

## أثر قيمة إصدارات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق

الباحث/ أمير عبد الفتاح رمضان عبد الفتاح

قسم إدارة الاعمال كلية التجارة دكتوراه

إشراف

د/أميرة سيد محمد جاد الرب

مدرس إدارة الاعمال

كلية التجارة - جامعة قناة السويس

أ.د/ محمد محمود عبدالعليم عوض

أستاذ إدارة الاعمال المساعد

أكاديمية السادات للعلوم الادارية

### الملخص:

استهدفت الدراسة معرفة تأثير قيمة إصدارات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة في شركات التوريق المصرية والتوصل إلى نتائج يمكن من خلالها عرض توصيات ومقترحات قابلة للتطبيق، وتمثل مجتمع الدراسة في شركات التوريق العاملة في جمهورية مصر العربية وعددها ( ١١ ) شركة وقد تمثلت عينة الدراسة في ( ٣ ) شركات وإعتمد الباحث على مراجعة القوائم المالية المنشورة لشركات التوريق محل الدراسة ، تم التوصل الى وجود تأثير معنوي لمتغير (قيمة إصدارات التوريق) كمتغير مستقل على (القيمة الاقتصادية المضافة) كمتغير تابع في اغلب اجزائه ما عدا العلاقة مع معامل خلق القيمة والذي يشير إلى علاقة القيمة الاقتصادية المضافة برأس المال المستثمر مما يعكس أن قيمة سندات الإصدار للشركات محل الدراسة من خلال سندات التوريق كان لها تأثير سلبي على انخفاض القيمة السوقية لتلك السندات للشركات محل الدراسة في ذات الفترة فضلاً عن عدم تعظيم ثروة الملاك.

### **Abstract:**

The study aimed to know the impact of the value of securitization bond issuances on maximizing the added economic value in the Egyptian securitization companies and to reach results through which to present recommendations and applicable proposals. (3) Companies and the researcher relied on reviewing the published

financial statements of the Securitization under study, it was concluded that there is a significant effect of the variable (value of securitization issues) as an independent variable on (economic value added) as a dependent variable in most of its parts except for the relationship with the value creation coefficient, which refers to The relationship of the economic value added with the invested capital, which reflects that the number of bonds issued for the companies under study through securitization bonds had a negative impact on the decrease in the market value of those bonds for the companies under study in the same period, as well as not maximizing the owners' wealth.

**Keywords:** Securitization, economic value added.

### الجزء الأول: الإطار العام للبحث

#### المقدمة :

يعتبر نشاط التوريق من الأنشطة التي أرتبطت بنشاط سوق الأوراق المالية والتي يتوقع لها أن تنتشط خلال المرحلة القادمة مع الانتشار في الأنشطة المرتبطة بها وخصوصاً لكل من نشاط التمويل والسندات، وحدد القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في المادة ٢٧، ثم أضيف إليه بقرارات وزارية - أنشطه جديدة في ضوء ما طرأ على الاقتصاد القومي من متغيرات ومن بين هذه الأنشطة المستحدثة نشاط توريق الحقوق المالية الذي أضيف بالقرار الوزاري رقم ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١، كذلك فقد تناولت المادة ١١ في القانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري موضوع التوريق حيث أجازت للممول أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلي احدي الجهات التي تباشر نشاط التوريق وتلتزم الجهة المحال لها بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تواريخ استحقاقها من حصيلة تلك الحقوق ويضمن الممول الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية.

كما تعتمد كفاءه وفاعلية نشاط التوريق و إصداراته من خلال السعى الى تعظيم ثروة الملاك في ضوء القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعد الغرض الاساسى من تلك الإصدارت فضلاً عن اعتمادها على صافى ربح التشغيل بعد الضريبة وتكلفة رأس المال، لذا تسعى هذه الدراسة إلى دراسة هذا النشاط لما له من أهمية في جذب مستثمرين جدد وتنشيط سوق الأوراق المالية ووضع إطار مقترح لفعالية هذا النشاط مع تحديد الاستراتيجيات المناسبة لتحديد قيمة الإصدارات وقيمتها بشكل يحقق القيمة الاقتصادية المضافة من هذا النشاط.

#### أولاً: الدراسات السابقة والفجوة البحثية:

سيتم عرض الدراسات من خلال المتغير المستقل والمتمثل في ( قيمة إصدارات التوريق) والمتغير التابع والمتمثل في (القيمة الاقتصادية المضافة)، وتستهدف الدراسات المتعلقة بكل متغير من متغيرات الدراسة كما يلي:

- الدراسات التي تتعلق قيمة إصدارات التوريق
- الدراسات التي تتعلق القيمة الاقتصادية المضافة
- الفجوة البحثية

#### الدراسات التي تتعلق بقيمة إصدارات التوريق:

١- دراسة ( **Albertazzi, U., Bottero, M., Gambacorta, L., & Ongena, 2021**)

هدفت الدراسة إلى بيان أهمية التوريق للمشروعات الصغيرة والمتوسطة على عينة من المشروعات الممنوحة قروض من البنوك الإيطالية من خلال النظر في العلاقة المتبادلة بين التوريق (تحويل المخاطر) واحتمال التعثر (حادث)، وتوصلت الدراسة إلى أن توريق القروض الممنوحة لتلك المشروعات من شأنها أن تعوض إلى حد كبير الآثار (السلبية) للمعلومات غير المتماثلة، مما يجعل جودة القروض المورقة أفضل بكثير من تلك الخاصة بغير المورقة.

## ٢- دراسة (Mohamed bakoush, rabab abouarab, Simon Wolfe, ) (2019)

هدفت الدراسة الى تحليل الدور الذي يلعبه كل من: مخاطر البنك، تكاليف التمويل، السيولة ورأس المال التنظيمي، في تحديد العلاقة بين التوريق وربحية البنوك. وقد توصلت الدراسة الى:

- وجود علاقة طردية بين التوريق وربحية البنك.
  - تعمل كلا من المخاطر المصرفية، تكلفة التمويل، السيولة، ورأس المالى التنظيمي بشكل فردى او مجتمعين كقنوات توسيط فى العلاقة بيت التوريق وربحية البنوك.
- ### ٣- دراسة (يحيى، ٢٠١٥)

هدفت الدراسة إلى مدى تأثير تفعيل نشاط التوريق على زيادة فاعلية سوق الوراق المالية المصرى، بالاضافة للتأكد من وجود معوقات تعرقل زيادة تفعيل نشاط التوريق، ومن ثم توضيح تلك المعوقات وما هي الحلول المقترحة للتغلب على هذه العقبات سواء كانت تنظيمية او بيئية او قانونية، وتلخصت اهداف الدراسة فى:

- تحديد المعوقات التى تعرقل تفعيل دور نشاط التوريق فى البيئة المصرية.
- تحديد المتطلبات اللازمة لنجاح تفعيل نشاط التوريق.
- دور التوريق فى فى زيادة فاعلية سوق الاوراق المالية المصرى.
- توضيح اثر معوقات نشاط التوريق على اداء سوق الاوراق المالية المصرى.

