

مدخل فلسفي لاستراتيجيات الاستثمار العقارية

**الأستاذ الدكتور
صبيحة قاسم هاشم
المدرس المساعد
هنادي صكر مكطوف
كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بغداد- قسم إدارة الأعمال**

المستخلص :

يعد الاستثمار العقاري كغيره من أنواع الاستثمارات الأخرى، يواجه مخاطر عالية وفي نفس الوقت تكون العوائد الناجمة عنه مرتفعة، وهذه المخاطرة تنجم عن احتياجه إلى ضخ مبالغ ضخمة، والمتطلبات الفنية المرتبطة به. إذ تكمن سلامة وقوة الاستثمار في المجال العقاري من خلال الحصول على عوائد تفوق معدلات التضخم للمحافظة على القيمة الزمنية للنقود المستثمرة مع مرور الوقت، إضافة إلى قدرة المستثمر في تحقيق عوائد مناسبة على رأس المال المستثمر به. فالاستثمار العقاري يهدف إلى زيادة قيمة العقار مع مرور الوقت أو المحافظة على قيمته، كونه يترجع على قمة عرش الاستثمارات الأخرى في الآونة الأخيرة. لذا هدف البحث إلى تقديم استبصارا حول طبيعة الاستثمار في العقارات بآطار فلسفي متكامل، وتبسيط الضوء على إدراك سبل تبني استراتيجيات استثمار لتلافي الوقوع بالأخطاء في مجال الاستثمار العقاري، لتقييم الفرص الاستثمارية باتجاه اتخاذ قرار الاستثمار الأمثل.

الكلمات الدالة: العقار، السوق الكفوء، السوق غير الكفوء، الأسواق العقارية، الاستثمارات العقارية، استراتيجيات الاستثمارات العقارية.

Entrance philosophical strategies for real estate investments

The real estate investing, like other types of investments, is facing a high risk and at the same time be caused by the high returns, and this risk caused by his need to pump large sums of money, and technical requirements associated with it. As is safety and strength in the field of real estate investment through access to revenues that exceed the rate of inflation to maintain the time value of money invested with the passage of time, in addition to the ability of an investor to achieve an adequate return on invested capital by. Real Estate Investing aims to increase the value of the property with the passage of time or to maintain its value, he sits atop the throne of other investments in recent times. So the goal to provide insight into research about the nature of investing in real estate the framework for an integrated philosophical, and shed light on ways to recognize the adoption of investment strategies to avoid falling into mistakes in real estate investment, to evaluate investment opportunities towards making an investment decision optimization.

Key words: real estate, efficient market, inefficientmarket, real estate markets, real estate investment, real estate investment strategies.

المقدمة

شهدت العديد من دول العالم نمواً ملحوظاً في كافة مجالات القطاع العقاري، والتي كانت من أهم أسبابها: النمو المتزايد في أعداد السكان، وتعدد احتياجات الأفراد والمنشآت، فضلاً عن الطفرة المالية التي حدثت في بعض الدول. ويساهم الاستثمار العقاري في تحقيق التنمية الاقتصادية في أي بلد من خلال مساهمته الفعالة في إجمالي الناتج المحلي، إذ يرتبط بالاستثمار العقاري العديد من القطاعات الاقتصادية الأخرى سواء كانت تجارية، أو صناعية، أو خدمية، أو زراعية، وظهر هذا جلياً في العديد من الدول المتقدمة التي أصبحت مصدر هام لجذب العديد من المستثمرين وخاصة في مجال الاستثمار العقاري. وطالما تعتبر الصناعة العقارية من أكبر القطاعات في العالم، والمحرك الفعلي للاقتصاد العالمي والمحلي في كثير من البلدان، فإن ذلك يتطلب وجود بيئة ومناخ ملائم من الناحية الاقتصادية، والسياسية، والأمنية، والتشريعات القانونية والإدارية، تعمل كمحفز على نمو هذا القطاع من جهة، وتشجيع الأفراد والمنشآت على الدخول فيه والاستثمار بكافة مجالاته. وعلى الرغم من ازدياد إقبال الكثير من المستثمرين على الاستثمار العقاري في الآونة الأخيرة نظراً لكونه من الأنشطة التجارية الاستثمارية الأقل مخاطرة، إلا أنه إذا حدث خطأ ما نتج عنه خسائر كبيرة من الصعب إدراكها، بسبب الاختيارات غير الموفقة للعقارات الخاصة بالمستثمرين أو لطريقة إدارة تلك الأموال أو وقوعهم في أخطاء خاصة بتقييم الفرص الاستثمارية أدت بهم إلى اتخاذ قرارات خاطئة. ومن هنا جاء فكرة البحث للوقوف على التحدي الحقيقي لإدراك سبل تبني استراتيجيات استثمار بدافع الحاجة الملحة لتلافي الوقوع بالأخطاء في مجال الاستثمار العقاري، ومن ثم تسهيل عملية تقييم الفرص الاستثمارية في القطاع العقاري والمحافظة عليها، لأن الاستثمار في العقار هو مشروع لخلق قيمة بدلالة العلاقة بين المخاطرة والعائد التي يمكن تحقيقها من الأشكال المختلفة من الاستثمارات العقارية. ومن أجل تجسيد فكرة البحث فقد قسم إلى خمسة محاور رئيسة اختص الأول بالاطار المنهجي للبحث، أما الثاني فقد سلط الضوء على الاطار الفلسفي العام لمفهوم العقار، في حين كرس الثالث للاطار المنهجي لطبيعة الاستثمارات العقارية، أما الرابع فقد تضمن استراتيجيات الاستثمار العقاري، فيما اهتم المحور الخامس بما توصل اليه البحث من نتائج وتوصيات.

المحور الأول منهجية البحث

أولاً: المشكلة الفكرية للبحث

على الرغم من أن الاستثمار العقاري ذو أبعاد واتجاهات متعددة من الناحية العمرانية، والاقتصادية والاجتماعية، فضلاً عن أبعادها الإنتاجية والتسويقية والتمويلية والبشرية، وما يرتبط به من أهمية استغلال مصادر الثروة على الوجه الأمثل، إلا أن ذلك الاستثمار وخاصة سوق العقارات بوجه عام يعاني من فقدان إدراك أهمية تنظيم هذه السوق، وخلق الآلية الكفيلة بتواصل حلقات المنظومة العقارية لترتبط مصالح كل البائع والمشتري ومؤسسات التمويل وأسواق راس المال على نحو يضمن حقوق كافة الأطراف في اطار قانوني. وبسبب التغير الحاصل في بيئات الأعمال وعدم التأكد العالي الذي يسودها تزداد درجات المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون، فضلاً عن توفر الفرص الاستثمارية العقارية التي ينبغي اغتنامها بأسرع وقت ممكن لما للمنافسة اثر على تلك الفرص، لذا ينبغي على المستثمرين (سواء أفراداً أو منظمات) تبني مناهج جديدة واستراتيجيات استثمارية غير تقليدية تدعم قدرتهم على تحقيق الأرباح وتجنبهم المخاطر. وتأسيساً على ذلك، يمكن إجمال المشكلة الفكرية بالتساؤلات الآتية:

- 1- ما هو الاطار الفلسفي لمفهوم العقار؟ وماهية طبيعة العقار وخصائصه، وأنواعه؟
- 2- ما صفات الاستثمارات العقارية؟ وما هو دورها في السوق العقاري من الناحية الإيجابية أو السلبية؟

3- ما تأثير دورات السوق العقاري على تحديد استراتيجيات الاستثمار العقاري؟ وكيف يمكن تبني استراتيجية استثمار عقاري في ظل ظروف الלאأكد؟

ثانياً: أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من طبيعة القطاع العقاري ولما له من تأثير مباشر على اقتصاد الدول، حيث اضحى القطاع العقاري من أكثر الأوعية الاستثمارية جاذبية من الأدوات الاستثمارية المختلفة، خاصة في ظل الظروف غير المستقرة، وبما أن الاستثمار العقاري يقيس كلا من حجم الاستثمار، والعائد والمخاطرة المتوقعة، لذا يحتاج الاستثمار العقاري استراتيجية يتم تبنيها من قبل المستثمرين لتوفر اتجاهات إيجابية نحو هذا النوع من الاستثمارات بالمقارنة مع غيرها، ولردم الفجوة بين الجدل المعرفي للاستثمار العقاري مقارنة بأدوات الاستثمار الأخرى.

ثالثاً: أهداف البحث

- 1- تقديم إطار مفاهيمي عن مفهوم وطبيعة العقارات، وأنواعها، فضلاً عن التطرق إلى هيكل السوق العقاري وخصائصه، والمتعاملون فيه.
- 2- التعرف على المنهجية لطبيعة الاستثمارات العقارية، ودورها في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة التي يمكن ان تحققها الأشكال المختلفة من الاستثمارات العقارية.
- 3- تسليط الضوء على دورات السوق العقارية وعلاقتها في تبني استراتيجيات الاستثمار العقاري، في ظل المستقبل غير المنظور.

المحور الثاني

الاطار الفلسفي العام لمفهوم العقار وطبيعته

أولاً: المفهوم الاصطلاحي للعقار

عُرف لفظ العقار في اللغة العربية بفتح العين بأنه "الأرض والضياع والنخل، أي متاع حسن وأداة" (الرازي، 1983:187). كما عُرف في لسان العرب لابن منظور بأنه يدل على المنزل والضيعة؛ يُقال: ماله من دارٍ ولا عقارٍ وخص بعضهم بالعقار النخل، إذ يقال للنخل خاصة من بين المال: عقارٌ (المصري، 1990: 597). في حين أشار الزمخشري في هذا المجال، أن لفظ العقار اسم مصغر مشتق عن عقر الدار، بمعنى أنها تصغير العقري على وزن فعلي، فمن عقر بقى مكانه لا يتقدم ولا يتأخر، فزعاً أو أسفاً أو خجلاً، واصله من عقرت به إذا اطلت حبسه، كأنك عقرت راحلته فبقى لا يقدر على البراح، وعقار البيت متاعه ونضده الذي لا يبتذل، وبيت حسن المظهر (الزمخشري، 1980: 412). وكمصطلح مالي فإن العقار Real Estate يشير إلى "الأرض وما عليها من إنشاءات وجميع أنواع الممتلكات الثابتة وغير المنقولة، وكل ما يرتبط بها من حقوق". في حين انقسمت كلمة عقار كما ورد في القانون الإنكليزي والأمريكي إلى مصطلحين، الأول مصطلح Real والذي يأتي من مصطلح Reality أي الشي الحقيقي، والمقصود به هنا الأرض وجميع الأشياء الملحقة بها بشكل دائم، متضمنة الأشياء غير القابلة للنقل كالأبنية، والهياكل، إضافة إلى جميع الموجودات غير المرتبطة بالأرض، والتي يشار إليها بالممتلكات الشخصية personality property، والتي تتضمن الموجودات غير الملموسة كحقوق الأسهم، وبراءات الاختراع، إضافة إلى الموجودات القابلة للنقل كالحافلات والسيارات. أما مصطلح Estate فقد نشأ ليعبر عن "جميع ما يملكه الشخص" متضمناً بذلك كل من الموجود الحقيقي والممتلكات الشخصية، وبذلك فإن الجزء الموجود في الممتلكات العائدة لأحد الأشخاص والتي تتألف من موجود حقيقي تم تداولها لتعرف بالعقار (Brueggeman and Fisher, 2011:1)، فمصطلح العقار يشير إلى "المنفعة الفعلية من الأرض" حيث أوعزا إلى أن كلمة "المنفعة" interest تعود على المالك ownership، وتعود

على مستخدم أو مستأجر الأرض leasehold. فالمنفعة التي تعود على المالك تعطيه كامل حقوقه القانونية من حيث حق الاستعمال وتحويل الملكية وحق تحمل المخاطرة والمسئولية الناتجة من الكوارث الطبيعية والتزاماته بدفع ضرائب الملكية. ومن الجانب الآخر نجد أن المنفعة التي تعود على مستخدم الأرض أو مستأجرها تكون عندما يوافق مالك الأرض عن التنازل عن بعض حقوقه لمستخدمها مقابل تبادل مدفوعات ذلك الاستعمال.

