

مقالة رأي وتحليل

التاريخ التحريري: ٢ نوفمبر ٢٠٢٦

فتات العقار الذي لم يجد سوقًا

ديترويت حين غاب المشتري الأخير

في الثاني والعشرين من يوليو 2025، وقّعت قاضية في محكمة مقاطعة واين، بمدينة ديترويت الأمريكية، أمرًا مؤقتًا يمنع شركات مرتبطة بمشروع عقارات مرمّزة من تحصيل إيجارات عقارات لا تحمل شهادات الامتثال المطلوبة. تضمّن الأمر معالجة أحوال بعض المباني الخطرة، وإيداع الإيجار في حسابات أمانة، ومنع إخلاء مستأجرين من عقارات غير ممتثلة. على ورق المحكمة لم تكن المسألة ابتكارًا في الملكية الرقمية؛ كانت منازل يسكنها أناس، وشروط سلامة يجب على المالك استيفاؤها، وأموال لا يجوز قبضها على النحو السابق حتى تتحقق تلك الشروط.1

كانت تلك الممتلكات جزءًا من عالم يستطيع فيه المستثمر أن يشتري حصصًا صغيرة من عقار لا يزوره، وأن يتلقى نصيبه من العائد دون أن يحمل مفاتيحه. لكن الأثر المالي للأمر القضائي تجاوز الإيجارات. وفق دراسة اقتصادية نشرها بنك التسويات الدولية، أوقفت المنصة إعادة شراء الرموز المرتبطة بالعقارات المشمولة بالأمر. وعندما قارن الباحث التداول على هذه الأصول بتداول أصول رمزية أخرى لم يشملها القرار، وجد انخفاضًا ذا دلالة إحصائية في نشاط المعاملات بعد إغلاق نافذة إعادة الشراء. كان السجل الرقمي قادرًا من الناحية التقنية على مواصلة حساب أنصبة الملاك، لكن الجهة التي اعتادت الوقوف في الطرف الآخر من الصفقة غابت.2

لم تحكم المحكمة في ذلك اليوم بأن كل عقار مرمّز استثمار فاسد، ولم تقل الدراسة إن كل حامل للرموز خسر أمواله. بل يجب التفريق بين أمر قضائي مؤقت في نزاع على الامتثال، وأحكام قضائية نهائية، وبين انخفاض التداول وهبوط السعر وتحقق خسارة شخصية. غير أن المشهد يصلح لاختبار ادعاء اقتصادي كبير: حين نجزّئ منزلًا إلى آلاف الحقوق القابلة

للنقل، ما الذي يجعل تلك الحقوق قابلة للبيع نقدًا، في الوقت المناسب، وبثمن لا يعاقب صاحبها لأنه احتاج إلى المال؟ كان السؤال على الشاشة يتعلق بالتوكن؛ وجاءت إجابته من هيئة إسكان ومحكمة ومستأجر وحساب مصرفي وميزانية منصة.12

تبدو فكرة ترميز العقار (Real Estate Tokenization) في عرضها الأول بسيطة إلى حد الإغراء. هناك بناية قيمتها مليونان. يصعب على موظف ادخار مليونين لامتلاكها. تقسم المنصة قيمتها إلى مليون حصة رقمية، فيشتري كل فرد ما يستطيع، ويستحق حصة من الإيجار أو من حصيلة البيع بحسب الوثائق. يدخل إلى السوق من كان بابها ثقيلًا على مدخراته. هذه منفعة حقيقية، وليس في قبولها أي تنازل فكري. المسألة تبدأ بعد الاكتتاب: لقد أصبح عدد الأشخاص القادرين على **الشراء أول مرة** أكبر، ولكن هل أصبح عدد الأشخاص المستعدين إلى **الشراء من بائع مضطر** أكبر بالقدر نفسه؟

هنا تتكاثر كلمة «سيولة» في المواد التسويقية حتى تفقد بعض معناها. ثمة فرق بين أن تتمكن من تسجيل حصتك في تطبيق طوال اليوم، وأن تتمكن من وضع أمر بيع طوال اليوم، وأن يأتي أمر شراء يقابله، وأن يقبله نظام التداول، وأن يكتمل انتقال الحق، وأن تصل إليك حصيلة صافية تستطيع استعمالها. أولى هذه الوقائع خاصية برمجية؛ والأخيرة نتيجة اقتصادية وقانونية. ما بينهما يمتد سوق كامل. بعبارة أوضح، فتح الباب الإلكتروني لا يُنشئ الشخص الذي سيدخل منه.