و توصلت الدارسة الى :

أن عمليات التوريق تساعد على تنشيط الحركة فى السوق الثانوية ومن ثم تحسين فاعلية سوق الاوراق المالية، ولكن من الضرورى أن يتوافر إطار مؤسسى كفاء لضمان نجاح عمليات التوريق الذى يتمثل فى وجود شركات تمويل متخصصة فى مجال التوريق ووجود مؤسسات تصنيف ائتمانى على درجة عالية من الكفاءة ووجود درجة بورصة نشطة فى مجال السندات.

#### ٤ - دراسة ( Jiangli & Pritsker, 2013 )

هدفت الدراسة إلى بيان مدى تأثير توريق الرهن العقاري والأنواع الأخرى من الأصول على مخاطر الإفلاس والربحية ونسب قوة الرفع المصارف القابضة الأمريكية من خلال استخدام ثلاث تقنيات مختلفة.

وتوصلت هذه الدراسة إلى ما يلي :

- تستخدم البنوك المصرفية توريق الرهن العقاري لتقلل مخاطر الإفلاس وتزيد قوة الدفع

- تقنيات التوريق تزيد من ربحية البنوك

وفي النهاية تبين أثر نشاط توريق الرهن العقاري لها تأثير على مخاطر الدفع و مخاطر الإفلاس والربحية.

ب. الدراسات التي تتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة

#### ١ - دراسة ( Ambarwati, Edi, 2021 )

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل الأداء المالي باستخدام أساليب القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) والقيمة المضافة السوقية (MVA) في شركة تأمين على الحياة، وهي Financial PT AIA تم الاستدلال على المتغيرات في هذه الدراسة باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كمتغير مستقل ومتغير يعتمد على التأمين على الحياة، وهذا النوع من البحث هو بحث وصفي بمنهج كمي، وتستخدم هذه الدراسة بيانات ثانوية في شكل البيانات المالية لشركة PT بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة من الفترة ٢٠١٦-٢٠١٩ .

وتوصلت الدراسة إلى أن الأداء المالي للشركة محل الدراسة لم يكن جيدًا بالقيمة الاقتصادية المضافة بينما تُظهر القيمة السوقية نتائج إيجابية ، فهذا يعني أن الشركة تظهر أن الإدارة نجحت في توفير قيمة مضافة من خلال نمو القيمة السوقية للأسهم المصدر أو أن الشركة قادرة على بيع الأسهم في السوق بسعر ممتاز.

## ٢- دراسة ( Sitanggang, Novelina Asriani, Grace B. Nango, and ) (Sonny Pangerapan,2021)

هدفت الدراسة إلى تحليل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة كقياس الأداء المالي في شركة PT INTEGRA INDOCABINET TBK في الفترة ٢٠١٧-٢٠١٩ ، وتوصلت الدراسة إلى سوء الأداء المالي في الفترة ٢٠١٧-٢٠١٩ للشركة محل الدراسة حيث لا تنتج قيمة اقتصادية مضافة ( $EVA < 0$ ) ، في الوقت نفسه على أساس القيمة السوقية المضافة التي تمتلكها الشركة أظهرت أداءً ماليًا جيدًا من خلال زيادة الثروة لأصحاب المصلحة ( $MVA > 0$ )

## ٣- دراسة (مصطفى ، ٢٠٢٠)

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المحاسبية على الاسعار السوقية لأسهم البنوك المسجلة التي تتداول اسمها في سوق الاوراق المالية بمصر وذلك في ظل وجود متغيرات رقابية مثل ربحية السهم الواحد ومتغيرات حجم البنوك وحجم القروض من خلال عينة ١١ بنك مساهم ومسجل ويتداول اسمها في سوق الاوراق المالية بمصر خلال الفترة من ٢٠٠٩ حتى نهاية ٢٠١٨ ، وقد تم حساب قيمة المتغيرات على اساس سنوي، وباستخدام تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel data ، ثم اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار التدريجي Step-Wise Regression.

وتوصلت الدراسة الى أن تبني البنوك استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس الاداء يساهم في تحديد أوجه القصور والتي لا تظهر عند تقييم اداء البنوك من خلال استخدام المقاييس المحاسبية.

#### ٤- دراسة (دفاق، ٢٠١٧) <sup>١</sup>

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بوصفها شكلاً مطوراً لمفهوم الربح المتبقي والذي يعد مؤشر أداء اقتصادي حديث ومؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية (العائد على الاستثمار (ROI)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الأصول (ROA)، مضاعف ربحية السهم (P/E)) من جهة، وبين القيمة السوقية لأسعار الأسهم للمصارف عينة البحث في بورصة دمشق للأوراق المالية من جهة أخرى، وتم استخدام نتائج هذا التحليل لاختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، ولتحقيق ذلك تم استخدام تحليل البيانات المقطعية الزمنية (نموذج الانحدار المجمع) وهو أحد نماذج التحليل الإحصائي Panel Data لاختبار تأثير المؤشرات في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المختارة والمدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية في المدة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٥.

وتوصلت الدراسة الى عدم قدرة نموذج القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم، في حين تفوق معدل العائد على حقوق الملكية على باقي المؤشرات في تفسير هذه التغيرات، من جهة استطاعت مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية مجتمعة قياس التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم بشكل أفضل.

#### ج. الفجوة البحثية

تتضح الفجوة البحثية كما بالشكل التالي:

١ أحلام فهد دفاق، "تقييم الأداء المالي للمصارف التجارية الخاصة في سورية باستخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة حماة، ٢٠١٧.

### شكل رقم (١): الفجوة البحثية



\* المصدر: من إعداد الباحث

### ثانياً: الدراسة الإستطلاعية

حتى يمكن للباحث تحديد مشكلة الدراسة قام الباحث بإجراء دراسة استطلاعية يستكشف من خلالها ظواهر المشكلة و تمت هذه الدراسة على مرحلتين:-

#### المرحلة الأولى : المقابلات الشخصية

في إطار تحديد وصياغة مشكلة البحث وتكوين الفروض، قام البحث بدراسة استطلاعية للوقوف على المشكلات الواقعية حيث قام الباحث بمقابلة شخصية مع ٤٠ فرد من المسؤولين بالشركات المصرية العاملة في نشاط التوريق<sup>١</sup>، وكان محور هذا اللقاء يدور حول مدى فاعلية هذا النشاط في مصر، وتحديد المتطلبات اللازمة لذلك، وانعكاسه على القيمة الاقتصادية المضافة لأداء تلك الشركات العاملة في نشاط

١ من هذه الشركات، ثروة للتوريق، التعمير للتوريق، المصرية للتوريق وذلك في الفترة الزمنية شهري ابريل، مايو ٢٠١٩، شملت كلاً من مديرين الإدارة المالية و مديري عمليات الاصدار، و عينة من رؤساء الاقسام.

