

أثر عدد إصدارات سندات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق

الباحث/ أمير عبد الفتاح رمضان عبد الفتاح

قسم إدارة الاعمال كلية التجارة دكتوراه

إشراف

أ.د/ محمد محمود عبدالعليم عوض د/أميرة سيد محمد جاد الرب
أستاذ إدارة الاعمال المساعد مدرس إدارة الاعمال
أكاديمية السادات للعلوم الادارية كلية التجارة - جامعة قناة السويس

الملخص:

استهدفت الدراسة معرفة تأثير عدد إصدارات سندات 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 (عدد 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 عدد 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 number 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 (number 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, the economic value added.

الجزء الأول: الإطار العام للبحث

المقدمة :

يواجه العالم العديد من التغيرات في معظم المجالات الاقتصادية والتكنولوجية والسياسية، وقد أدى تنوع وتعدد النشاط الاقتصادي إلى اعتماد جانب كبير من هذا النشاط على القروض كمصدر للتمويل، وقد أثر هذا التوجه المنافع التي يمكن أن تحققها القروض للمقترضين المتمثلة في الرفع المالي الناتج عن ثبات معدل الفائدة المسددة عن هذه القروض وانخفاضه عن معدل العائد على الاستثمار في حالة استثمار المبلغ المقترض بطريقة فعالة وهو ما يعرف بالمتاجرة بالديون، وقد ثبت عجز الأساليب التقليدية في علاج مشاكل الشركات المتعثرة نظراً لتركيزها على علاج مشاكل طرف علي حساب طرف آخر إلى أن برز نشاط توريق الديون الذي يحمل في طياته منافع ومزايا عديدة للأطراف المشاركة.

لذا أصبحت كلمة التوريق شائعة في الأوساط المالية والنقدية والاقتصادية منذ أواخر الثمانيات ولكن حدث خلط شديد في تحديد مفهومها والمقصود بها، ورغم أن

التوريق لم يتجاوز عمره عقدين من الزمان إلا أنه أصبح ظاهرة تفرض نفسها على أسواق الأوراق المالية وتمتد أثارها إلى السياسات المالية والنقدية والاقتصادية على المستوي الدولي ومن ثم عنى الباحثون في مجال التمويل الاقتصادي والقانون التجاري بهذه الظاهرة محاولين إبرازها وضبط القواعد المنظمة ككل.

أولاً: الدراسات السابقة والفجوة البحثية:

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

- الدراسات التي تتعلق عدد إصدارات سندات التوريق
- الدراسات التي تتعلق القيمة الاقتصادية المضافة
- الفجوة البحثية

الدراسات التي تتعلق بعدد إصدارات سندات التوريق:

١- دراسة (Chen, Shaozhen, Yang Zhang, and Jinlin He, 2021)

هدفت الدراسة إلى بيان مقارنة تسعير توريق الأصول طويلة الأجل لشركات توزيع الطاقة الكهربائية بالصين والتي أدخلت تشريعات تسمح بتوريق الأصول الثابتة عن البنية التحتية لشركات توزيع الطاقة الكهربائية وتحديد طرق لتقييم الأوراق المالية المدعومة بالأصول، وتوصلت الدراسة إلى أن الأصول طويلة الأجل تتحمل بمصاريف التشغيل والصيانة، وما إلى ذلك، والتي لها تأثير أكبر على التدفق النقدي المستقبلي لتلك الأصول مما يساهم التوريق في تقليل تلك المصروفات والعمل على الحفاظ على التدفق النقدي منها.

٢- 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.

٣- دراسة (Karyotis, G., Connolly, J., Collignon, S., Judge, A.,) (Makropoulos, I., Rüdig, W., & Skleparis, D,2021)

هدفت الدراسة إلى تأثير أزمة كورونا والتباعد الاجتماعي على الاستثمار في سندات التوريق وتوصلت الدراسة إلى أن المفتاح لتسخير المستثمرين يكمن في دعم التدابير الحكومية على اللازمة لمسندتهم وتشجيعهم على عدم التخلي عن تلك السندات مع استقرار اسعار الفائدة.

