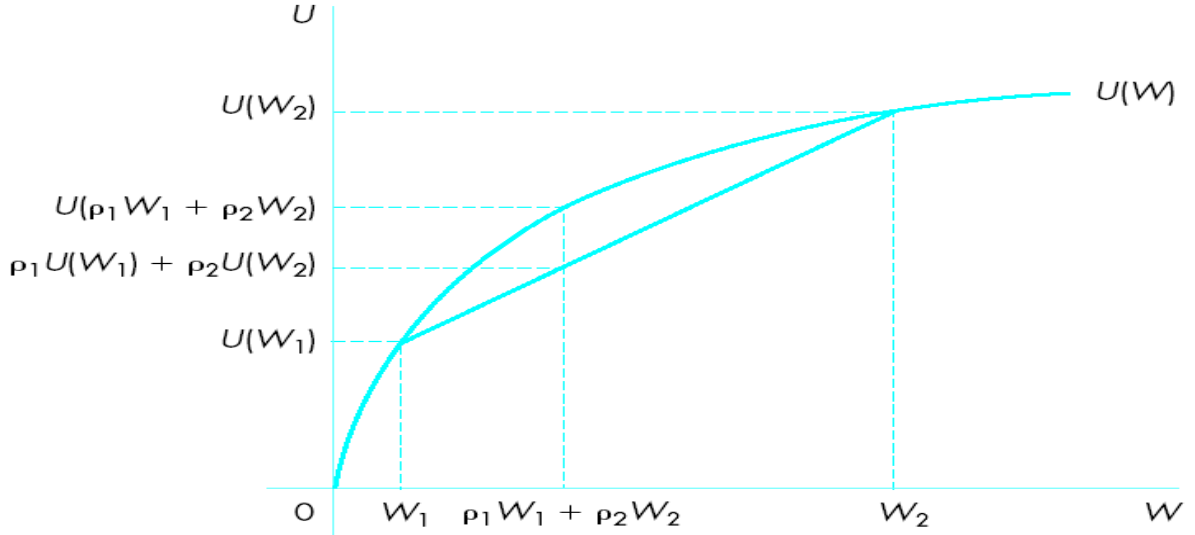
بالنسبة لمستثمر متجنب للمخاطر قيمة المنفعة المرتبطة ب $U(P_1W_1 + P_2W_2)$ أكبر من قيمة المنفعة المرتبطة ب

$P_1U(W_1) + P_2U(W_2)$. إذا كان الناتج هو عائد على الاستثمار فإن المستثمر المتجنب للمخاطر يفضل عائداً

معلوماً (مؤكد) ناتج عن المنفعة للقيمة المتوقعة $U(P_1W_1 + P_2W_2)$ على عائد غير مؤكد ناتج عن المنفعة المتوقعة

للقيمة $P_1U(W_1) + P_2U(W_2)$. يبين الشكل (5) دالة المنفعة بالنسبة لمستثمر متجنب للمخاطر وتكون دالة

المنفعة مقعرة (Concave function).



الشكل (5): دالة المنفعة بالنسبة لمستثمر متجنب للمخاطر

لأغراض نمذجة سلوك المستثمر متجنب المخاطر فإن دالة المنفعة المتوقعة هي دالة مقعرة والمشتقة الثانية لدالة

$$U''(W) < 0$$

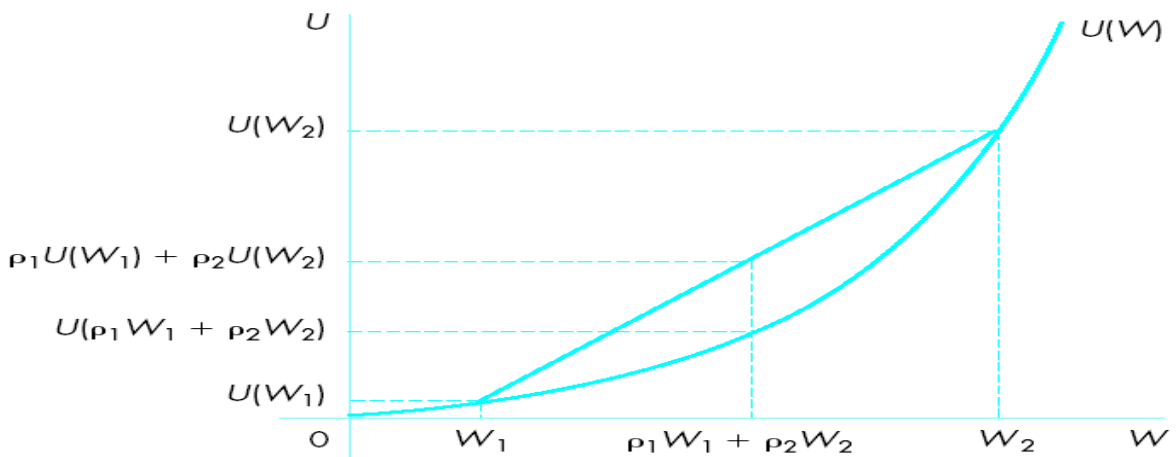
المنفعة مقابل القيمة المالية تكون سالبة:

بالنسبة للمستثمر المحب للمخاطر تكون دالة المنفعة عبر افتراض حالتين ممكنتين لنتائج معين:

$$U(P_1 W_1 + P_2 W_2) < P_1 U(W_1) + P_2 U(W_2)$$

مع (W_1) و (W_2) القيمة المالية الناتجة عن الحالات الممكنة (1) و(2). (P_1) و (P_2) الاحتمالات لكل حالة ممكنة. يبين

الشكل (6) دالة المنفعة بالنسبة لمستثمر محب للمخاطر وتكون دالة المنفعة محدبة (Convex function).



الشكل (6): دالة المنفعة بالنسبة لمستثمر محب للمخاطر

لأغراض نمذجة سلوك المستثمر محب للمخاطر فإن دالة المنفعة المتوقعة هي دالة مقعرة والمشتقة الثانية لدالة المنفعة

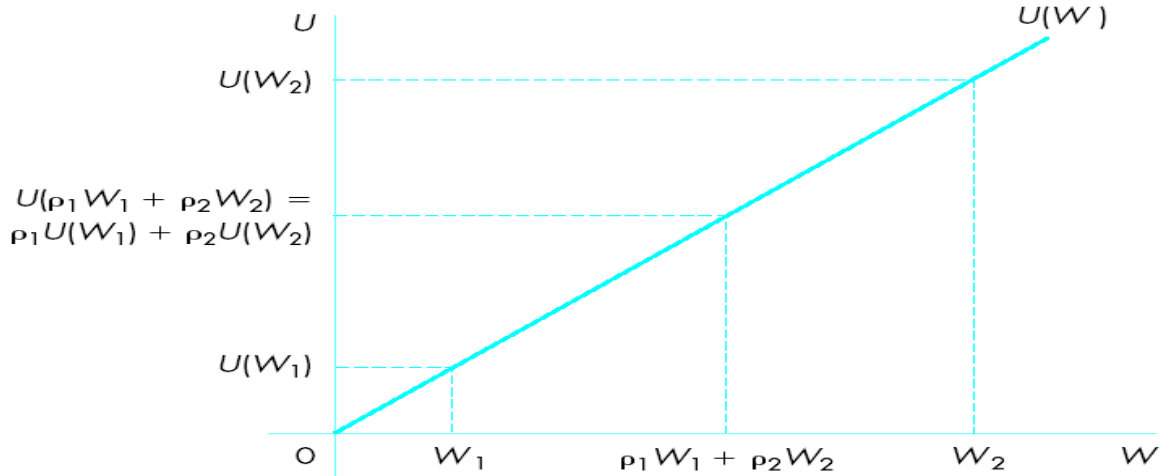
$$U''(W) > 0$$

مقابل القيمة المالية تكون موجبة:

بالنسبة للمستثمر محايد للمخاطر تكون دالة المنفعة عبر افتراض حالتين ممكنتين لنتائج معين:

$$U(P_1W_1 + P_2W_2) = P_1U(W_1) + P_2U(W_2)$$

مع (W_1) و (W_2) القيمة المالية الناتجة عن الحالات الممكنة (1) و(2). (P_1) و (P_2) الاحتمالات لكل حالة ممكنة. يبين الشكل (7) دالة المنفعة بالنسبة لمستثمر محايد للمخاطر وتكون دالة المنفعة خطية (Linear function).



الشكل (7): دالة المنفعة بالنسبة لمستثمر محايد للمخاطر

3.11. تجنب المخاطر وقيمة المنفعة

سنفترض أن كل مستثمر يُمكن أن يحقق فائدة أو منفعة للحصول على محفظة على أساس العائد المتوقع والمخاطر. تُسند قيمة أعلى للمنفعة إلى المحافظ ذات العائد والمخاطرة الأكثر جاذبية. تتحصل المحافظ على أعلى قيمة للمنفعة عندما تحقق أعلى عائد وأقل مخاطر. يوجد أكثر من طريقة للتعبير عن دالة منفعة المستثمر ومن الدوال التي تم استعمالها كثيرا في المالية لقياس قيمة المنفعة هي دالة المنفعة التربيعية (Quadratic utility function):

$$U = E(r) - \frac{1}{2}A\sigma^2$$

مع (U) : قيمة المنفعة، $(E(r))$: العائد المتوقع على الأصل، (A) : معامل تجنب المخاطر و (σ^2) : تباين العائد.

المعادلة السابقة تتفق مع فكرة أن يتم تعزيز المنفعة عن طريق ارتفاع العائد المتوقع وتقليل درجة المخاطر. نلاحظ أن الأصول أو المحافظ الخالية من المخاطر تحصل على منفعة تساوي معدل العائد (المعروف)، لأنهم لا يتلقون أي معامل لتجنب المخاطر. عادة يختار المستثمر المحفظة التي تقدم أعلى عائد.

مثال:

لنفرض أنه يوجد ثلاث محافظ استثمارية ولها الخصائص التالية (العائد الخالي من المخاطر 5%):

المخاطر	العائد المتوقع	علاوة المخاطر	المحافظ
5%	7%	2%	محفظة قليلة المخاطر (L)
10%	9%	4%	محفظة متوسطة المخاطر (M)
20%	13%	8%	محفظة عالية المخاطر (H)

لنفترض وجود أربع مستثمرين بدرجات مختلفة من تجنب المخاطر ($A=2$) و ($A=3.5$) و ($A=5$) و ($A=9$) مع العلم أنه كلما ارتفع معامل تجنب المخاطر كلما كان المستثمر محافظاً ويتجنب المخاطر.

المطلوب: حساب قيمة المنفعة لكل مستثمر

الحل:

قيمة المنفعة لكل مستثمر ولكل محفظة معروضة في الجدول التالي:

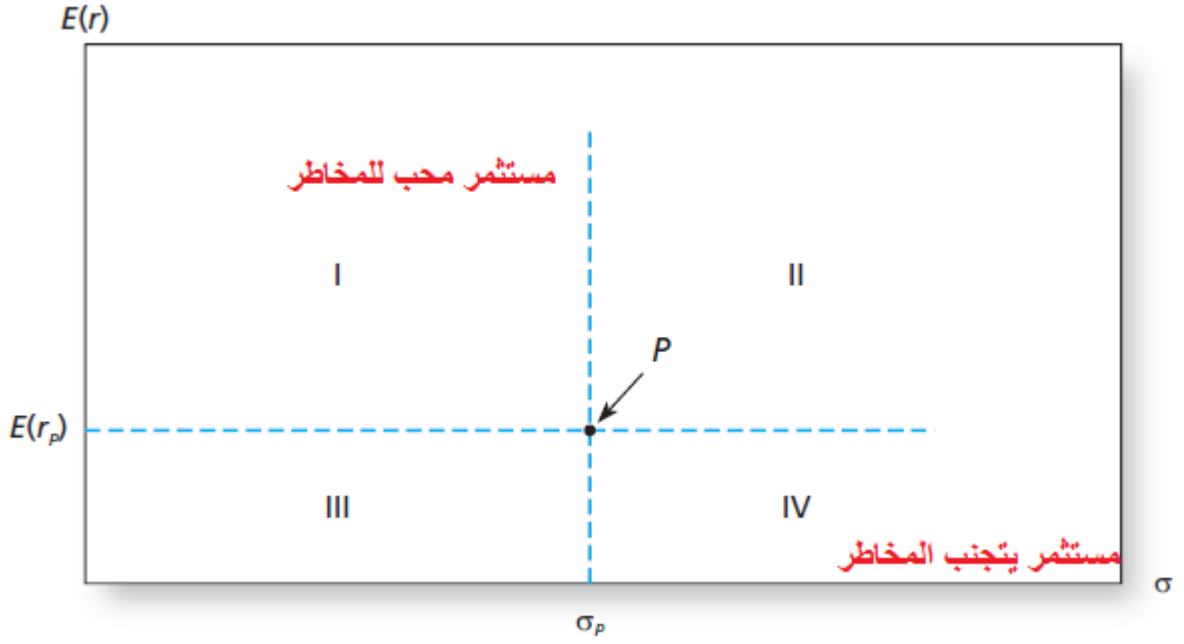
المستثمرين	قيمة المنفعة للمحفظة (L)	قيمة المنفعة للمحفظة (M)	قيمة المنفعة للمحفظة (H)
A=2	$U = 0.07 - \frac{1}{2} 2 \times 0.05^2 = 0.0675$	$U = 0.09 - \frac{1}{2} 2 \times 0.1^2 = 0.0800$	$U = 0.13 - \frac{1}{2} 2 \times 0.2^2 = 0.09$
A=3.5	$U = 0.07 - \frac{1}{2} 3.5 \times 0.05^2 = 0.0656$	$U = 0.09 - \frac{1}{2} 3.5 \times 0.1^2 = 0.0725$	$U = 0.13 - \frac{1}{2} 3.5 \times 0.2^2 = 0.06$
A=5	$U = 0.07 - \frac{1}{2} 5 \times 0.05^2 = 0.0638$	$U = 0.09 - \frac{1}{2} 5 \times 0.1^2 = 0.0650$	$U = 0.13 - \frac{1}{2} 5 \times 0.2^2 = 0.03$
A=9	$U = 0.07 - \frac{1}{2} 9 \times 0.05^2 = 0.0588$	$U = 0.09 - \frac{1}{2} 9 \times 0.1^2 = 0.0450$	$U = 0.13 - \frac{1}{2} 9 \times 0.2^2 = -0.05$

نلاحظ من الجدول السابق أن المستثمر المحب للمخاطرة سوف يختار المحفظة (H) وهي التي تحقق له أعلى قيمة منفعة.

في حين أن المستثمر الثاني والثالث لهما درجة تجنب المخاطر متقاربة ومتوسطة وسيختاران المحفظة (M). أما المستثمر

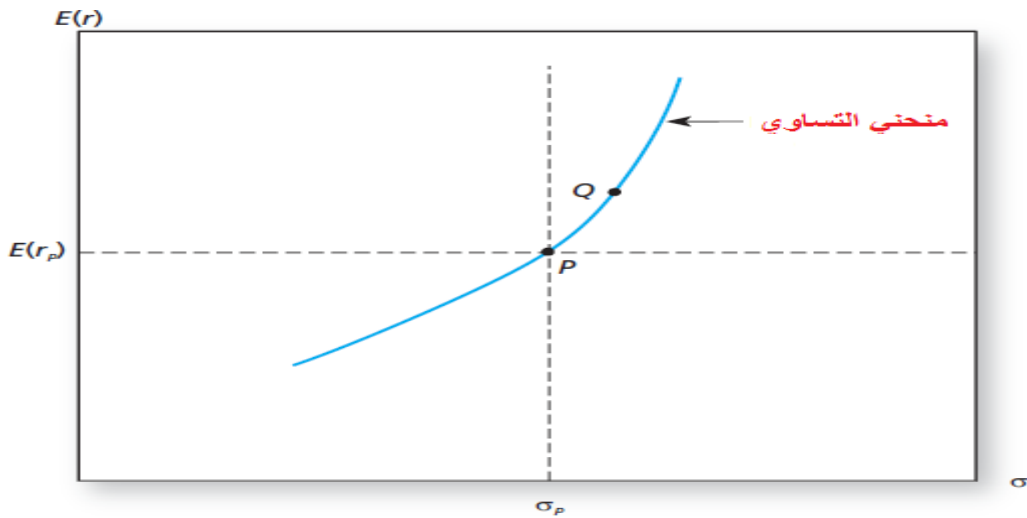
الرابع (وهو مستثمر متجنب للمخاطر) سيختار المحفظة (L) وهي التي تحقق له أعلى قيمة منفعة.