دبي تربط الرمز بسجل الملكية

في مارس 2025، أطلقت دائرة الأراضي والأملاك في دبي مرحلة تجريبية لترميز سندات ملكية عقارية بالتعاون مع شركاء تنظيميّين وتقنيّين. ثم أعلنت في التاسع من فبراير 2026 أن المرحلة الثانية ستفعّل إعادة البيع ابتداءً من العشرين من الشهر نفسه، ضمن نطاق تجريبي يتيح إعادة تداول نحو 7.8 ملايين رمز عقاري. وأوضحت أن المقصود اختبار كفاءة السوق وجاهزية التشغيل وحماية الحقوق، لا إعلان اكتمال تلك الاختبارات سلفًا.34 في بيان الشريك التقني «Ctrl Alt» عن بدء المرحلة الثانية ورد أن المرحلة الأولى شملت عشرة عقارات بقيمة تجاوزت 18.5 مليون درهم، وأن كل حركة نقل في النموذج المقيد ترتبط بسجلات الأراضي الرسمية.5

وهذا تقدم يستحق أن يؤخذ بجدية، لأنه يعالج عيبًا أساسيًا في كثير من وعود ترميز الأصول: الفصل بين شاشة تُظهر رمزًا رقميًا ودفتر رسمي يحدد من له الحق في العقار. فالرمز بلا رابط قانوني موثوق يمكن أن يصبح تذكارًا مشفرًا لشيء لا يستطيع حامله المطالبة به. وفي نموذج دبي، تصف المنصة حق المستثمر بأنه حصة عقارية مسجلة، تستخدم تمثيلين مترابطين للحق، أحدهما لسند الملكية والآخر لتوزيع الحصص، مع ظهور بيانات المستثمر في منظومة التسجيل المختصة.6 ليست هذه الصيغة القانونية هي الصيغة الوحيدة الممكنة في العالم، ولا يمكن نسخ نتيجتها إلى ولاية أخرى بمجرد نسخ شيفرتها.

نشر مشغّل منصة «PRYPCO Mint» في أكتوبر 2026 عرضًا لبحث عن سيولة العقارات المرمزة ذكر فيه استثمار 18.65 مليون درهم في عشرة عقارات، ومشاركة أكثر من 2600 مستثمر من أكثر من خمسين جنسية، وأن نحو سبعين في المئة منهم يدخلون ملكية العقار في دبي للمرة الأولى. ويقول العرض المصاحب لتقرير المشغّل إن العقارات العشرة شهدت نشاط إعادة بيع في السوق الثانوية.7 هذه شواهد على اتساع الوصول وحدوث تداول حقيقي. لكنها لا تكشف

وحدها عدد أوامر البيع التي لم تجد مشتريًا، ولا وسيط زمن التنفيذ لكل فئة من الأحجام، ولا الفرق الفعلي بين السعر المطلوب والمنفذ، ولا مقدار السيولة المتاحة إذا حاول عشرون حاملًا الخروج يومًا واحدًا. عدد من دخل السوق ليس قياسًا لمن يستطيع مغادرته.

البيع الممكن ليس البيع المضمون

أكثر النصوص دلالة هنا ليس البيان الذي يعلن الإنجاز، بل صفحة الأسئلة الشائعة التي يقرأها المستثمر عند الضغط على «بيع». بعد مرور ثلاثة أشهر من تاريخ تمويل العقار الأصلي، يستطيع حامل الحصة المؤهّل إدراج رموزه التي تبلغ قيمتها ألف درهم على الأقل. ويكون السعر المعروض محصورًا في نطاق يزيد أو ينقص 15% عن التقييم المرجعي، على درجات تفصل بينها خمس نقاط مئوية. ثم تظهر الجملة التي ينبغي أن تكون في صدر كل إعلان عن «السيولة الفورية»: **إدراج الرموز لا يضمن بيعها؛ التنفيذ يتوقف على طلب المشترين.**8

حتى لو تحرك سجل الملكية خلال خمس إلى عشر دقائق بعد المطابقة، كما تصف المنصة إجراءاتها، فإن هذه المدة تبدأ بعد العثور على الصفقة، ولا تقيس الزمن الذي انتظر فيه البائع أصلًا. وقد تقضي حصة أسبوعين بلا مشترٍ ثم تنتقل في خمس دقائق. فمن المشروع أن يقال إن نقل الملكية أسرع. وليس مشروعًا استنتاج أن بيع الملكية نفسه استغرق خمس دقائق. هناك ساعتان منفصلتان: ساعة الانتظار حتى يظهر السعر المتقابل، وساعة تسوية الحق بعد اتفاق الطرفين. وهنا يختبئ كثير من اللتباس في المقارنة بين العقار التقليدي والمُرمّز.