٤- دراسة (GÜNER, 2020)

هدفت الدراسة الى لبيان تأثير التوريق المدعوم بالأصول على الأداء المالي للشركات (ال فشل/ النجاح) وذلك من منطلق أن التوريق هو طريقة مالية تمكن الشركات من الاحتفاظ بالسيولة عن طريق تحويل مستحقاتها المستقبلية (كمثل كرهن عقاري أو قرض سيارة أو ذمم تجارية مدينة) إلى أوراق مالية بأسعار فائدة مواتية، هذه الطريقة لم يتم انتشارها على نطاق واسع في تركيا مما يدل على الحاجة إلى التحقيق في فائدة هذه الطريقة، وتناولت الدراسة أيضاً علاقة التحول نحو ممارسة نشاط التوريق كنوع من التغيير يحدث في احتمال الفشل المالي للشركات التي بالتركيز على قطاع الاتصالات التركي، وتوصلت الدراسة إلى أن التوريق يقلل أيضاً من احتمالية فشل الشركات مالياً ويساهم في تحسين الأداء المالي.

٥- دراسة (ابو القمصان، ٢٠٢٠)

هدفت الدراسة إلى قياس مدى تأثير نشاط التوريق على الاداء المالي للبنوك من خلال الدارسة التحليلية لأداء البنوك المطبقة لعمليات التوريق، قبل وبعد تطبيقه، إلى جانب المقارنة بين أداء عينة من البنوك تطبق التوريق، واخرى لا تطبق التوريق خلال سلسلة زمنية، وكذلك دراسة اسباب انخفاض حجم التوريق في السوق المصري

مقارنة بالاسواق الخارجية، ووضع اطار مقترح لتفعيل نشاط التوريق بالاستعانة بخبرة القيادات المصرفية المهمة بالتوريق وجعية التوريق المصرية.

وقد توصلت الدراسة انه فى حالة قيام البنك بعمليات التوريق فان ذلك يؤثر على الاداء المالى للبنوك وذلك من خلال رفع معدلات كفاية راس المال الى الحدود التى يحددها البنك المركزى المصرى وتحسين جودة اصول البنك بعدة عناصر منها خفض القروض المتعثرة، زيادة اجمالى القروض الى اجمالى الاصول، خفض مخصصات خسائر القروض، تحسين معدل العائد على الاستثمار، تحسين معدل العائد على حقوق الملكية كفاية رأس المال، وبالتالي تحسين ربحية البنك والذى بدوره يؤدي لتحسين الاداء المالى للبنوك فى النهاية.

ب. الدراسات التى تتعلق بالقيمة الاقتصادية المضافة

١- دراسة (Ambarwati, Edi, 2021)

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل الأداء المالى باستخدام أساليب القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) والقيمة المضافة السوقية (MVA) فى شركة تأمين على الحياة، وهى Financial PT AIA تم الاستدلال على المتغيرات فى 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 فى شكل البيانات المالية لشركة PT بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة من الفترة ٢٠١٦-٢٠١٩ .

وتوصلت الدراسة إلى أن الأداء المالى للشركة محل الدراسة لم يكن جيداً بالقيمة الاقتصادية المضافة بينما تُظهر القيمة السوقية نتائج إيجابية ، فهذا يعنى أن الشركة تظهر أن الإدارة نجحت فى توفير قيمة مضافة من خلال نمو القيمة السوقية للأسهم المصدرة أو أن الشركة قادرة على بيع الأسهم فى 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 الأوراق 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 الأوراق المالية بمصر خلال الفترة من ٢٠٠٩ حتى نهاية ٢٠١٨ ، وقد تم حساب قيمة المتغيرات على أساس سنوي، وباستخدام تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel data ، ثم اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار التدريجي Step-Wise Regression.