إنّ العقارات عبارة عن ممتلكات properties تشير إلى أي شيء يمكن امتلاكه أو حيازته possession، فمن المرجح ان يكون الممتلك موجود ملموس tangible أو غير ملموس intangible. فالموجودات الملموسة هي تلك الأشياء المادية كالسيارات، والأراضي والمباني، أما الموجودات غير الملموسة فهي تتمثل بالحقوق التعاقدية (كعقود الإيجار والرهونات)، والمطالبات المالية (كالأسهم والسندات)، وبراءات الاختراع والعلامات التجارية (Ling and Archer, 2010:2).

ثانياً: طبيعة العقارات وخصائصها

تُعدّ العقارات موجودات ملموسة، وذات حزمة من الحقوق تمثل دالة للخصائص القانونية والمادية والمكانية للملكية. لذا تعتبر العقارات فريدة من نوعها من حيث طبيعتها وخصائصها، مقارنةً مع غيرها من السلع، لما تمتلكه من خصائص فيزيائية واقتصادية تجعلها مختلفة ومتميزة، لاسيما وان هذه الخصائص ذات تأثير كبير على قيمة العقار، وسوق العقارات بصورة عامة. فالخصائص الفيزيائية تصف السمات الخاصة بطبيعة الأرض، في حين تصف الخصائص الاقتصادية السمات المؤثرة في قيمة العقار، وكما مبين بالجدول (1) (Cortesi, 2004:8).

جدول (1) خصائص العقارات

الخصائص الاقتصادية	الخصائص الفيزيائية (المادية)
1. الندرة.	1. الثبات.
2. التعديل (التطوير).	2. الديمومة (غير قابلة للتلف).
3. استمرارية الاستثمار.	3. عدم التجانس.
4. تفضيل الموقع أو المنطقة.	

Source: Cortesi, Gerald R., *Mastering Real Estate Principles*, 4th.ed, USA, Dearborn Financial Publishing, Inc., 2004. PP:8.

أ- الخصائص الفيزيائية (المادية) للعقارات

- **الثبات Immobility:** تكمن سمة العقارات في ثباتها، فعلى الرغم من إمكانية نقل المعادن والتربة والرمال السطحية بفعل الطبيعة أو الحفر أو الإنسان، إلا أن الموقع الجغرافي للملكية يبقى ثابتاً ولا يمكن نقله، الأمر يترتب على خاصية الثبات التبعات تؤثر قيمة العقار تأثيراً إيجابياً أو تأثيراً سلبياً جراء التغيرات التي تطرأ على المنطقة المحيطة أو التي يقع بها بالعقار، كون موقع العقار يعتبر عاملاً مهماً في تحديد قيمته.
- **الديمومة (غير قابلة للتلف) Indestructibility:** يشار لهذه الخاصية بسمة المتانة durability المادية، فلا يمكن تدمير الأرض أو تهالكها، فمن الممكن أن يتغير مظهرها إلا أنها مازال موجودة وقائمة، وعملية إدخال التحسينات على الأرض أو العقار يعطيها ميزة الحياة الطويلة كالمباني، لذلك تشجع خاصية الديمومة كثير من الناس على شراء الأراضي كاستثمار لأنهم يدركون بأن الأسهم والسندات والنقود الورقية قد تكون عرضة للتلف، بينما

الأرض تبقى موجودة دائماً، مما يترتب على تلك الخاصية الاستقرار النسبي للاستثمارات العقارية ذات الأمد البعيد، وصعوبة انخفاض قيمتها في معظم الأحيان بسبب عدم استهلاكها (Jacobus, 2010: 28).

- عدم التجانس Heterogeneity: تميل العقارات إلى أن تكون غير متجانسة، بمعنى أن كل ملكية لديها مميزات فريدة ومختلفة عن بعضها البعض، فخصائص العمر، والتصميم، والمكان يعطي كل عقار ميزة خاصة به (Cortesi, 2004: 9).

ب- الخصائص الاقتصادية للعقارات

- الندرة Scarcity: هي محدودية عرض العقارات، بمعنى أن العقارات سلعة غير مرنة من حيث الطلب، لاسيما وأن الطلب القوي في منطقة ما ينعكس على زيادة قيمة العقار، وأن مالك العقار في المنطقة المرغوبة سيكون لديه ميزة احتكارية تقريباً.

- التعديل Modification: إجراء نوع ما من التحسين والتطوير على المباني، أو الأراضي، أو البنية التحتية لموقع الأرض، مما ينعكس ذلك على قيمة العقار سواء بالسلب أو الإيجاب.

- استمرارية الاستثمار: تعكس هذه الخاصية صفة أن الاستثمار في العقارات غالباً ما يكون ذو أمد بعيد، ويسمى بالاستثمار الثابت هذا في المقام الأول، أما في المقام الثاني لهذه الخاصية، فتتجه صوب صفة أن الأرض غير قابلة للتلف وثابتة نتيجة الخصائص الفيزيائية لها، وغير قابلة للنقل نهائياً، فإن ذلك يعكس مدى ثبات واستمرار الاستثمار في الملكية بهذه الحالة، ولا يمكن نقل العقار من مكان إلى آخر إذا أصبح السوق مناسباً في مكان آخر، لاسيما وأن معاملات عقود العقارات تمتاز بالتعقيد وذات مبالغ مالية كبيرة. لذا ينبغي النظر إلى القرارات المتخذة بالاستثمارات العقارية كقرارات استثمارية بعيدة الأمد تؤثر في قيمتها.

- الموقع المفضل أو المنطقة: تشير هذه الخاصية إلى ما يفضل به الناس من مناطق أو مواقع معينة للعقارات، وتعد هذه الخاصية من أهم الخواص الاقتصادية للعقارات، لأن تفضيل المنطقة التي تلبي احتياجات ورغبات المشترين، ستؤثر على إجمالي المبلغ الذي يرغب هؤلاء المشترون بدفعه، مما ينعكس ذلك على قيمة العقار (McGiveron, 2007: 2).

ثالثاً: أنواع العقارات وتصنيفها

توجد أنواع مختلفة من العقارات، إذ يمكن تصنيف تلك العقارات وفقاً لمجموعات مختلفة من المعايير، إلا أن المرتكز الأساسي لعملية تصنيفها هو نوع الاستعمال Usage الذي يُوظف فيه هذا العقار، حيث تصنف على النحو التالي (Gaddy and Hart, 2000: 4): عقارات سكنية، عقارات تجارية، عقارات صناعية، عقارات زراعية، وعقارات لأغراض خاصة كدور للعبادة، ومباني المدارس، والمستشفيات.

أما (Mettling and Cusic, 2012) فقد أضافتا تصنيفاً آخرًا لأنواع العقارات إضافة إلى تصنيفها حسب نوع استعمالها، ألا وهو تصنيفها وفقاً لغرض التملك منها، حيث حدداها بثلاث أنواع وعلى النحو التالي (Mettling and Cusic, 2012: 8):

أ- عقارات سكنية: وتشير إلى الممتلكات التي يمتلكها الفرد ويستعملها للسكن فيها، ويمكن أن تصنف تلك الممتلكات وتصمم حسب عدد الأسر، سواء ذات وحدات متصلة أم منفصلة.

ب- عقارات تجارية: وتشير بشكل عام إلى مراكز البيع والمكاتب، وقد تشمل أيضاً على العقارات الصناعية، حيث يشير مصطلح "تجاري" إلى خاصية تمتلئها تلك العقارات وهي قدرتها على توليدها دخلاً محتملاً جراء استعمالها بالأعمال التجارية.

ج- استثمار عقاري: يشير إلى أي نوع من أنواع العقارات يمتلكه الشخص لغرض الاستثمار، ويمكن اعتبار جميع تصنيفات الملكية عقارات استثمارية، فمصطلح "استثمار" لا يشير إلى المساكن التي يشغلها ساكنوها، وإنما يمكن اعتبار الوحدات السكنية والشقق، ومساكن الأسرة الواحدة عقاراً استثمارياً إذا كانت شاغرة، حيث يشار إليها بالعقارات السكنية المدرة للدخل.

في حين ركز (Woychuk, 2007) على تصنيف العقارات من حيث أدائها كأداة استثمارية جيدة تؤثر في القرارات المتخذة من قبل المستثمر، إلى نوعين هما (Woychuk, 2007: 5):

أ- الاستثمارات المدرة للدخل: هنالك أربعة أنواع من العقارات المدرة للدخل، والتي تتمثل بالمكاتب، المراكز التجارية، العقارات الصناعية، والعقارات السكنية المستأجرة. وتوجد أنواع أخرى أقل شيوعاً، كالمخازن الصغيرة، ومواقف السيارات، ودور الرعاية السكنية لكبار السن، فالمعايير الرئيسة لتلك الاستثمارات أنها تنتج دخلاً.

ب- الاستثمارات غير المدرة للدخل: مثل المنازل الذي يسكنها مالكيها، والمباني التجارية الشاغرة. فالاستثمار في الأسهم بالنسبة للعقارات غير المدرة للدخل تعني عدم استلام إيجار، لذلك فجميع العوائد تكون من خلال زيادة رأس المال. أما في حالة الاستثمار بالديون المضمونة debt secured لهذا النوع من العقارات، فإن الدخل الشخصي للمقترض يجب أن يكون كافياً لتغطية مدفوعات الرهن العقاري، وذلك بسبب عدم وجود دخل مستأجر لتأمين المدفوعات.

وتجدر الإشارة بهذا الصدد أن مصطلح الاستثمار العقاري مصطلح شامل وجامع لثلاثة أنواع من الاستثمارات العقارية الأساسية تدخل جميعها تحت مسمى الاستثمار العقاري وهي: تجارة الأراضي والعقارات، التطوير العقاري، والاستثمار في عقارات الدخل السنوي. فتلك الأنواع هي أساس عمل أي مستثمر عقاري سواء كان مؤسساً أو فردياً، إلا أن ما يميزها عن بعضها هو درجة المخاطرة ومدة الاستثمار ونسبة العائد السنوي، فالنوع الأول يمتاز بمخاطرة عالية ومدة قصيرة وعائد مرتفع ومثال على هذا النوع الاستثمار في الأراضي الخام والمضاربة في أسعارها وقد تصل أرباح هذا النوع من الاستثمار إلى أكثر من 200 % سنوياً في أوج نشاط السوق، أما النوع الثاني فهو يمتاز بأنه متوسط المخاطرة ومتوسط المدة ومتوسط العائد، ومثال على هذا النوع تطوير المشاريع بالتشييد وبناء المشاريع العقارية بجميع أنواع وحداتها وهذا النوع يعتبر متوسط المخاطر ومتوسط الربح والذي يصل إلى أكثر من 30 % سنوياً، وأما النوع الأخير فهو يمتاز بتدني المخاطرة ولكنه أيضاً متدني العوائد وطويل الأمد، ومثال على ذلك أن تقوم بشراء مبنى أو عقار مؤجر يدر دخلاً سنوياً وتصل العوائد السنوية فيه إلى أكثر من 7 % ولكن المخاطرة فيه قد لا تذكر. لذلك يعتمد التوجه الحقيقي للاستثمار بين تلك الأنواع من قبل المستثمرين على أمرين هامين وهما: سياسة المستثمر، والوضع العام الاقتصادي. فهناك سياسة توضع لشركات أو لأفراد تفضل المغامرة للحصول على عائد أسرع وأكبر، وهناك وضع اقتصادي معين يوجه المستثمرين إلى اختيار أحد تلك الاستثمارات دون غيرها كوضع الطفرة العقارية والتي تدفع للتوجه نحو النوع الأول الذي يعد أكثر جدوى، أما في الأزمات يتوجه الغالبية للنوع الثالث، خاصة إذا كان هناك تمويلاً كافياً للمطورين العقاريين. عليه فالنسب المختلفة لحجم السيولة المستثمرة في المجال العقاري بين تلك الأنواع من الاستثمار سيجعل الاستثمار أكثر ربحية ونجاحاً على الأمد البعيد (المبيض، 2010: 1).