ولنضع الأرقام في حجم يفهمه صاحب المدخرات. تنشر PRYPCO Mint رسم دخول بنسبة 2% للمنصة، و2% لدائرة الأراضي، و0.1% للترميز بحد أقصى محدد، ورسم خروج 1% عند إتمام البيع؛ كما تُدخل تكاليف الإدارة الجارية في تقديرات العائد الإيجاري المعروضة.9 إذا اشترى شخص حصصًا بقيمة استثمارية صافية قدرها عشرة آلاف درهم، تكون كلفته الابتدائية 10,410 دراهم في المثال المنشور من المنصة. وإذا باعها لاحقًا عند القيمة المرجعية نفسها، بعد استحقاقه البيع ودون تغير السعر، حصل بعد رسم الخروج على 9,900 درهم. الفارق البالغ 510 دراهم خسارة تداول وتأسيس تقارب 4.9% من نقده المدفوع، قبل احتساب إيجار قد يكون تلقاه، وأي رسوم أو آثار أخرى. هذا حساب توضيحي مشروط، وليس عائدًا تاريخيًا لمستثمر بعينه. وإذا اختار البيع بخصم 10% عن القيمة المرجعية، أصبحت الحصيلة بعد رسم الخروج 8,910 دراهم؛ وعندئذ يكون ما فاته من رأس المال المدفوع 1,500 درهم قبل الدخل الإيجاري. تقسيم وحدة الملكية إلى أجزاء صغيرة لم يقسم رسوم الانتقال إلى لا شيء.

أما النطاق السعري المسموح به فلا يصنع قيمة عادلة لمجرد أنه يُحاذي تقييمًا رسميًا. التقييم العقاري (Appraisal) محاولة مهنية لتقدير قيمة أصل في تاريخ محدد بناءً على افتراضات ومقارنات وتدفقات نقدية. وسعر السوق المنفذ جواب عن سؤال مختلف: كم دفع مشترٍ محدد مقابل حصة محددة في وقت محدد؟ قد يكشف السوق عن خصم يعكس الشك أو الحاجة أو ضعف التداول، وقد يبالغ في خصم لا تسنده أحوال العقار. كما قد تحجب حدود التسعير الصارمة صفقة كان الطرفان سيرضيان بها خارجها؛ عندئذ يظهر نقص التداول بدل ظهور السعر. لهذا يجب فصل **القيمة المقدّرة والسعر المعروض والسعر المنفّذ والنقد الصافي في يد البائع**، ولو تشابهت الأرقام على لوحة المعلومات.

عمق السوق أبعد من زر الإدراج

ولننظر إلى دفتر الأوامر (Order Book). لنفترض، افتراضًا للتعليم لا وصفًا لمنصة فعلية، أن حاملًا يريد بيع حصص قيمتها المرجعية عشرة آلاف درهم خلال يومين، وأن المشترين الموجودين يعرضون شراء ألف درهم عند خصم 5%، وألفين عند خصم 10%، ولا توجد طلبات مؤكدة لبقية الحصة. سيجد صاحبها أسعارًا على الشاشة، وربما حركة متواصلة في بعض الرموز، لكنه لن يحصل على السيولة التي يحتاج إليها في الموعد. وقد يبيع الجزء الممكن، فتغدو حصته المتبقية أصعب تصريفًا مع ارتفاع حاجته. هذا هو عمق السوق (Market Depth): كمية النقد القادرة على استقبال أمر جديد عند مستويات أسعار مختلفة. ومعدل «وجود منصة» لا يساوي مقدار ذلك العمق.

ويزداد الاختبار دقة عندما نفرق بين عرض سعر وبين طرف ملزم بالشراء. يضيق فرق سعري العرض والطلب (Bid–Ask Spread) في أسواق كثيرة بوجود صناع سوق ومنافسة وبيانات. لكن دفترًا قد يحوي أوامر كثيرة ضعيفة المقدار يسهل سحبها عند أول صدمة. في الأدبيات المالية، تناول ألبرت كايل أثر أوامر التداول على الأسعار بوصفه مقياسًا للعمق، ودرس ياكوف أميهود علاقة تغير السعر بحجم التداول كمقاربة لقلة السيولة.1011 ولا يصح نقل تلك المقاييس إلى العقارات المرمزة بصورة آلية: حين تكون المعاملات نادرة والتقييمات لا تتغير إلا بعد فترات، يمكن أن يبدو تقلب السعر منخفضًا لا لأن السوق عميقة، بل لأن السوق لم تتداول بما يكفي لتُظهر السعر أصلًا. الصمت ليس استقرارًا إحصائيًا.

وهناك حد آخر لا تعالجه زيادة عدد الأرقام العشرية. الرموز التي تستند إلى بناية سكنية في حي معين ليست بالضرورة قابلة للاستبدال بالرموز التي تستند إلى بناية أخرى، ولو تساوى سعرهما الاسمي. لكل مبنى عمر إنشائي، وشواغر، ومستأجرون، وكلفة صيانة مؤجلة، والتزامات، وقواعد تصويت، ومدير أملاك، وربما نزاعات. لذلك قد يصبح مشروع يضم عشرة عقارات عشرة أسواق صغيرة بدل سوق واحدة عميقة. يُقاس نجاح التجزئة بعدد الحصص التي أمكن إصدارها؛ أما نجاح التداول فيتوقف على مقدار التشابه الاقتصادي والقانوني الذي يسمح بتجمع الطلب على الأصل نفسه. ولا تزيل قابلية نقل الرمز هذه الفروق بين المباني.