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

٤- دراسة (عبد السميع، ٢٠١٨)

هدف الدراسة إلى صياغة إطار محاسبي مقترح للقيمة الاقتصادية المضافة EVA وبطاقة الأداء المتوازن BSC، لتدعيم القدرة التنافسية بالبنوك المصرية، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام المنهج الاستقرائي لصياغة الإطار النظري للبحث، والمنهج الاستنباطي لاختبار الفروض، وانتهت الدراسة النظرية بصياغة الإطار

المحاسبي المقترح ليتم استخدامه لقياس النتيجة النهائية على مستوى أبعاد بطاقة الأداء المتوازن وذلك لتدعيم القدرات التنافسية للبنوك المصرية، وشملت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من ثمانية بنوك تجارية من أصل (٣٨) بنكاً تعمل بجمهورية مصر العربية في قطاع البنوك، في الفترة من عام ٢٠٠٦ وحتى عام ٢٠١٦، وتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة لهذه البنوك بطريقتين:

- هي القيمة الاقتصادية المضافة البنكية EVABKG.

- القيمة الاقتصادية المعيارية EVASTD.

وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة معنوية موجبة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وبين القدرة التنافسية على مستوى جميع أبعاد بطاقة الأداء المتوازن، ماعدا البعد البيئي والمجتمعي، وجاءت النتائج الإحصائية متوافقة مع النظرية الاقتصادية، مما يشير إلى جودة النموذج المقترح في تفسير التغير في القدرة التنافسية.

ج. الفجوة البحثية

تتضح الفجوة البحثية كما بالشكل التالي:

شكل رقم (١): الفجوة البحثية



* المصدر: من إعداد الباحث

ثانياً: الدراسة الاستطلاعية

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

المرحلة الاولى : 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^١، 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 التوريق في مصر وذلك من خلال طرح مجموعة من الاسئلة والتي جاءت نتيجة اجابة هذه العينة على النحو الوارد في الجدول التالي^٢:

جدول رقم (١)

استقصاء عينة الدراسة الاستطلاعية

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

** 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

١ من هذه الشركات، ثروة للتوريق، التعمير للتوريق، المصرية للتوريق وذلك في الفترة الزمنية شهري ابريل، مايو

٢٠١٩، شملت كلاً من مديرين الادارة المالية و مديرى عمليات الاصدار، و عينة من رؤساء الاقسام.

٢ من إعداد الباحث في ضوء الدراسة الاستطلاعية

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.
- 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 المصرى 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 النهائى لمحفظة 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^١ :
جدول رقم (٢) إصدار شركة ثروة للتوريق من ٢٠١٣ الى عام ٢٠١٨

الارقام بالمليون جنية

إصدارات شركة ثروة	قيمة الاصدارات	الشريحة الأولى	آخر استحقاق	الشريحة الثانية	آخر استحقاق	الشريحة الثالثة	آخر استحقاق
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	75,2	يونيو 2015
الإصدار السابع	420	157	يناير 2012	190	يناير 2014	73	ديسمبر 2015
الإصدار الثامن	350	105	يوليو 2012	156	يوليو 2014	89	يونيو 2016
الإصدار التاسع	814	250	ديسمبر 2013	410	ديسمبر 2015	154	نوفمبر 2017
الإصدار العاشر	629	217	ديسمبر 2014	359	ديسمبر 2016	182	أكتوبر 2018
الإصدار الحادي عشر	201	118	يناير 2016	83	فبراير 2019		
الإصدار الثاني عشر	899	359	يوليو 2015	428	يوليو 2017	112	مايو 2019
الإصدار الثالث عشر	603	182	ديسمبر 2015	301	ديسمبر 2017	120	أكتوبر 2019
الإصدار الرابع عشر	173	25	مايو 2016	96	مايو 2017	52	فبراير 2020
الإصدار الخامس عشر	621	189	يونيو 2016	310	يونيو 2018	122	أبريل 2020
الإصدار السادس عشر	733	220	ديسمبر 2016	355	ديسمبر 2018	158	أكتوبر 2020
الإصدار السابع عشر	331	160	مايو 2017	140	مايو 2019	31	فبراير 2021
الإصدار الثامن عشر	586	189	سبتمبر 2019	362	سبتمبر 2019	134	يونيو 2021
الإصدار الحادي والعشرون	404	122	يناير 2018	185	يناير 2020	97	ديسمبر 2021
الإصدار الثاني والعشرون	1,147	343	ديسمبر 2018	605	ديسمبر 2020	1	أغسطس 2022
الإصدار الثالث والعشرون	174	40	يونيو 2018	100	يونيو 2020	34	مايو 2022
الإصدار الخامس والعشرون	261	62	أبريل 2019	143	أبريل 2021	56	مارس 2023
الإصدار السابع والعشرون	2,030	700	مايو 2019	1.025	مايو 2021	305	مارس 2023
الإصدار الثامن والعشرون	1,751	625	أغسطس 2019	800	أغسطس 2021	326	يونيو 2023