يمكننا عرض مقايضة المستثمر بين المخاطرة والعائد عن طريق رسم خصائص المحافظ على الشكل (8)



الشكل (8): المقايضة بين العائد والمخاطرة

نلاحظ أن المحفظة (P) التي لديها عائد متوقع $E(r_p)$ ودرجة مخاطر (σ_p) هي مفضلة بالنسبة للمستثمر متجنب المخاطر لأن العائد المتوقع لهذه المحفظة هو يساوي أو أكبر من أي عائد بالنسبة للمربع (IV) كما أن درجة المحفظة تساوي أو اقل درجة مخاطر لنفس المربع. وعكس ذلك أي محفظة موجودة في المربع (I) هي أفضل من المحفظة (P). بالنسبة للمربعات (II) و (III) اختيارهم يكون حسب درجة تجنب المخاطر بالنسبة للمستثمر. يمكن الحصول على عائد أعلى من المحفظة (P) ولكن درجة المخاطر ترتفع والعكس صحيح. يبين الشكل 9 منحنى التساوي



الشكل (9): منحنى التساوي

المحفظة (Q) هي مرغوبة بنفس القدر مثل المحفظة (P) وكل المحافظ الموجودة على منحنى التساوي هي مرغوبة من المستثمرين لأنها تحقق نفس قيمة المنفعة.

مثال:

لنفرض وجود أربع محافظ استثمارية ولها الخصائص التالية:

المحافظ	العائد المتوقع	المخاطر
محفظة (1)	%10	%20
محفظة (2)	%15	%25.5
محفظة (3)	%20	%30
محفظة (4)	%25	%33.9

لنفترض مستثمر درجته لتجنب المخاطر (A=4). المطلوب: حساب قيمة المنفعة للمستثمر بالنسبة لأربع محافظ.

الحل:

قيمة المنفعة لكل مستثمر ولكل محفظة معروضة في الجدول التالي:

المحافظ	العائد المتوقع	المخاطر	قيمة المنفعة
محفظة (1)	%10	%20	$U = 0.1 - \frac{1}{2} \times 0.2^2 = 0.02$
محفظة (2)	%15	%25.5	$U = 0.15 - \frac{1}{2} \times 0.255^2 = 0.02$
محفظة (3)	%20	%30	$U = 0.2 - \frac{1}{2} \times 0.3^2 = 0.02$
محفظة (4)	%25	%33.9	$U = 0.25 - \frac{1}{2} \times 0.339^2 = 0.02$

نلاحظ أن الأربع محافظ تحقق نفس قيمة المنفعة بالنسبة للمستثمر وهي موجودة على نفس منحنى التساوي.

4.11. عوائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية هو المتوسط المرجح (الموزون) للعوائد المتوقعة لكل استثمار. تُقاس عوائد المحفظة

الاستثمارية باستعمال المعادلة التالية:

$$E(R_{portfolio}) = [W_1 \times E(R_1)] + [W_2 \times E(R_2)] + \dots + [W_n \times E(R_n)]$$

$R_{portfolio}$: العائد المتوقع للمحفظة

(W_i) : أوزان كل أصل استثماري في المحفظة

$E(R_i)$: العائد المتوقع لكل أصل

تُقاس مخاطر المحفظة الاستثمارية (مكونة من استثمارين) باستعمال المعادلة التالية:

$$\sigma_{portfolio} = \sqrt{W_1\sigma_1^2 + W_2\sigma_2^2 + 2W_1W_2\rho_{12}\sigma_1\sigma_2}$$

نلاحظ من المعادلة السابقة أن مخاطر المحفظة الاستثمارية على العلاقة بين عوائد الأصول في المحفظة (معامل الارتباط).

12. تنوع المحافظ الاستثمارية

1.12. التنوع ومخاطر المحفظة

لفهم علاقة التنوع بمخاطر المحفظة يجب في البداية استيعاب مفاهيم المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة.

- المخاطر المنتظمة (Systematic Risk) هي المخاطر التي لا يمكن إزالتها بمجرد عملية تنوع فهي مخاطر غير قابلة

للتنوع (Non Diversifiable Risk) ويطلق عليها كذلك مخاطر بيتا (β ; Beta-risk) أو مخاطر السوق.

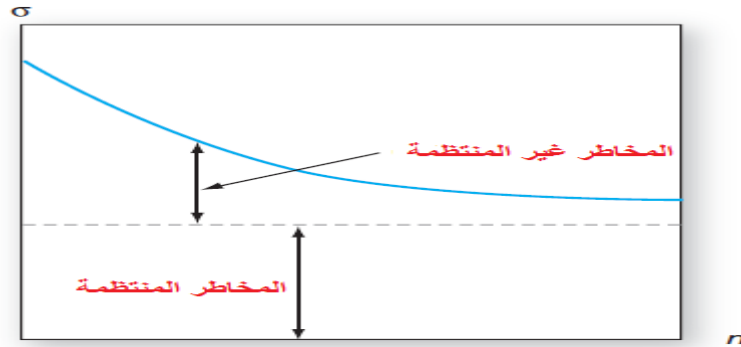
- المخاطر الغير منتظمة (Unsystematic Risk) هي المخاطر التي يمكن إزالتها بمجرد عملية تنوع وهي مخاطر

خاصة بالشركة.

تقاس المخاطر المنتظمة باستعمال معامل بيتا (beta coefficient) وتقاس درجة حساسية الأصل الاستثماري (الورقة

المالية) مع مخاطر السوق (لأكثر تفاصيل يمكن الرجوع إلى منهج 109). كلما زاد عدد الأصول في المحفظة انخفضت درجة

المخاطر (وبالتحديد المخاطر الغير منتظمة) في حين أن المخاطر المنتظمة لا يمكن إزالتها بعملية التنوع.

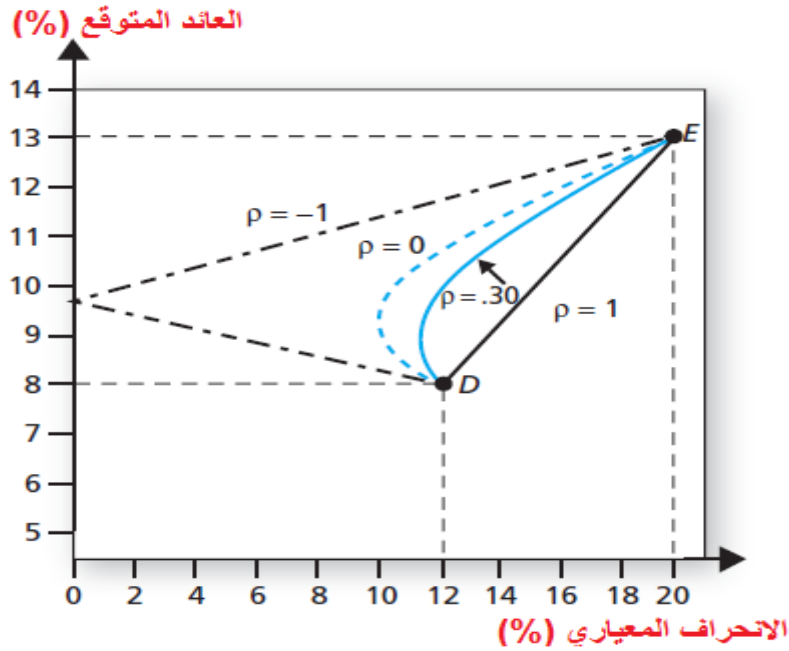


الشكل (10): العلاقة بين عدد الأصول ودرجة المخاطر

نلاحظ من الشكل (10) أن المخاطر الكلية للمحفظة تنخفض كلما زاد عدد الأصول وتستقر بعد ذلك في مستوى معين من عدد الأصول. كما نلاحظ أن المخاطر التي تنخفض هي المخاطر غير المنتظمة في حين أن المخاطر المنتظمة (المرتبطة بالسوق) لا يمكن أزلتها عبر عمليات التنويع.

2.12. المحفظة ذات أدنى مخاطر

تشير المحفظة ذات أدنى مخاطر (Minimum Variance Portfolio) إلى محفظة متنوعة بشكل جيد تتكون من أصول ذات مخاطر، والتي يتم تحوطها عند جمعهم مع بعضهم البعض، مما يؤدي إلى أدنى خطر محتمل لمعدل العائد المتوقع. المحفظة ذات أدنى مخاطر لديها أدنى انحراف معياري مقارنة بكل أصل يكون المحفظة. يبين الشكل (11) العلاقة بين عائد المحفظة ودرجة المخاطر حسب درجة الارتباط بين الأصول.



الشكل (11): العلاقة بين عائد المحفظة ودرجة المخاطر حسب درجة الارتباط

حسب الشكل (11) نلاحظ أنه كلما كان الارتباط أقل، كلما زادت الفائدة المحتملة للتنويع. في الحالة القصوى من الارتباط السلبي الكامل ($\rho = -1$)، لدينا تحوط مثالي ويمكن بناء محفظة ذات تباين صفري. لنفترض محفظة مكونة من أصليين (A;B)، نستطيع حساب أوزان الأصلين في المحفظة ذات أدنى مخاطر كالتالي:

$$W_{min}(A) = \frac{\sigma_B^2 - \rho_{A,B}\sigma_A\sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2\rho_{A,B}\sigma_A\sigma_B}$$

$$W_{min}(B) = 1 - W_{min}(A)$$

ملاحظة: يمكن تعويض $\rho_{A,B}\sigma_A\sigma_B$ بـ $Cov(A, B)$

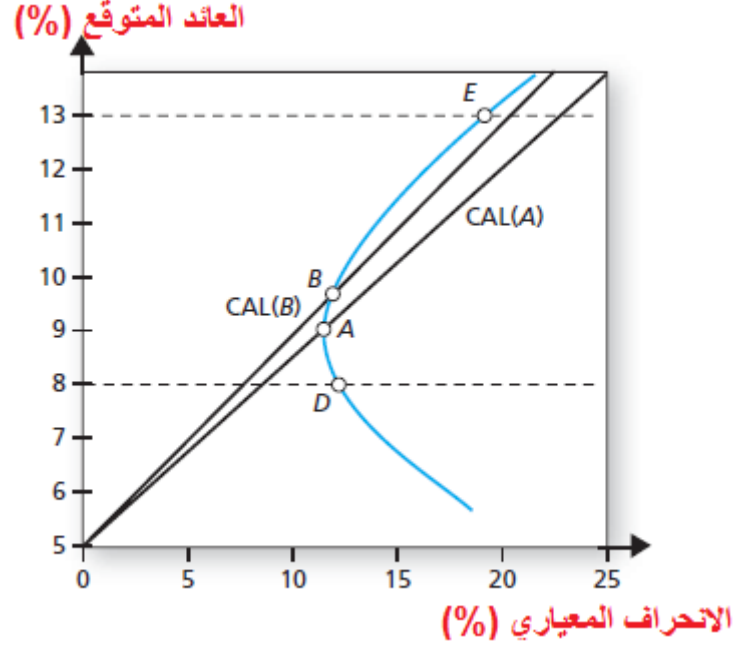
3.12. التنويع بين الأصل خالي من المخاطر ومحفظة أصول ذات مخاطرة

عند توزيع الأصول نحتاج إلى معرفة خط توزيع رأس المال (Capital Allocation Line; CAL) والذي يقدم أعلى منحدر أو نسبة شارب. كلما كان خط توزيع رأس المال أكثر انحدارًا كلما كان العائد المتوقع أكبر بالنسبة لدرجة معينة من المخاطر. عند توزيع رأس المال نحتاج إلى أصل خال من المخاطر إلى جانب الأصول ذات المخاطر. والسبب من وراء ذلك أن نسبة شارب تقيس العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة الاستثمارية (مقارنة بالعائد خالي المخاطر) مقابل كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية للمحفظة.

لنفترض أنه يوجد خيارين للاستثمار في صناديق استثمارية: صندوق استثماري في الأسهم وصندوق استثمار عقاري. بيانات العائد والمخاطرة كالتالي:

صندوق عقاري (B)	صندوق أسهم (A)	
%8	%13	العائد المتوقع
%12	%20	الانحراف المعياري
	0.3	معامل الارتباط
	%5	العائد الخالي من المخاطر

يبين الشكل (12) خطين لتوزيع رأس المال (CAL(A)) و (CAL(B))



الشكل (12): العلاقة بين عائد المحفظة ودرجة المخاطر حسب درجة الارتباط

نلاحظ من الشكل (12) أنه يمكن رسم عدد كبير من خطوط توزيع رأس المال التي تشمل الأصول ذات مخاطرة والأصل خالي من المخاطر (اكتفينا في الشكل فقط بخطين). نلاحظ أن المحفظة (B) أعلى عائد من المحفظة (A) ويمكن أن تكون محفظة أخرى أعلى عائد من المحفظة (B) والسؤال المطروح: كيف يمكن الحصول على خط توزيع رأس المال الذي يُعظم (يرفع) العائد المتوقع لدرجة محددة من المخاطر. والإجابة هي أنه يمكن القيام بذلك عبر الرفع من درجة ميل خط توزيع رأس المال ويكون ذلك عبر إيجاد أعلى نسبة لشارب:

$$SR = \frac{R_{portfolio} - r_f}{\sigma_{portfolio}}$$

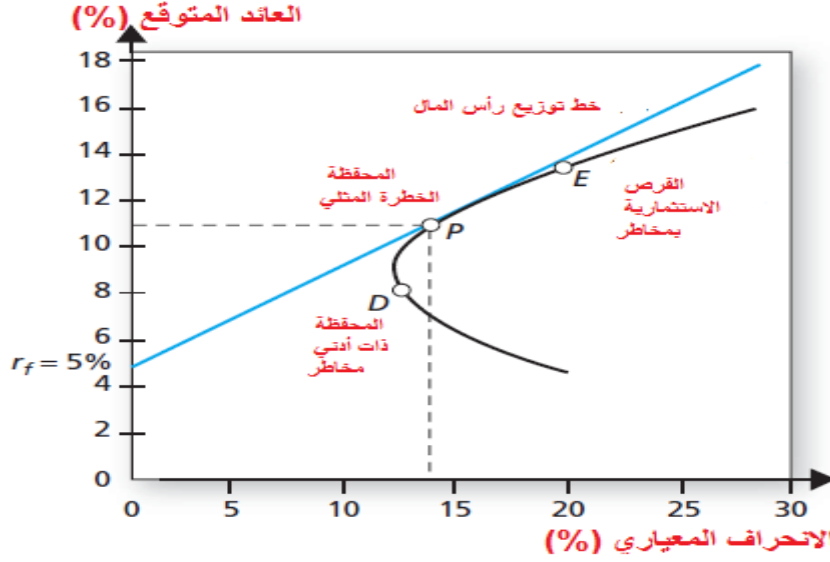
$R_{portfolio}$: عائد المحفظة

(r_f) : معدل العائد الخالي من المخاطر

$(\sigma_{portfolio})$: المخاطر الكلية للمحفظة.

4.12. المحفظة الخطرة المثلى والمحفظة الكاملة المثلى

المحفظة الخطرة المثلى (Optimal risky portfolio) تمثل نقطة التقاء بين خط توزيع رأس المال ومجموعة الخيارات والبدائل الاستثمارية التي تحتوي على مخاطر (مجال الكفاءة). تسمى هذه المحفظة بالمحفظة المثلى (أو المثالية) لأنها المحفظة الوحيدة التي تنتهي لمجال الكفاءة ولم يتم تجاوزها بخط توزيع رأس المال (الشكل 13).