لنفرض أن مالك الحصة يريد البيع لأنه نقل مقر عمله ويحتاج إلى دفعة أولى لسكن جديد، وأن مالكًا آخر يريد البيع لأنه عرف من تقرير فني حديث أن مصعد المبنى سيحتاج إلى استبدال مكلف. يرى المشتري أمرَي البيع، ولا يستطيع دائمًا معرفة الدافع الحقيقي وراء كل منهما. هنا يظهر خطر الاختيار العكسي (Adverse Selection) الذي عرفه الاقتصاد منذ بحث جورج أكيرلوف عن الأسواق التي يعرف فيها البائع عن جودة السلعة أكثر مما يعرف المشتري.12 وفي سوق صغيرة يكثر فيها البائعون الذين يحملون أخبارًا غير سارة، قد يخصم المشترون السعر على الجميع، فينسحب أصحاب الأصول الأجود لأنهم يرفضون الخصم. ليست هذه حتمية لكل رمز عقاري؛ إنما هي آلية يجب أن يكافحها الإفصاح عن العقار، والتقييم المستقل، وتدقيق المصروفات، وإتاحة تاريخ الإشغال والصيانة والنزاعات.

الملكية المجزأة والمسؤولية الكاملة

ثم تأتي مسألة أعمق من المعلومات: التجزئة الاقتصادية لا تستلزم التجزئة التشغيلية. تستطيع توزيع قيمة الشقة بين مئة مستثمر، لكنك لا تستطيع استبدال واحد في المئة من تمديدات الصرف، أو إصلاح نصف في المئة من السقف، أو دفع المستأجر إلى احتمال جزء من خلل الإنذار. المبنى وحدة تشغيلية تتطلب قرارات كلية. من يختار شركة الإدارة؟ من يوافق على احتياطي الصيانة؟ هل يجري توزيع الإيجار كله ثم طلب مساهمات طارئة، أم تُقتطع الاحتياطيات قبل التوزيع؟ ماذا لو أراد ثلث الملاك بيع العقار وفضّل الباقون تأجيره عشر سنوات؟ يمكن للحوكمة المكتوبة بوضوح أن تحل هذه التوترات أو تقللها؛ لكن نظام التصويت لا يقوم بالصيانة بدل الفني، ولا يسدد مستحقات المستأجر من تلقاء نفسه. تزداد قيمة الحصة عندما يصير حق مالكها قابلًا للإنفاذ، لا عندما تكثر أزرار التصويت في تطبيقه.

وبهذا يعود مشهد ديترويت إلى الواجهة من جهة لم يتوقف عندها الوعد التسويقي. المستأجر هناك ليس «أصلًا مرجعيًا» ينتج تدفقات نقدية على مخطط جميل. إنه الطرف الذي يعيش مع آثار القرار المالي كل صباح. إذا تدهورت الوحدة السكنية، فالسؤال الأول ليس كم انخفض عائد الرمز؛ بل من سيجعل المكان صالحًا للسكن، ومن يملك سلطة الإنفاق، ومن يتحمل التكلفة حين يتزاحم المستثمرون على البيع؟ لا تتحول المسؤولية عن السلامة إلى أمر نسبي بمقدار ما يحمله كل شخص من رموز. ولا يبرئ حقّ التوزيعات صاحبه من فهم كيفية إدارة العقار الذي جاءت منه التوزيعات. تلك ليست خطبة أخلاقية ضد الاستثمار. إنها علاقة سببية بين جودة المبنى وحماية ساكنه وتحصيل إيجاره والقيمة التي يرغب مشترٍ تالٍ في دفعها.

ما الذي تكشفه إعادة الشراء؟

حتى الآن قد يبدو الاستنتاج متشائمًا. لكن الدراسة التي استعانت بواقعة ديترويت تعطي نتيجة أكثر تركيبًا. بنى جوليو كورنيلي، في ورقة عمل لدى بنك التسويات الدولية نُشرت أول مرة في نوفمبر 2025 ونُقحت في يونيو 2026، قاعدة بيانات تشمل 841 عقارًا مرمّزًا من ثلاث منصات أمريكية بين 2019 وفبراير 2025. وجد أن الترميز يميل إلى النمو في مناطق عقارية أقل سعرًا وأضعف طلبًا وأقل حضورًا للوسطاء الائتمانيين. وقد يكون في ذلك معنى اقتصادي إيجابي واضح: وصول مدخرات جديدة إلى أماكن لم تُخدم جيدًا من الائتمان التقليدي.2 ليس كل انتقال لرأس المال إلى عقار غير رائج استغلالًا، كما أن كل عقار غير رائج ليس فرصة مخفية؛ الدافع يحتاج إلى فحص بالتدفقات النقدية والمخاطر لا بالشعار.