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

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

أثر محدد إصدارات سندات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق

أمير محمد الفتاح رمضان محمد الفتاح

جدول رقم (٣)

إصدار شركتي التعمير والمصرية للتوريق

بيانات	إصدارات شركة التعمير	إصدارات شركة المصرية للتوريق
قيمة الإصدارات	٤٦٥.٠٠٠.٠٠٠	٣٦.٠٠٠.٠٠٠
تاريخ الإصدار	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، مشيرًا 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 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 إصدارات عدد سندات التوريق المتداولة حالياً بين الارتفاع والانخفاض ويشير ذلك إلى تعزيز أحجام السيولة بالسوق، مع التوقع

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

لتسجيل معدلات طلب مرتفعة على تلك السندات، وأيضاً القدرة على استيعاب أي 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 إلى عام ٢٠١٨ (EVA) ١ تظهر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

تقدير القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من شركات التوريق من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٨ (القيمة بالآلاف جنية)

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، ٢٠١٨-٢٠١٣

ويتضح أن الشركة ثروة تراوحت قيمة القيمة الاقتصادية المضافة بين موجب و سالب مما يشير الى تعظيم ثروة الملاك في الاعوام ذات القيم الموجبة، و عدم تعظيم ثروة الملاك في الاعوام ذات القيم السالبة. ويظهر ذلك التباين في 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

١ من إعداد الباحث وفقاً للبيانات الثانوية من عينة شركات التوريق، المبحوثة بشكل مبدئي.

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 أكبر 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 لعدد 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 (عدد إصدارات التوريق) كمتغير مستقل على (القيمة الاقتصادية المضافة) كمتغير تابع.

خامساً: متغيرات الدراسة:

أ. المتغير المستقل في عدد إصدارات التوريق

ب. المتغير التابع القيمة الاقتصادية المضافة

سادساً: أهداف الدراسة

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

١. قياس تأثير معنوي لمتغير (عدد 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 الثاني الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول التوريق

١- الخلفية والنشأة التاريخية لنشاط التوريق.

يرجع ظهور نشاط التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية في مطلع السبعينات حيث سمح قانون التأمين على ديون الرهن العقاري الصادره عن مقرضين غير الحكوميين كما سمح بتأسيس هيئات الرهن العقاري الوطني في واشنطن في ١٩٣٨ الذي تغير أسمها لاحقاً للهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري. ثم قسمت الهيئة الى هيئتين هما الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري (جيني ما- Ginniemae) والهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري (فاني ماي Fannie - Mae) ، وقد برز نشاط التوريق في بداية السبعينيات، عندما اشتدت أزمة الاسكان في الولايات المتحدة الامريكية وعجزت مؤسسات الاوراق المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، فتم التنسيق مع مؤسسة Solomon Brother Faeddiemae من محفظة رهونات Perpetual savings وهي احدى الكيانات التي يقع مقرها الرئيسي في واشنطن، وفي الثمانينات زاد حجم سوق الاوراق المالية المضمونة بأصول عقارية بسبب العمليات المنفذة من قبل شركة فريدي ماك وشركة فاني ماي، وبمرور الوقت ومع تطور أسواق المال ظهرت الحاجة لادوات مالية أكثر حداثة وتقدماً لإرضاء طلبات المستثمرين، مما أدى إلى ظهور أدوات مالية جديدة للرهن العقاري مثل