الشكل (13): المحفظة الخطرة المثلى

بعد تحديد المحفظة الخطرة المثلى يمكن تحديد المحفظة الكاملة المثلى (Optimal Complete Portfolio) بالنسبة لكل مستثمر حسب درجة تجنب المخاطر. في حالة محفظة متكونة من أصلين ذات مخاطر (A; B) فان وزن كل أصل $(w_A; w_B)$ في المحفظة الخطرة المثلى هو:

$$w_A = \frac{[E(r_A) - r_f] \sigma_B^2 - [E(r_B) - r_f] \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B}{[E(r_A) - r_f] \sigma_B^2 + [E(r_B) - r_f] \sigma_A^2 - [E(r_A) - r_f + E(r_B) - r_f] \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B}$$

$$w_B = 1 - w_A$$

لنفترض نفس البيانات السابقة:

صندوق أسهم (A)	صندوق عقاري (B)	
13%	8%	العائد المتوقع
20%	12%	الانحراف المعياري
0.3		معامل الارتباط
5%		العائد الخالي من المخاطر

$$w_A = 0.6; w_B = 0.4$$

العائد المتوقع للمحفظة الخطرة المثلى:

$$E(R_{portfolio}) = [0.6 \times 0.13] + [0.4 \times 0.08] = 0.11 = 11\%$$

مخاطر المحفظة الخطرة المثلى:

$$\sigma_{portfolio} = \sqrt{W_1\sigma_1^2 + W_2\sigma_2^2 + 2W_1W_2\rho_{12}\sigma_1\sigma_2} = 14.2\%$$

لنفترض مثلاً أن نسبة العائد الخالي من المخاطر 5% وأن مستثمر لديه درجة تجنب المخاطر (A=4). نسبة الاستثمار التي

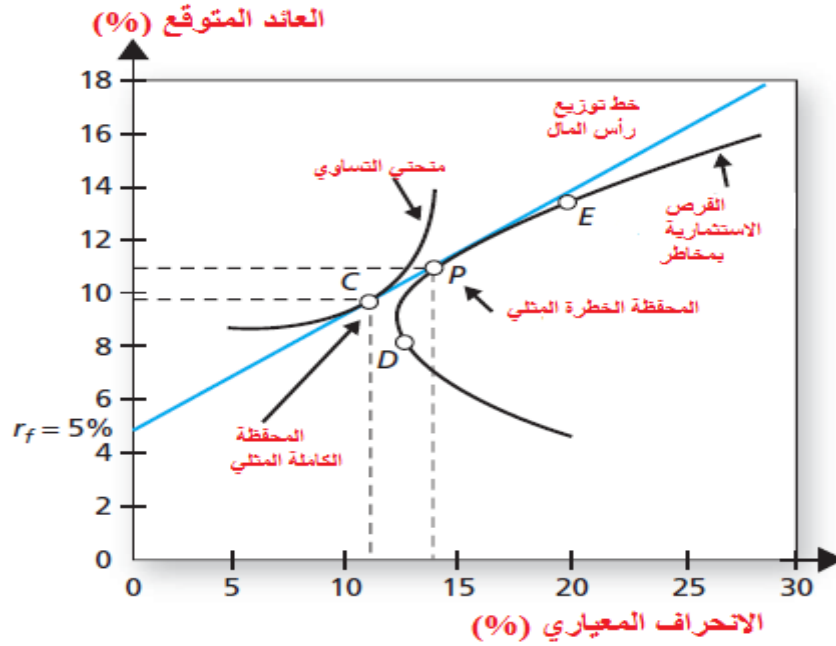
سيخصصها المستثمر في المحفظة الخطرة المثلى هي:

$$y = \frac{E(r_p) - r_f}{A\sigma_p^2}$$

$$\frac{0.11 - 0.05}{4 \times 0.142^2} = 0.7439$$

وبالتالي فإن المستثمر سيستثمر نسبة 74.39% في المحفظة الخطرة المثلى و25.61% في أصل خالي المخاطر (أذونات

الخبزينة).



الشكل (14): المحفظة الكاملة المثلى

يمكن تلخيص الخطوات للوصول إلى المحفظة الكاملة المثلى بالنسبة للمستثمر:

✚ الخطوة الأولى: تحديد خصائص الأصول المتاحة (العائد المتوقع، الانحراف المعياري ودرجة الارتباط)

✚ الخطوة الثانية: إنشاء محفظة خطرة:

- حساب العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحفظة الخطرة المثلى

- تحديد أوزان الأصول في المحفظة الخطرة المثلى

✚ الخطوة الثالثة: توزيع رأس المال بين المحفظة الخطرة المثلى وأذونات الخزينة:

- حساب أوزان المحفظة الكاملة المثلى بين المحفظة الخطرة المثلى وأذونات الخزينة

- حساب المبلغ الذي سيتم توزيعه بين المحفظة الخطرة المثلى وأذونات الخزينة

5.12. نموذج ماركويتز لاختيار المحفظة المثلى

قدم هاري ماركويتز (Harry Markowitz) في سنة 1958 تعميماً لقاعدة اختيار المحافظ وتشمل العديد من الأصول.

يمكن تلخيص عملية اختيار المحفظة المثلى حسب نموذج ماركويتز إلى خطوتين أساسيتين:

✚ **الخطوة الأولى:** تحديد الفرص الاستثمارية ذات المخاطر المتاحة للمستثمرين. هذه الفرص يمكن تلخيصها في

مجال التباين الأدنى (Minimum-Variance Frontier) للأصول ذات المخاطر. يبين هذا المجال أدنى مخاطر

ممكنة بالنسبة لعائد محدد للمحفظة (يتم حساب المحفظة ذات أدنى مخاطر بالنسبة لكل معدل عائد

مستهدف لنتحصل على مجال التباين الأدنى). جميع المحافظ التي تقع على مجال التباين الأدنى انطلاقاً من

المحفظة ذات أدنى مخاطر وما فوق توفر أفضل مزيج من المخاطر والعوائد، وبالتالي تشمل مجموعة المحافظ

المرشحة أن تشمل المحفظة الخطرة المثلى. لذلك، يسمى الجزء من مجال التباين والذي ينطلق من المحفظة ذات

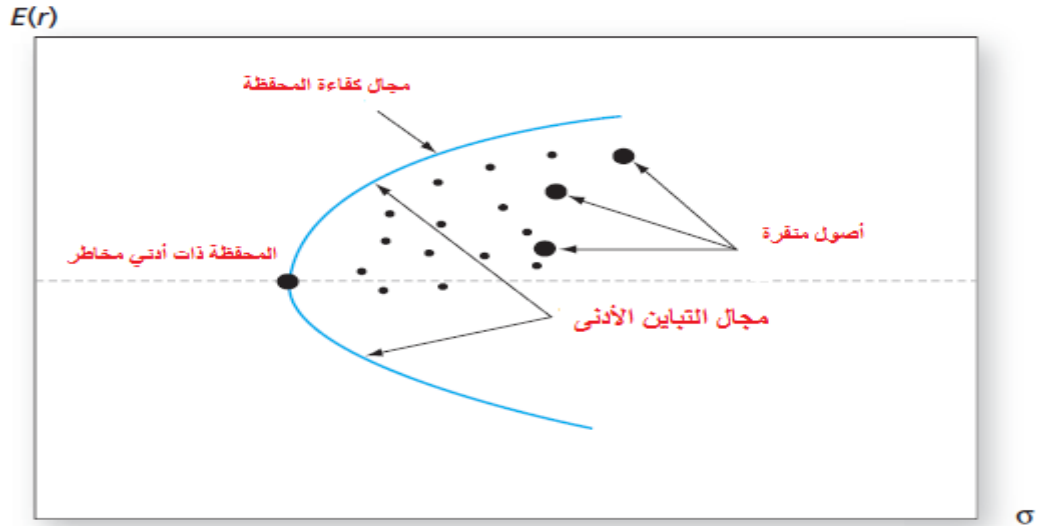
أدنى مخاطر، وما فوق يسمى بمجال كفاءة المحفظة للأصول الخطرة (Efficient frontier of risky assets)

✚ الخطوة الثانية: تحديد خط توزيع رأس المال الأمثل (والذي لديه اعلي نسبة شارب) ونقطة الالتماس بين خط

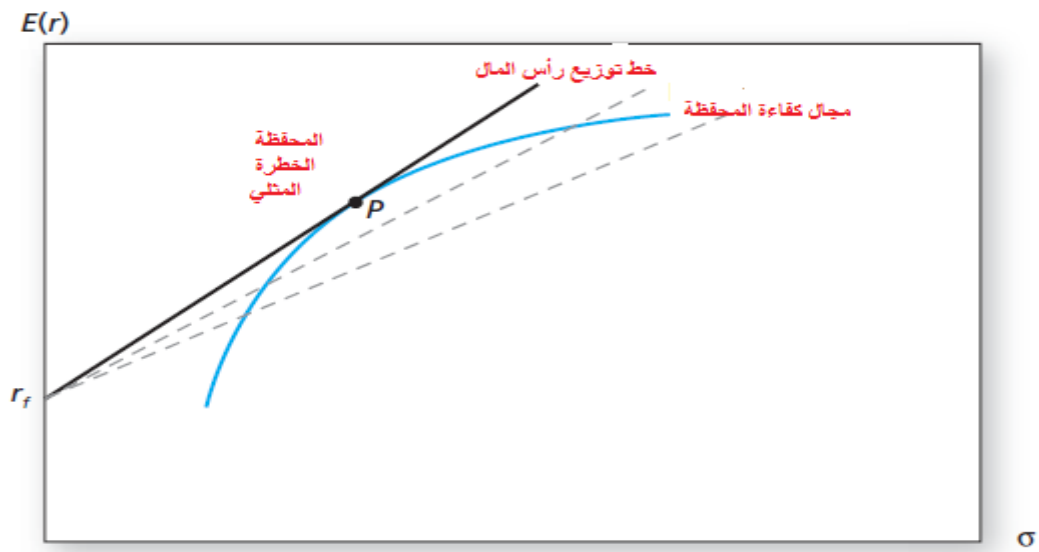
توزيع رأس المال ومجال كفاءة المحفظة يكون المحفظة الخطرة المثلى.

يبين الشكل (15) مفاهيم مجال التباين الأدنى ومجال كفاءة المحفظة في حين أن الشكل (16) يلخص خطوات اختيار

المحفظة الخطرة المثلى.



الشكل (15): مجال كفاءة المحفظة



الشكل (16): اختيار المحفظة الخطرة المثلى

6.12. نموذج المؤشر الواحد

لحساب العائد ومخاطرة محفظة متكونة من 20 أصل يجب حساب العائد المتوقع لكامل الأصول (20 عائد) بالإضافة إلى حساب التباين (20 تباين) بالإضافة إلى حساب علاقة الارتباط بين كل اثنين من الأصول (190 علاقة ارتباط) وهذا يعتبر مقلق ويستهلك الكثير من الوقت. ولحل هذا الإشكال قام ويليام شارب سنة 1970 بتطوير نموذج ماركويتز وقدم نموذج المؤشر الواحد (Single Index Model). يرتكز هذا النموذج بالأساس على فرضية تجانس التوقعات بالإضافة إلى تلخيص العوامل الخاصة بالسوق والاقتصاد في مؤشر واحد وهو محفظة السوق (Market portfolio) ويتم إعطاء علاوة للمخاطرة فقط حسب نموذج المؤشر الواحد تكون العلاقة بين السهم ومعامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة) كالتالي:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_M)$$

$(R_M - r_f)$: علاوة مخاطر السوق

$E(R_i)$: العائد المتوقع للأصل

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)}$$

(β_i) : معامل بيتا

إجمالي المخاطر = المخاطر المنتظمة + المخاطر الغير منتظمة:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e_i)$$

(σ_i^2) : تباين عوائد الأصل i

σ_M^2 : تباين في عوائد محفظة السوق

$(\beta_i^2 \sigma_M^2)$: المخاطر المنتظمة للأصل i

$(\sigma^2(e_i))$: المخاطر غير المنتظمة للأصل i

التغاير: $cov(r_i, r_j) = \beta_i \beta_j \sigma_M^2$

معامل الارتباط: $corr(r_i, r_j) = \frac{\beta_i \beta_j \sigma_M^2}{\sigma_i \sigma_j}$

13. تنوع المحافظ العقارية

بالرغم من أهمية نظرية المحفظة الحديثة المقدمة من ماركويتز (1952) في اختيار المحفظة المثلى فإنه توجد العديد من الصعوبات في تطبيقها على العقار ومن هذه الصعوبات ضرورة وجود معلومات دقيقة عن العوائد المتوقعة، درجة المخاطر ومعامل التشتت والارتباط بين مختلف الأصول. كما أن نموذج المؤشر الواحد يصعب تطبيقه لغياب معلومات تاريخية عن مؤشر عقاري واحد يعكس كل المعلومات السوقية عن العقار. حديثاً أصدرت الهيئة العامة للعقار في المملكة العربية السعودية مؤشرات سعرية ومؤشرات غير سعرية (مؤشر أسعار البيع، مؤشر المتوفر من العقارات، مؤشر الأراضي، مؤشر الاستيعاب، مؤشر الشواغر، مؤشر الإنشاءات الجديدة). وتكمن أهمية المؤشرات العقارية في المساعدة في تحليل السوق العقاري والمساعدة في أخذ القرارات الاستثمارية وتعزيز الشفافية وتوفير المعلومات اللازمة ويمكن مستقبلاً الاستفادة من المؤشرات في تكوين المحفظة العقارية. وبالرغم من صعوبة تطبيق نظرية المحفظة الحديثة في الأصول العقارية إلا أنها قدمت العديد من المبادئ النظرية في عملية اختيار الأصول وتقليل المخاطر عبر التنوع. ومن الطرق الأساسية في تنوع المحافظ العقارية نجد التنوع الجغرافي والتنوع حسب نوع العقار. وفي السنوات الأخيرة ظهرت طرق أخرى مكملة للطرق الأساسية في تنوع المحافظ العقارية ونذكر على سبيل المثال وليس الحصر التنوع حسب دورة العقار، نوعية المستأجرين وهيكل الاستثمار.

1.13. التنوع الجغرافي

التنوع الجغرافي هو مزيج من فئات مختلفة من الأصول العقارية في مواقع مختلفة. وتستند هذه الطريقة إلى فكرة أن عوائد ومخاطر الاستثمارات العقارية تختلف باختلاف مواقعها، حتى لو كانت جميع الجوانب الأخرى، مثل نوع الملكية وحجمها متشابهة. عند اعتماد هذه الطريقة، يتعين على المستثمرين النظر في التحديات والفرص الكامنة في مختلف المناطق الجغرافية، وكذلك النظر في مزايا مناطق / أقاليم ومدن حضرية معينة. فمثلاً يمكن التنوع بالاعتماد على تقسيم الشمال، الجنوب، الشرق والغرب. كما يمكن التنوع حسب نوعية المدن: مدن قديمة ومدن جديدة أو مدن في طور النمو (تحتوي مشاريع مستقبلية جديدة) ومدن في طور الانحدار أو التدهور (تحتوي على استثمارات قديمة)، مدن تحوي كثافة سكانية مرتفعة وأخرى منخفضة.

غالبًا ما يتم السعي إلى التنوع الجغرافي على عدة مستويات، بما في ذلك التنوع الوطني والإقليمي والدولي. غالبًا ما يستوفي المستثمرون الدوليون متطلبات تنوعهم الجغرافي على المستوى الوطني عن طريق الاستثمار في عدد قليل من المدن الكبرى. وبعبارة أخرى، فإن التنوع الجغرافي الدولي الفعال ينجم عن اختيار الاستثمارات في المناطق ذات الاقتصادات المختلفة. وينظر المستثمرون المحليون إلى التنوع على نطاق أصغر، وبعضهم لديه توجه إقليمي معين وينوع من خلال وضع استثمارات في مجموعة متنوعة من المناطق الحضرية. ينوع المستثمرون الآخرون ذوو المنظور الأوسع نطاقاً على مستوى الدولة أو في الأسواق الإقليمية، بينما ينوع البعض الآخر بمنظور أضيق على مستوى السوق الفرعي أو السوق المحلي.