واستخدم الباحث إعلان الكوارث الطبيعية اختبارًا خارجيًا للطلب على السيولة. في عينته ارتفع نشاط معاملات الحصص الرمزية تراكمياً بنحو 35% خلال اليومين التاليين للإعلان عن الكارثة، على خلاف الميل المتوقع إلى تعطل التداول في العقارات التقليدية. لكن النتيجة الحاسمة جاءت عند فصل المنصات: الزيادة ظهرت حيث وُجدت خاصية إعادة شراء محدودة من طرف المنصة، بينما انخفض النشاط في العينة التي لا تتيح هذه الخاصية. اعتمد الاختبار على وقائع كوارث شملت 18 حادثة و73 منطقة بريدية في 14 ولاية ضمن تحليل الحدث. لم يكن الاستنتاج أن البلوكشين يضمن مشترين عند كل إعصار، بل أن وجود جهة تلتزم بالشراء وفق آلية محددة قد يغيّر تجربة المستثمر في اللحظة الصعبة.2

وهذه نتيجة تنقل موضوع النقاش من طاقة الحاسوب إلى رأس المال الذي يقف خلف زر البيع. عندما تعيد المنصة شراء رموز عند آخر تقييم للعقار، فإنها تقدم للمستثمر خدمة اقتصادية: تتحمل على ميزانيتها، ولو مؤقتًا، خطر ألا تجد مشتريًا آخر بالسعر نفسه. قد يكون آخر تقييم قد سبق الكارثة أصلًا. ويكون الفرق بين ما دفعته المنصة وما يمكن تحصيله لاحقًا تكلفة حقيقية، لا خطأ في التشفير. تُموَّل تلك الخدمة إما من رأس مال ومخصصات وفروق أسعار أو من قدرة الائتمان، ويجب تحديد حدودها. فإذا كان وعد إعادة الشراء مطلقًا، والاحتياطي محدودًا، والصدمة عامة، فقد تحوّل نظام تحسين السيولة إلى ناقل لضغط الإعسار نحو المشغّل. وإذا لم توجد إعادة شراء، عاد حامل الرمز إلى انتظار مشترٍ عادي، مهما كانت سرعة تسوية السجل.

في حالة ديترويت نفسها، حلّل كورنيلي أثر تعطيل إعادة الشراء عقب أمر المحكمة على عينة أوسع في دراسة الحدث تضم 679 عقارًا موزعة على 85 منطقة بريدية في عشر ولايات، ضمن الأيام المحيطة بقرار 22 يوليو 2025. وأظهرت تقديرات الفروق بين الفروق انخفاضًا معنويًا في عدد المعاملات وقيمتها للأصول المتأثرة مقارنة بغيرها. هذه نتيجة عن سلوك التداول خلال نافذة زمنية محددة، وليست حكمًا بقيمة العقارات المستقبلية أو بمآل النزاع القضائي.2 الأثر المعرفي أعمق من رسم بياني هابط: قد يكون السوق في أيام الهدوء محمولًا على تعهد غير مرئي في خلفية التطبيق، وعندما يُسحب التعهد يظهر مقدار ما كان السوق يعتمد عليه.

تقول لنا الواقعتان المتعاكستان شيئًا لا تقولهما منفصلتين. ارتفاع تداول الرموز بعد الكوارث لا يُثبت أن الأصل نفسه أصبح سائلًا، وانخفاضه بعد وقف إعادة الشراء لا يُثبت أن الترميز بلا جدوى. كلتاهما تدلان على أن السيولة ليست خاصية مادية تسكن الرمز. إنها خدمة يصنعها تفاعل بيانات العقار، ومشترين قادرين، ومؤسسات تتحمل مخاطر الميزانية العمومية، وحقوق يمكن تنفيذها. لقد استفاد بعض الحملة من آلية إعادة شراء، والسؤال الذي لا يجوز إخفاؤه هو: من يستطيع الاستمرار في توفيرها عندما يريد عدد كبير منهم استخدامها معًا؟