التزامات الرهن العقاري المضمونة (Collateralized Mortgage Obligations) والأوراق المالية المضمونة بأصول Asset backed Securities، وكانت أول عملية توريق في الاسواق الناشئة هي شركة التليفونات المكسيكية في الثمانينات زاد حجم عمليات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب العمليات المنفذة من قبل شركتي فريدي ماك Fraidy Mak وفاني ماي Fannie Mae، حيث تقوم الشركتان بشراء قروض الرهن العقاري من البنوك التجارية والمؤسسات المالية وبنوك الرهن العقاري ثم تقوم بحفظ هذه القروض في محافظها الخاصة ثم بيعها للمستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية مضمونة بهذه القروض، أما خارج الولايات المتحدة فقد حصلت أول عملية توريق في المملكة المتحدة مطلع الثمانينات ولم تظهر هذه العمليات خارج الدول الصناعية إلا بعد عام ١٩٩٥، وقد أقتصرت عمليات التوريق بين الفترة الممتدة من عام ١٩٧٠م حتى عام ١٩٩٠م على قروض الرهن العقاري وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية، ثم توسعت بعدها لتشمل عناصر أخرى من الأصول المالية مثل قروض شراء الوسائل الترفيهية وقروض تمويل السينما.

أما على صعيد البيئة الأوروبية انتشرت عملية التوريق في إنجلترا كوسيلة حيوية لمواكبة الممارسة المصرفية في بريطانيا من خلال طرق عملية للتوريق الثلاثة وهي التنازل، واستبدال الدين والمشاركة الجزئية، أما على صعيد البيئة المالية المصرية قامت وزارة المالية المصرية في إصدار سندات دولارية في ٩ / ٧ / ٢٠٠١ بهدف فتح نافذة على أسواق المال المالية جنباً إلى جنب مع نافذة الأسهم لبعض الشركات المصرية التي تتداول في البورصات العالمية في شكل شهادات إيداع دولية، حيث يقوم البنك الأجنبي بتوريق سندات وزارة المالية وأسهم الشركات المصرية بإصدار ما يسمى بشهادات الإيداع تطرح للبيع للمستثمرين في البورصات العالمية

٢ - 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 في الأسواق المالية
- هو الوسيلة التي تهدف إلى تحويل الديون العادية لدى الطرف البادئ بالتوريق إلى سندات تصدرها وحدات متخصصة وبالتالي تحويل طبيعة الورقة التجارية من ورقة تجارية - سند إذني أو - كميالة إلى ورقة مالية- سهم أو سند.
- كما أنه عملية اصدار أوراق مالية (سندات) مضمونة بمجموعة من الحقوق المالية (محفظه الديون) مستقلة على الجهة المنشأة لهذه المحفظة وتعطي هذه السندات لحاملها حق الاولوية على جميع الحقوق المالية والعوائد التي تنشأ عن هذه المحفظة
- وسيلة للتمويل بدون تكلفة وذلك بإصدار عدد من أدوات المديونية المتجانسة Receivables Homogenous وبيعها للمستثمرين من خلال الجهاز المصرفي 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 الخارجي المقوم بعملة أجنبية إلى دين داخلي مقوم بعملة الديون المتعثره مثال ذلك عند توقف المكسيك عن دفع التزاماتها".
- أما علي 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 إنتمانية أو رهون عقارية أو إيجارات ومقيدة بالميزانية العمومية وتحويلها وطرحها في شكل أوراق مالية للاكتتاب من خلال منشأة ذات غرض خاص".