التوريق في مصر وذلك من خلال طرح مجموعة من الاسئلة والتي جاءت نتيجة اجابة هذه العينة على النحو الوارد في الجدول التالي<sup>١</sup>:

**جدول رقم (١)  
استقصاء عينة الدراسة الاستطلاعية**

نسبة الإجابات المقبولة	عينة العاملين	السؤال
٤ (١٠%)	٤٠	يرجع عدم فاعلية التعامل على سندات التوريق في مصر الى غياب ثقافة المستثمرين في ذلك.
٣٥ (٨٧.٥%)	٤٠	يرجع عدم فاعلية التعامل على سندات التوريق في مصر الى توضيح وتحديد التصنيف الائتماني لمحافظ التوريق.
٣٠ (٧٥%)	٤٠	تتوقف جودة محفظة التوريق على الاصول الضامنة لها
٣٢ (٨٠%)	٤٠	توجد استراتيجيات لدى شركات التوريق في مصر لمواجهة المخاطر التجارية.
٢٩ (٧٢.٥%)	٤٠	توجد استراتيجيات لدى شركات التوريق في مصر لمواجهة مخاطر السداد المبكر.
٤٠ (١٠٠%)	٤٠	توجد استراتيجيات لدى شركات التوريق في مصر لمواجهة مخاطر التحصيل.
٤٠ (١٠٠%)	٤٠	يتواجد اطار تنظيمي متكامل يشجع المستثمرين في سوق الاوراق المالية المصرى على التعامل في سندات التوريق
١٠ (٢٥%)	٤٠	تتعرض إصدارات التوريق على تحقيق قيمة اقتصادية مضافة لشركات التوريق .

\*\* المصدر: من اعداد الباحث

وفي ضوء ما سبق ومن خلال المقابلات التي أجراها الباحث والمعلومات التي حصل عليها، ومن خلال مجموعة الأسئلة التي وجهها الباحث للمديرين الادارة المالية و مديري عمليات الاصدار، وعينة من رؤساء الاقسام، فقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج التالية:

- عدم فاعلية التعامل على سندات التوريق في مصر الى غياب ثقافة المستثمرين عند (٩٠%) من عينة الدراسة الاستطلاعية وحتى النسبة الباقية لم تعطي اجابات واضحة بشأن هذا المفهوم.
- أكد (٨٧.٥%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أن عدم فاعلية التعامل على سندات التوريق في مصر يرجع الى غياب ثقافة المستثمرين في ذلك .
- يعتقد (٧٥%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أن جودة محفظة التوريق تتوقف على الاصول الضامنة لها.

١ من إعداد الباحث في ضوء الدراسة الاستطلاعية

- أكد (٨٠%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أنه توجد استراتيجية لدى شركات التوريق في مصر لمواجهة المخاطر التجارية.
- يعتقد (٧٢.٥%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أنه توجد استراتيجية لدى شركات التوريق في مصر لمواجهة مخاطر السداد المبكر.
- أكد (١٠٠%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أنه توجد استراتيجية لدى شركات التوريق في مصر لمواجهة مخاطر التحصيل، ويعكس ذلك اهتمام تلك الشركات بمواجهة المخاطر المحتملة عن نشاط التوريق.
- أكد (١٠٠%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أنه يتواجد اطار تنظيمي متكامل يشجع المستثمرين في سوق الاوراق المالية المصري على التعامل في سندات التوريق.
- أكد (٢٥%) من عينة الدراسة الاستطلاعية أن الغرض من اصدارات التوريق هو المواكبة مع فعاليات أسواق الاوراق المالية بأدوات جديدة ومستحدثة وليس شرطاً الانعكاس على تحقيق قيمة اقتصادية مضافة وذلك يتضح من خلال عدم انتظام تلك الشركات في الإصدارات بصورة مستمرة فضلاً عن عدم استكمال الإصدار النهائي لمحفظه التوريق .

### المرحلة الثانية : تحليل البيانات الثانوية

- ركزت هذه الدراسة في هذا المحور على اجراء تحليلات سريعة لنشاط التوريق مقارنة ببعضها البعض داخل البيئة المصرية كما يلي:
- ١- عدد وقيمة اصدارات سندات التوريق لعينة من شركات التوريق المصرية من عام ٢٠١٣ الى عام ٢٠١٨ كما في الجداول التالية<sup>١</sup>:

١ نشرات الاككتاب للشركات العاملة في التوريق في مصر، الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٣-٢٠١٨

أثر قيمة إصدارات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لشركائنا للتوريق

أمير محمد الفتاح رمضان محمد الفتاح

## جدول رقم (٢) إصدار شركة ثروة للتوريق من ٢٠١٣ الى عام ٢٠١٨

الارقام بالمليون جنية					
إصدارات شركة ثروة	قيمة الاصدارات	الشريحة الأولى	آخر إستحقاق	الشريحة الثانية	آخر إستحقاق
الإصدار الأول	140		ديسمبر 2010		
الإصدار الثاني	159		ديسمبر 2011		
الإصدار الثالث	275		ديسمبر 2012		
الإصدار الرابع	392		ديسمبر 2013		
الإصدار الخامس	495		أكتوبر 2014		
الإصدار السادس	470	178,6	يوليو 2011	216,2	يوليو 2013
الإصدار السابع	420	157	يناير 2012	190	يناير 2014
الإصدار الثامن	350	105	يوليو 2012	156	يوليو 2014
الإصدار التاسع	814	250	ديسمبر 2013	410	ديسمبر 2015
الإصدار العاشر	629	217	ديسمبر 2014	359	ديسمبر 2016
الإصدار الحادى عشر	201	118	يناير 2016	83	فبراير 2019
الإصدار الثانى عشر	899	359	يوليو 2015	428	يوليو 2017
الإصدار الثالث عشر	603	182	ديسمبر 2015	301	ديسمبر 2017
الإصدار الرابع عشر	173	25	مايو 2016	96	مايو 2017
الإصدار الخامس عشر	621	189	يوليو 2016	310	يوليو 2018
الإصدار السادس عشر	733	220	ديسمبر 2016	355	ديسمبر 2018
الإصدار السابع عشر	331	160	مايو 2017	140	مايو 2019
الإصدار الثمرون	586	189	سبتمبر 2019	362	سبتمبر 2019
الإصدار الحادى والعشرون	404	122	يناير 2018	185	يناير 2020
الإصدار الثانى والعشرون	1,147	343	ديسمبر 2018	605	ديسمبر 2020
الإصدار الثالث والعشرون	174	40	يوليو 2018	100	يوليو 2020
الإصدار الخامس والعشرون	261	62	إبريل 2019	143	إبريل 2021
الإصدار السابع والعشرون	2,030	700	مايو 2019	1.025	مايو 2021
الإصدار الثامن والعشرون	1,751	625	أغسطس 2019	800	أغسطس 2021

\*\* المصدر: نشرات الاكتتاب لشركة ثروة من عام ٢٠١٣ الى عام ٢٠١٨ ، الهيئة العامة للرقابة المالية

## جدول رقم (٣)

### إصدار شركتي التعمير والمصرية للتوريق

بيانات	اصدرات شركة التعمير	اصدرات شركة المصرية للتوريق
قيمة الاصدارات	٤٦٥.٠٠٠.٠٠٠	٣٦.٠٠٠.٠٠٠
تاريخ الاصدار	ابريل ٢٠٠٩	ديسمبر ٢٠١٢ & ٢٠١٤

\*\* المصدر: نشرات الاكتتاب لشركات التوريق ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، ٢٠١٩.