لهذا تبدو مقارنة تجربة دبي بإجراءات هونغ كونغ كاشفة، مع الانتباه إلى اختلاف المنتجات والأنظمة. ففي 20 أبريل 2026، نشرت هيئة الأوراق المالية والعقود الآجلة في هونغ كونغ تعميمًا ينظم شروط تداول بعض المنتجات الاستثمارية المرمزة المصرّح بها، وهي أساسًا صناديق مفتوحة وليست حصصًا مباشرة في المباني. لم تعتبر الهيئة مجرد وجود منصة مرخّصة كافيًا؛ طلبت ضوابط للتنبيه حين يبتعد سعر التنفيذ كثيرًا عن صافي قيمة الأصول الاسترشادي، وسعت إلى وجود صانع سوق واحد على الأقل، وإلى التزامات محددة بشأن فروق الأسعار وحجم عروض الشراء والبيع ومدة بقائها. وطلبت الإفصاح عن مخاطر السوق الرقيقة، والخصومات أو العلاوات الكبيرة، والاعتماد على صانع السوق إذا انسحب.13

لا تُطبّق قواعد الصناديق المذكورة تلقائيًا على عقارات دبي؛ فهذا خلط قانوني. إنما تصلح المقارنة لاستنتاج مؤسسي واحد: الجهات المنظمة للأسواق تعرف أن التداول الثانوي يحتاج إلى بنية تعاقدية ومادية تتجاوز ملكية وحدات رقمية. لخصت هونغ كونغ ذلك بمراقبة الفروق والحجم وإخطار انسحاب صانع السوق قبل وقوع الضرر. وفي دبي تَدخل السجلات الحكومية والرقابة على الأصول الافتراضية في قلب التجربة، وتُختبر آليات إعادة البيع بالتدريج. كل مسار يقترب من فجوة مختلفة؛ ولا ينبغي استخدام نجاح أحدهما لإلغاء المخاطر التي لا يزال الآخر يقيسها.

الرمز لا يحدد طبيعة الحق

ثم ليس كل ما يُسمّى «حصة مرمزة في عقار» حقًا واحدًا. قد يسجل المستثمر بوصفه مالكًا كسريًا في سجل أرض معترف به. وقد يمتلك وحدات في شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle) تحمل العقار، فيكون حقه المباشر على الشركة وما تمنحه مستنداتها. وقد يملك وحدات في محفظة عقارية أو صندوق. وقد يحمل عقدًا يمنحه منافع مرتبطة بأداء العقار دون أي ملكية عينية فيه. هذه ترتيبات تختلف في أولوية المطالبة، والحضانة، والضمانات، ومن يقرر البيع، وما يحدث عند إفلاس الوسيط. يؤكد بيان فني نشرته إدارات مختصة في هيئة الأوراق المالية الأمريكية في يناير 2026 أن البنى المرمزة للأوراق المالية تختلف في الحقوق المرتبطة بها، وأن بعض النماذج التي يصدرها طرف ثالث لا تمنح حاملها حقوقًا مباشرة في الورقة الأصلية، وقد تضيف خطر إفلاس ذلك الطرف.14 البيان خاص بالأوراق المالية الأمريكية وليس تفسيرًا لنظام ملكية عقارية في الإمارات أو السعودية، لكنه يوضح ضرورة قراءة البنية القانونية وراء اسم «توكن».

لذلك لا بد من طرح أسئلة على المالك قبل أن يدخل السوق: من هو صاحب الحق في السجل العقاري، ومن هو صاحب الحساب الذي يحفظ الرمز، وهل نقل الرمز ينقل الحق تلقائيًا أم يستلزم تحديثًا رسميًا، وأي قانون يحكم النزاع، وهل هناك رهن أو حق انتفاع أو التزام صيانة أو قيد تحويل؟ إذا توقف وسيط الحفظ، كيف يثبت المستثمر حصته دون الاعتماد على تطبيق توقف عن العمل؟ وإذا تغير مدير الأملاك أو عجز عن تحصيل الإيجار، من يملك حق استبداله وما إجراء ذلك؟ قد تتغير إجابات هذه الأسئلة من منتج إلى آخر، وتلك بالضبط هي العلة في رفض معاملة الترميز فئة قانونية متجانسة.

امتحان باب الخروج

ويمكننا الآن اقتراح اختبار عملي أسمّيه «**امتحان باب الخروج**». ليس تصنيفًا تنظيميًا قائمًا ولا معيارًا معتمدًا، إنه تصميم بحثي قابل للتكذيب. يختار فريق مستقل حصة افتراضية معلومة الحجم في عقار معلوم، ثم يطرح ستة أسئلة تقاس منفصلة بدل جمعها في رقم مبهر: ما الحق القابل للإنفاذ الذي يحمله الرمز؟ ما أكبر مبلغ نقدي يمكن تحصيله من طلبات شراء قائمة الآن ضمن خصم معلن؟ ما الفرق بين السعر المرجعي والسعر المنفذ بعد جميع رسوم الدخول والخروج؟ كم يستغرق بيع 50% و90% من الأوامر ذات الأحجام المتماثلة؟ من هي الجهة التي توفر رأس المال عند شح المشترين، وما حد التزامها؟ وكيف يتغير كل ذلك إذا تدهور الإشغال أو ظهرت فاتورة إصلاح كبيرة أو عجز المشغّل عن إعادة الشراء؟