رابعاً: طبيعة أسواق العقارات

يُعرف السوق بأنه المكان الذي يمكن شراء، وبيع، وتحديد أسعار البضائع فيه، أما السوق العقاري فلا يمكن تعريفه بتحديد موقعه من خلال العرض والطلب الذي يحدد القيمة السوقية market value للمنافع العقارية فقط، وإنما يشير على أنه مجموعة حقيقية من الأسواق الفرعية submarkets التي يمكن تعريفها بعدة طرق مختلفة. فقد يكون تعريف السوق الفرعي العقاري وفقاً لنوع العقار، فيما إذا كانت العقارات سكنية، أم تجارية، أم صناعية، أو قد يكون تعريف السوق العقاري وفقاً للمستوى الجغرافي للعقار على أساس خصائص دولية، أم محلية، أم وطنية، أم على مستوى المجتمع. لذا فأسواق العقارات هي الوسائل التي تمكن المشتريين والبائعين تبادل ملكية العقار بينهما (Lizieri, 2009: 156). وتمتاز أسواق العقارات من الأسواق الموازية Over-The-Counter فلا توجد هناك بناية أو موقع محدد للسوق، فهو ليس سوقاً مركزياً يلتقي فيه المشتريين والبائعين أو المستأجرين والمؤجرين لعقد الصفقات التجارية بشكل ملائم، بل تتم المتاجرة بشكل عام في العقارات في الأسواق غير السائلة illiquid markets والتي قد تكون إقليمية أو محلية من حيث طبيعتها، إذ تتم الصفقات التجارية من قبل المشتريين (عن طريق المعلومات التي قاموا بجمعها وتطويرها) وذلك بغرض تحقيق أهدافهم الاستثمارية، إضافة لذلك فإن التدفقات النقدية التي تجنيها ملكية عقار معينة من الممكن أن تكون متأثرة وبشكل كبير من خلال الترويج والمفاوضات (Bhalla, 2009: 427). ونظراً لكون أسواق العقارات من الأسواق الموازية، فهي بذلك تميل لأن تكون أسواقاً غير كفوءة Inefficient markets مقارنةً بأسواق الأوراق المالية الكفوءة Efficient، فالسوق الكفوء هو الذي تعكس فيه الأسعار على نحو واسع نتيجة المعلومات المتاحة وذات الصلة، وكل واحد من العيوب التالية يسهم في عدم كفاءة أسواق العقارات بالنسبة للأسواق القائمة على التبادل والخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية، حيث تمتلك الأسواق الأكثر كفاءة تدفق معلومات أكثر بكثير، وتكاليف الصفقات أقل بكثير، وسهولة انتاج أكبر بكثير، وقدرة أقل من تدخل الحكومة، وعدد أكبر بكثير من المشتريين والبائعين، وتجانس في المنتجات (Carr, et.al, 2003: 60). كل العوامل السابقة الذكر تسهم في زيادة الاحتمال بأن أسعار السلع التي يتم المتاجرة فيها في السوق الكفوء تعكس بدقة أكبر المعلومات المتاحة وذات الصلة، مما لا شك فيه يمكن توقع الشيء الذي يتم المتاجرة فيه بين آلاف من التجار عدة مرات في اليوم أن يعكس على نحو يكاد يكون فوري التغيرات في المعلومات ذات العلاقة (مثل التغير في سعر البترول، أو معدلات أسعار الفوائد). وهذا أقل حدوثاً بكثير بالنسبة للعقارات التي يمكن "المتاجرة فيها" كل عشر سنوات، وعندما يحدث ذلك بتكلفة عشرات الآلاف من الدولارات في العملات والرسوم، و فقط بعد استيفاء عشرات من الأوراق الحكومية والشروط الضريبية (Wiedemer, et.al, 2011: 31). ويمكن توضيح الفروقات بين الأسواق الكفوءة متمثلةً بأسواق الأسهم، والأسواق غير الكفوءة متمثلةً بأسواق العقارات من خلال الجدول (2).

واستناداً للفروقات أعلاه، نجد بأن العقارات تعمل في الأسواق غير الكفوءة، وأن أغلب المعاملات العقارية تكون سرية، وذات معلومات محدودة ومتاحة عن طريق السجلات العامة فقط، مما يجعل عملية جمع البيانات والتحقق منها أمراً حرجاً لتقييم العقارات. فعندما يكون السوق العقاري في حالة نقص أو انخفاض للطلب، فإن ذلك يتطلب فترة زمنية طويلة لتحديد نوع معين من العقارات في السوق لغرض بيعها، والعكس في حالة وجود الفائض في السوق والذي يحدث بسبب الفترة الزمنية المطلوبة بين التصور الأولي إلى التسليم النهائي من العقارات، والتي قد تشتمل على عدد من السنوات، مما ينعكس ذلك على انخفاض الطلب خلال الفترة التي تستغرقها إنشاء المنتج العقاري، لاسيما وأن معظم

المشتريين يرغبون في رؤية المنتج شخصياً، وعدد الخصائص المتاحة من البدائل الموجودة، لذا تميز أسواق العقارات إلى أن تكون أسواقاً غير كفوءة.

جدول (2) الفروقات الأساسية بين السوق الكفوة والسوق غير الكفوة

الخصائص	السوق الكفوة (أسواق أسهم)	السوق غير الكفوة (العقارات)
المنتجات	متجانسة	فريدة من نوعها
عدد المشترين والبائعين	عدد كبير	عدد قليل
السعر	موحد/ ثابت/ منخفض (يتحمل الأغلبية)	متغير/ غير متناسق/ مرتفع (القدرة على تحمله محدودة)
القيود	التنظيم الذاتي/ قيوداً قليلة تفرضها الحكومة	العديد من القيود
العرض والطلب	متوازن (يوميًا) بسبب المنافسة	غالباً غير متوازن (لعدة شهور أو سنوات)
توافر المعلومات	المشاركون على علم تام بالمعلومات	دقة المعلومات محدودة
آلية التنظيم	تبادل بين المشاركين *	لا يوجد
البضائع	متاحة بسهولة/ تستهلك بسرعة/ تنقل بسهولة.	تستهلك بعدة سنوات/ ثابتة غير متحركة لذلك تُعرض لأشهر أو سنوات.

Source: Carr, Dennis H., Lawson, Jeff A., Schultz, Carl J., *Mastering Real Estate Appraisal*, 1sted, USA., Dearborn Financial Publishing, Inc., 2003, PP:60.

ومما ورد أعلاه يمكن القول بأن أسواق العقارات تتسم بوجود عدة خصائص فريدة تميزها عن باقي الأسواق، حيث تتمثل تلك الخصائص بالآتي (Wiedemer, et.al, 2011: 31-32):

- ارتفاع تكاليف المعاملات: ترتبط ارتفاع تكاليف المعاملات مع الملكية العقارية، فعملية شراء أو بيع العقار، أو الانتقال إلى عقار جديد، عادةً ما تكون مكلفة مقارنة بأنواع أخرى من المعاملات.
- تباين خواص المنتج: كل عقار يختلف عن العقار الآخر من حيث الخواص التي يمتلكها، فكل عقار يعتبر فريد من نوعه، سواء من حيث المبنى أو الموقع، أو من حيث تمويله، مما يجعل تسعير العقار صعباً، ويجعل عدم تناسق المعلومات، ويحد بشكل كبير من حالة الإحلال، الأمر الذي يجعل حالة توازن السوق صعبة جداً.
- التأخيرات الزمنية الطويلة: تخضع عملية تكيف أو تعديل السوق لفترة زمنية طويلة، نظراً لطول الوقت الذي يستغرقه تمويل، وتصميم، وتشديد البناء الجديد لعرضه، والبطء النسبي لتغير معدل الطلب، الأمر الذي يجعل إمكانية توازن السوق في الأمد القصير ضئيلة جداً، حيث أن آليات التعديل تكاد تكون بطيئة، نسبةً إلى الأسواق الأكثر مرونة.
- نقص السيولة: تتسم العقارات بصعوبة تحويلها السريع إلى نقد سائل، وحيث أن سوق أي عقار معين يكون مقصوراً على هؤلاء الأشخاص الذين لديهم كل من الرغبة والقدرة على تحمل التكلفة، فإن الحاجة الفورية للنقد السائل لا يمكن دائماً تحقيقها من خلال بيع العقار.
- تدقيق المعلومات المقيد: تعد أسواق العقارات أسواقاً محدودةً من حيث توفر المعلومات، فكمية ومدى إتاحة المعلومات التي تؤثر في قيمة أي عقار معين محدودة، وأي مستثمر لابد أن ينفق قدراً كبيراً من الوقت والطاقة في جمع

معلومات حول أي عقار استثماري، وحتى مع هذه النفقات، ليس هناك ضمان أنه قد تم الكشف حتى عن أهم "الأخبار" أو الأسرار المحيطة بطبيعة العقار.

- سلعة استهلاكية، وبالمقابل استثمارية: يمكن شراء العقارات مع توقع تحقيق عائد (استثمار جيد)، أو بالمقابل يمكن استعمالها بقصد (استهلاكها) أو كليهما. إذ تعتبر هذه الطبيعة المزدوجة للسلع العقارية استثماراً لمزيد من الأموال في موجودات ذات قيمة أعلى مما تستحقه في السوق المفتوح.

خامساً: المشاركون في أسواق العقارات وأنواع أسواق العقارات

أ- المشاركون في أسواق العقارات : يمكن تحديد المشاركون الرئيسيون في أسواق العقارات إلى عدة فئات هم (Watch,2010:2):

- المالكون Owners: الذين يقومون بشراء العقارات بمختلف أنواعها، سواء السكنية أو التجارية لغرض استعمالها كأعمال تجارية أو لغرض العيش فيها.
 - المستثمرون Investors: الذين يقومون بشراء العقارات بمختلف أنواعها، إلا أنهم لا يستخدموها لأغراض شخصية، بل يقومون بتأجيرها أو بيعها بهدف تحقيق الربح.
 - المستأجرون Renters: الأشخاص الذين يقومون باستهلاك العقار السكني أو التجاري من خلال مدفوعات الإيجار لمالك أو صاحب العقار.
 - المطورون Developers: أشخاص يحصلون على الأراضي الخام ويقومون بإعدادها لغرض بناء عليها أنواع مختلفة من العقارات، أو إنتاج منتجات جديدة للسوق.
 - المرممون Renovators: يعملون على تجديد وترميم العقارات القديمة لغرض بيعها في السوق.
 - الميسرون Facilitators: البنوك، سماسرة العقارات، المحامون، وغيرهم من الأشخاص أو الجهات التي تسهل عملية بيع وشراء العقارات والممتلكات.
 - المضاربون Speculators: الذين يحاولون تحقيق الربح من التغيرات الحاصلة في أسعار العقارات، وذلك عن طريق بيعها بالمستقبل بأسعار تفوق سعر الشراء، حيث تبنى قرارات البيع والشراء على ضوء توقعاتهم بالتغيرات المستقبلية في أسعار العقارات.
- ب- أنواع أسواق العقارات: تقسم أسواق العقارات إلى أنواع مختلفة وفقاً لطبيعة نوع الاستثمار فيها، والمستويات المختلفة من المخاطرة والعائد، وطبيعة مستخدمي تلك الأسواق ومستوى المنافسة بينهم. ويمكن تقسيمها إلى (Lizieri,2009:156-157):

- أسواق المساحات: وهي آلية لتداول حقوق استعمال الأراضي والمباني، لذا يمكن تسميته بمستخدمي الأسواق، حيث يتم خلق الطلب على المساحات من قبل أولئك الذين يكونوا على استعداد لدفع ثمن استعمال المكان سواء للسكن أو الإنتاج، أما جانب العرض على تلك المساحات فيتوفر من قبل أولئك الذين يكونوا على استعداد لبيع ما لديهم من حقوق للمستخدمين أو يؤجرون ممتلكاتهم، حيث يلتزم هؤلاء المؤجرين على دفع الإيجار خلال فترة من الزمن متفق عليها مسبقاً. ويمكن أن تقسم أسواق المساحات (المكانية) حسب الغرض من استعمالها، فقد تكون مساحات مكتبية، أو متاجر، أو صناعية، أو زراعية، أو سكنية.
- أسواق الموجودات: وهو سوق التدفق النقدي للحقوق الخاصة بملكية الموجودات العقارية (القيمة value)، فهو سوق الموجودات ذات الأمد الطويل (أكثر من سنة) لأنه جزء من أسواق راس المال capital markets، حيث يعمل

الأخير على تخصيص الموارد المالية بين الأسر والشركات التي تطلب الأموال، ويستثمر المشاركون في أسواق رأس المال بالأسهم، والسندات، وصناديق الاستثمار المشتركة، ومؤسسات الأعمال الخاصة، وعقود الرهن العقاري، والعقارات وغيرها من الفرص الاستثمارية بهدف توقعاتهم الحصول على العائد المالي من الاستثمار، إذ يعتبر تنفق الأموال من المستثمرين إلى الفرص الاستثمارية يدر أعلى عائد متوقع (أعلى المنافع)، إذا أخذنا المخاطرة بنظر الاعتبار. لذلك فإن العقارات تتنافس لاستثمار رأس المال النادر scarce capital مع قائمة أخرى متنوعة من الفرص الاستثمارية المتاحة في أسواق رأس المال.