2.13. التنوع حسب نوع العقار

التنوع حسب نوع العقار يتمثل في الاستثمار في أنواع مختلفة من الممتلكات العقارية مثل مراكز التسوق والمكاتب والمستودعات ومباني المصانع والشقق والفنادق. عادة ما يتم التنوع حسب نوع العقار على عدة مستويات. يقوم بعض المستثمرين بتنوع ممتلكاتهم العقارية على أوسع مستوى عن طريق اختيار مزيج من العقارات السكنية وغير السكنية أو مزيج من الممتلكات العقارية المطورة وغير المطورة. وعادة ما ينوع الآخرون، وخاصة شركات الاستثمار العقاري، على مستوى أكثر تفصيلاً من خلال التمييز بين فئات الأعمال الأساسية مثل المكاتب والصناعات والمحلات التجارية ومحلات البيع بالتجزئة والخدمات الفندقية. كما يمكن التنوع حسب حجم العقار إذ بين (Kallberg; 1996) أن العقارات صغيرة الحجم مفيدة لعملية تنوع محفظة مكونة من أسهم وسندات كما أن علاقة الارتباط بين العقارات صغيرة الحجم وباقي أصول المحفظة ضعيف مما يعني فوائد أكبر في عملية التنوع.

الدافع الأساسي وراء طريقة التنوع حسب نوع العقار هو أن العائد والمخاطر تختلف وفقاً لصناعات محددة باستخدام أنواع مختلفة من الممتلكات. على سبيل المثال، تستجيب المكاتب عموماً لاحتياجات القطاعات المالية والخدمات المنتجة؛ وتستجيب الملكية الصناعية إلى القطاعات المنتجة للسلع؛ والمتاجر لقطاع التجزئة؛ والفنادق إلى قطاعي السفر والسياحة، ونمو العمالة. وعلى هذا النحو، يتطلب تبني نوع التنوع العقاري فهم العوامل التي تؤثر على مجموعات مستخدمي كل نوع من أنواع العقارات، ويجب أن يكون المستثمرون على دراية بمجموعة ونطاق الخصائص المنسوبة لكل فئة.

3.13. التنوع حسب دورة العقار

التنوع حسب دورة العقار تهدف إلى الاستثمار في عقارات مختلفة من حيث دورة الحياة (Life cycle) ومن حيث فترة الاحتفاظ. الدافع الأساسي وراء التنوع حسب دورة العقار هو أن العائد على الاستثمار العقاري والمخاطر يتغير حسب فترة الاستثمار وعبر مراحل مختلفة من دورة الحياة: التخطيط، والاستحواذ، وما قبل التطوير، والتطوير، والتمويل، والتأجير، والإدارة، والبيع. على سبيل المثال، قد تنطوي العقارات المكتسبة خلال مرحلة التطوير على مخاطر بيئية تتعلق بأنظمة استخدام الأراضي، وأنظمة تقسيم المناطق، وأنظمة البنية التحتية، والمخاطر المادية المرتبطة بالبناء الجديد، مثل نقص العمالة ونقص مواد البناء وما إلى ذلك. في البديل، قد تشمل العقارات المكتسبة عند الانتهاء فقط مخاطر التمويل والتسويق.

4.13. التنوع حسب نوعية المستأجرين

التنوع حسب نوعية المستأجرين يعتمد على تنوع مزيج المستأجرين من حيث الملاءة الائتمانية (التصنيف) والأعمال وكذلك طول فترة الإيجار أو الاستحقاق. وغالباً ما يتم تقييم التصنيفات الائتمانية للمستأجرين والشركات حسب بعض المقاييس مثل دخل المستأجرين وانتظامهم أو فيما يتعلق بالمشورات الخاصة بالأعمال التجارية والديون الخاصة بالمستأجرين. اختلاف تصنيف المستأجرين يعني اختلاف في درجة المخاطر لكل مستأجر وبالتالي تتأثر المحفظة العقارية بنوعية المستأجرين.

5.13. التنوع حسب هيكل الاستثمار

عادةً ما يتعلق هيكل الاستثمار بكيفية دمج المستثمر بين رأس المال والدين في العملية الاستثمارية، ونتيجة لذلك، يؤثر هيكل الاستثمار على وضعية المستثمر من حيث حقوقه ومسؤولياته فيما يتعلق بالاستثمار. إن قرار اختيار التنوع في هيكل الاستثمار (الجمع بين رأس المال وتمويل الديون) في الاستثمار العقاري، يعود إلى حقيقة أن العديد من هيكل الاستثمار العقاري الموجودة في نفس السوق الجغرافية وما شابهها في نوع العقار قد تعطي عائد ومخاطر مختلفين جداً. وبالتالي، من الاعتبارات المهمة عند تنوع محفظة العقارات وفقاً لهيكل الاستثمار، هو النسبة المئوية لتخصيص المحفظة الكلية إلى فئات أخرى من الاستثمار في السوق.

14. دراسة حالة: تكوين محفظة عقارية مثلي

مستثمر يمتلك 500 مليون ريال لديه درجة تجنب المخاطر (A=5). تواصل المستثمر مع شركة عقارية واقترحت عليه

الخيارات الاستثمارية التالية:

الانحراف المعياري	العائد المتوقع	نوع الاستثمار
20%	10%	عقارات سكنية في الرياض
60%	30%	عقارات فندقية في البحرين
0%	5%	أذونات الخزينة

نفترض أن معامل الارتباط بين العقارات السكنية في الرياض والعقارات الفندقية في البحرين: $\rho = -0.2$.

يريد المستثمر أن يكون محفظة عقارية مثلي من حيث العائد والمخاطرة وتتناسق مع درجة تجنبه للمخاطر.

- 1- أرسم مجموعة الفرص الاستثمارية (مجموعة المحافظ) المتاحة أمام المستثمر من خلال توزيع الاستثمار بين العقارات السكنية والعقارات الفندقية.
- 2- أوجد أوزان المحفظة الخطرة المثلى (P) وأحسب العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحفظة.
- 3- أوجد أوزان المحفظة ذات أدنى مخاطر بالإضافة إلى درجة الانحراف المعياري
- 4- أوجد درجة ميل خط توزيع رأس المال (CAL) المدعوم من المحفظة الخطرة المثلى وأذونات الخزينة
- 5- كيف سيوزع المستثمر أمواله بين العقارات السكنية والعقارات الفندقية وأذونات الخزينة.

الحل:

- 1- لتحديد مجموعة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمر من خلال توزيع الاستثمار بين العقارات السكنية والعقارات الفندقية سنقوم بحساب العائد والمخاطر لعدة محافظ استثمارية ممكنة وذلك بتغيير الأوزان لكل أصل من 0% إلى 100%. لنفترض أن (W_A) يشير إلى وزن العقارات السكنية و (W_B) إلى وزن العقارات الفندقية.

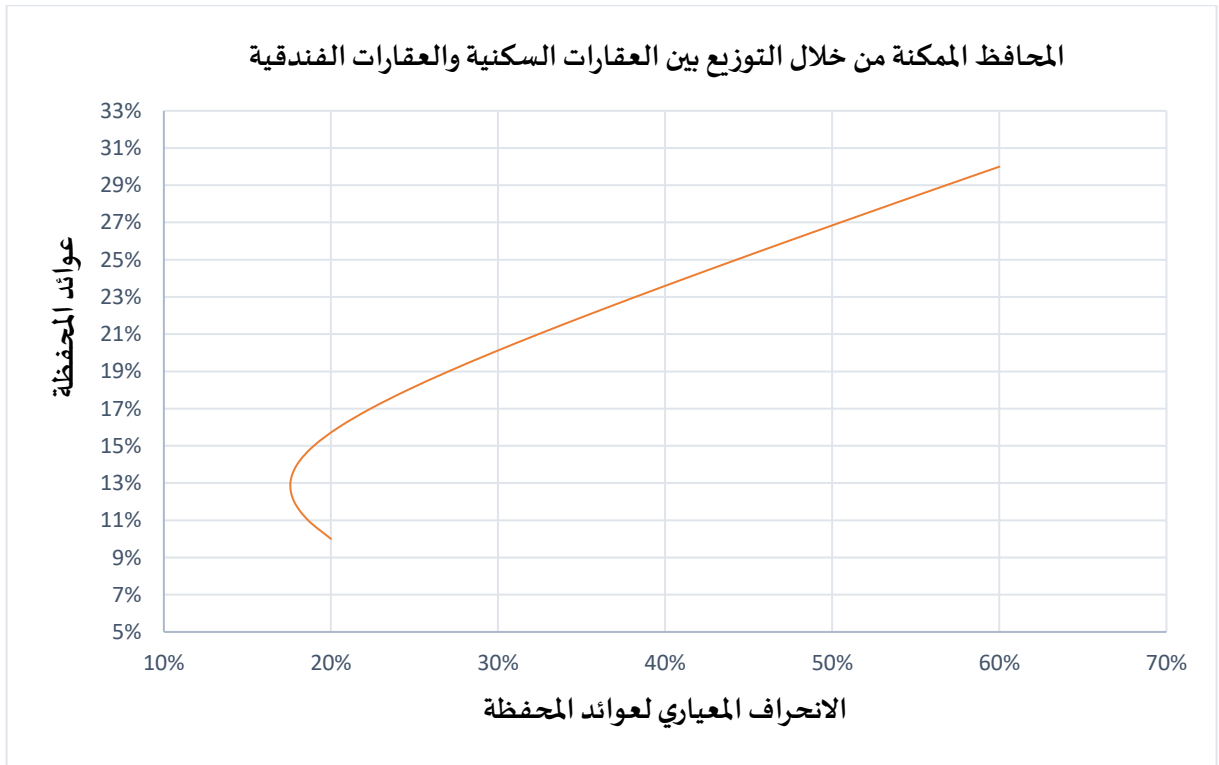
الانحراف المعياري	العائد المتوقع	W_B	W_A
60,00%	30,00%	%100	%0
53,64%	28,00%	%90	%10
47,36%	26,00%	%80	%20
41,22%	24,00%	%70	%30
35,28%	22,00%	%60	%40
29,66%	20,00%	%50	%50
24,59%	18,00%	%40	%60
20,47%	16,00%	%30	%70
17,98%	14,00%	%20	%80
17,80%	12,00%	%10	%90
20,00%	10,00%	%0	%100

ملاحظة: تم حساب العائد المتوقع والانحراف المعياري لمختلف المحافظ باستعمال برمجية اكسيل وباستخدام المعادلات

التالية:

$$E(R_{portfolio}) = [W_1 \times E(R_1)] + [W_2 \times E(R_2)]$$

$$\sigma_{portfolio} = \sqrt{W_1\sigma_1^2 + W_2\sigma_2^2 + 2W_1W_2\rho_{12}\sigma_1\sigma_2}$$



2- أوزان المحفظة الخطرة المثلى (المتكونة من عقارات سكنية في الرياض وعقارات فندقية في البحرين)

$$w_A = \frac{[E(r_A) - r_f]\sigma_B^2 - [E(r_B) - r_f]\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B}{[E(r_A) - r_f]\sigma_B^2 + [E(r_B) - r_f]\sigma_A^2 - [E(r_A) - r_f + E(r_B) - r_f]\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B}$$

$$w_B = 1 - w_A$$

$$W_A = \frac{(10 - 5) \times 60^2 - (30 - 5) \times -0.2 \times 20 \times 60}{(10 - 5) \times 60^2 + (30 - 5) \times 20^2 - 30 \times -0.2 \times 20 \times 60} = 0.6818$$

$$W_A = 1 - 0.6818 = 0.3182$$

أوزان المحفظة الخطرة المثلى:

68.18% استثمار في عقارات سكنية في الرياض و**31.82%** استثمار في عقارات فندقية في البحرين.

العائد المتوقع للمحفظة الخطرة المثلى:

$$E(R_p) = [0.6818 \times 0.10] + [0.3182 \times 0.30] = 0.1636 = \mathbf{16.36\%}$$

$$\sigma_p = \{(0.6818^2 \times 20^2) + (0.3182^2 \times 60^2) + [2 \times 0.6818 \times 0.3182 \times -0.2 \times 0.2 \times 0.6]\}^{\frac{1}{2}} = \mathbf{21.13\%}$$

3- المحفظة ذات أدنى مخاطر هي المحفظة المتكونة تقريباً من 90% عقارات سكنية في الرياض و10% عقارات

فندقية في البحرين بما أن لديها أقل انحراف معياري حسب الجدول (17.80%). لحساب أوزان المحفظة ذات

أدنى مخاطر بدقة نستعمل القوانين التالية:

$$W_{min}(A) = \frac{\sigma_B^2 - \rho_{A,B}\sigma_A\sigma_B}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2\rho_{A,B}\sigma_A\sigma_B}$$

$$W_{min}(B) = 1 - W_{min}(A)$$

$$W_{min}(A) = \frac{60^2 - (-0.2 \times 60 \times 20)}{20^2 + 60^2 - 2 \times (-0.2 \times 60 \times 20)} = \mathbf{0.8571}$$

$$W_{min}(B) = 1 - 0.8571 = \mathbf{0.1429}$$

الانحراف المعياري للمحفظة ذات أدنى مخاطر:

$$\sigma_{min} = \{(0.8571^2 \times 20^2) + (0.1429^2 \times 60^2) + [2 \times 0.8571 \times 0.1429 \times -0.2 \times 0.2 \times 0.6]\}^{\frac{1}{2}} = 17.57\%$$

نلاحظ أن الانحراف المعياري للمحفظة ذات أدنى مخاطر (17.57%) هو أقل من الانحراف المعياري للمحفظة الخطرة المثلى (21.13%).

4- خط توزيع رأس المال (CAL) هو الخط الذي يربط بين المعدل الخالي من المخاطر والمحفظة الخطرة المثلى. هذا الخط يمثل جميع المحافظ الفعالة التي تجمع بين أدونات الخزنة مع المحفظة الخطرة المثلى. درجة ميل خط توزيع رأس المال:

$$S = \frac{R_p - r_f}{\sigma_p} = \frac{16.36 - 5}{21.13} = 0.5376$$

5- طريقة توزيع الاستثمار بين العقارات السكنية والعقارات الفندقية وأدونات الخزنة إذا أخذنا بعين الاعتبار

$$y = \frac{E(r_p) - r_f}{A\sigma_p^2} \quad : (A=5) \text{ درجة تجنب المخاطر}$$

$$y = \frac{0.1636 - 0.05}{5 \times 0.2113^2} = 0.5089$$

إذا سيقوم المستثمر بتوزيع نسبة **50.89%** من أمواله في المحفظة الخطرة المثلى والباقي (**49.11%**) في أدونات

الخزينة. وبما أن العقارات السكنية في الرياض تمثل نسبة 68.18% والعقارات الفندقية في البحرين 31.82% من

المحفظة الخطرة المثلى، فإن المستثمر سيوزع أمواله كالتالي:

$$\text{عقارات سكنية في الرياض: } 0.5089 \times 68.18\% = 34.70\%$$

$$34.70\% \times 500 \text{ مليون ريال} = 173,500,000 \text{ ريال}$$

$$\text{عقارات فندقية في البحرين: } 0.5089 \times 31.82\% = 16.19\%$$

$$16.19\% \times 500 \text{ مليون ريال} = 80,950,000 \text{ ريال}$$

$$\text{أدونات الخزينة: } 49.11\%$$

$$49.11\% \times 500 \text{ مليون ريال} = 245,550,000 \text{ ريال}$$

تمارين الفصل الأول: تطبيق نظرية المحفظة على الاستثمار العقاري

الجزء الأول: ضع علامة \checkmark للإجابة الصحيحة وعلامة \times للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

التنوع الجغرافي يتمثل في الاستثمار في أنواع مختلفة من الممتلكات العقارية تصحيح:
التنوع حسب هيكل الاستثمار يعتمد على تنوع مزيج المستأجرين من حيث الملاءة الائتمانية تصحيح:
نموذج المؤشر الواحد هو تطوير لنموذج ماركويتز تصحيح:
مجال التباين الأدنى هو جزء من مجال كفاءة المحفظة للأصول الخطرة تصحيح:
المحفظة الخطرة المثلى (Optimal risky portfolio) تمثل نقطة التقاء بين خط توزيع رأس المال ومجموعة الخيارات والبدائل الاستثمارية التي تحتوي على مخاطر تصحيح:

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ طريقة التنوع على المستوى الوطني والإقليمي والدولي تسمى:

أ- التنوع حسب هيكل الاستثمار.