يمكن صوغ أحد القياسات على هيئة نسبة بسيطة: **قيمة النقد الممكن تنفيذه فعلاً خلال سبعة أيام لحجم محدد، بعد الرسوم، إلى القيمة المرجعية لذلك الحجم.** فإذا لم توجد طلبات شراء قابلة للتنفيذ، كانت النسبة النقدية خلال تلك المدة صفرًا، مع أن الحصة العقارية ذاتها لا تصبح عديمة القيمة بالضرورة. وعلى الباحث إعلان حجم الصفقة وسقف الخصم والمدة وعدد أيام انعدام التداول. كما ينبغي أن يبلغ عن شرائح مختلفة: المستثمر الذي يريد بيع ألف درهم، والذي يريد عشرين ألفًا، والذي يحاول تصريف كامل حصته حين يبيع آخرون. ويجب اختبار النتائج في أيام هادئة وفي أسابيع مضطربة، لأن السيولة التي تُقاس عند افتتاح المنصة قد تكون أكثر وفرة من السيولة التي يحتاج إليها صاحبها حقًا.

ولو أظهرت النتائج أن معظم أصحاب الحصص يبيعون خلال يومين بخصم ضئيل وبحقوق موثقة، فإن ذلك دليل لمصلحة التجربة مهما كانت قناعة الناقد السابقة. ولو أظهرت أنها تنتظر أشهرًا، أو لا تتداول إلا عبر دعم مشغّل مكلف، فينبغي نشر ذلك أيضًا. ولا يصح إخفاء فترات انعدام المعاملات من حساب المتوسط، أو استخدام آخر سعر تاريخي بوصفه سعرًا متاحًا اليوم، أو الاحتفاء بمليون رمز أُصدر من دون نشر حجم النقد الذي قَبِل شراءها. في السوق الحقيقية لا يُعدّ الأمر المنفذ من الأصل إلا إذا كان قادرًا على احتمال سؤال: بأي كمية، وفي كم من الوقت، وبعد كم من الرسوم؟

لا يلزم من هذا أن يكون الهدف تحويل كل مبنى إلى سهم يتداول كل ثانية. قد يجد المستثمر في الدخل الإيجاري المنتظم، وفي حق ملكية واضح، وفي أفق استثمار طويل، منفعة كافية رغم قلة السيولة. وقد يكون الحل الأنسب لبعض الأصول صندوقًا عقاريًا متنوعًا تُقيّم وحداته بانتظام، أو سوقًا منظمة ذات صانع سوق، أو آلية بيع دورية تتجمع فيها أوامر كثيرة بدل الإيهام بالتداول الفوري. الخيار الأفضل ليس دائمًا أقربها إلى لغة البورصة. بعض العقارات جيدة لأنها تُدار لسنوات، لا لأنها تحمل شاشة أسعار دائمة. والصدق في الإعلان عن مدة الحجز المتوقعة قد يكون أكثر نفعًا للمستثمر من زر خروج جميل لا يَعِد بشيء قابل للقياس.

وهناك احتمال استراتيجي جدير بالاستثمار: بناء سوق ثانوية للحصص العقارية بوصفها **صناعة معلومات عن المباني** قبل أن تكون صناعة رموز. إذا توفرت سجلات الإشغال، والتحصيل، ونفقات الصيانة، وحالة الامتثال، والحقوق العقارية، وتواريخ التقييم، وقواعد التصويت، وتاريخ أوامر البيع المنفذة وغير المنفذة، أصبح بإمكان متعاملين متخصصين تسعير المخاطر وتوفير طلب مستمر على فئات يعرفونها. تتعلم السوق أن تميز بناية ذات مصروفات متوقعة من أخرى تتقدم فيها االلتزامات المؤجلة على الإيجارات؛ ويتحسن ذلك حين تحمل المعلومات مسؤولية إفصاح وتدقيقًا مستقلًا. من هنا يمكن أن تنشأ منافسة حقيقية في التسعير وصناعة السوق، بدل منافسة على أكبر عدد من الرموز المصكوكة.

من السجل السعودي إلى سؤال السوق

وفي السعودية، يوضح وصف الهيئة العامة للعقار للسجل العقاري أن الوحدة العقارية هي أساس قيد الملكية، وأن صحيفة العقار تتضمن أوصافه ومالكه وحقوقه وقيوده والتزاماته وتغيراتها. وتتيح منظومة التسجيل إجراءات نقل ملكية كاملة أو جزئية وفق النظام.15 هذه حقيقة عن البنية القانونية للتسجيل العيني، وليست دليلًا على وجود ترخيص عام لترميز العقارات أو سوق ثانوية مرمزة في المملكة. إذا أُريد يومًا اختبار منتج استثماري على تلك البنية، فالبدء الأجدى ليس تحديد عدد الرموز الممكن إصدارها من برج في الرياض أو الدمام. البداية تحديد طبيعة الحق، والتوافق مع الجهات المختصة، ومسار تسجيل انتقاله، والإفصاح عن التكاليف، ثم اختبار المشترين في السوق الثانوية. الحاسوب يستطيع حساب عدد الحصص قبل الإفطار؛ أما تكوين سوق من حقوق موثقة وأموال مستعدة لتحمّل المخاطر فيحتاج إلى تصميم مؤسسي أطول نفسًا.