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 الاستثمار، 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 على 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 .

وحالياً 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) الى أن كلى 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 فإن عينة البحث اصبحت ثلاث شركات توريق فقط وقد يرجع ذلك إلى أن هناك إصدارات 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: عدد إصدارات سندات التمويل						
١- عدد إصدارات التمويل	١٥	١٤٠١٨٨٣٣.٣٣٣	١٣٦٤٣٠٨١.٠٣٧٧	٢.٥٣٤	١.٧١٦	٤٧٦٤٤٠٠٠.٠٠٠
٢- المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة						
١- صافي ربح التشغيل بعد الضريبة	١٥	٢١٠٩٤٨٧٧.٠٦٦٦	٣٦٧٣٠٤٠٥.٨٥٣	٣.٤٥٦	٢.١٤٧	١١٢٤٠٨٠١.٠٠٠
٢- تكلفة رأس المال	١٥	١٤٣٩٢١٠٤١.٤٠٠	١٣٣٩١٩١١٨.٥٧٤٥	-١.٢٧٤	٠.٤٢٠	٣٥٣٥٦٤٠٨٩.٠٠٠
٣- معامل خلق القيمة	١٥	-٠.٧٨٩٤٠٥٠	٠.٥٠٣١٨٣٢٧	١.٦٦٦	١.٣٥٤	١٧٦٦٧٣
القيمة الاقتصادية المضافة	١٥	-١٢٢٨٢٦١٣.٨٦	١١٣٢٣١٨٤٩.٨٥٧	-٠.٨٧٦	-٠.٤٤٨	٣٤٠٧٧٤٤١٦.٠٠٠

** المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي spss

من جدول السابق يتضح أن:

إن قيم معامل الالتواء skewnes: والتي تشير إلى اتجاه تركز البيانات يميناً أو يساراً، وقد تبين أن معظم بيانات المتغيرات تتجه ناحية اليمين أي أكبر من الصفر، ويسمى التواء موجباً وتتمثل هذه المتغيرات في (عدد إصدارات التمويل- صافي ربح التشغيل بعد الضريبة- تكلفة رأس المال- معامل خلق القيمة)، بينما اتجهت البيانات المتمثلة في (القيمة الاقتصادية المضافة)، ناحية اليسار أي أصغر من الصفر ويسمى التواء سالباً.

وبالتالي يتضح مما سبق أن متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي.

إن قيم معامل التفرطح kurtosis: والتي أشارت إلى القيمة من وإلى أقل (٣) بمعنى توزيع مفرطح وتمثلت هذه المتغيرات في (عدد إصدارات التمويل- تكلفة رأس المال- معامل خلق القيمة)، بينما القيم أكبر من (٣) فتنبع التوزيع المدبب أو المسطح والتي تمثلت في المتغيرات (صافي ربح التشغيل بعد الضريبة).

وبالتالي يتضح مما سبق أن متغيرات الدراسة تخضع للتوزيع الطبيعي.

كما يتضح أيضاً من بيانات المتغيرات المستقلة ما يلي:

١- أشارت النتائج إلى أن المتوسط العام لمؤشر (عدد إصدارات التمويل) قد بلغ (١٤٠١٨٨٣٣.٣٣)، بانحراف معياري (١٣٦٤٣٠٨١.٠٣٧). بدرجة مدي (٤٧٦٤٤٠٠٠.٠٠٠).

كما يتضح أيضا 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 (٠٠٧٨٩٤٠٥٠)، بانحراف معياري (٥٠٣١٨٣٢٧). 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 تتعب التوزيع الطبيعي ام لا.