ب- التنوع الجغرافي.

ج- التنوع حسب دورة العقار.

د- التنوع حسب نوع العقار.

2/ مستثمر متجنب للمخاطر هو مستثمر:

أ- غير مهتم بالمخاطر عند اتخاذ قرار الاستثمار.

ب- على استعداد لتحمل المزيد من المخاطر من أجل كسب عوائد أعلى.

ج- يفضل عوائد أقل بمخاطر معروفة.

د- يفضل عوائد أعلى مع مخاطر غير معروفة.

3/ المنفعة (Utility) هي:

(1) مقياس ذاتي للرضا

(2) خاصة بكل فرد

(3) موحدة لكل الأفراد

(4) مقياس للعائد ومخاطر المحفظة.

أ- (1) و(2) فقط.

ب- (3) و(4) فقط.

ج- (1) و(2) و(4) فقط.

د- (1) و(2) و(3) و(4).

4/ من الدوال التي تم استعمالها في المالية لقياس قيمة منفعة المستثمر هي دالة المنفعة التربيعية وتحسب بـ:

$$U = E(r) + \frac{1}{2}A\sigma^2 \text{ أ-}$$

$$U = E(r) - \frac{1}{2}A\sigma^2 \text{ ب-}$$

$$U = E(r) \times \frac{1}{2}A\sigma^2 \text{ ج-}$$

$$U = E(r) \div \frac{1}{2}A\sigma^2 \text{ د-}$$

5/ عند تنويع المحفظة الاستثمارية تنخفض:

أ- المخاطر الكلية للمحفظة

ب- المخاطر المنتظمة

ج- المخاطر غير المنتظمة

د- كل ما سبق.

الجزء الثالث: أجب على أسئلة التمرين التالي:

محفظة عقارية تقدم عائد متوقع 20% وانحراف معياري 30%. أذونات الخزينة تقدم عائد خالي من المخاطر بنسبة 7%.

لنفترض مستثمر (أ) لديه درجة تجنب المخاطر (A=4) ومستثمر (ب) لديه درجة تجنب المخاطر (A=2).

1- هل يفضل المستثمر (أ) الاستثمار في المحفظة العقارية أو في أذونات الخزينة؟

2- هل يفضل المستثمر (ب) الاستثمار في المحفظة العقارية أو في أذونات الخزينة؟

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري



تدريب 4

1- ما المقصود بصناديق الاستثمار العقاري؟



.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

2- ماهي إيجابيات صناديق الاستثمار المتداولة؟



.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

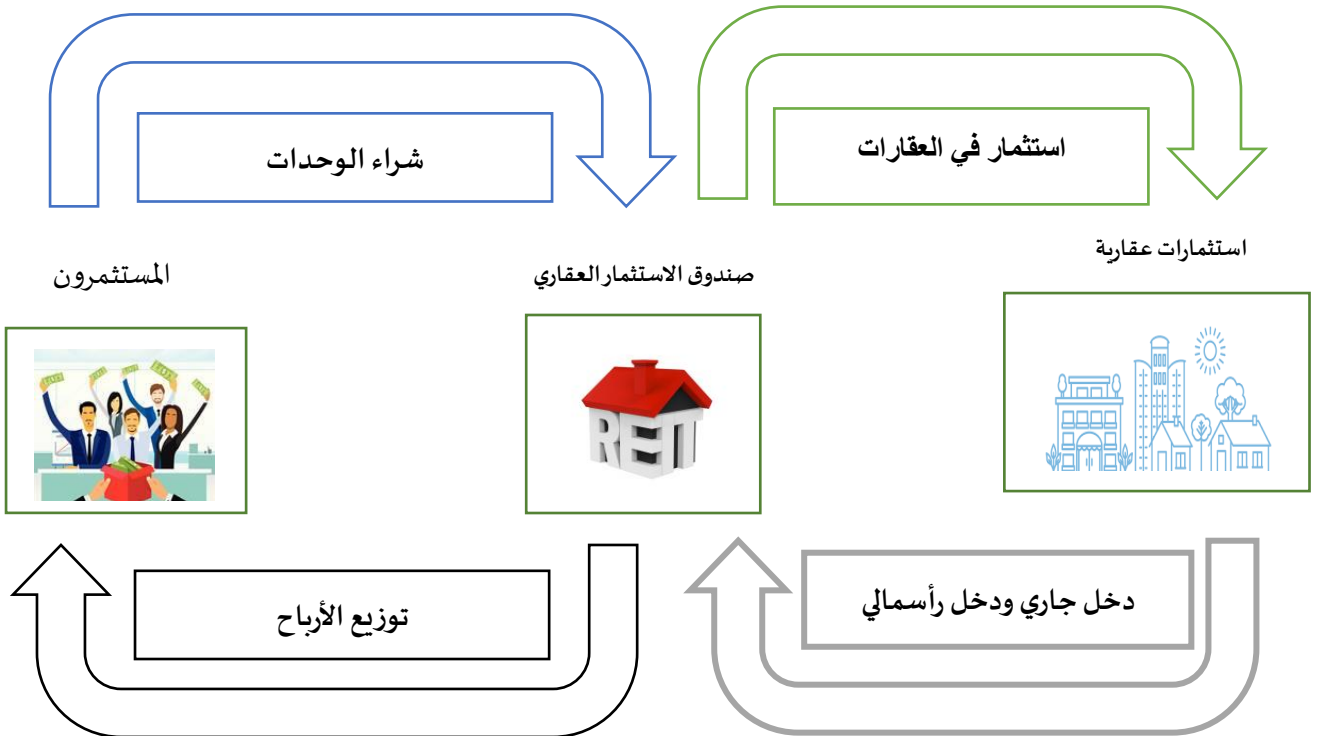
.....

15. مقدمة عن صناديق الاستثمار العقاري

1.15. تعريف صناديق الاستثمار العقاري

صندوق الاستثمار العقاري هو محفظة استثمارية مشتركة أو وعاء استثماري يسمح للمستثمرين بالاشتراك فيه حسب القدرة المالية لكل مستثمر ويتيح لهم الحصول على دخل من خلال الاستثمار في قطاع العقارات. تتيح صناديق الاستثمار العقاري الفرصة للمستثمرين الحصول على عوائد القطاع العقاري دون الحاجة إلى شراء عقارات مستقلة مباشرة. وعادةً ما يتم طرح فرص الاستثمار في صندوق الاستثمار العقاري في صورة وحدات من حصص صغيرة الفئة، مما يتيح لصغار المستثمرين فرصة الاستثمار في قطاع العقارات بدلاً من اقتصر الأمر على الشركات الكبرى.

عرفت لائحة صناديق الاستثمار العقاري في المملكة العربية السعودية بكونها "برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة". مدير الصندوق هو شخص مُرخص له بممارسة أعمال الإدارة بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم، يكون مسؤولاً عن إدارة أصول الصندوق وحفظها. يشترك المستثمرون في صندوق الاستثمار العقاري عبر الحصول على وحدة حصة، وتعامل كل وحدة على أنها تمثل حصة مشاعة في صافي أصول الصندوق (الشكل 17)



الشكل (17): عملية الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري

2.15. التطور التاريخي لصناديق الاستثمار العقاري

ظهرت صناديق الاستثمار العقاري للمرة الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1960 عندما أقرت قانون العقارات والذي يسمح بإنشاء صناديق استثمار عقاري. وقد ساهمت الصناديق العقارية في توفير درجة سيولة مرتفعة بالإضافة إلى التنوع في الاستثمار في الاستثمار مع درجة مخاطر منخفضة. بعد الولايات المتحدة، قامت كل هولندا (في سنة 1969) ثم أستراليا (في سنة 1971) بسن تشريعات تنظم الصناديق العقارية. إلى حدود منتصف التسعينات، كانت صناديق الاستثمار العقاري منتشرة غالباً في الولايات المتحدة وهولندا وأستراليا.

خلال العقود الأخيرة، نمت صناديق الاستثمار العقاري في العديد من الأسواق الأخرى حول العالم (كندا 1995، بلجيكا 1996، اليونان 1999). في آسيا، ظهرت الصناديق العقارية عقب الأزمة المالية الآسيوية وترجع نشأة صناديق الاستثمار العقارية في آسيا إلى اليابان في سنة 2000 ثم سنغافوره (اعتمدت صناديق الاستثمار العقاري في سنة 2002) ثم هونغ كونغ (اعتمدت صناديق الاستثمار العقاري في سنة 2003).

بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي تعتبر المملكة العربية السعودية والإمارات أهم بلدين في المنطقة في تأسيس هذا النوع من الصناديق. تم إصدار لائحة صناديق الاستثمار العقاري في المملكة بتاريخ 19\6\1427 هـ الموافق 15\7\2006م، حيث تنظم هذه اللائحة تأسيس صناديق الاستثمار العقاري وطرح وحداتها وإدارتها وحماية حقوق مالكيها، وتطبيق قوانين الإفصاح والشفافية عليها. وقد حلت الصناديق العقارية محل المساهمات العقارية بعدما كثر تعثر العشرات من المساهمات العقارية وضياع أموال الكثير من المستثمرين. وقد أصدرت هيئة سوق المال في سنة 2016 لائحة صناديق الاستثمار المتداولة وهي صناديق استثمارية عقارية متاحة للجماهير. وبدأت السوق المالية السعودية إدراج صناديق الاستثمار العقارية المتداولة في شهر نوفمبر 2016 مع إطلاق صندوق "الرياض ريت"، ثم أطلقت في فبراير 2017 صندوق "الجزيرة ريت". في الإمارات العربية المتحدة، سنّ مركز دبي المالي العالمي تشريعاً لإقامة سوق لإعادة تبادل وحدات صناديق الاستثمار العقاري في عام 2006. وكان نمو سوق الصناديق العقارية بطيئاً في البداية قبل أن يزدهر في السنوات الأخيرة. أما في مملكة البحرين، فقد أصدر مصرف البحرين المركزي قوانين ولوائح منظمة لصناديق الاستثمار العقاري في سنة 2009. كما أصبحت قواعد وقوانين إدراج صناديق الاستثمار العقاري في بورصة البحرين نافذة بتاريخ 17 مايو 2015، والتي تسمح بإدراج صناديق الاستثمار العقاري وتداول وحداتها في بورصة البحرين.

3.15. مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري

يتيح الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري العديد من المزايا أهمها:

- يستثمر الصندوق في عدة مشاريع عقارية بهدف تنويع الدخل وتوزيع المخاطر بدرجة أكثر فعالية.
- تنوع الاستثمار في مناطق جغرافية مختلفة في المدن الرئيسية بالمملكة (الوسطى - الشرقية - الغربية).
- يتمتع مدير الصندوق بخبرة ومهنية عالية في إدارة الصناديق الاستثمارية وخصوصاً العقاري منها وبما يمتلكه من مهنيين متخصصين في هذا المجال وخضوعه لرقابة وتشريعات هيئة السوق المالية.
- يضم مجلس إدارة الصندوق نخبة من أصحاب الخبرات المتنوعة والكفاءة العالية في مجال الاستثمار العقاري.
- يسعى مدير الصندوق إلى طرح جميع الوحدات من فئة واحدة تتساوى في المميزات والحقوق.
- يخضع الصندوق لضوابط الشريعة الإسلامية ويشرف عليه هيئة شرعية متخصصة
- الحصول على عوائد القطاع العقاري من خلال رؤوس أموال صغيرة نسبياً.
- توزيع جيد للأرباح مقارنةً بغيرها من الأسهم و/أو صناديق الاستثمار.
- توفر الحماية والشفافية للمستثمرين من خلال إشراف هيئة سوق المال واشتراط وجود هيئات وأطراف مستقلة من الأمناء ومقيي العقارات وغيرهم من المهنيين والمتخصصين.

16. صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في المملكة

1.16. تعريف صناديق الاستثمار العقاري المتداولة

صناديق الاستثمار العقاري المتداولة هي صناديق استثمارية عقارية متاحة للجمهور (للعموم)، يتم تداول وحداتها في السوق المالية وتُعرف عالمياً بمصطلح "ريت أو ريتس". وتهدف إلى تسهيل الاستثمار في قطاع العقارات المطورة والجاهزة للاستخدام التي تدر دخلاً دورياً وتأجيراً². وحسب التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 6-130 وتاريخ 23-01-1438 الموافق ل 24-10-2016 بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 2-6-1424 فان صندوق الاستثمار العقاري المتداول هو "صندوق استثمار عقاري مطروح طرحاً عاماً تُتداول وحداته في السوق، ويتمثل هدفه الاستثماري الرئيس في الاستثمار في عقارات

² تعريف حسب موقع تداول

مطورة تطويراً إنشائياً، قابلة لتحقيق دخلٍ دوريٍ وتأجيري، وتوزّع نسبة محددة من صافي أرباح الصندوق نقداً على مالكي الوحدات في هذا الصندوق خلال فترة عمله، وذلك بشكل سنوي بحد أدنى". ويقصد بعقارات مطورة تطويراً إنشائياً، العقارات المطورة الجاهزة للاستخدام، ويشمل ذلك العقارات السكنية، والتجارية، والصناعية، والزراعية، وغيرها. يوجد طريقتان للاستثمار في صناديق الاستثمار العقارية المتداولة:

الطريقة الأولى: في مرحلة الاكتتاب العام (السوق الأولية) عندما يطرح مُديرو صناديق الاستثمار العقارية المتداولة وحدات الصندوق.

الطريقة الثانية: من خلال السوق المالية (السوق الثانوية) بعد أن يتم طرح وحدات الصندوق في السوق.

2.16. الفرق بين صناديق الاستثمار العقاري المتداولة والصناديق التقليدية

- صناديق الاستثمار العقاري المتداولة هي صناديق يتم تداول وحداتها في السوق المالية بعكس صناديق الاستثمار العقاري التقليدية التي لا تداول وحداتها.
- الصناديق المتداولة صناديقٌ مغلقة بمعنى أنّ تأسيسها يكونُ برأس مال محدد مسبقاً (لا يقل عن 500 مليون بعد إعلان مشروع تعديل التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية في فبراير 2018). في حين أن صناديق الاستثمار العقاري التقليدية يمكن أن تكون مغلقة أو مفتوحة.
- تستثمر صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً، قابلة لتحقيق دخلٍ دوريٍ وتأجيري أما صناديق الاستثمار العقاري التقليدية فيمكن أن تستثمر في عمليات تطوير أولي (أرض خام) ثم البيع، التطوير الإنشائي ثم البيع والتطوير الأولي أو الإنشائي بهدف التأجير لمدة زمنية محددة ومن ثم البيع.
- يجب ألا تقل قيمة استثمارات صناديق الاستثمار المتداولة في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً عما نسبته (75%) من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق وذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة. في حين يجوزُ لصناديق الاستثمار العقاري التقليدية أن تستثمر من خلال التطوير (الأولي أو الإنشائي) ثمَّ البيع.
- يقدم صندوق الاستثمار العقاري المتداول عائد مشروط فهو مُلزم بتوزيع 90% من صافي الدخل سنوياً، بينما صندوق الاستثمار العقاري التقليدي غير ملزم بتوزيع أي نسبة من صافي دخله.