المحور الثالث

الاطار المنهجي لطبيعة الاستثمارات العقارية

أولاً: طبيعة استعمال العقارات كاستثمار

يعتبر الاستثمار في مفهومه العام هو أرجاء الاستهلاك إلى مدة مستقبلية. أما الاستثمار من وجهة نظر المالكين فهو "وسيلة الالتزام بالأموال لغرض تحقيق عوائد مالية منها، أو لاستعمالها في منافع أو فوائد مستقبلية". بمعنى قيام الأفراد والمؤسسات بشراء أحد الأصول المالية والتي تنتج عوائد معينة، في مدة زمنية معينة، وذلك بأقل مخاطرة ممكنة (Hearth and Zaima, 2002:4). أما بالنسبة لمفهوم الاستثمارات العقارية والتي تعتبر جزء لا يتجزأ من إقتصاد أي دولة، ووفقاً لمفهوم المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وعلى وجه التحديد المعيار 40 الخاص بالاستثمارات العقارية بأنها " ملكية أرض أو بناية أو الاثنان معاً أو جزء منهما تعود للمالك أو المستأجر بموجب عقد إيجار تمويلي لكسب الإيجار أو الارتفاع في قيمتها أو الاثنان معاً بدلاً من استعمالها في الإنتاج أو توريد البضائع والخدمات أو للأغراض الإدارية أو للبيع ضمن النشاط المعتاد للمنشأة ". حيث يجوز أن يصنف ويحسب الاستثمار العقاري الذي يملكه شخص ما بموجب عقد إيجار تشغيلي على أنه استثمار عقاري إذا ما انطبق على العقار تعريف الاستثمار العقاري. مما يعني ذلك أن العقار يعد استثماراً حقيقياً يتم توظيف الأموال في حيازة موجودات حقيقية، حيث يُعرف الموجود الحقيقي بأنه " كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استعماله منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة المجتمع، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة ". والاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية، إذ أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل القومي مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة، لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات. فعامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي (Bodie, et.al, 2012:9).

وفيما يخص فرص الاستثمار في مجال العقارات، فقد كانت العوائد التي يحصل عليها المستثمرون العقاريون متباينة بشكل كبير عبر العقود القليلة الماضية، فالبيئة التي تزداد فيها معدلات التضخم مثل تلك التي كانت توجد أثناء نهاية سبعينيات وبداية ثمانينيات القرن العشرين فرضت على المستثمرين أن يتعاملوا أولاً مع ندرة التمويلات المتاحة، وأي تمويل متاح كان عادةً يقدم بمعدل فائدة أكثر من 15% كل سنة، الأمر الذي ينتج عنه تنفقاً نقدياً سالباً في السنوات الأولى لتملك العقار، مما يزيد من توقعات المستثمرين بزيادة العوائد المستقبلية، والتي ستوازي مع التمويل المكلف (التدفقات النقدية الخارجية) وبالتالي تعطي أرباحاً مرضية (Wiedemer, et.al, 2011:1). إلا أن قيم الاستثمارات العقارات لم تستثنى من الانحدار في تلك القيم ولا الخسائر التي عانا منها عالم الاستثمار في الفترة ما بين 2007-2010، فبعض الانحدارات في قيم العقارات كانت أسوأ بكثير من مثيلتها في الاستثمارات التقليدية، كالأسهم والسندات،

إلا أن أسواق الأوراق المالية لم تكن تخلو من الخسائر التي قد لا تتعافى منها لعقود عدة، مقارنةً بقدرة العقارات على أداء أفضل من الاستثمارات الأخرى (Elder, 2012: 4).

ثانياً: دوافع الاستثمار في العقارات

توجد العديد من الدوافع والأسباب المنطقية التي تدعو إلى الاستثمار في القطاع العقاري، وذلك لما يجنيه المستثمر من أرباح في هذا القطاع مقارنةً بأنواع أخرى من الاستثمارات، ويمكن إدراج تلك الدوافع على النحو الآتي: (Wiedemer, et. al, 2011: 2-4):

1. مخاطرة قليلة: تحمل جميع الاستثمارات معها نوعاً ما من المخاطرة، ومن الممكن خسارة الأموال والتعرض للمخاطرة من خلال الاستثمار في العقارات، ومع ذلك، ومقارنةً مع أنواع أخرى من الاستثمارات، فالعقارات تعتبر وسيلة آمنة لتحقيق الأرباح والعوائد، خاصةً إذا كانت هناك معرفة كافية بطريقة ووسائل الاستثمار، حيث توجد مجموعة متنوعة من الأسباب تعمل على تخفيض المخاطرة نسبياً منها: الطلب الحتمي على العقارات السكنية، والزيادة السكانية المستمرة، قلة الأراضي المتاحة، سهولة التمويل. مقارنةً بالتقلبات التي تعاني منها أسعار الأسهم.
 2. ارتفاع في القيمة: هو الزيادة في ثروة العقار خلال مدة من الزمن، والارتفاع في القيمة يختلف تبعاً لموقع ونوع العقار، فليس هنالك ضماناً بأن عقاراً ما سيرتفع في قيمته في الأمد القصير (1-2 سنوات)، في حين تنجم الزيادة في القيمة لبعض الاستثمارات الأخرى من الندرة وتضخم الأسعار، حيث يتم القيام ببعض الاستثمارات للربح من الزيادة المتوقعة في القيمة التي يسببها ارتفاع السعر وحده، وتتطلب هذه الاستثمارات نوعاً من طرق التحوط، والتي يمكن لتكلفتها أن تتجاوز بسهولة أي زيادة في قيمتها.
 3. تتطلب رأس مال صغير: لا يحتاج المستثمر إلى مبلغ كبير من المال للاستثمار في القطاع العقاري، إذ يمكن شراء عقاراً معيناً وبمبلغ محدد والحصول على رهن عقاري لتغطية بقية مبلغ العقار، وذلك باستعمال العقار كضمان للقرض.
 4. سهل التعلم: يمكن تعلم المهارات المطلوبة لتحقيق النجاح في مجال الاستثمار العقاري، فالتعلم حول العقارات وطبيعتها وأنواعها، يساعد على التنظيم والدقة في إدارة الموارد بشكل أفضل وأكثر كفاءة، إذ يستطيع المستثمر التركيز على أنواع الاستثمارات التي تدر الأرباح، وتقديم فرصة لمعرفة ديناميكية الاستثمار في الممتلكات العقارية، وتحسين مهارات المستثمر في إدارة العقارات الاستثمارية، وهذا يعتمد على ما يعرف بمنحنى التعلم.
 5. احتمالية إعادة التقسيم: من الممكن في بعض الأحيان إعادة تقسيم العقار، فعلى سبيل المثال، يمكن إعادة تقسيم العقارات السكنية إلى عقارات تجارية مما يزيد من احتمال استعمال العقار بشكل متنوع، حيث يخضع بعضها إلى الإيجار مما يزيد ذلك من جعل العقار أكثر قيمة.
 6. اكتساب القيمة: تعتبر اكتساب القيمة هو الجانب النشط من الزيادة في القيمة، حيث تنجم تلك القيمة من خلال مدخلات الخبرة عن طريق المالك أو المدير، ومن أمثلة الاستثمارات التي تسعى إلى اكتساب القيمة تتضمن مشروعات مثل بناء مراكز تجارية، أو توسيع وتطوير قطعة من الأرض، فهذا النوع من الاستثمار يسعى إلى ربح من النمو في القيمة الحقيقية.
- ومن هذا المنطلق، يمكن القول بأنصفة العقار كاستثمار يمكن أن يغطي مدى واسع وأنواع مختلفة من العقارات، ويمكن أن يحقق عوائد متنوعة سواءً منفردة أو مترامنة، تدفع معظم المستثمرين إلى اتخاذ قراراً أكثر إستراتيجية لدخول الاستثمارات العقارية، فعلى سبيل المثال، قد تحقق الاستثمارات العقارية دخلاً ثابتاً فقط كالإيجارات وقروض الرهن

العقاري، وقد يكون دافع الاستثمار العقاري من أجل الارتفاع في السعر فقط كتملك أرض غير مطورة، وقد يكون من أجل اكتساب القيمة فقط كتطوير وتقسيم قطع الأراضي والمباني، وقد يكون دافع الاستثمار من أجل ما ذكر آنفاً جميعه كعقار مدرأ للدخل، مثل مبنى شقق سكنية.

ثالثاً: مزايا وعيوب الاستثمارات العقارية

أ- مزايا الاستثمارات العقارية:

لقد أثبت في عالم الاستثمار حقيقة مفادها أن العقار استطاع أن يثبت جدواه الاستثمارية للكثير من المستثمرين وأكثر من أي موجود أو استثمار آخر، وذلك لما يتمتع به من خصائص ومزايا تجعله فريداً من نوعه مقارنةً بالبدايل الاستثمارية الأخرى وكالاتي (Francis,2010:12):

1. الدخل: أحد الجوانب الأكثر جاذبية في العقارات قدرتها على توليد الدخل، سواءً كان دخل الإيجار من شقق سكنية على سبيل المثال، أو من قسائم سنوية بين مستأجر عمومي يؤجر سلسلة من المتاجر، فإن الجذب بالنسبة للمستثمر يكون الربح الدوري من الإيجار في الاستثمارات العقارية طويلة الأمد.

2. المناافع الضريبية: تقدم العقارات منافع ضريبية عديدة للمستثمر، خاصة إذا استخدم استراتيجية الاستثمار التي تأخذ بالحسبان الضرائب، حيث أن الضرائب تخفض العوائد على الاستثمار الناتج من الاستثمارات التي تدر عوائد ثابتة، أما تمويل العقارات الاستثمارية، فغالباً ما تكون موضوعية في انخفاض معدلات الضريبة، فالمناافع الضريبية تتراوح ما بين إعفاء العوائد الرأسمالية من الضرائب على سكن المستثمر الأساسي إلى تحقيق وفورات كبيرة تصل إلى 50% من فرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية من العقارات الاستثمارية، ويكون بذلك المستثمر قادر على اقتطاع نفقات الاستثمار وشطب أي انخفاض في قيم العقار (Andrew,et.al,2012:491).