ويشير الجدول السابق الى وجود تفاوت من حيث الانخفاض والارتفاع لسندات التوريق المصدرة من قبل شركات التوريق المصرية السابقة، ويشير ذلك إلى انخفاض قدرة شركات التوريق الحالية على تغطية ٥٠% من قيمة سندات التوريق

المحتمل إصدارها خلال الفترة المقبلة، مشيراً إلى أن السوق متعطشة لتلك الاكتتابات. ويتطلب ذلك من شركات التوريق أنه من الضروري ترويج وتسويق سندات التوريق بطريقة احترافية، وضرورة تسعير عادل للسند، في سبيل ضمان تحقيق المستثمر لربح يكون بمثابة عنصر الجذب لها.

٢- قيمة محفظة الحقوق المالية ( الجزء المتداول ) لنشاط التوريق من عام ٢٠١٣ الى ٢٠١٨ كما في الجدول<sup>١</sup> التالي:

جدول (٤)

محفظة الحقوق المالية لنشاط التوريق من عام ٢٠١٣ الى ٢٠١٨ (الارقام بالجنية)

اسم الشركة	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
ثروة	٥٥٦٥٢٣١٤٦	٦٣٨٦٦٠٦٢	٧٦٢٧١٩٥	٦٣٨٨٤٦٩	٧٤٣١٢٠٨٣	-----
المصرية	٦٥٠٥٥٨٠٨	٢٢٠٤٨٢٠٠	٤٢٤١٩٥٢	٩٠٤٩٠٧٧	٧٩٩٧٨٩٩	٨٦٣٢٢٨٥
التعمير	٥٧٤٣٣٨٦٣٩	٥٧٤٣٣٨٦٣	٥٧٤٣٣٨٦	٢٨٧١٦٩٣	-----	-----

ويتضح من الجدول السابق تفاوت قيمة سندات التوريق المتداولة حالياً بين الارتفاع والانخفاض ويشير ذلك إلى تعزيز أحجام السيولة بالسوق، مع التوقع لتسجيل معدلات طلب مرتفعة على تلك السندات، وأيضاً القدرة على استيعاب أى أحجام بسوق السندات خلال الفترة الراهنة مع تعزيز وروج ثقافة الاستثمار بسوق المال بشكل عام، والسندات الثانوية بشكل خاص.

٣- تقدير القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من شركات التوريق من عام ٢٠١٣ الى

عام ٢٠١٨ (EVA) ٢ تظهر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

تقدير القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من شركات التوريق من عام ٢٠١٣ الى عام ٢٠١٨ (القيمة بالالف جنية)

١ من إعداد الباحث وفقاً لنشرات الاكتتاب لشركات التوريق، الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٩.

٢ من إعداد الباحث وفقاً للبيانات الثانوية من عينة شركات التوريق، المبحوثة بشكل مبدئى.

اسم الشركة	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
ثروة	٤٥٩٨+	٣٣٢١+	١١١٤-	٢٠٨١+	٩٨٥-	٢٧٥٠+
المصرية	١١٢١-	٢٠٥١-	٢١٣١+	١٨٢٠-	١٧٧٥-	٣١٤٠-
التعمير	٨٩٥+	٩٤١+	١٢١٠+	١٤٥٤+	٧٤١-	١٨٧٥+

\*المصدر: نشرات الاكتتاب لشركات التوريق، الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٣-٢٠١٨

ويتضح أن الشركة ثروة تراوحت قيمة القيمة الاقتصادية المضافة بين موجب و سالب مما يشير الى تعظيم ثروة الملاك فى الاعوام ذات القيم الموجبة، و عدم تعظيم ثروة الملاك فى الاعوام ذات القيم السالبة. ويظهر ذلك التباين فى الشركتين المصرية والتعمير من حيث اختلاف القيمة الاقتصادية المضافة عن تلك الفترة.

### ثالثاً: مشكلة الدراسة

يتضح من الدراسة الاستطلاعية أنه بالرغم من صدور قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري الجديد المصري ( الرهن العقاري ) والاهتمام بنشاط التوريق في سوق راس المال المصري بتوسيع حجم عمليات التوريق عن طريق إصدار قروض عقارية بمبالغ كبيرة و صدور بعض القوانين المتعلقة بنشاط التوريق، إلا أن عدد شركات التوريق وعمليات التوريق لازالت محدودة فضلاً عن ضعف أداء سوق سندات التوريق في مصر من حيث قدرته على جذب اكبر عدد ممكن من المستثمرين وقد يرجع ذلك إلى نقص في المعلومات الهامة عن عمليات التوريق مما يتطلب تحديد مجموعة من المتطلبات اللازمة لفعالية هذا النشاط، لذا يمكن تحديد مشكلة البحث في أى مدى وجود تأثير لقيمة إصدارات سندات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق.

### رابعاً: فرض الدراسة:

تم صياغة فرض الدراسة بناءً على نتائج البحوث السابقة والدراسة الإستطلاعية ومن خلال مشكلة الدراسة ولتحقيق أهداف الدراسة كما يلي:  
يوجد تأثير معنوي لمتغير (قيمة إصدارات التوريق) كمتغير مستقل على (القيمة الاقتصادية المضافة) كمتغير تابع.

#### خامساً: متغيرات الدراسة:

أ. المتغير المستقل في قيمة إصدارات التوريق

ب. المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة

#### سادساً: أهداف الدراسة

بناءً على نتائج البحوث السابقة والدراسة الإستطلاعية وبصدد طبيعة العلاقة بين قيمة إصدارات التوريق والقيمة الاقتصادية المضافة يستهدف الباحث ما يلي:

١. قياس تأثير معنوي لمتغير (قيمة إصدارات التوريق) على (القيمة الاقتصادية المضافة).

٢. التوصل إلى نتائج يمكن من خلالها عرض توصيات ومقترحات قابلة للتطبيق.

#### سابعاً: أهمية الدراسة

تتبع تلك الأهمية في تزايد الإقبال على تغطية إصدارات السندات والصكوك، والذي يعكس أهمية البورصات كأحد أهم روافد وصول الشركات والمؤسسات إلى التمويل اللازم للنمو والتوسع عبر شريحة واسعة ومتنوعة لمصادر التمويل سواء الأفراد أو المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار المختلفة، وكذا السماح بالتداول على هذه الأدوات بعد قيدها بشكل منظم وقانوني.

-المرونة المسموحة لها مع تعديلات التشريعات بصورة دائمة للمزيد من الإصدارات التي يمكن طرحها في البورصة المصرية فللمرة الأولى وافق مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية على الترخيص بطرح سبعة إصدارات من سندات التوريق دفعةً واحدة بقيمة إجمالية تبلغ ٩.٣ مليار جنيه (٥٩٨ مليون دولار)، لخمس شركات توريق مقابل محافظ لحقوق مالية آجلة متنوعة لأنشطة التأجير التمويلي والتمويل الاستهلاكي والتمويل العقاري والتخصيم خلال ٢٠٢٠.