- يتميز صندوق الاستثمار العقاري المتداول مقارنةً بالصندوق التقليدي بسهولة في الاستثمار وبوضوح أنظمتها وسهولة التعامل بوحداتها – بيعاً وشراءً – بشكل مماثل للأسهم المدرجة بالسوق المالية.
- في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة يجب ألا يقل عدد مالكي الوحدات من الجمهور عن خمسين مالك وحدة، في حين لم يرد هذا الشرط في لائحة صناديق الاستثمار التقليدية.

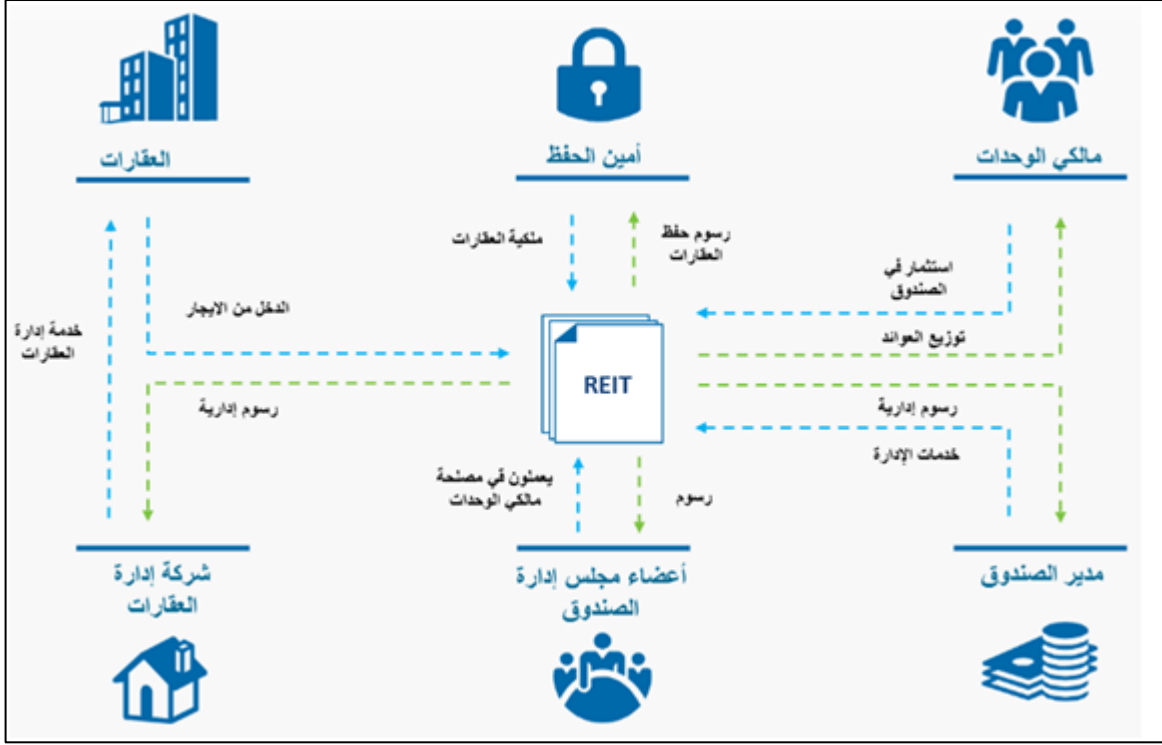
3.16. مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة

من خلال الفروقات السابقة بين صناديق الاستثمار العقاري المتداولة والصناديق التقليدية يمكن تلخيص أهم مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في النقاط التالية:

- السيولة العالية: حيث يمكن بيع وشراء وحدات الصندوق في السوق المالية طيلة أيام وفترات التداول مما يوفر سيولة عالية للمستثمر.
- قلة التكلفة: حيث تتيح صناديق الاستثمار العقارية المتداولة الفرصة للاستثمار بتكلفة منخفضة في صناديق عقارية لا تقل قيمتها عن 500 مليون ريال.
- توزيع دوري للأرباح: وذلك وفقاً لسياسات واضحة ومحكومة بالأنظمة مع وجود عائد مشروط.
- شفافية عالية: يتميز صندوق الاستثمار العقاري المتداول بشفافية عالية. إذ يلتزم مدير الصندوق بتقديم تقارير دورية عن الصندوق ويتم عرضها على موقع تداول كغيرها من التقارير الخاصة بالشركات المدرجة في السوق المالية.
- انخفاض المخاطر: تستثمر صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في العقارات المطورة والتي تدر دخلٍ دوريٍ وتأجيلي. كما لا يجوز استثمار ما يزيد عن 25% خارج المملكة بالإضافة إلى أن نسبة اقتراض الصندوق لا يجب أن تزيد على 50% بحسب آخر قوائم مالية مدققة.

4.16. الأطراف ذوو العلاقة المشتركة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة

يستعرض الشكل (18) أهم الأطراف ذوو العلاقة المشتركة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة (المصدر: تداول)



الشكل (17): الأطراف ذوو العلاقة المشتركة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة

المصدر: موقع تداول

- يجب على مدير الصندوق تعيين أمين حفظ (أو أكثر) مرخص مخول للاحتفاظ بأصول الصندوق والوثائق الخاصة به بموجب عقد مكتوب. كما يجب أن يكون أمين الحفظ المعين مستقلاً، حيث لا يُسمح بأن يكون مديراً أو مديراً مساعداً للصندوق المذكور، أو شركة تابعة لمدير الصندوق أو مديره المساعد.

- يجب أن يفصل أمين الحفظ المعين كافة أصول صناديق الاستثمار العقارية المتداولة عن أصوله الخاصة وعن أصول عملائه الآخرين، كما يجب الحفاظ على جميع السجلات اللازمة لدعم أداء المسؤوليات التعاقدية ويجب أن تحدد بشكل منفصل من خلال تسجيل الأوراق المالية وغيرها من الأصول من صندوق الاستثمار ذي الصلة باسم أمين الحفظ لصالح صندوق الاستثمار ذاته، ويتم تسجيل الأصول العقارية للصندوق المتداول باسم شركة تابعة لأمين الحفظ، كما يجب أن تكون أصول صناديق الاستثمار مملوكة بشكل جماعي لصالح حاملي الحصص في هذا الصندوق.

- يجب على مدير الصندوق تعيين شركة إدارة عقارات متخصصة في إدارة العقارات (شركة إدارة العقارات) - بعد التأكد من الحصول على الموافقات الحكومية المطلوبة من قبل الجهات الحكومية ذات الصلة، وذلك لإدارة العقارات

المحتفظ بها للاستثمار. وينبغي لهذه الشركة أن تمتلك الخبرة اللازمة وأن تكون مسؤولة عن تنفيذ الأنشطة إدارة العقار، بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، إدارة العقار وصيانته وخدمات التأجير وتحصيل الإيجار³.

5.16. معايير طرح وإدراج صناديق الاستثمار العقاري المتداولة

من خلال الاطلاع على التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 6-130 وتاريخ 1438/01/23 الموافق 2016/10/24 بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2 وبالإطلاع على المعلومات في موقع تداول، يمكن تلخيص معايير طرح وإدراج صناديق الاستثمار العقاري المتداولة في الجدول التالي:

صندوق عقاري مغلق	الهيكل القانوني
50 مساهم على الأقل	عدد المساهمين
100 مليون ريال سعودي (500 مليون ريال بعد مشروع التعديل)	الحد الأدنى لتأسيس الصندوق
10 ريال للوحدة	القيمة الاسمية
عائد مشروط: يجب ألا تقل نسبة الأرباح الموزعة على ملاك الوحدات عن 90% سنوياً من صافي أرباح الصندوق	الأرباح
لا يجوز أن يتجاوز اقتراض الصندوق ما نسبته 50% من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق وذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة	نسبة القروض
يجب ألا تقل قيمة استثمارات الصندوق في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً قابلة لتحقيق دخلٍ تأجيريٍ ودوريٍ عن ما نسبته 75% من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق و ذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة.	الاستثمارات
لا يجوز لمدير الصندوق الاستثمار في الأراضي البيضاء	الأراضي البيضاء
يسمح لمدير الصندوق باستثمار نسبة لا تتجاوز 25% من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق وذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة في التطوير العقاري، سواء أكانت لعقارات مملوكة من قبله أم لم تكن، أو لتجديد أو لإعادة تطوير تلك العقارات.	عقارات تحت التطوير
يحظر على مدير الصندوق استثمار نسبة تزيد على 25% من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق وذلك بحسب آخر قوائم مالية مدققة في عقارات خارج المملكة.	العقارات خارج المملكة
لا تقل ملكية مالكي الوحدات من الجمهور عن 30% من إجمالي وحدات الصندوق	ملكية الجمهور
50 مستثمر على الأقل	عدد المستثمرين

³ مصدر الفقرة " الأطراف ذوو العلاقة المشتركة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة " هو موقع تداول

تجدر الإشارة أنه قد أعلنت هيئة سوق المال في 22 فبراير 2018 عن نشر مشروع تعديل التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة وذلك استمراراً لدور الهيئة في تنظيم وتطوير السوق المالية وحماية المستثمرين، وسعيًا منها إلى جعل بيئة السوق المالية أكثر استقراراً، وتماشياً مع رؤية المملكة العربية السعودية 2030. وتمثل أبرز التعديلات المقترحة في منع من تظهر أسمائهم في الشروط والأحكام عند التأسيس أنهم يملكون وحدات في الصندوق التصرف في تلك الوحدات خلال السنة الأولى لتداولها، بالإضافة إلى تحديد آلية لزيادة رأس مال الصندوق، واشتراط تحقيق أصول الصناديق العقارية المراد الاستحواذ عليها من قبل صندوق عقاري متداول لصافي أرباحه بعد خصم كافة المصروفات لآخر ثلاث سنوات للعقارات المطورة تطويراً إنشائياً ومدرة للدخل، إضافة إلى قيام مدير الصندوق بالإفصاح عن جميع مصروفات تأسيس وطرح وحدات الصندوق، وإلى زيادة الحد الأدنى لتأسيس الصندوق من (100) مليون ريال سعودي إلى (500) مليون ريال سعودي. كما أشارت أنه تم السماح للصناديق العقارية المتداولة استثمار نسبة لا تتجاوز (25%) من القيمة الإجمالية لأصوله في حقوق المنفعة وفي تجديد وإعادة تطوير تلك العقارات وفي اتفاقيات إعادة شراء العقار وفي وحدات صناديق أسواق النقد، والشركات العقارية، وصناديق العائد الثابت، وفي صندوق قابض لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة، إضافة إلى تعديلات مقترحة أخرى.

6.16. أمثلة عن صناديق استثمار عقاري متداولة في المملكة

يوجد حالياً (إلى شهر مايو 2018) في سوق تداول 13 صندوق استثمار عقاري متداول ويُلخص الجدول التالي بعض معلومات عن الصناديق:

اسم الصندوق	تاريخ القيد	حجم الصندوق (مليون ريال)	معدل توزيعات الأرباح (إلى 6 مايو 2018)	العائد الإجمالي للتأجير (إلى 6 مايو 2018)
الرياض ريت	نوفمبر 2016	1633 (بعد الطرح الثانوي)	6.22%	7.01%
الجزيرة ريت	فبراير 2017	118	1.71%	8.43%
جدوى ريت الحرمين	أبريل 2017	660	2.97%	6.52%
تعليم ريت	مايو 2017	285	4.44%	7.37%
المعذري ريت	أغسطس 2017	614	3.25%	8.65%
مشاركة ريت	أكتوبر 2017	880	0%	8.84%
ملكية ريت	نوفمبر 2017	677	3.42%	8.05%
مشاعر ريت	يناير 2018	572	0%	6.20%
الأهلي ريت 1	يناير 2018	1375	0%	غير متوفر

دراية ريت	مارس 2018	1172	1.25%	غير متوفر
الراجحي ريت	مارس 2018	1622	0%	غير متوفر
جدوى ريت السعودية	فبراير 2018	1580	0%	غير متوفر
سدكو كابيتال ريت	1 مايو 2015	650	0%	غير متوفر

المصدر: سوق وصناديق الاستثمار العقاري: الأداء والتوقعات، فالك، مايو 2018 بالإضافة إلى موقع تداول وأرقام.

7.16. تقييم صناديق الاستثمار العقاري المتداولة

وضعت هيئة السوق المالية السعودية والهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين، ضوابط لتقييم العقارات التابعة لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة بالاعتماد على معايير التقييم الدولية. وتهدف هذه الضوابط إلى تحسين عملية التقييم والوصول إلى القيمة السوقية، ومنع تضليل المساهمين بالعوائد الاستثمارية العالية للصندوق. وأصدر مجلس هيئة السوق المالية قرار بتاريخ 1439/4/21 الموافق 2018/1/8 المتضمن إضافة ضوابط خاصة بثمين أصول صناديق الاستثمار العقارية وهي كالتالي:

- يجب على مدير الصندوق نشر تقارير التقييم الخاصة بأصول صناديق الاستثمار العقارية العامة للجمهور في موقعه الإلكتروني والموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودي (تداول) على أن يتم نشرها للجمهور فوراً مع موافقة الهيئة على الطرح وإضافة تقارير التقييم بشكل دوري كما هو مطلوب في لائحة صناديق الاستثمار العقاري خلال مدة لا تتجاوز 15 يوم من تاريخ إصدار التقارير.
- يجب أن يكون المثلثين مقيمين معتمدين وفقاً لنظام المقيمين المعتمدين الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/43) وتاريخ 1433/7/9 ولائحته التنفيذية (فرع تقييم العقارات).
- يجب على مدير الصندوق الحصول على إقرار من المقيمين المعتمدين يفيد بتقيدهم بمعايير التقييم المعتمدة من الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين وميثاق آداب وسلوك مهنة التقييم الصادر عنها واللوائح والتعليمات ذات العلاقة.
- يجب على مدير الصندوق تزويد المقيمين المعتمدين بأي معلومة تختص بأصول الصندوق العقارية المراد تقييمها على سبيل المثال لا الحصر العقود ذات العلاقة والتقارير الهندسية وتكاليف البناء وأي معلومة من شأنها تمكين

المقيم المعتمد من إعداد تقريره وفقاً للأحكام النظامية ومعايير التقييم المعتمدة وبشكل دقيق وواضح وغير مضلل.

بالإضافة إلى الضوابط السابقة يجب على مقيم صناديق الاستثمار العقارية تسجيل الغرض من التقييم واتباع معايير محددة حسب نوع العقار الاستثماري والتأكيد على المقيمين بالثبوت من القيمة الإيجارية في عقود التأجير، على أن تكون حقيقية ومماثلة لأسعار السوق (الاعتماد على القيمة السوقية وليس القيمة الاستثمارية).

17. دراسة حالة: "صندوق الرياض ريت"

خلال هذه الفقرة سنستعرض تفاصيل أحد صناديق الاستثمار العقاري المتداولة وهو "صندوق الرياض ريت" وقد اخترنا هذا الصندوق لسببين رئيسيين:

- يعتبر أول صندوق يقوم بعملية الطرح الثانوي ورفع رأس ماله (من 500 مليون ريال إلى 1633 مليون ريال) بألية تطبق لأول مرة باستخدام أسلوب أحقية التخصيص. وقد أعلنت "الرياض المالية" في تاريخ 2 مايو 2018 عن نجاح الطرح الثانوي لزيادة رأس مال الصندوق.

- بعد رفع رأس مال الصندوق يعتبر "صندوق الرياض ريت" أكبر صندوق استثمار عقاري متداول في المملكة العربية السعودية حتى تاريخه.