3. الاندثار: عادة ما يكون الاندثار لأغراض الضريبة، والعقارات المدرة للدخل تندثر، لاسيما وأن الاندثار يسمح إلى فقدان قيمة الأعمال أو الممتلكات عبر الوقت. وقد يجذب الاندثار المستثمرون نحو أنواع معينة من العقارات، مما يحفز على النمو الاقتصادي، لأنه مصروف غير نقدي، ويقدم خصومات ضريبية، حيث ترتبط العديد من التكاليف بالعقار المؤجر والتي تستخدم في الاستقطاعات الضريبية، لذا فالاستثمار العقاري لا يقتصر على بناء ثروة فقط، بل يحافظ عليها أيضاً.

4. تنوع القيمة: ميزة الاحتفاظ بالاستثمارات العقارية لفترة من الزمن تكمن في أن قيمتها لا تتحرك بالضرورة جنباً إلى جنب مع الاستثمارات الأخرى، كالأسهم أو استثمارات الأعمال الصغيرة التي يتعامل بها المستثمر، فعلى سبيل المثال، عندما تراجع سوق الأسهم الضخم في أوائل 2000، فإن قيم العقارات في معظم أنحاء الولايات المتحدة كانت ثابتة، أو بالأحرى بدأت بالارتفاع أثناء الانخفاض في قيم الأسهم، إلا أنه يمكن أن تحدث حالات تتحرك فيها أسعار العقارات مع أسعار الأسهم كما حدث في الولايات المتحدة خلال عام 2007-2008، حيث أثرت ظروف العمل والانخفاض في أرباح معظم الشركات إلى انخفاض أسعار كل من الأسهم والعقارات. فأغلب مستثمري العقارات يحاولون التنوع في محافظهم الاستثمارية، وذلك لان عوائد العقارات ذات ارتباط منخفض مع الموجودات الأخرى (كأدوات الاستثمار التقليدية مثل الأسهم والسندات). فهي تعطي فرصة للمستثمر من تحديد مستوى العوائد على الاستثمار ومستوى المخاطرة التي يستطيع تحملها، إضافة إلى نسبة المشاركة في عقار معين (Andrew,et.al,2012:492).

5. التحوط ضد التضخم: يعتبر التحوط من التضخم حماية ضد تآكل القوة الشرائية عند حدوثه، فالتحوط يكون فاعلاً عندما تكون العوائد الحقيقية للموجود مستقلة عن معدل التضخم، حيث تظهر العقارات تحوطاً بعيد الأمد ضد التضخم، فمعدلات التضخم تختلف من شهر لآخر، فعلى سبيل المثال، ترتبط عوائد العقارات ارتباطاً مباشراً بالإيجارات المستلمة من المستأجرين، فبعض عقود الإيجار تتضمن أحكاماً بزيادة الإيجار ليكون مناسباً مع معدلات التضخم، وفي حالات أخرى، ترتفع أسعار الإيجار كلما انتهت مدة عقد الإيجار، وفي كلتا الحالتين يميل أن يكون للدخل العقاري إلى الزيادة أسرع في البيئات التضخمية، مما يسمح للمستثمر بالمحافظة على العائد الحقيقي.

مما سبق أعلاه، يتضح أن الاستثمار في العقار من أكثر أنواع الاستثمارات تحقيقاً للأرباح ومن أكثر الأنشطة الاقتصادية شيوعاً بين الناس، إلا أن النشاط العقاري يعد من أكثر الأنشطة تعقيداً وتداخلاً بين الكثير من المتغيرات والمعطيات السكانية منها والديمغرافية والتخطيطية والتمويلية، وعلى الرغم من كونه أكثر القطاعات أماناً واستقراراً، وهذا الأمان آتى بفعل قوة الطلب على السوق العقارية ناتج من الزيادة الكبيرة في عدد السكان، وزيادة رقعة مساحة المدن وما يرافقها من نهضة عمرانية شاملة، مما أدى إلى زيادة الثقة بالقطاع العقاري وتوجه الاستثمارات إليه بشكل هائل من الشركات العملاقة التي تتمتع برأس مال ضخم، ودراسات وأبحاث متقدمة وامتيازات عديدة للتطوير والتشغيل، ورغم المزايا الكثيرة التي جعلت الاستثمار العقاري يتربع على قمة عرش الاستثمارات الأخرى إلا أنه لا يخلو من وجود بعض العيوب أو القصور تؤثر سلباً على مسيرته وتكثر من محطات توقفه، مقارنةً بالاستثمارات الأخرى منها:

ب- عيوب الاستثمارات العقارية:

1. تعتبر السيولة Liquidity واحدة من أوجه القصور في الاستثمارات العقارية، حيث تعبر ذات صعوبة في تسيلها نسبياً مقارنةً بالأسهم، فالأخيرة يمكن بيعها بسهولة وتداولها داخلياً وخارجياً، مما يجعل كثير من المستثمرين يغفلون الأرباح التي قد يجنوها على الأمد البعيد، فالعقارات تأخذ وقتاً طويلاً وطاقاً، ومالاً لبيعها، وعملية الاحتفاظ بها لفترة زمنية طويلة بهدف بيعها بربح (Tyson and Griswold, 2009:15).

2. احتمال عدم وجود نسب أشغال 100% للعقار المؤجر بحكم إمكانية خروج المستأجر وبقاء العقار خالياً، ومتطلبات الصيانة المستمرة بعد خروج المستأجر والتي تخفض العائد نظراً للتكاليف التي يتحملها المستثمر (Wiedemer, et.al, 2011:9).

3. لا توجد ضمانات No Guarantees على أن العقارات سوف تحافظ على قيمتها أو تزداد تلك القيمة بمرور الوقت، بالرغم من أن العقارات كانت استثماراً جيداً عموماً مع مرور الوقت، فليس هنالك ما يضمن أن المستثمرين سيكسبون الأموال، وذلك بسبب التقلبات الدائمة في الاقتصاد.

4. يتطلب الاستثمار العقاري إلى إدارته بشكل جيد وضمن استراتيجيات مدروسة، وذلك لأن العقارات من الموجودات الحقيقية الملموسة، فهي تحتاج إلى أن تُدار بطريقة عملية.

5. تمثل القيود والتشريعات الحكومية مصدر قلق للمستثمر العقاري، خاصة تلك القوانين الخاصة بالسلطات الرقابية الحكومية حول إساءة استعمال البيئة، والتي يمكن أن تؤثر على قيمة العقار، والتي تعتبر عقبات مكلفة لا بد معالجتها (Wiedemer, et.al, 2011:9).

ويمكن إبراز أهم الفروقات ما بين الاستثمارات العقارية والاستثمارات بالأسهم من خلال الجدول (3):

جدول (3) الفروقات بين الاستثمارات العقارية والاستثمارات بالأسهم

أوجه الاختلاف	الاستثمارات العقارية	الاستثمارات بالأسهم
1. التعريف	موجود حقيقيا له قيمة اقتصادية بحد ذاته، ويترتب على استعماله منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة.	موجود ماليلا يترتب لحامله حق الحيازة، وإنما لمالكه حق المطالبة بالحصول على عائد.
2. التجانس	غير متجانسة	متجانسة
3. الكيان المادي	لها قيمة ذاتية وكيان مادي ملموس.	ليس لها كيان مادي ملموس، فهي تحتاج إلى مصارف نقل و تخزين أو صيانة.
4. المخاطرة	تمتع بدرجة عالية من الأمان، ومخاطرة منخفضة.	تتصف بدرجة عالية من المخاطر بسبب تذبذب أسعارها.
5. العائد	مرتفع على الأمد البعيد.	مرتفع على الأمد القصير.
6. التكاليف	مرتفعة.	منخفضة.
7. السيولة	منخفضة السيولة.	مرتفعة السيولة.
8. الأسواق	عدم توفر سوق ثانوية منظمة.	منظمة.

المصدر: إعداد الباحثان.

المحور الرابع

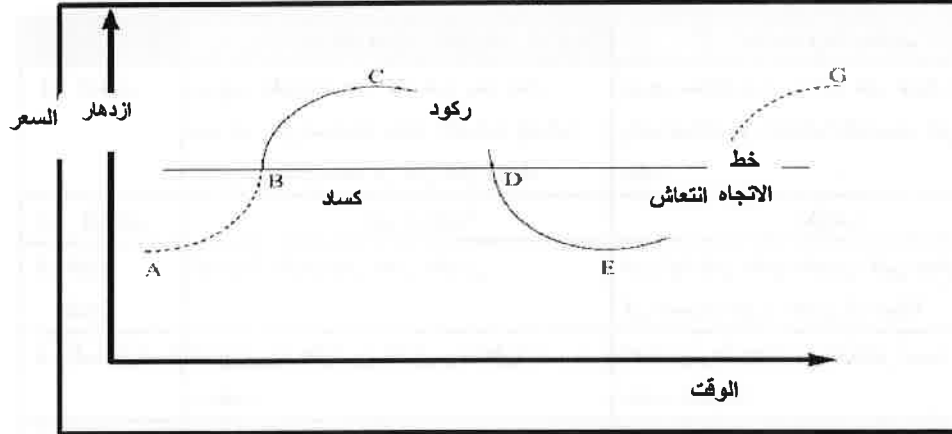
دورات السوق العقارية وعلاقتها في تبني استراتيجيات الاستثمار العقاري

أولا: نظرة عامة عن دورات سوق العقارات

توجد تغيرات دورية عبر الزمن في أي عمل من الأعمال، وتعتبر دورة العقارات من الدورات الطبيعية للقطاع العقاري، وتُعدّ كخلفية أساسية لأنماط واستراتيجيات الاستثمار، إذ يجب على المستثمر أو المطور، أو حتى مشتري العقارات، أن يعرفوا مكانهم في دورة السوق العقاري، وتوقيت الزمن المحدد لهذه الدورة، لاسيما وأن أسواق العقارات من النادر أن تكون في حالة توازن، وذلك بسبب عيوب هذه الأسواق، خاصة فيما يتعلق بنقص الحصول على المعلومات، فضلاً عن التأخيرات الزمنية الكبيرة بين الطلب الفائنض والقدرة على تلبية عن طريق العرض الإضافي، فأسواق العقارات في تآرجح دائم عبر مراحل الزيادة والعجز، ما ينتج عن هذا السلوك دورات طويلة الأمد لهذه الأسواق. ويمكن تلخيص المراحل الأربعة لطبيعة دورة الأعمال business cycle من خلال الشكل (1) والموضح أدناه (Pornchokchai,2011:3):

تمثل الدورة في الحالات الطبيعية منحني سلساً ذو اتجاه محدد، إلا أنه ليس من السهل التعرف على فترة التوسع expansion، والانكماش contraction، لوجود أربعة مراحل من الدورة يمكن ملاحظتها، ففترة التوسع تقع أسفل خط الاتجاه تُعرف بالانتعاش recovery، وتقع فوق خط تُعرف بالازدهار prosperity، وتقع فترة الانكماش فوق خط الاتجاه تُسمى بالركود recession، أما أسفل خط الاتجاه فتسمى بالكساد depression.