أهم نتيجة في تجربة ديترويت ليست أن المحكمة انتصرت على التكنولوجيا. لم يكن الطرفان في مسابقة أصلًا. كانت هناك شقق يجب أن تستوفي شروطًا للسكن، ومستأجرون يُفترض أن تصان حقوقهم، ومستثمرون يحتاجون إلى معرفة ما الذي اشتروا حقًا. كشف إيقاف إعادة الشراء أن بعض القدرة على الخروج لم تكن في الرمز نفسه، بل في مؤسسة مستعدة

لامتصاص أمر البيع. وكشفت دبي في الاتجاه الآخر إمكانية ربط حصص رقمية بتسجيل رسمي وإجراء إعادة بيع منظم، مع استمرار الحاجة إلى قياس العمق والتكلفة والمدة. ويذكّر المساران بأن زيادة عدد الملاك لا تزيد تلقائيًا عدد المشترين عند الضيق.

يمكن تجزئة ثمن المنزل إلى عشرات الآلاف من الوحدات. ويمكن تسجيل كل انتقال منها بدقة لا تعرف الملل. لكن بيتًا يتسرب إليه الماء لا يصلحه كسر عشري، ومشترٍ لا يرغب في الحصة لا تستحضره خوارزمية، وواجبًا في مواجهة المستأجر لا يمحوه توزيع العائد على آلاف المحافظ. التقدم الحقيقي في العقار المرمّز لا يبدأ يوم يصبح بوسع أي شخص أن يشتري مئة درهم في مبنى؛ يبدأ يوم يستطيع ذلك الشخص أن يعرف، قبل أن يشتري، **ما الذي يملكه، ومن سيحمي المبنى، وكم سيحصل عليه إن اضطر إلى البيع غدًا، ومن سيشتري منه، وبأي ثمن.** عندها فقط يكون السوق قد كبر بقدر ما صغرت الحصة.

المراجع

1. Wayne County Circuit Court، Temporary Restraining Order and Order to Show Cause، Case 25-010288-CH، 22 يوليو 2025. أمر وقتي وليس حكمًا نهائيًا.
2. Giulio Cornelli، When bricks meet bytes: does tokenisation fill gaps in traditional real estate markets?، BIS Working Paper 1311، 27 نوفمبر 2025، منقحة 30 يونيو 2026.
3. دائرة الأراضي والأملاك في دبي، إطلاق المرحلة التجريبية لمشروع ترميز العقارات، 19 مارس 2025.
4. دائرة الأراضي والأملاك في دبي، إطلاق المرحلة الثانية وإتاحة إعادة البيع، 9 فبراير 2026.
5. Ctrl Alt، Phase Two of Real Estate Tokenization Project، 20 فبراير 2026. بيان صادر عن شريك تجاري.
6. PRYPCO Mint، What is a property token and how does it work؟، و2026، What will be the proof of my ownership?.
7. PRYPCO Mint، Building Liquidity in Tokenized Real Estate، أكتوبر 2026. بيانات يقدمها المشغّل وليست سجل تداول مستقلًا.
8. PRYPCO Mint، How can I list my tokens؟، و18، What’s the maximum number of tokens I can sell? أغسطس 2026.
9. PRYPCO، Real Estate Tokenization Fees in Dubai Explained، 11 سبتمبر 2026.
10. Albert S. Kyle، Continuous Auctions and Insider Trading، *Econometrica*، نوفمبر 1985.
11. Yakov Amihud، Illiquidity and Stock Returns، *Journal of Financial Markets*، 2002.
12. George A. Akerlof، The Market for “Lemons”، *Quarterly Journal of Economics*، أغسطس 1970.
13. هيئة الأوراق المالية والعقود الآجلة في هونغ كونغ، Circular on secondary trading of tokenised SFC-authorised investment products، 20 أبريل 2026.
14. إدارات موظفي هيئة الأوراق المالية الأميركية، Statement on Tokenized Securities، 28 يناير 2026. بيان غير ملزم عن الأوراق المالية الأميركية.
15. الهيئة العامة للعقار، السجل العقاري؛ ونظام التسجيل العيني للعقار، اطلع عليهما 2 نوفمبر 2026.