1.17. نبذة عامة عن الصندوق

صندوق الرياض ريت "Riyad REIT" هو صندوق استثمار عقاري متداول مقفل متوافق مع الضوابط الشرعية تم إدراجه بالسوق المالية السعودية بتاريخ 2016/11/13م بموجب لائحة صناديق الاستثمار العقاري والتعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة. تمت الموافقة على تسجيل وإدراج وحدات صندوق الرياض ريت من قبل هيئة السوق المالية في تاريخ 1428/02/08 هـ الموافق 2016/11/08م. وتم تحديث الشروط والأحكام بعد موافقة هيئة السوق المالية على زيادة رأس المال بتاريخ 2018/02/28م وموافقة مالكي الوحدات في الاجتماع المنعقد بتاريخ 2018/03/18م.

إن الهدف الرئيسي للصندوق هو تحقيق توزيعات نقدية مستقرة وقابلة للنمو لمالكي الوحدات من خلال الاستثمار في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً قابلة لتحقيق دخل تشغيلي وتأجيري، وتوزيع المبالغ نقداً على مالكي الوحدات بشكل دوري. ويستهدف الصندوق تحقيق النمو في التوزيعات من خلال:

أ- إعادة استثمار الدخل المحتفظ به في أصول استثمارية عقارية مجدية؛ بعد توزيع ما لا يقل عن 90% من صافي أرباح الصندوق بشكل سنوي خلال مدة الصندوق وذلك خلال 90 يوماً تقويمياً من كل سنة ميلادية، وذلك باستثناء الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأصول العقارية والتي يعاد استثمارها في أصول إضافية بما يخدم مصلحة مالكي الوحدات.

ب- الزيادة المحتملة في قيمة رأس المال ناتجة عن تحسن مستوى العائدات؛

ت- استغلال العقارات غير المشغلة بالطرق المثلى بشكل أفضل.

كما يستهدف الصندوق زيادة القيمة والعائدات لمالكي الوحدات عن طريق تحسين صافي الدخل التشغيلي وذلك من خلال تخفيض المصروفات جزئياً من خلال الاستفادة من مفهوم اقتصاديات الحجم ومهدف الصندوق لاتباع أسلوب الإدارة النشطة فيما يتعلق بالعقارات متعددة المستأجرين التي يكون لها عقود بمدد ايجاربه مختلفة، ويتعاون الصندوق كذلك مع دور الخبرة والشركاء الاستراتيجيين في التشغيل والتأجير العقاري سعياً لتحقيق أقصى عوائد من الصندوق وأشغال للعقارات بشكل مستمر بما يخدم مصالح الصندوق ومالكي الوحدات⁴.

يمكن تلخيص اهم معلومات الصندوق كالتالي:

تاريخ الإنشاء: 9 يونيو 2015

تاريخ الإدراج: 13 نوفمبر 2016

مدير الصندوق: شركة الرياض المالية

عملة الصندوق: ريال سعودي

تركيز القطاع: متنوع

مدة الصندوق: 99 سنة

رأس مال الصندوق: 1,633,000,010 ريال سعودي

حجم التسهيلات الائتمانية للصندوق الحالية: 120,000,000 ريال سعودي

⁴ المصدر: موقع الرياض المالية

حجم الطرح الأولي للجمهور: 500,000,000 ريال سعودي

عدد الوحدات المطروحة مقابل اشتراكات نقدية: 53,705,693 وحدة جديدة

سعر الوحدة عند الطرح: 9.31 ريال سعودي

الحد الأدنى للاشتراك: 50 وحدة تعادل مبلغ 465.50 ريال سعودي.

الحد الأعلى للاشتراك: 8,700,000 وحدة تعادل مبلغ 80,997,000 ريال سعودي

لا يوجد رسوم اشتراك

قام بتقييم المحفظة الاستثمارية للصندوق 4 منشآت تقييم مرخصة وتنشر تقارير التقييم الخاصة بأصول الصندوق على الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق وموقع (تداول) طبقاً لتعليمات هيئة السوق المالية.

2.17. مكونات المحفظة الاستثمارية

تتكون المحفظة الاستثمارية الحالية للصندوق من العقارات التالية:

مركز الازدهار التجاري (تجاري-الرياض)

فندق فيفندا (تجاري-الرياض)

أبراج الفرسان التجارية والفندقية (تجاري-الرياض)

المركز المتميز التجاري (تجاري-الرياض)

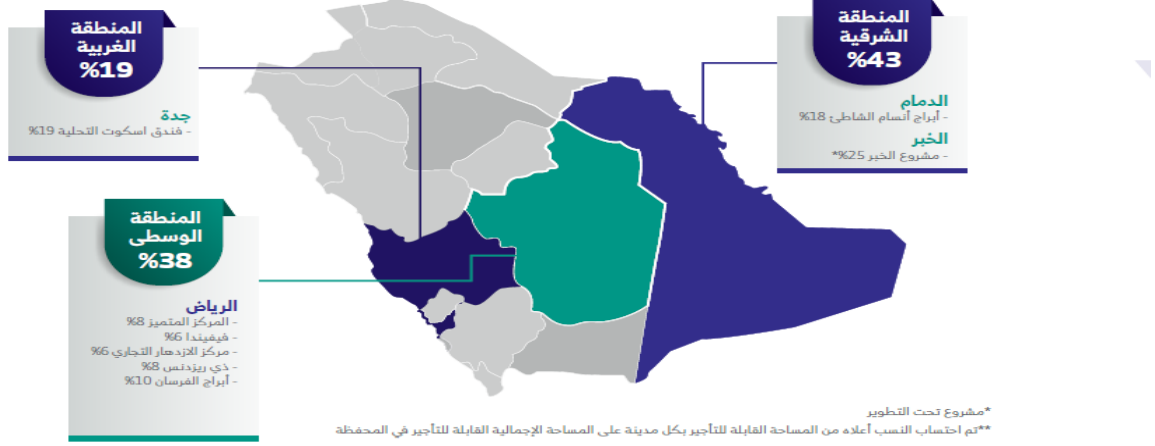
مبنى ذي رزیدنس التجاري والفندقي (تجاري-الرياض)

أبراج الشاطئ التجارية والمكتبية والفندقية (تجاري-الدمام)

فندق أسكوت كورنيش الخبر (تجاري-الخبر)

برج أسكوت التحلية (تجاري-جدة).

أصول الصندوق قبل زيادة رأس المال: التوزيع الجغرافي الحالي للصندوق قبل زيادة رأس المال



الشكل (18): التوزيع الجغرافي لأصول الصندوق قبل زيادة رأس المال

المصدر: الرياض ريت: الشروط والأحكام الخاصة بزيادة رأس المال

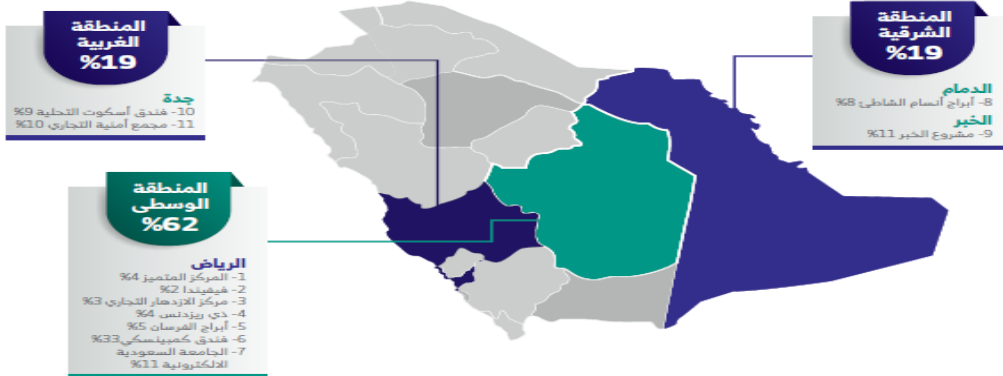
بالإضافة إلى العقارات السابقة فان "صندوق الرياض ريت" قام بالاستحواذ على عقارات جديدة بعد زيادة رأس المال:

الجامعة السعودية الإلكترونية (تجاري-تعليمي: الرياض)

مجمع فندق كمبلسكي (تجاري-الرياض)

مركز أمنية (تجاري وسكني-جدة)

التوزيع الجغرافي بعد زيادة رأس المال (حسب المسطحات التأجيرية):



الشكل (19): التوزيع الجغرافي لأصول الصندوق بعد زيادة رأس المال

المصدر: الرياض ريت: الشروط والأحكام الخاصة بزيادة رأس المال

3.17. الأداء التشغيلي الحالي والمستهدف

يقوم الصندوق بنشر معلومات عن الأداء التشغيلي للعقارات المملوكة ونستعرض على سبيل المثال أداء مركز الازدهار التجاري لسنة 2017 والأداء المستهدف للسنوات الثلاث المقبلة.

الأداء التشغيلي المستهدف			الأداء التشغيلي الحالي	
2020	2019	2018	2017	
3,524,000	3,524,000	3,524,000	3,419,482	إجمالي إيرادات التأجير
3,301,000	3,301,000	3,301,000	3,234,679	صافي دخل التأجير
%100	%100	%100	%94	نسبة الأشغال للجزء التجاري
لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	إجمالي إيرادات التشغيل
لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	صافي دخل التشغيل
لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	نسبة الأشغال للجزء الفندقي
3,301,000	3,301,000	3,301,000	3,234,679	صافي دخل التأجير والتشغيل
%9.27	%9.27	%9.27	%9.00	نسبة إجمالي العائد السنوي للعقار
%8.69	%8.69	%8.69	%8.51	نسبة صافي العائد السنوي للعقار
قيمة الإيجار			السنة	
3,207,524			2016م	
لا يوجد			2015م	

الإيجار والتشغيل للسنوات الثلاث السابقة

جميع الأسعار بالريال السعودي

تمارين الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري

الجزء الأول: ضع علامة ✓ للإجابة الصحيحة وعلامة × للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

صندوق الاستثمار العقاري هو وعاء استثماري يسمح للمستثمرين بالاشتراك فيه حسب القدرة المالية تصحيح:
ظهرت صناديق الاستثمار العقاري للمرة الأولى في هولندا تصحيح:
يجب على المقيمين بالتثبيت من القيمة الإيجارية في عقود التأجير، على أن تكون حقيقية ومماثلة لأسعار السوق تصحيح:
يستثمر الصندوق العقاري في قطاع واحد تصحيح:
صناديق الاستثمار العقاري التقليدية هي صناديق استثمارية عقارية متاحة للجمهور تصحيح:

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ يتمثل الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار المتداولة في الاستثمار في:

أ- الأراضي البيضاء.

ب- عقارات مطورة تطويراً إنشائياً.

ج- عقارات مطورة تطويراً أولياً.

د- كل ما سبق.

2/ من الأطراف ذوو العلاقة المشتركة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة:

أ- مالكي الوحدات.

ب- أمين الحفظ.

ج- شركة إدارة العقارات.

د- كل ما سبق.

3/ من مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة:

(1) انخفاض المخاطر

(2) سيولة مرتفعة

(3) شفافية عالية

(4) عائد ثابت.

أ- (1) و(2) فقط.

ب- (3) و(4) فقط.

ج- (1) و(2) و(3) فقط.

د- (1) و(2) و(3) و(4).

4/ يجب ألا تقل نسبة الأرباح الموزعة على ملاك الوحدات في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة عن:

أ- 50%

ب- 75%

ج- 90%

د- 25%

5/ يجوز أن تقترض صناديق الاستثمار العقاري المتداولة بم لا يتجاوز نسبة --- من القيمة الإجمالية لأصول

الصندوق وذلك بحسب أخر قوائم مالية مدققة.

أ- 50%

ب- 75%

ج- 90%

د- 25%

حلول التمارين

111

التحليل المتقدم للسوق العقاري

الوحدة الأولى: التحليل المتقدم للتمويل والاستثمار العقاري

الفصل الأول: توريق الديون العقارية



تدريب 1

1- ما الفرق بين التوريق، التورق والتصكيك؟

التصكيك

عملية تحويل الأصول (الموجودات) إلى صكوك وطرحها للبيع ويستخدم مصطلح الصك في التمويل الإسلامي

التورق

عملية شراء سلعة إلى أجل، ثم بيعها على غير بائعها نقدا للحصول على المال

التوريق

عملية تحويل القروض المُسندة من البنوك والمؤسسات المالية إلى أوراق مالية قابلة للتداول

2- أذكر الأطراف الرئيسية والمساندة في عملية التوريق

الأطراف المساندة

وكالات التصنيف الائتماني

شركة خدمة الدين

مُعزز الائتمان (Credit enhancement)

المنظم



الأطراف الرئيسية

المقرض الأصلي أو المنشأ (Originator)

المنشأة ذات الغرض الخاص (Special Purpose Vehicle, SPV)

المقرضون (أو المدينون)

المستثمرون (أو المكتتبون)

تمارين الفصل الأول: توريق الديون العقارية

الجزء الأول: ضع علامة √ للإجابة الصحيحة وعلامة × للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

×	التصكيك هو عملية تحويل القروض والديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول تصحيح: التوريق.....
√	"فريدي ماك" و"فاني ماي" تقومان بدور الضامن للأوراق المالية في عملية التمويل العقاري تصحيح:.....
×	التوريق هو عملية شراء سلعة إلى أجل، ثم بيعها على غير بائعها نقدا تصحيح: التورق.....
√	تعتبر وكالات التصنيف الائتماني من الأطراف المساندة في عملية التوريق تصحيح:.....
×	يقوم "مُعزز الائتمان" بالتحصيل الدوري للدين من قبل المقترضون في تواريخ الاستحقاق. تصحيح: تقوم شركة خدمة الدين.....

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ من الأطراف الرئيسية في عملية التوريق:

أ- المنشأة ذات الغرض الخاص.

ب- وكالات التصنيف الائتماني.

ج- مُعزز الائتمان.

د- أمين المحفظة.

2/ من صور بيع الدين الجائزة شرعا:

أ- بيع الدين لغير المدين بثمن حال.

ب- بيع الدين للمدين بثمن مؤجل أكثر من مقدار الدين.

ج- بيع الدين للمدين نفسه بثمن حال.

د- كل ما سبق.

3/ من مراحل توريق قروض الرهن العقاري:

(1) تأسيس "المنشأة ذات الغرض الخاص".

(2) تحويل الديون إلى "المنشأة ذات الغرض الخاص".

(3) إصدار أوراق مالية مضمونة برهونات عقارية من قبل البنك

(4) بيع الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية إلى المستثمرين.

أ- (1) و(2) فقط.

ب- (3) و(4) فقط.

ج- (1) و(2) و(4) فقط.

د- (1) و(2) و(3) و(4).

4/ ساهمت عمليات التوريق في اندلاع الأزمة المالية العالمية من خلال:

أ- تساهل البنوك في عملية الإقراض.

ب- التهاون في عملية تقييم الرهونات عالية المخاطر.

ج- الإفراط في إسناد القروض إلى مقترضين ذوي ملاءة ائتمانية منخفضة.

د- كل ما سبق.

5/ من مخاطر عملية توريق الديون:

أ- مخاطر الائتمان

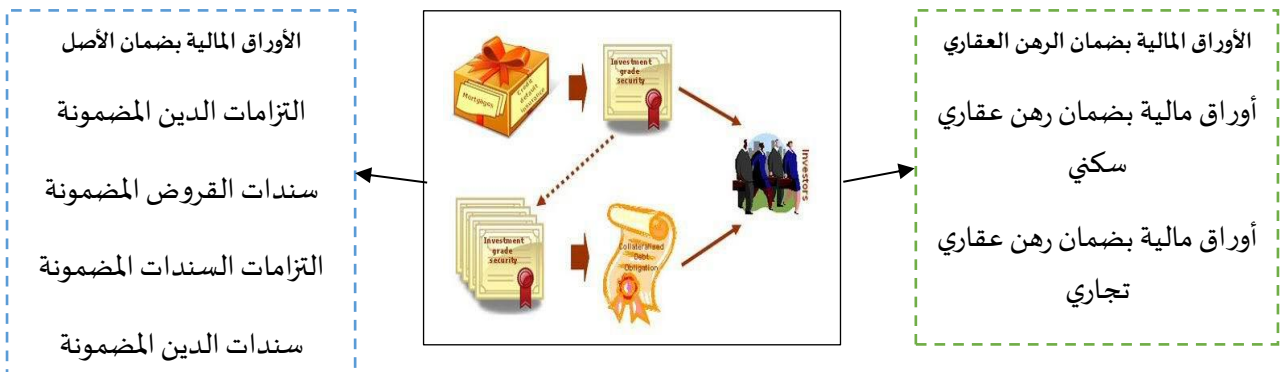
ب- مخاطر السوق

ج- مخاطر الضمان.