شكل (1) المراحل الأربع لدورة الأعمال



Source: Pornchokchai, Sopon. Real Estate Cycles: What Can We Learn? Presented at the 17th AVA Pre-congress, Siem Reap, Cambodia, July, 2011, p: 3, www.aseanvaluers.org/PDF/The%20Real%20Estate%20Cycles.pdf

وفي واقع الأمر هنالك العديد من الطفرات في أسواق العقارات، وفي مختلف البلدان، وفي جميع أنحاء العالم، وبوجود بعض الأدلة التاريخية التي تبين طبيعة الدراسات التي تعاملت مع هذه المسألة، فقد قدم (Yusof, 2001) الخصائص الزمنية لدورة الأعمال استناداً إلى نتائج (MacGregor and Hoesli, 1999) وعلى النحو الآتي (Yusof, 2001:5):

- تحول الأعمال التجارية وتطورها: الزيادة في دورة الأعمال أثناء انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية وارتفاع توافر رأس المال، حيث يولد هذا السيناريو ارتفاع في النشاط الاقتصادي وطلب قوي على المستخدم.
- انكماش وتراجع الأعمال الخاصة بالمباني: ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية استجابة إلى الطفرات boom الاقتصادية، مما حدا بدورة الأعمال إلى الانخفاض وتحولها للأسفل.
- التعديل Adjustment.
- الهبوط المفاجئ Slump: حيث يتراجع النمو إلى أدنى مستوى له.
- الدورة القادمة: بمجرد الهبوط المفاجئ، تنشأ دورة جديدة، وهذه الأخيرة ستبتع خصائص الدورة السابقة، ومع ذلك، تختلف طول الدورة من واحدة لأخرى.
- في حين عرض (Small, 2000) وجهة نظره لدورة العقارات من خلال دراسة أثر الديون على العقارات، حيث افترض أن (Small, 2000:7):
- الانخفاض في سعر الفائدة أو الارتفاع العام في حالات الائتمان، يؤدي إلى زيادة فرص التمويل المتاحة، وهذا من شأنه زيادة الطلب.
- في وقت لاحق، ستزداد الأسعار، وهذا من شأنه سيساعد على زيادة الأرباح الرأسمالية، وفي المقابل ينخفض العائد.
- يكون لمالك العقار الدافع لتحسين العائد من خلال زيادة الإيجار لاحقاً.
- وعلى هذا الأساس، تبدو العملية الدورية المبينة بالشكل (1) من خلال المرحلة الأولى وهي بداية الانتعاش من الركود السابق، حيث يتم استيعاب فائض العرض بينما يكون الطلب في حالة تزايد، فالزيادة تبدأ عند النقطة (AB) أو النقطة (EF)، ويمكن أن يكون السبب وراء هذه الزيادة أربع عوامل رئيسية هي:

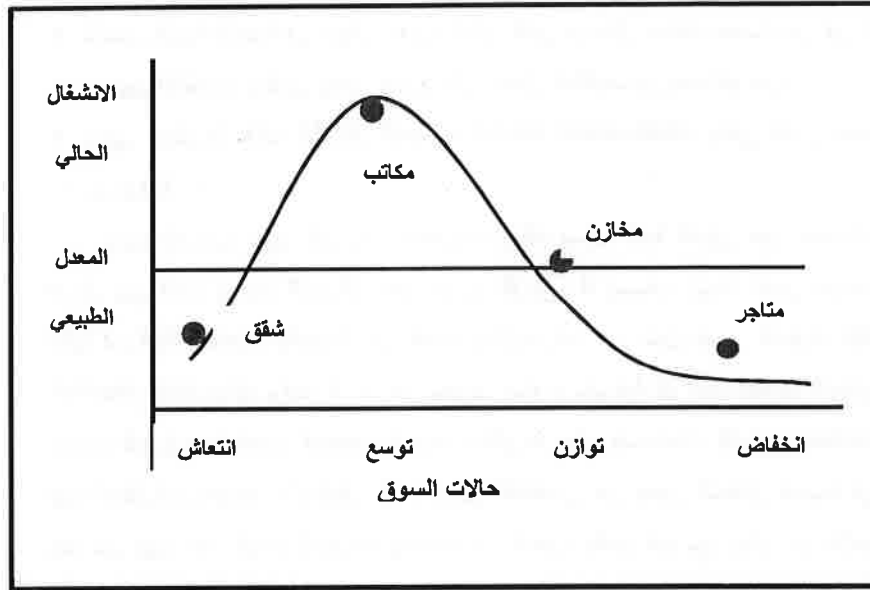
- انتعاش السوق بعد فترة الكساد.
- تحسين البنية التحتية في مجال معين، الأمر الذي سيجعل منطقة مفضلة من قبل المستثمرين.
- تحسين الاقتصاد والذي يخلق القدرة على تحمل التكاليف وزيادة الفرص.
- توفير العقارات ذات الأسعار المتعثرة distressed prices، والتي تكون مصدر جذاباً لشرائها لأغراض التبرج من بيعها.

ومن الصعب تمييز الدورات العقارية، وذلك بسبب شدة التباين عبر مختلف القطاعات العقارية، حيث لا يوجد اتساق بين اتجاه وحجم الدورات عبر مرور الزمن، إذ يصعب إيجاد تفسير موحد لوجود تلك الدورات، فليس الأمر كافياً لمراقبة الصعود والهبوط في القيمة والإيجارات من أجل تمييز السلوك الاقتصادي لأي سوق (كسوق دوري cyclical market)، وإنما لا بد من تطوير نماذج سلوكية لدراسة العلاقة التبادلية بين المتغيرات الاقتصادية لتوقع حالات السوق، وتوقعات التدفقات النقدية، وتأثيرها على المساحات الشاغرة vacancies، ومعدلات الإيجار في تقدير قيمة العقارات وعوائد الاستثمار. إذ لا يمكن التغاضي عن بعض الحقائق المهمة في قطاع العقار منها انه سوق ضخم جداً من حيث عدد أنواع العقارات والمساحات المقدره بالقدم المربع، يعتبر من الأسواق عالية المنافسة، ووجود مالكون بأشكال متعددة، لذلك فقد تتولد في قطاع العقارات فترات دورية متكررة تكون فوق معدل التطوير overdevelopment، نتيجة ارتفاع المنافسة الطبيعية للقطاع بين المطورين لانتهاز فرصة معادلة الطلب عندما تنخفض معدلات الشواغر وترتفع معدلات الإيجار، فإن عمليات التطوير تكون ملائمة في هذه الحالة، في حين فقد يزداد العرض بصورة غير متوقعة، ما يؤدي ذلك إلى زيادة معدلات الشواغر وانخفاض معدلات الإيجار، وبالتالي زيادة التقلب volatility في قيمة العقار (Brueggeman and Fisher, 2011:341).

ويظهر الشكل (2) دورة عقارات افتراضية لجميع أنواع العقارات المدرة للدخل، والمرتبطة بمستوى الانشغال occupancy الطبيعي (التملك) لكل نوع من أنواع العقارات، وعلاقتها بحالات السوق المختلفة، حيث تشير كل النقاط الموجودة فوق المعدل الطبيعي للانشغال إلى حالات ارتفاع مستوى الانشغال ومعدلات الإيجار، أما المناطق اسفل مستوى المعدل الطبيعي، فتشير إلى حالات الانخفاض في مستوى الانشغال ومعدلات الإيجار، وهي الحالة غير المرغوبة للمطورين.

فالشكل يظهر بأن العقارات السكنية (الشقق) في مرحلة الانتعاش بالنسبة للدورة الناتجة من زيادة العرض أو انخفاض الطلب، إذ يتوقع لهذا النوع من العقارات أن ينتعش بعد أن تتحسن معدلات الانشغال ويزداد الطلب المرتبط بالعرض. وبالمقابل فإن العقارات التجارية (كالمكاتب) تظهر بالشكل بانها فوق المعدل الطبيعي وبحالة التوسع، أي ارتفاع في معدلات الانشغال نسبة إلى زيادة الطلب أو انخفاض المساحات للتأجير، فحالة السوق غير المتوازنة imbalance تتوقع ارتفاع معدلات الانشغال ومعدلات الإيجار، ما يؤدي ذلك إلى زيادة وجود المطورين. أما المخازن كعقارات فتبدو في حالة توازن، إذ لا يوجد توقع لوجود مطورين، بينما عقارات المتاجر والأسواق ففي مرحلة انخفاض بالنسبة لمستوى الانشغال في الدورة، سواءً من حيث زيادة إجمالي مساحة الإيجار أو انخفاض الطلب. فالشكل (2) يقدم إطاراً هيكلياً لتوازن العرض/الطلب لكل نوع من أنواع العقارات في نقطة معينة من الزمن، واعتماداً على المستوى الحالي للدورة، فإن المستثمرون يعتبرون الاستثمار في الشقق يجب أن يسبق مدة الشواغر ومعدلات الإيجار في العقارات ذات التدفقات النقدية، حتى ولو كان السوق في حالة انتعاش (Brueggeman and Fisher, 2011:341).

شكل (2) دورة العقارات



Source: Brueggeman, William B. and Fisher, Jeffrey D. Real Estate Finance & Investments, 14th ed, New York: McGraw Hill, Inc. 2011. P: 341.

يتضح مما تقدم أن عملية التنبؤ بالدورات العقارية ليس بالأمر اليسير، إذ يمكن التنبؤ بتلك الدورات في فترات قصيرة جداً وليس لفترات بعيدة، ويجب إعادة التقييم لكافة متغيرات ومستجدات القطاع العقاري باستمرار، كحالات التشييد والبناء الجديد والتي تم إكمالها، وتجارب السوق غير المسبقة على تيارات الطلب للمساحات والشواغر ونسبة تغيرها وفقاً لديناميكية العرض والطلب، والتي تلعب دوراً مهماً في تحديد استراتيجيات الاستثمار العقاري الملائمة.

ثانياً: استراتيجيات الاستثمارات العقارية

توجد العديد من النماذج والاستراتيجيات المستخدمة من قبل مستثمري العقارات والقطاع الاستثماري في مجال صناعة العقارات، فقد تستخدم واحدة أو أكثر من هذه الاستراتيجيات في آن واحد، بمعنى من المحتمل أن تتداخل تلك الاستراتيجيات وحسب طبيعة العقارات، ومن هذه الاستراتيجيات التالي:

- **استراتيجية الاستثمار في العقارات الأساسية:** تهدف هذه الاستراتيجية إلى اكتساب أو تملك الموجود العقاري ذات النوعية العالية، كالعقارات السكنية المتعددة السكن في المناطق الحضرية الرئيسية، وذات نوعية عالية من المستأجرين، بمعنى أن يتم استئجار على الأقل 80% من المساكن، وتمتاز العقارات الأساسية بعدم وجود رافعة مالية أو انخفاضها ما بين (0-30%) في العقارات المدرة للدخل كالمكاتب، والشقق، والعقارات الصناعية أو المراكز التجارية، وتتضمن عائد دخل عالي من العائد الإجمالي قابل للمقارنة مع عقارات أخرى، بسبب التدفق النقدي المستقر نسبياً، وذات مخاطرة منخفضة بسبب انخفاض ارتباطها بالأنواع الأخرى من الموجودات، ولا توجد تغيرات رئيسية في عمليات العقارية أو تحسينات رأسمالية رئيسية يمكن توقعها (Swiatek, 2010: 5).
- **الاستثمار في العقارات الأساسية مع استراتيجية القيمة المضافة:** تتضمن هذه الاستراتيجية الاستثمار في العقارات الأساسية مع استراتيجية عمل التغييرات في إدارة العقار، وبرنامج إعادة التأجير، أو عمل التحسينات الرأسمالية، إذ يكمن الهدف وراء تلك التغييرات لإعادة تموضع repositioning الموجودات، وإضافة قيمة إليها من خلال زيادة قيمة إيجارها، والتفوق على المنافسة الخارجية بين العقارات في السوق، وتمتاز استراتيجية القيمة

المضافة بتقديم عوائد عالية محتملة إلا أنها عادةً ما تكون أكثر مخاطرةً، ومن الممكن أن تتدرج ضمن هذه الاستراتيجية ما تعرف باستراتيجية التطوير أو التنمية، فالمستثمر عندما يخلق قيمة إضافية من خلال التطوير والتصميم، فإن ذلك يؤدي إلى حصوله على عوائد استثمارية عالية مصحوبة بمخاطرة عالية (Brueggeman and Fisher, 2011:342).