## الجزء الثانى الإطار النظرى للدراسة المبحث الاول التوريق

### ١ - مفهوم نشاط التوريق

تعددت مفاهيم نشاط التوريق يوردها الباحث كما يلي :

- هو نشاط يهدف إلى تجميع قروض مدينة ذات طبيعة متماثلة ثم بيعها الى وحدات ذات غرض خاص (Special Purpose Entity (SPE)، والتي تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية بضمان تلك القروض وطرحها فى الأسواق المالية
- هو الوسيلة التى تهدف إلى تحويل الديون العادية لدى الطرف البادئ بالتوريق إلى سندات تصدرها وحدات متخصصة وبالتالي تحويل طبيعة الورقة التجارية من ورقة تجارية - سند إذنى أو - كميالة إلى ورقة مالية- سهم أو سند.
- كما أنه عملية اصدار أوراق مالية (سندات) مضمونة بمجموعة من الحقوق المالية (محظة الديون) مستقلة على الجهة المنشأة لهذه المحظة وتعطي هذه السندات لحاملها حق الاولوية على جميع الحقوق المالية والعوائد التي تنشأ عن هذه المحظة
- وسيلة للتمويل بدون تكلفة وذلك بإصدار عدد من أدوات المديونية المتجانسة Receivables Homogenous وبيعها للمستثمرين من خلال الجهاز المصرفى أو سوق رأس المال.
- كما يشير إلى جذب مجموعة من الاصول غير السائلة الى أوراق تجارية متداولة وذلك له أثر كبير على الاسواق المالية وخصوصاً على أسواق الرهونات، وبالتالي فقد جذب التوريق منافع عديده للمستثمرين
- كما يعرف التوريق علي المستوى الدولي بأنه "وسيلة تمويلية دولية تتيح بيع ديون تلك الدول لطرف أو أطراف أخرى وتحويلها إلى أسهم داخلية مقومة بعملة الدولة المتعثره أو تحويل الدين الخارجى المقوم بعملة أجنبية إلى دين داخلي مقوم بعملة الديون المتعثره مثال ذلك عند توقف المكسيك عن دفع التزاماتها".

- أما على المستوي المحلي فهو " تحويل القروض غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة قابلة للتداول في أسواق المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات ذات تدفقات نقدية متوقعة والهدف هو توفير السيولة وتعزيز القدرة الائتمانية ".  
ومما سبق يمكن أن يقدم الباحث تعريفاً للتوريق كما يلي: " هو تقنية مالية تتمثل في تجميع القروض التي قد تكون أدوات مديونية مجمعة لبطاقات إئتمانية أو رهون عقارية أو إيجارات ومقيدة بالميزانية العمومية وتحويلها وطرحها في شكل أوراق مالية للاكتتاب من خلال منشأة ذات غرض خاص".
- ٢ - أهمية نشاط التوريق.

تتنوع أهمية التوريق وفقاً لأطرافه ويتمثل كما يلي :

#### ١ - أهمية التوريق بالنسبة للمؤسسات المالية:

يعمل نشاط توريق الديون على زيادة معدل العائد على الأصول المالية من خلال بيع الأصول المالية واستخدام حصيلة البيع في منح تسهيلات ائتمانية أخرى وبالتالي زيادة معدل دوران الأصول المالية ومعدل العائد على تلك الأصول، كما أن تسيل القروض والتسهيلات الائتمانية والديون للحصول على موارد مالية تمكنها من سداد الالتزامات فوراً وتمويل عملاتها بقروض جديدة بدون الحاجة إلى تجميد جزء من أموالها لفترة زمنية طويلة، مما يؤدي إلى زيادة معدل دوران تلك القروض وربحية البنوك في آن واحد، كما يساهم التوريق في مساعدة البنوك والمؤسسات المالية في التخلص من كل أو بعض المخاطر المرتبطة بالديون مثل مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر الضمان.. إلخ ، ونقلها إلى المستثمر.

#### ٢ - أهمية التوريق بالنسبة للمستثمر:

يسمح للمستثمرين بإختيار نوع الأصل الذي يرغبون الاستثمار فيه، ويمكن للمستثمر في ظل التوريق أن يحوز ورقة مالية قابل للتداول عالية السيولة كما يمكن بيعها بأعلى سعر ممكن في أسواق الأوراق المالية ، وتتعكس أهميته لدى المستثمر في المقدرة على حيازة أنواع جديدة وجيدة من الأوراق المالية تتسم بالأمان ومخاطرة أقل

من السندات غير المضمونة، وتقليل حجم المخاطر المالية بالنسبة للمستثمرين وزيادة العوائد عن العوائد التي تمنحها أدوات مالية أخرى ذات درجة مخاطر متساوية. كما يوفر التوريق ضمانات للمستثمرين من خلال عدة بدائل منها استخدام محفظة القروض - المتخذة أساساً للتوريق - كضمان للسندات المصدرة، تحقيق الشفافية بشأن المخاطر التي تنطوي عليها السندات المصدرة وذلك بتحديد جودتها من خلال إحدى مؤسسات التصنيف الائتماني، ومراعاة وضع سقف أو حد أقصى لقيمة السندات المصدرة بما لا يتجاوز ٤٠% من قيمة ٨٠% محفظة القروض الضامنة، كما يتيح التوريق للمستثمرين الحصول على عائد يفوق سعر الفائدة على الإستثمار الخالي من المخاطر حتى ولو كان أقل من سعر الفائدة على القرض العقاري لأن انخفاض المخاطر يقابله انخفاض سعر الفائدة. كما يتيح التوريق القدرة على حيازة أنواع جديدة وجيدة من الأوراق المالية ومخاطر أقل من السندات غير المضمونة وخلق وعاء إدخاري جديد مما يؤدي إلى تنمية سوق السندات، كذلك دعم نشاط التمويل العقاري عند ممارسة النشاط بالنسبة لمحدودي الدخل.

### ٣- أهمية التوريق بالنسبة لسوق المال:

يؤدي نشاط التوريق الى تجميع أنواع مخاطر مختلفة لانه يقوم بتجميع عدة أصول مالية تحمل خصائص مختلفة في وعاء واحد وطرحها كأوراق مالية للمستثمرين عندما يتم تقسيم ملكية الأصول على عدد كبير من المستثمرين تقل درجة المخاطرة في العمليات المالية، كما يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وخاصة سوق السندات حيث أنها أداة تمويلية طويلة الأجل وتعطي فائدة مناسبة لحائزها.