د- كل ما سبق.

الجزء الثالث: أجب على السؤال التالي:

1. أذكر بعض أدوات توريق الديون المعاصرة



الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري

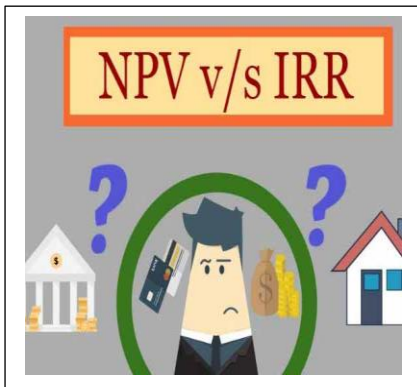


تدريب 2

1- أذكر 4 استراتيجيات للاستثمار العقاري



2- أذكر بعض حالات يكون فيها تضارب بين نتائج صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي



- اختلاف في القيمة الاستثمارية للمشاريع

- اختلاف في فترات المشروع

- اختلاف في طبيعة التدفقات النقدية

تمارين الفصل الثاني: تحليل قرارات الاستثمار العقاري

الجزء الأول: ضع علامة \checkmark للإجابة الصحيحة وعلامة \times للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

×	الاستثمار في العقارات الأساسية تستهدف العقارات المتعثرة للغاية التي تتطلب ترميم وتطوير كبير تصحيح: الاستثمار في العقارات الأساسية مع استراتيجية "الانتهازية".....
✓	من سلبيات معدل العائد الداخلي وجود أكثر من معدل في بعض الحالات تصحيح:.....
×	طريقة تحليل ظهر المغلف تقدم تحليل تفصيلي للجدوى المالية للمشروع تصحيح:..... أولي.....
✓	في صورة المفاضلة بين مشروعين يختلفان في القيمة الاستثمارية يمكن الاعتماد على مؤشر الربحية تصحيح:.....
×	في صورة تغير إشارة التدفقات النقدية أكثر من مرة نتحصل على معدل عائد داخلي واحد. تصحيح:..... أكثر من واحد.....

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ استراتيجية "الاستثمار في العقارات الأساسية" تهدف إلى:

- أ- التركيز على قطاع عقاري مُحدد.
- ب- الاستثمار حسب توقيت وحالة السوق.
- ج- الحصول على عائد مستقر ودرجة مخاطرة ضعيفة.
- د- الاستثمار في العقارات التي تتميز بنمو مرتفع في قيمتها.

2/ في صورة المفاضلة بين مشروعين يختلفان اختلاف كبير في المدة نعتمد على:

أ- القيمة المكافئة السنوية.

ب- مؤشر الربحية.

ج- معدل العائد الداخلي المعدل.

د- صافي القيمة الحالية

3/ لتصحيح التضارب بين معيار صافي القيمة الحالية ومعيار معدل العائد الداخلي يمكن حساب

أ- القيمة المكافئة السنوية.

ب- مؤشر الربحية.

ج- معدل العائد الداخلي المعدل.

د- صافي القيمة الحالية المعدلة

4/ يحدث تضارب بين معيار صافي القيمة الحالية ومعيار معدل العائد الداخلي في حالة:

أ- اختلاف في القيمة الاستثمارية للمشاريع.

ب- اختلاف في فترات المشروع.

ج- اختلاف في طبيعة التدفقات النقدية.

د- كل ما سبق.

5/ تهدف استراتيجية "استثمار القيمة" إلى:

أ- التركيز على قطاع عقاري مُحدد.

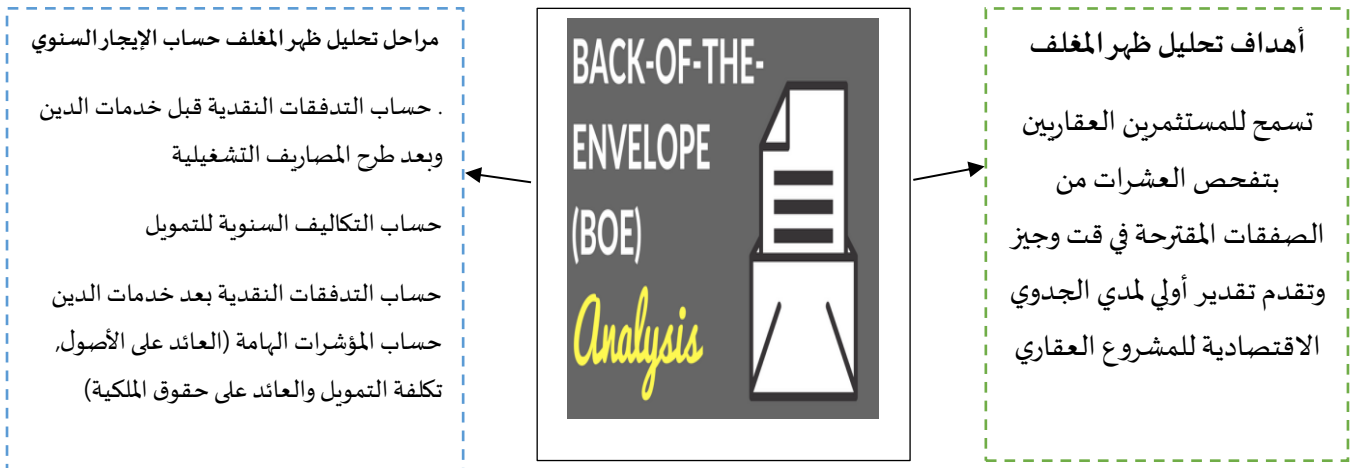
ب- الاستثمار حسب توقيت وحالة السوق.

ج- الحصول على عائد مستقر ودرجة مخاطرة ضعيفة.

د- الاستثمار في العقارات التي تتميز بنمو مرتفع في قيمتها.

الجزء الثالث: أجب على السؤال التالي:

1. أذكر أهداف ومراحل طريقة تحليل ظهر المُغلف (BOE analysis)



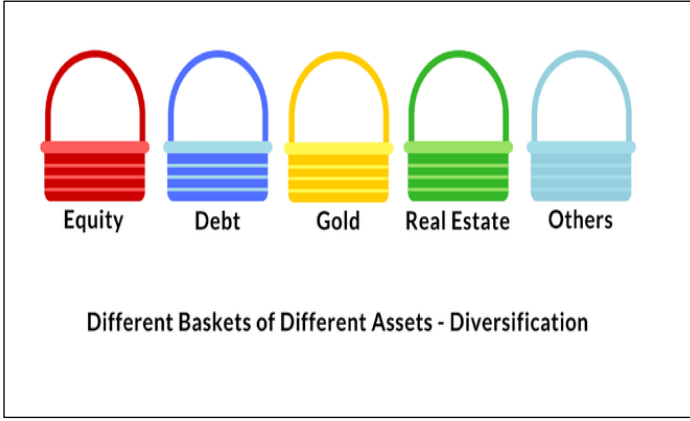
الوحدة الثانية: تحليل وإدارة المحافظ العقارية

الفصل الأول: تطبيق نظرية المحفظة على الاستثمار العقاري



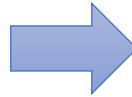
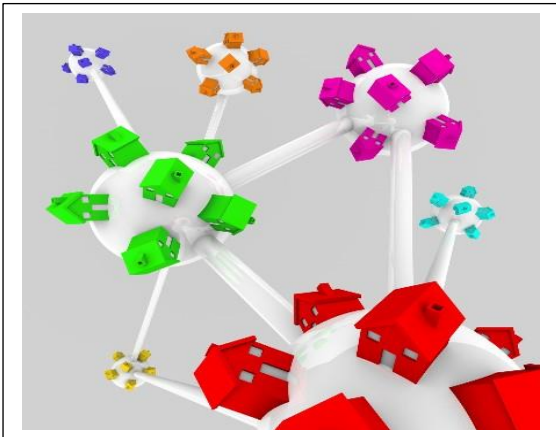
تدريب 3

1- كيف يمكن تقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية؟



التنوع: كلما كان الارتباط أقل، كلما زادت الفائدة المحتملة للتنوع.

أذكر بعض طرق تنوع المحافظ العقارية



طرق تنوع المحافظ العقارية

التنوع الجغرافي

التنوع حسب نوع العقار

التنوع حسب دورة العقار

التنوع حسب نوعية المستأجرين

التنوع حسب هيكل الاستثمار

تمارين الفصل الأول: تطبيق نظرية المحفظة على الاستثمار العقاري

الجزء الأول: ضع علامة \checkmark للإجابة الصحيحة وعلامة \times للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

×	التنوع الجغرافي يتمثل في الاستثمار في أنواع مختلفة من الممتلكات العقارية تصحيح: التنوع حسب نوع العقار
×	التنوع حسب هيكل الاستثمار يعتمد على تنوع مزيج المستأجرين من حيث الملاءة الائتمانية تصحيح: نوعية المستأجرين
√	نموذج المؤشر الواحد هو تطوير لنموذج ماركوفيتز تصحيح:
×	مجال التباين الأدنى هو جزء من مجال كفاءة المحفظة للأصول الخطرة تصحيح: . مجال كفاءة المحفظة للأصول الخطرة هو جزء من مجال التباين الأدنى
√	المحفظة الخطرة المثلى (Optimal risky portfolio) تمثل نقطة التقاء بين خط توزيع رأس المال ومجموعة الخيارات والبدائل الاستثمارية التي تحتوي على مخاطر تصحيح:

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ طريقة التنوع على المستوي الوطني والإقليمي والدولي تسمى:

أ- التنوع حسب هيكل الاستثمار.

ب- التنوع الجغرافي.

ج- التنوع حسب دورة العقار.

د- التنوع حسب نوع العقار.

2/ مستثمر متجنب للمخاطر هو مستثمر:

أ- غير مهتم بالمخاطر عند اتخاذ قرار الاستثمار.

ب- على استعداد لتحمل المزيد من المخاطر من أجل كسب عوائد أعلى.

ج- يفضل عوائد أقل بمخاطر معروفة.

د- يفضل عوائد أعلى مع مخاطر غير معروفة.

3/ المنفعة (Utility) هي:

(1) مقياس ذاتي للرضاء

- (2) خاصة بكل فرد
 (3) موحدة لكل الأفراد
 (4) مقياس للعائد ومخاطر المحفظة.

أ- (1) و (2) فقط.

ب- (3) و (4) فقط.

ج- (1) و (2) و (4) فقط.

د- (1) و (2) و (3) و (4).

4/ من الدوال التي تم استعمالها في المالية لقياس قيمة منفعة المستثمر هي دالة المنفعة التربيعية وتحسب ب:

$$U = E(r) + \frac{1}{2} A \sigma^2 \text{ أ-}$$

$$U = E(r) - \frac{1}{2} A \sigma^2 \text{ ب-}$$

$$U = E(r) \times \frac{1}{2} A \sigma^2 \text{ ج-}$$

$$U = E(r) \div \frac{1}{2} A \sigma^2 \text{ د-}$$

5/ عند تنوع المحفظة الاستثمارية تنخفض:

أ- المخاطر الكلية للمحفظة

ب- المخاطر المنتظمة

ج- المخاطر غير المنتظمة

د- كل ما سبق.

الجزء الثالث: أجب على أسئلة التمرين التالي:

محفظة عقارية تقدم عائد متوقع 20% وانحراف معياري 30%. أذونات الخزينة تقدم عائد خالي من المخاطر بنسبة 7%.

لنفترض مستثمر (أ) لديه درجة تجنب المخاطر (A=4) ومستثمر (ب) لديه درجة تجنب المخاطر (A=2).

1- هل يفضل المستثمر (أ) الاستثمار في المحفظة العقارية أو في أذونات الخزينة؟

2- هل يفضل المستثمر (ب) الاستثمار في المحفظة العقارية أو في أذونات الخزينة؟

الحل:

1- بالنسبة للمستثمر (أ):

قيمة المنفعة بالنسبة للمحفظة العقارية:

$$U = 0.2 - \left(\frac{1}{2} 4 \times 0.3^2\right) = 0.02$$

قيمة المنفعة بالنسبة لأذونات الخزينة:

$$U = 0.07 - \left(\frac{1}{2} 4 \times 0\right) = \mathbf{0.07}$$

المستثمر (أ) سيفضل الاستثمار في أذونات الخزينة لأنها تحقق له قيمة منفعة أعلى من المحفظة العقارية

2- بالنسبة للمستثمر (ب):

قيمة المنفعة بالنسبة للمحفظة العقارية:

$$U = 0.2 - \left(\frac{1}{2} 2 \times 0.3^2\right) = \mathbf{0.11}$$

قيمة المنفعة بالنسبة لأذونات الخزينة:

$$U = 0.07 - \left(\frac{1}{2} 4 \times 0\right) = 0.07$$

المستثمر (ب) سيفضل الاستثمار في المحفظة العقارية لأنها تحقق له قيمة منفعة أعلى من أذونات الخزينة.

تمارين الفصل الثاني: صناديق الاستثمار العقاري

الجزء الأول: ضع علامة √ للإجابة الصحيحة وعلامة × للإجابة الخاطئة مع تصحيح الخطأ (في حالة الإجابة الخاطئة).

√	صندوق الاستثمار العقاري هو وعاء استثماري يسمح للمستثمرين بالاشتراك فيه حسب القدرة المالية تصحيح:
×	ظهرت صناديق الاستثمار العقاري للمرة الأولى في هولندا تصحيح: في الولايات المتحدة الأمريكية.....
√	يجب على المقيمين بالتثبت من القيمة الإيجارية في عقود التأجير، على أن تكون حقيقية ومماثلة لأسعار السوق تصحيح:
×	يستثمر الصندوق العقاري في قطاع واحد تصحيح: يستثمر الصندوق في عدة مشاريع عقارية بهدف تنوع الدخل
×	صناديق الاستثمار العقاري التقليدية هي صناديق استثمارية عقارية متاحة للجمهور تصحيح: المتداولة.....

الجزء الثاني: اختر إجابة واحدة صحيحة للأسئلة التالية:

1/ يتمثل الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار المتداولة في الاستثمار في:

أ- الأراضي البيضاء.

ب- عقارات مطورة تطويراً إنشائياً.

ج- عقارات مطورة تطوير أولي.

د- كل ما سبق.

2/ من الأطراف ذوو العلاقة المشتركة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة:

أ- مالكي الوحدات.

ب- أمين الحفظ.

ج- شركة إدارة العقارات.

د- كل ما سبق.

3/ من مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة:

(1) انخفاض المخاطر

(2) سيولة مرتفعة

(3) شفافية عالية

(4) عائد ثابت.

أ- (1) و(2) فقط.

ب- (3) و(4) فقط.

ج- (1) و(2) و(3) فقط.

د- (1) و(2) و(3) و(4).

4/ يجب ألا تقل نسبة الأرباح الموزعة على ملاك الوحدات في صناديق الاستثمار العقاري المتداولة عن:

أ- 50%

ب- 75%

ج- 90%

د- 25%

5/ يجوز أن تقتصر صناديق الاستثمار العقاري المتداولة بم لا يتجاوز نسبة ---- من القيمة الإجمالية لأصول الصندوق وذلك بحسب أخرقوائم مالية مدققة.

أ- 50%

ب- 75%

ج- 90%

د- 25%