- استراتيجية انتهاز الفرص الاستثمارية: تهدف هذه الاستراتيجية إلى امتلاك العقارات من المستثمرين ذوي الضائقة المالية، أو العقارات التي تحتاج إلى ترميمات واسعة، وإعادة تموضع لها، وتعتمد نجاح الخطة الاستثمارية على القدرة على شراء عقارات بأسعار أو بنسبة خصم، ومدى تفهم الإدارة للفرصة المتاحة لها، وعملية انتهاز الفرص الاستثمارية غالباً ما تكون أكثر مخاطرة، وذلك بسبب نسبة العوائد العالية المتأتية من نمو القيمة في هذه الاستثمارات، كونها تتطلب احتياجات مالية فريدة، ومدى قدرة المشتريين في الحصول على التمويل المناسب، معكوساً برافعة مالية عالية (Swiatek, 2010:5).
- استراتيجية توقيت السوق: تعتمد استراتيجية توقيت السوق على الاعتقاد القائم بفهم مرحلة كل نوع من أنواع العقارات في الدورة العقارية وحالات الاقتصاد المستقبلية، فبعض المستثمرين لديهم القدرة على توقع توقيت بيع وشراء العقارات، حيث يعتقدون بأن عليهم بيع العقار عندما يصل نوع محدد من العقارات قمة الدورة العقارية، وشراء أنواع مختلفة من العقارات في مراحل مختلفة من الدورة، لاسيما وأن التباين في التوقيت في بعض الأحيان يشير إلى استراتيجية التناوبي قطاع العقارات (Brueggeman and Fisher, 2011:343).
- استراتيجية نمو الاستثمار: تعتمد هذه الاستراتيجية على الاكتشاف من خلال البحث في الأسواق عن العقارات ذات الأهمية من حيث موقعها وقيمتها العالية، فالمستثمر يعتقد بأن حالات الاقتصاد المفضلة تتطلب أنواعاً محددة من العقارات في أسواق محددة النمو، بمعنى أن هذه الاستراتيجية تعتمد بشكل كبير على قيمة بحوث السوق والقدرة على فهم التغيرات في البيئة الاقتصادية والتكنولوجية، وتأثيرها على كافة قطاع العقارات، فعلى سبيل المثال، النمو المتزايد في التجارة الإلكترونية والتكنولوجيا يجعل من المخازن والمستودعات عقارات مفضلة في مواقع جغرافية محددة، لاسيما وأن الاستثمار بهذا النوع في العقارات ينعكس بشكل إيجابي على زيادة أسعاره، وبالتالي زيادة في قيمة العقارات (Damodaran, 2012:730).
- استراتيجية قيمة الاستثمار: تعتمد هذه الاستراتيجية على مدخل أداء التجربة والحقيقة "true & tried"، فالبحث يتوجه حول العقارات التي يتم معاينتها من قبل المستثمرين، وباستعمال جهود بحث دقيقة، لاسيما وأن القيمة بالنسبة للمستثمر تُعرف العقارات من خلال قدرتها على إنتاج أكبر دخل ممكن، بحيث يفوق الدخل المتوقع من قبل المستثمر. ولتنفيذ تلك الاستراتيجية، فإن المستثمرين يركزون على العقارات التي تمت معاينتها بشكل دقيق من قبل مستثمرين آخرين، والتي تبدو بانها قيمت باقل من قيمتها الحقيقية (Brueggeman and Fisher, 2011:343).
- استراتيجية مراجعة الاستثمار: تستند هذه الاستراتيجية على قدرة المستثمر في ادراك اختلاف الأسعار التي ينوي المشتري دفعها لنفس العقار الاستثماري في أسواق مختلفة. وقد تستخدم هذه الاستراتيجية عن طريق شراء جميع الأسهم لـصناديق الاستثمار العقارية (REIT) وأخذها بصورة خاصة من قبل المستثمر، ومن ثم بيع العقارات إلى مستثمرين خاصين بأسعار عالية تفوق الأسعار المعكوسة بقيمة اسهم الـ REIT (Jacobus, 2010:275).
- استراتيجية التحول/ الحالة الخاصة: استراتيجية تحول الاستثمار تعتمد على الاعتقاد السائد بأن الاستثمارات الناجحة يمكن أن تُصنع عن طريق المستثمرين الذين يترقبون الفرص من خلال تغيير أو تعديل العقارات القائمة.

كقيام المستثمرين بامتلاك العقارات ذات الإدارة الضعيفة أو الأداء الضعيف، والعمل على ترميمها بعد انقضاء مدة الإيجار الطويلة، مما يتيح لهم مجال بيعها بأسعار أعلى من أسعار شرائها، بحيث يكون المبلغ المستلم من بيعها أعلى من الكلفة الكلية الأولية (Brueggeman and Fisher, 2011:344).

• **استراتيجية الاستثمار حسب حجم العقار:** تركز هذه الاستراتيجية على نوع محدد من العقارات ضمن جزء من قطاع معين، وذلك بسبب إمكانية فهم كل من المالكين والمستثمرين لعمليات المستخدمين أو المستأجرين، وبالتالي فهم أفضل لتحليل حالات الطلب على المساحات أو العقارات في ذلك الجزء من القطاع، علاوة على تخصص بعض مستثمري العقارات بقطاع عقاري واحد مما يجعلهم ذو كفاءة في إدارة ذلك العقار (Brueggeman and Fisher, 2011:344).

• **استراتيجية الاستثمار في القطاع:** استراتيجية الاستثمار في القطاع العقاري تعتمد على الأمد البعيد، وعلى الأبحاث الاقتصادية والديمغرافية، فواحد من العقارات قد يتفوق على عقارات القطاع الأخرى، فعلى سبيل المثال، إذا أظهرت الأبحاث أن منظور قطاع المكاتب ممتاز، وأن هذا القطاع سيتفوق على قطاع المتاجر، والشقق، والمخازن في الأمد البعيد، فإن المستثمر سيتخصص بقطاع المكاتب كأفضل قطاع للاستثمار به، وامتلاك عقارات محددة في ذلك القطاع (Brueggeman and Fisher, 2011:342).

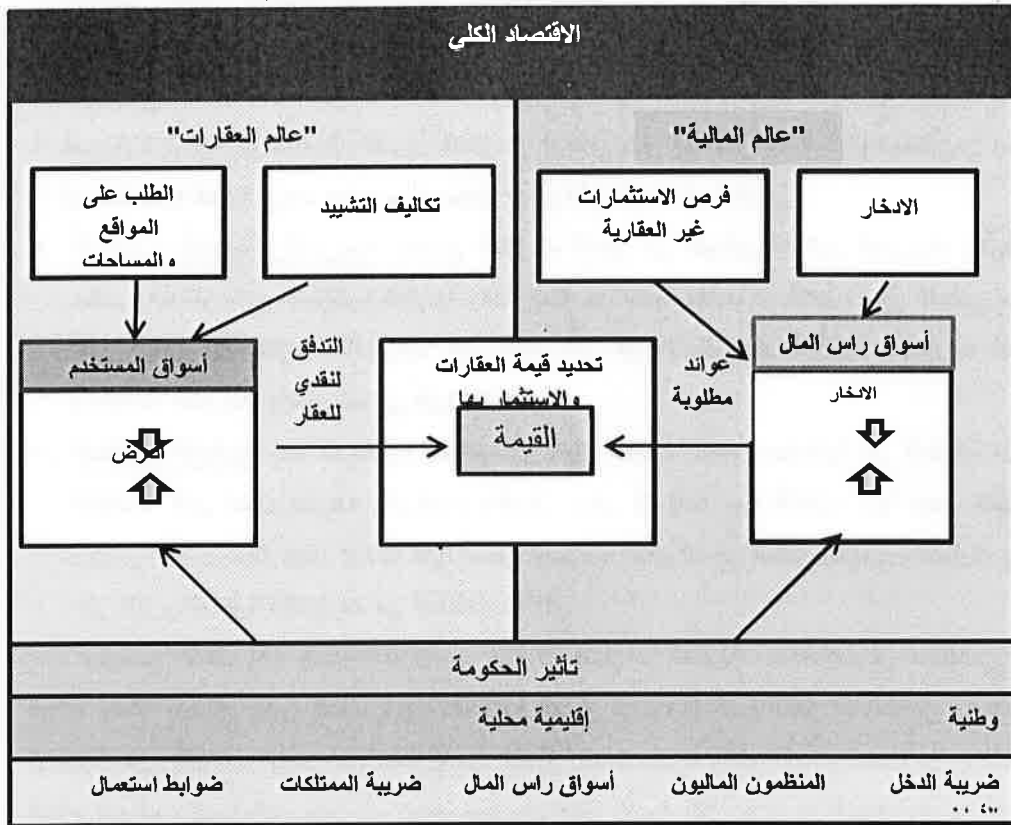
• **استراتيجية المستأجرين:** تستند هذه الاستراتيجية على العقارات المؤجرة للمستأجرين من أسر واحدة أو العوائل، فقد يكون المالكون على استعداد لتحمل مخاطر تحول المستأجرين العالية، وذلك بسبب إمكانية تعديل الإيجارات وفق مستويات السوق المختلفة بصورة متكررة، ومن الناحية الأخرى، فقد يفضل العديد من المستثمرين الاستثمار في العقارات التي يتم تأجيرها لعوائل الأسر الواحدة، وذلك لانخفاض مخاطر تحول المستأجرين، حتى في حالة تقديمها لفرص قليلة لتعديل ارتفاع الإيجار (Jacobus, 2010:279).

وللوقوف على استراتيجيات الاستثمارات العقارية بشكل أدق، فلا بد من التذكير أن الاستثمارات العقارية كاستثمارات طويلة الأمد تتنابها العديد من حالات اللاتأكد والمخاطرة من الأحداث المستقبلية، فأسواق العقارات أخذت بُعداً عالمياً عالي التعقيد في ثبات الأعمال، وظهور الكثير من المتغيرات المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري الكفوء، الذي يعتمد عليه في تقييم العقارات بأنواعها. لذلك يبدأ تحليل اللاتأكد والمخاطرة من خلال تقييم العوامل المؤثرة في عوائد الاستثمار، فالعوامل الاقتصادية فضلاً عن أساسيات الصناعة واتجاهاتها ذات وزن كبير في تحليل العقارات، على عكس سوق الأسهم، إذ نادراً ما يبحث المستثمرون عن الأساسيات بل يعتمدون على الافتراضات التي تكرر في الإحصاءات نفسها على مر الزمن. أما الاستثمار العقاري فهو مختلف تماماً، لأن النظرة الفاحصة والدقيقة لاتجاهات الصناعة، والبيانات المالية للاستثمار تعكس أفضل اشتقاق للعوائد الحقيقية، فإدارة الكفاءة تستغل حالات اللاتأكد والمخاطرة في خلق الفرص الاستثمارية التي تزيد من القيمة الحقيقية للمشاريع الاستثمارية (Swiatek, 2010:1). وعلى وفق ذلك يمكن إجمال المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات العقارية كالآتي (Damodaran, 2012:746):

- **المخاطرة الاقتصادية:** تؤثر التقلبات في النشاط الاقتصادي على مستوى الاستثمار في القطاع العقاري، فالطلب على الاستثمارات العقارية عادةً ما يكون ذات ارتباط بنمو الأعمال وثقة المستهلك، لذلك تدهور الاقتصاد بصورة عامة قد يكون له تأثير سلبي على الطلب العقاري، كما يكون له تأثير على مستويات الإيجار وقيم العقارات.