### المبحث الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة

#### الخلفية التاريخية للقيمة الاقتصادية المضافة

علي الرغم من أن هناك العديد من مقاييس الأداء المالي التي تستخدمها الكثير من منشآت الأعمال مثل العائد على الإستثمار، ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على المبيعات، سعر السهم إلى ربحيته، إلا أن هذه المقاييس المالية تعرضت لكثير من النقد من قبل الممارسين في الأسواق

المالية، بالإضافة إلى ذلك أكدت العديد من الدراسات وجود خلل في مقاييس الأداء المالي السابق ذكرها من حيث :

- عدم القدرة على تحديد القيمة الحقيقية المضافة للملاك والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة.
- عدم كفاءتها في كشف حالات التعثر التي يمكن أن تعرض لها الشركات.
- عدم قدرتها على مساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية

ونظراً لجوانب الضعف في مقاييس الأداء المالي السابق ذكرها فظهرت مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added، ويرجع أصل هذا المفهوم إلي دراسة منشورة لكلاً من " Franco Modigliani and Merton H. Miller " في أكتوبر ١٩٦١، في Journal of Business بعنوان " سياسة التوزيعات والنمو وتقييم الأسهم " وتطرقت الدراسة إلى أفكار التدفق النقدي وتقييم الشركات علي أساس التدفق النقدي وهذه الأفكار تمتد إلي مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، ومن خلال هذه المقالة استطاعت \*Stern, Stewart & Company التوصل إلي مقياس جديد للأداء المالي أطلقت عليه القيمة الاقتصادية المضافة، ويعبر هذا المقياس عن الربح الاقتصادي الحقيقي للمنشأة كما يعتبر من أكثر المقاييس ارتباطاً بتعظيم ثروة الملاك نظراً لتوفيرها معلومات تساعد الإدارة على اتخاذ القرارات الاستثمارية، وترتكز القيمة الاقتصادية المضافة على مبدئين هما :

١. لا يمكن أن تحقق الشركة أرباحاً إلا إذا حققت عائداً علي رأس المال المستثمر يفوق تكلفة رأس المال.
٢. أن الثروة ( القيمة ) لا يتم إنشاؤها إلا إذا اتخذ المديرون قرارات استثمارية تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم بعدم قبول بدائل استثمار إلا إذا كانت عوائدها تفوق تكلفة رأس المال .

وبالتالي فإن الرسالة، التي يقدمها هذا المقياس، أن خلق القيمة لحملة الأسهم، لن يتحقق إلا إذا كانت الشركة قادرة على تحقيق عائد أعلى من تكلفة رأس المال لديها.

## ٢ - مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

عندما نتحدث عن العوامل المؤثرة في القيم السوقية للأسهم، فإننا يجب أن لا نغفل فرضية كفاءة السوق EMH، فكفاءة الأسواق المالية من المواضيع التي تثير جدلاً واسعاً بين المهتمين، فهي تعتبر واحدة من العوامل المختلفة التي تؤثر على أسعار الأسهم، وهذا يتم من خلال فهم كيف تعمل المعلومات في التأثير على سعر السهم، إذ كلما كانت استجابة الأسعار للمعلومات سريعة كلما كان السوق أكثر كفاءة.

إن مستويات كفاءة السوق الثلاثة (الضعيف، والمتوسط والقوي) كانت مثار اهتمام العديد من الدراسات والأبحاث في الأسواق المالية للدول المتقدمة والدول النامية، والتي تفاوتت في نتائجها، إلا أنها أجمعت على أن فرضية كفاءة السوق EMH على المستوى الضعيف حظيت بالقبول على الأقل في أسواق الدول المتقدمة أما في الأسواق المالية الناشئة فقد تم رفضها .

والياً ازداد الاهتمام على مستوى العالم بخلق القيمة الاقتصادية، وإن القوة الدافعة وراء هذا الاهتمام هو زيادة حدة المنافسة واهتمام المستثمرين بها بشكل أكثر فعالية، والتي أدت بدورها إلى توقع كل من المستثمرين والأفراد في تحقيق مستوى أداء أفضل.

غالباً ما تم انتقاد معدل العائد المحاسبي لعدم قدرته على قياس الربح الاقتصادي فكانت أهم المعوقات بسبب التشوهات التي تحدث نتيجة اختلاف المعالجات الحسابية لحساب الربحية التقليدي حيث أن كل من العائد على حقوق الملكية وعائد السهم الواحد ونمو العوائد يمكن تعديلها من خلال تغيير الطرق المحاسبية أو هيكل رأس المال، كما ان العوائد تفسر فقط ٢٤% من التغير في القيمة السوقية للمنشأة. لذا يتميز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة عن المقاييس التقليدية الأخرى بأنها تشمل جميع الديون والملكية بالإضافة إلى الأرباح لتكلفة رأس المال ككل، كما تقوم على فكرة تعظيم ثروة الملاك والتي يجب أن تعود عليهم بعائد أكبر من تكلفة الدين والملكية.

القيمة الاقتصادية المضافة EVA تفسر على أنها إحدى أدوات إدارة المنشأة التي تعمل على إحداث قيمة للمنشأة، كما أنها فسرت وبشكل خاص من قبل Machuga, Susan M., Ray J. Pfeiffer, and Kiran Verma في عام

٢٠٠٢ على أنها مقياس يعتبره المحاسبون والمدراء الماليون كأساس لاحتساب قيمة الأسهم المتداولة في السوق، أما استراتيجيات الاستثمار باستخدام نسبة العائد إلى القيمة السوقية ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، فقد كانت تعتبر من أفضل الطرق التي تعمل على تحقيق عوائد مميزة وقد كان (*Basu, 1977*) أول من أثبت الأداء المتميز للسهم بالاعتماد على E/P. وفي دراسة أخرى ل (*Banz, 1981*) أثبت أن هناك علاقة طردية بين حجم الشركة وبين أداء السهم، كما قام كل من (*Cook & Rozeff, 1984*) و (*Fama & French 1992, 1995*) بدراسة تأثير كل من E/P وحجم الشركة حيث توصل كل من (*Cook & Rozeff 1984*) إلى أن كلي العاملين لهما تأثير على أداء السهم. كما توصل كل من (*Fama & French 1992, 1995*) إلى بناء نموذج يعتمد على ثلاثة متغيرات (E/P و M/P و Size)، أما في عام ٢٠٠١ فقد قام (*Yook and McCabe*) ببناء محفظة استثمارية بالاعتماد على القيمة السوقية المضافة MVA والتي تعرف ب (اجمالي القيمة السوقية للمنشأة - رأس المال المستثمر / عدد الأسهم المتداولة في السوق) حيث توصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية المضافة المتدنية للسهم تعمل على تحقيق متوسط عائد أفضل للمحفظة الاستثمارية.