- مخاطرة السيولة: العقارات ليست من الموجودات السائلة، إلا أن سيولة العقارات تختلف مع مرور الزمن بسبب ظروف السوق المتغيرة، بمعنى أنه كلما زادت مخاطرة السيولة، زاد معدل العائد المطلوب أو العلاوة على تلك الاستثمارات.
- المخاطرة المالية: إن استعمال التمويل المقترض (والذي يشار إليه بالرافعة المالية) سيُعظم من مخاطرة الأعمال، إذ إن المخاطرة المالية تزداد عندما يزداد مقدار الدين على الاستثمار العقاري.
- المخاطرة القانونية والتشريعية: تخضع العقارات للعديد من القوانين كقوانين الضريبة، والرقابة على الإيجار، وتقسيم المناطق، تنتج المخاطرة القانونية والتشريعية عن حقيقة مفادها أن التغيرات في القوانين من الممكن أن تؤثر على ربحية الاستثمار، مما يترتب على ذلك، تأثر قيم الاستثمارات العقارية بالتغيرات الحاصلة في قوانين ومعدلات الضريبة، والتغيرات في طرق الاندثار.
- المخاطرة السياسية: تنشأ المخاطرة السياسية من تغيير الحكومة لبعض سياساتها غير المتوقعة من خلال التدخل في الاقتصاد الذي تعمل بموجبه الشركات، فالتدخل يمكن أن يأخذ عدة أشكال، منها بعض الحواجز على تدفقات رؤوس الأموال الخارجية، الرقابة على أسعار الصرف، التغيرات في الطلب العالمي والتجارة، والسلوك الذاتي رداً على القوى الداخلية كالتغيرات في السلطات الحاكم.
- ويوضح الشكل (3) عملية التفاعل بين بيئة الاستثمارات العقارية متمثلة بأسواق مستخدمي المساحات، والبيئة المالية متمثلة بأسواق راس المال، ودور الحكومة المؤثر في تحديد قيمة العقار والاستثمار به ضمن الاستراتيجيات المختلفة، ففي (الجانب الأيسر من الشكل) نجد أسواق المستخدمين، والشركات، والمستثمرين يتنافسون على العرض المتاح للمواقع والمساحات، حيث يتم تحديد مستويات دخل الإيجار لكل جزء من السوق والممتلكات في هذه المنافسة، إضافة إلى تحديد مستويات اللاتأكد في الدخل. أما الأسواق المالية في (الجانب الأيمن من الشكل)، توفر الموارد المالية اللازمة لتطوير وشراء الموجودات العقارية، حيث يتم تحديد راس المتاح وعوائد المستثمرين التي تتطلب مجموعة واسعة من الفرص الاستثمارية المتاحة، بما في ذلك العقارات. وأخيراً ومن خلال التفاعل بين أسواق المستخدمين وأسواق راس المال، يتم خصم تدفق دخل الإيجار المتوقع إلى قيمة، من خلال معدل خصم لتحويل التدفقات النقدية المستقبلية إلى قيمة حالية *present value*، فعملية الخصم تتضمن تكلفة الفرصة البديلة من انتظار حالة اللاتأكد للتدفق النقدي، كما وللحكومة دور وتأثير كبير في تحديد قيمة العقار، وذلك من خلال سياسة ضريبة الدخل، الضرائب المفروضة على الممتلكات العقارية، قوانين البناء والتشييد، متطلبات الإفصاح المالي، وقوانين حماية البيئة (Ling and Archer, 2010: 11-12).
- لذا تتطلب عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة فهم كيفية تحديد قيمة العقارات أو تقييمها، في ظل أسواق تتصف بالديناميكية، ووجود متغيرات كثيرة تؤثر في عملية التقييم، إضافة إلى وجود حالات اللاتأكد والمخاطرة المصاحبة لتلك الاستثمارات في هذا النوع من البيئات.

شكل (3) تفاعل أسواق المستخدم، أسواق رأس المال، الحكومة، وقيم الاستثمارات العقارية



Source: Ling, David C., and Archer, Wayne R., Real Estate Principles: A Value Approach, 3rd.th, McGraw-Hill Co., Inc., 2010, PP:12.

المحور الخامس النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

- 1- إن الاحتياج للعقار أمراً مستمراً لدفع ونمو قطاعات الدول بصورة عامة، ودفع عجلة تنشيط التنمية، كونه قاطرة للاقتصاد وجاذباً للاستثمارات ورؤوس الأموال الوطنية، والعربية، والأجنبية بصورة كبيرة.
- 2- إن الإعداد والتحليل والدراسة المميزة لفهم طبيعة الاستثمارات العقارية وسياسات السوق العقاري دور في تقليل حالات اللاتأكد المصاحبة للاستثمارات العقارية، وتجنب مخاطر الاستثمار في قطاع العقارات.
- 3- تجميع الموارد "كقاعدة بيانات" بطريقة علمية يساعد في الإرشاد لأفضل سبل الاستثمار، وانتقاء أفضل استراتيجيات الاستثمار العقاري، الأمر الذي سيشجع على توظيف الأموال العامة والخاصة، بإطار تنشيط السوق العقاري وإحداث حالة من التوازن بين العرض والطلب.
- 4- تتطلب عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة في مجال القطاع العقاري إلى فهم كافياً في تحديد قيمة العقارات أو تقييمها، خاصة في ظل أسواق تتصف بالديناميكية، ومع وجود متغيرات كثيرة تؤثر في عملية التقييم، إضافة إلى وجود حالات اللاتأكد والمخاطرة المصاحبة لتلك الاستثمارات في هذا النوع من البيئات، فضلاً عن تبني الاستراتيجيات الناجمة من القيام بالتنبؤات المستقبلية للوصول إلى الاختيار الأمثل.

5- ان كثرة التشريعات والقوانين التي تنظم القطاع العقاري والاستثمار به، وعلى الرغم من تطور تلك القوانين بما يناسب كل مرحلة من مراحل الدورة الاقتصادية، إلا أنها لم تكن كافية للحيلولة دون وقوع كارثة مالية حقيقية شلت الاقتصاد الأمريكي برمته وامتدت آثارها لتضرب أغلب دول العالم. وهذا بسبب إهمال أو غرض الطرف عن بعض التقييمات الخاطئة والتي كان لها بالغ الأثر في المشكلات التي تواجه الاقتصاد العالمي من ناحية، وما يمكن ان يساعد في حماية الاقتصاد من ناحية أخرى.

ثانياً: التوصيات

- 1- ضرورة رسم واعتماد السياسات العامة لتوجيه النشاط العقاري بما يتناغم ويتكامل ولا يتعارض مع الأنظمة والقوانين الأخرى المرتبطة بالعقار، لتجنب الإخفاقات الناجمة عن سوء اتخاذ القرارات الاستثمارية غير السليمة.
- 2- تطوير وتنمية الموارد البشرية المتعاملة في السوق العقاريين طريق توفير وإتاحة دراسات ودورات علمية مجانية لهم بصفة دائمة بما يتيح الإلمام بكافة القوانين وقراءتها بالقراءة الصحيحة دون تخوف أو إنباز لأى طرف، والتوسع في الدراسات للتقييم العقاري والوسطاء ومنح الشهادات والترخيص التي تتيح لهم مزاولة المهنة.
- 3- الاهتمام بالتطورات التي يشهدها الفكر المالي على النطاق العالمي من قبل القائمين على إعداد الدراسات الخاصة بمجال الاستثمار في المشروعات الرأسمالية كمشروعات الاستثمارات العقارية، وذلك من خلال تهيئة مختصين ماليين واقتصاديين ومهندسين من ذوي الخبرة في تقديم الدراسات المختصة التي تساعد على ادراك أدوات الاستثمار المالية الجديدة، والعمل على توظيف مضامينها في تبني استراتيجيات استثمارية عقارية داعمة لاقتصاد البلد، وبما يضمن الوصول إلى القيمة الحقيقية لتلك الاستثمارات، وفي ظل بيئة واقتصاد يعاني من حالات لا تأكد والمخاطرة تحيط بها.

المصادر

أولاً: المصادر العربية

- 1- الرازي، محمد أبو بكر (1983)، مختار الصحاح، الكويت: دار الرسالة للنشر والتوزيع.
- 2- الزمخشري، محمد بن عمر (1980)، الفائق في غريب الحديث، تحقيق: علي محمد البجاوي محمد أبو الفضل إبراهيم، ج1، ط2، لبنان: دار المعرفة.
- 3- المصري، محمد بن مكرم بن منظور الأفريقي (1990)، لسان العرب، ط1، بيروت: دار صادر.
- 4- المبيض، خالد شاكر (2010)، أنواع الاستثمار العقاري، جريدة الرياض، العدد 15224، www.alriyadh.com.

ثانياً: المصادر الأجنبية

أ- الكتب:

- 1- Andrew, Bell and Others (2012), **Building Wealth for Canadians: All-In-One for Dummies**. 1st.ed., John Wiley and Sons, Canada, Ltd.
- 2- Bhalla, V.K, (2009), **Investment Management: Security Analysis and Portfolio Management**. 15th.ed. India: S.chand & Co. Ltd.
- 3- Bodie, Zvi. Alex, Kane, & Alan. J, Marcus (2012), **Essential Of Investments**. 9th.ed. McGraw- Hill, Co. Inc.
- 4- Brueggeman, William B. and Fisher, Jeffrey D. (2011) **Real Estate Finance and Investment**, 14th.ed, McGraw-Hill Co., Inc.
- 5- Carr, Dennis H., Lawson, Jeff A., Schultz, Carl J., (2003), **Mastering Real Estate Appraisal**, 1st.ed, USA., Dearborn Financial Publishing, Inc.
- 6- Cortesi, Gerald R., **Mastering Real Estate Principles**, (2004), 4th.ed, USA, Dearborn Financial Publishing, Inc.

- 7- Damodaran, Aswath (2012), **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset**, 3rd.ed. John Wiley and Sons, Inc.
- 8- Elder, Gary W. (2012), **Investing in Real Estate**, 7th.ed. New Jersey, John Wiley and Sons, Inc.
- 9- Gaddy, Jr. Wade, E. and Robert, E. Hart (2000), **Real Estate Fundamentals**, 5th.ed. USA, Dearborn Financial Publishing, Inc.
- 10- Hearsh, Douglas and Zaima, Jains K. (2002), **Contemporary Investment Security and Portfolio Analysis**, 3th.ed. McGraw- Hill, Co. Inc.
- 11- Jacobus, Charles J. (2010), **Real Estate Principles**, 11th.ed. USA, Cengage Learning, Inc.
- 12- Ling, David C., and Archer, Wayne R. (2010), **Real Estate Principles: A Value Approach**, 3rd.th, McGraw-Hill Co., Inc.
- 13- Lizieri, Colin (2009), **Towers of Capital: Office Markets and International Financial Services**, 1st.ed. USA, Learning, Inc.
- 14- Mettling, Stephen, and Cusic, David (2012), **Principles of Real Estate Practices**, 4th.ed. USA, Performance Programs CO.
- 15- Tyson, Eric & Griswold, Robert S. (2009), **Real Estate Investing for Dummies**, 2nd.ed, USA. Wiley Publishing Co.
- 16- Wiedemer, John P., Goeters, Joseph E. & Graham, Edward (2011), **Real Estate Investment**, 2nd.ed. USA, South-Western Cengage Learning, Inc.

ب- المقالات وأوراق العمل المسترجعة من الشبكة الدولية للمعلومات

- 1- Francis, Jim (2010), **"Real Estate Investing"**, publishing from Communication Connection, Inc. Retrieved from:
www.jimfrancis.com/Realestate101.
- 2- McGiveron, Thomas (2007), **"Real Estate Characteristics"**. Retrieved from:
<http://ezinearticles.com>.
- 3- Pornchokchai, Sapon (2011), **"Real Estate Cycles: What Can We Learn?"** President, Agency for Real Estate Affairs. Retrieved from:
www.aseanvaluers.org/PDF/The%20Real%20Estate%20Cycles.pdf
- 4- Small, Garrick R. (2000). **"The Significance of Debt, Human Nature and the Nature of Land on Real Estate Cycles"**. Paper presented at the PRRES Conference 2000. Sydney, the Pacific Rim Real Estate Society (PRRES) Retrieved from:
www.aseanvaluers.org/PDF/The%20Real%20Estate%20Cycles.pdf
- 5- Swiatek, Kelly (2010), **"Investing in Real Estate"**, Topics in Investing, Retrieved from:
<http://www.northerntrust.com/circular230>.
- 6- Watch, Economy (2010), **"Real Estate Market"**, Carolina's Choice RE, Retrieved from:
<http://www.economywatch.com/market/realestate-market>.
- 7- Woychuk, Ian (2007), **"Exploring Real Estate Investments"**, Retrieved from:
http://www.investopedia.com/university/real_estate/default.asp
- 8- Yusof, Aminah Md (2001). **"Economy and Commercial Construction Cycle in Malaysia."** Paper presented at the PRRES Conference 2001. Adelaide, the Pacific Rim Real Estate Society (PRRES). Retrieved from:
www.aseanvaluers.org/PDF/The%20Real%20Estate%20Cycles.pdf