### الجزء الثالث: الدراسة الميدانية

#### أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع البحث من شركات التوريق المصرية وعددها (١١) شركة أما عينة البحث فنظراً لعدم توافر البيانات المالية لجميع الشركات السابقة سواء من الهيئة العامة للرقابة المالية أو من الشركات محل الدراسة ذاتها فان عينة البحث اصبحت ثلاث شركات توريق فقط وقد يرجع ذلك إلى أن هناك اصدرات طرحت ولكنها لم تستكمل وتم سحبها فضلاً عن الترخيص الحديث لبعض من هذه الشركات ومن ثم تتمثل عينة البحث المتاح لها تلك البيانات كما في الجدول التالي :

جدول رقم (٦)  
عينة البحث المختارة من شركات التوريق

م	الشركة	تاريخ الترخيص
١	شركة ثروة للتوريق (كونتكت للتوريق سابقاً ش.م.م)	٢٠٠٥-٠٥-٢١
٢	الشركة المصرية للتوريق (ش.م.م)	٢٠٠٧-١٢-٢٣
٣	شركة الرحاب للتوريق	٢٠٠٨-٠٤-٠٨

\*\* المصدر: من اعداد الباحث

ثانياً: التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة  
تم الاعتماد على كل معاملي التفرطح والالتواء للكشف عن مدى اعتدالية البيانات  
كما هو موضح بالجدول التالي:  
جدول رقم (٧) ملخص الإحصاءات الوصفية (المتوسطات والانحراف المعياري ومعامل الالتواء والتفرطح) لمتغيرات الدراسة من عام (٢٠١٥ حتى عام ٢٠١٩).

المتغيرات	العدد	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	التفرطح kurtosis	الالتواء Skewness	المدى
١- المتغير المستقل: قيمة إصدارات سندات التوريق						
١- قيمة إصدارات التوريق	١٥	١٤٠٠٤١٦٦٦٦.٦٦٦	١٣٦.٠٧٦٤٢٥٥.٥٤٤	٢.٥٠٥	١.٧١٠	٤٧٤٤٤٠٠٠٠٠.٠٠٠
٢- المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة						
١- صافي ربح التشغيل بعد الضريبة	١٥	٢١٠٩٤٨٧٧.٠٦٦٦٦	٣٦٧٣.٤٥٥.٨٥٣	٣.٤٥٦	٢.١٤٧	١١٢٤٠.٨٠١.٠٠٠
٢- تكلفة رأس المال	١٥	١٤٣٩٢١.٤١.٤٠٠	١٣٣٩١٩١١٨.٥٧٤٥	-١.٢٧٤	٠.٤٢٠	٣٥٣٥٦٤.٠٨٩.٠٠٠
٣- معامل خلق القيمة	١٥	-٠.٧٨٩٤٠٥٠.	٠.٥٣١٨٣٢٧.	١.٦٦٦	١.٣٥٤	١٧٦٦٧٣.
القيمة الاقتصادية المضافة	١٥	-١٢٢٨٢٦١٣٠.٨٦	١١٢٢٣١٨٤٩.٨٥٧	-٠.٨٧٦	-٠.٤٤٨	٣٤٠٧٧٤٤١٦.٠٠٠

\*\* المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي spss

من جدول السابق يتضح أن:

- إن قيم معامل الالتواء  $skewnes$  والتي تشير الى اتجاه تركز البيانات يمينا او يسارا، وقد تبين ان معظم بيانات المتغيرات تتجه ناحية اليمين اي اكبر من الصفر، ويسمي التواء موجبا وتتمثل هذه المتغيرات في (عدد إصدارات التوريق- صافي ربح التشغيل بعد

الضريبة- تكلفة رأس المال- معامل خلق القيمة)، بينما اتجهت البيانات المتمثلة في (القيمة الاقتصادية المضافة)، ناحية اليسار أي اصغر من الصفر ويسمى التواء سالبا. وبالتالي يتضح مما سبق ان متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي.

-إن قيم معامل التفرطح kurtosis: والتي أشارت الى القيمة من والى اقل (٣) بمعنى توزيع مفرطح وتمثلت هذه المتغيرات في (قيمة إصدارات التوريق- تكلفة رأس المال- معامل خلق القيمة)، بينما القيم اكبر من (٣) فتتبع التوزيع المدبب او المسطح والتي تمثلت في المتغيرات (صافي ربح التشغيل بعد الضريبة). وبالتالي يتضح مما سبق ان متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي.

كما يتضح ايضا من بيانات المتغيرات المستقلة ما يلي:

١- اشارت النتائج الى ان المتوسط العام لمؤشر (قيمة إصدارات التوريق) قد بلغ (١٤٠٠٤١٦٦٦٦.٦٦)، بانحراف معياري (١٣٦٠٧٦٤٢٥٥.٥٤). بدرجة مدي (٤٧٤٤٤٠٠٠٠.٠٠).

كما يتضح ايضا من بيانات المتغيرات التابعة ما يلي:

١- اشارت النتائج الى ان المتوسط العام لمؤشر (صافي ربح التشغيل بعد الضريبة) قد بلغ (٢١٠٩٤٨٧٧.٠٦٦)، بانحراف معياري (٣٦٧٣٠٤٠٥.٨٥). بدرجة مدي (١١٢٤٠٨٠٠١.٠٠).

٢- اشارت النتائج الى ان المتوسط العام لمؤشر (تكلفة رأس المال) قد بلغ (١٤٣٩٢١٠٤١.٤٠)، بانحراف معياري (١٣٣٩١٩١١٨.٥٧). بدرجة مدي (٣٥٣٥٦٤٠٨٩.٠٠).

٣- اشارت النتائج الى ان المتوسط العام لمؤشر (معامل خلق القيمة) قد بلغ (٠٧٨٩٤٠٥٠)، بانحراف معياري (٠٥٠٣١٨٣٢٧). بدرجة مدي (١٧٦٦٧٣).

- اشارت النتائج الى ان المتوسط العام لمؤشر (القيمة الاقتصادية المضافة) قد بلغ (١٢٢٨٢٦١٣٠.٨٦)، بانحراف معياري (١١٣٢٣١٨٤٩.٨٥). بدرجة مدي (٣٤٠٧٧٤٤١٦.٠٠).

## ب- اختبار اعتداليه التوزيع: Kolmogorov-Smirnov Z

وذلك لكي يتم معرفة والتأكد من ان البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ام لا .

جدول رقم (٨)

يوضح اعتدالية التوزيع باستخدام اختبار كلمجروف سميرونوف

م	المتغيرات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الاختبار Kolmogorov-Smirnov Z	المعنوية	القرار
١- المتغير المستقل: قيمة إصدارات سندات التوريق						
١	قيمة إصدارات التوريق	١٤٠٠٤١٦٦٦٦.٦٦٦	١٣٦٠٧٦٤٢٥٥.٥٤٤	١.٠١٨	٠.٢٥	غير دالة
٢- المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة						
١	صافي ربح التشغيل بعد الضريبة	٢١٠٩٤٨٧٧.٠٦٦٦٦	٣٦٧٣٠٤٠٥.٨٥٣	١.٢٩٧	٠.٠٦	غير دالة
٢	تكلفة رأس المال	١٤٣٩٢١٠٤١.٤٠٠	١٣٣٩١٩١١٨.٥٧٤٥	٠.٧٣٣	٠.٦٥	غير دالة
٣	معامل خلق القيمة	-٠.٧٨٩٤٠٥٠	٥٠.٣١٨٣٢٧	٠.٨١٩	٠.٥١	غير دالة
	القيمة الاقتصادية المضافة	-١٢٢٨٢٦١٣.٨٦	١١٣٢٣١٨٤٩.٨٥٧	٠.٧٤٨	٠.٦٣	غير دالة

\*\* المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي spss

من الجدول السابق يتضح ما يلي:

-وتأكيدا على ان البيانات تتبع التوزيع الطبيعي تم القيام باختبار اعتدالية التوزيع كلمجروف سميرونوف (Kolmogorov-Smirnov Z) ضمن حزمه البرنامج الجاهز (spss) والذي يحدد ما اذا كانت البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي من عدمه من خلال تحديد القيمة الاحتمالية لهذه المتغيرات عند مستوى معنوية (٠.٠٥) ، فاذا كانت القيمة اقل من (٠.٠٥) فهذا يعنى ان هذه البيانات لا تخضع للتوزيع الطبيعي، وإذا كانت القيمة اكبر من (٠.٠٥) فهذا يعنى ان هذه البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي، ومن خلال التحليل اتضح ان القيمة الاحتمالية لمتغيرات الدراسة (قيمة إصدارات سندات التوريق ودورها في تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق المصرية)، تساوى (٠.٠٥) فأكبر ، مما يشير الى ان هذه البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي ، ولهذا تم قبول الفرض الصفري وهو ان البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، ورفض الفرض البديل وهو ان البيانات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

### ثالثاً: اختبار الفرض

#### جدول رقم (٩)

مصفوفة الارتباط بين المتغير المستقل (قيمة إصدارات التوريق) والمتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة) في الشركات التوريق محل الدراسة باستخدام معامل ارتباط بيرسون

العلاقة بين قيمة إصدارات التوريق والمتغيرات التابعة	معامل الارتباط (r)	مستوى المعنوية	القرار
١- صافي ربح التشغيل بعد الضريبة	٠.٩٣١	**٠.٠١	دالة
٢- تكلفة رأس المال	٠.٨٠٣	**٠.٠١	دالة
٣- معامل خلق القيمة	-٠.٢٨٥	٠.٣٠	غير دالة
القيمة الاقتصادية المضافة	-٠.٦٤٨	**٠.٠١	دالة

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١).

\* المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي spss

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- ١- توجد علاقة قوية طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (قيمة إصدارات التوريق) والمتغير التابع (صافي ربح التشغيل بعد الضريبة)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٩٣١)، وهذا الارتباط دال عند مستوى معنوية (٠.٠١) فأقل.
- ٢- توجد علاقة قوية طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (قيمة إصدارات التوريق) والمتغير التابع (تكلفة رأس المال)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٨٠٣)، وهذا الارتباط دال عند مستوى معنوية (٠.٠١) فأقل.
- ٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (قيمة إصدارات التوريق) والمتغير التابع (معامل خلق القيمة)، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٢٨٥)، وهذا الارتباط غير دال عند مستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥).
- توجد علاقة قوية عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (قيمة إصدارات التوريق) وجمالي المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة)، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٦٤٨)، وهذا الارتباط دال عند مستوى معنوية (٠.٠١) فأقل.

#### اختبار الفرض

يتم قبول الفرض الإحصائي البديل بوجود تأثير معنوي لمتغير (قيمة إصدارات التوريق) كمتغير مستقل على (القيمة الاقتصادية المضافة) كمتغير تابع في أغلب

أجزائه ما عدا العلاقة مع معامل خلق القيمة والذي يشير إلى علاقة القيمة الاقتصادية المضافة برأس المال المستثمر مما يعكس أن قيمة سندات الإصدار للشركات محل الدراسة من خلال سندات التوريق كان لها تأثير سلبي على انخفاض القيمة السوقية لتلك السندات للشركات محل الدراسة في ذات الفترة فضلاً عن عدم تعظيم ثروة الملاك .

### النتائج والتوصيات

#### أولاً: نتائج الدراسة:

- ١- يتضح الغاء العديد من الاصدارات المورقة يرجع بالدرجة الاولى الى عدم التزام شركات التوريق محل الدراسة بقواعد وشروط الهيئة العامة للرقابة المالية .
- ٢- يرجع انخفاض قيمة الاصدارات المورقة الى عدم التزام شركات التوريق محل الدراسة بالشفافية والافصاح اللازمين كأطار حوكمی لتحسين تلك الاصدارات
- ٣- انخفاض تأثير قيمة اصدارات التوريق على تعظيم ثروة الملاك نظرا لتداخل الملكية مع الادارة .

#### ثانياً: توصيات الدراسة:

في ضوء النتائج التي توصلت اليها الدراسة فإن الباحث يقترح مجموعة من التوصيات ما يلي:

- ١- وضع الهيئة العامة للرقابة المالية قواعد وشروط تنظيمية وتمويلية لنشاط شركات التوريق وكذلك المؤسسات التي تدخل ضمن حلقة هذا النشاط، وكذلك تأمين رؤوس أموال هذه الشركات ضد المخاطر العالية التي تواجهها.
- ٢- إلزام الهيئة العامة للرقابة المالية شركات التوريق بالمزيد من الشفافية والافصاح عن استثماراتها، ولا يكتفي الأمر من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية بمجرد منحها الإعفاء الضريبي فقط بغض النظر عن ممارسته.

٣- وضع الهيئة العامة للرقابة المالية قواعد وشروط تعمل على فصل الإدارة عن الاستثمار للشركات التي تعمل في مجال التوريق، وذلك منعاً لتداخل الأنشطة وازدواجها.

### ثالثاً: المراجع

١. عبد المنعم أحمد التهامي، "الإدارة المالية"، مركز الكتاب الجامعي، جامعة حلوان ٢٠٠٨-٢٠٠٩.
٢. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية -مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية -جامعة الإسكندرية- كلية التجارة - ٢٠٠٢ ص ٤٨٠.
٣. مدحت صادق : أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب، ٢٠٠١.
٤. حسام إبراهيم العبد اللات و وسام إبراهيم العبد اللات، "تقييم أداء البنك الإسلامي الأردني في ظل نشوء بنوك إسلامية أخرى (دراسة تحليلية)"،المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة-جامعة عين شمس، العدد الأول الجزء الثاني يناير ٢٠٠٨.
٥. حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني، بحث منشور في الدليل الالكتروني للقانون العربي [www.arablwinof.com](http://www.arablwinof.com)، والدكتور عدنان الهندي : التوريق كأداة مالية حديثة ص٢٢ بحث منشور في مؤلف اتحاد المصارف العربية لعام ٢٠٠٥.
6. Alink-Bjorn-Johan ,” Mortgage prepayments in the Netherlands: Explanatory research on prepayment variables and the effects on asset and liability management and securitization “,Twente University Press, PhD2002.
7. Alink-Bjorn-Johan ,” Mortgage prepayments in the Netherlands: Explanatory research on prepayment variables and the effects on asset and liability management and securitization “,Twente University Press, PhD2006
8. ANNA SARKISYAN, Securitization and Bank Performance , *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 45, No. 8 (December 2013).
9. Brewer &Gyan ,” Economic Value Added (EVA):Its Uses and limitations” S.A.M advanced management journals ,Vol.64,No 2,1999 .
10. Bruce Gaitskell ,”The role of banks in the securitization apply” , *Small Bus Econ* (2012) 41:449–460