جدول رقم (٨)

يوضح اعتدالية التوزيع باستخدام اختبار كلمجروف سميرنوف

م	المتغيرات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الاختبار Kolmogorov-Smirnov Z	المعنوية	القرار
١- المتغير المستقل: عدد إصدارات سندات التوريق						
١	عدد إصدارات التوريق	١٤٠١٨٨٣٣.٣٣٣	١٣٦٤٣٠٨١.٠٣٧٧	١.٠٢٠	٠.٢٤	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	٠٠٧٨٩٤٠٥٠	٥٠٣١٨٣٢٧	٠.٨١٩	٠.٥١	غير دالة
	القيمة الاقتصادية المضافة	١٢٢٨٢٦١٣٠.٨٦	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 سميرنوف (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 (0.05) ، فاذا كانت القيمة اقل من (0.05) فهذا يعنى ان هذه البيانات لا تخضع للتوزيع الطبيعي، وإذا كانت القيمة اكبر من (0.05) فهذا يعنى ان هذه البيانات تخضع للتوزيع الطبيعي، ومن خلال التحليل اتضح ان القيمة الاحتمالية لمتغيرات الدراسة (عدد إصدارات سندات التوريق ودورها في تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق المصرية)، تساوى (0.05) 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 (عدد إصدارات التوريق) والمتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة) في الشركات التوريق محل الدراسة باستخدام معامل ارتباط بيرسون

العلاقة بين عدد إصدارات التوريق والمتغيرات التابعة	معامل الارتباط (r)	مستوى المعنوية	القرار
1-صافي ربح التشغيل بعد الضريبة	٠.٩٣١	**٠.٠١	دالة
٢- تكلفة رأس المال	٠.٨٠٢	**٠.٠١	دالة
٣- معامل خلق القيمة	-٠.٢٨٣	٠.٣٠	غير دالة
القيمة الاقتصادية المضافة	-٠.٦٤٦	**٠.٠١	دالة

** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01).

* المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي spss

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- ١- توجد علاقة قوية طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (عدد إصدارات التوريق) والمتغير التابع (صافي ربح التشغيل بعد الضريبة)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٩٣١)، وهذا الارتباط دال عند مستوى معنوية (٠.٠١) فائق.
- ٢- توجد علاقة قوية طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (عدد إصدارات التوريق) والمتغير التابع (تكلفة رأس المال)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٨٠٢)، وهذا الارتباط دال عند مستوى معنوية (٠.٠١) فائق.
- ٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (عدد إصدارات التوريق) والمتغير التابع (معامل خلق القيمة)، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٢٨٣)، وهذا الارتباط غير دال عند مستوى معنوية أكبر من (٠.٠٥).
- توجد علاقة قوية عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (عدد إصدارات التوريق) واجمالي المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة)، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٦٤٦)، وهذا الارتباط دال عند مستوى معنوية (٠.٠١) فائق.

اختبار الفرض

يتم قبول الفرض الإحصائي البديل بوجود تأثير معنوي لمتغير (عدد 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 عدد 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- نجاح شركات التوريق يتوقف على التعاون مع كيانات عقارية وذلك بغرض زيادة عدد الإصدارات. لشركات التوريق محل الدراسة
- ٢- يتوقف فعالية التوريق وإصداراته على الملاءة الائتمانية المتميزة لشركات التوريق محل الدراسة
- ٣- يتوقف فعالية التوريق على وضع استراتيجيات لتقليل المخاطر غير التجارية لشركات التوريق محل الدراسة
- ٤- تم الغاء العديد من الإصدارات المورقة مما ينعكس بالضعف على عدد تلك الإصدارات ومن ثم انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة المتوقع تحقيقها لشركات التوريق محل الدراسة

ثانياً: توصيات الدراسة:

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

- ١- يجب ان تتعاون شركات التوريق مع كيانات قادرة على تقييم الأصول العقارية ، حيث يتطلب الأمر من خلال الاستعانة بخبراء تقييم متميزين
- ٢- قيام شركات التوريق بإصدار سندات توريق ذات ملاءة إئتمانية متميزة .
- ٣- التزام شركات التوريق بالعمل على تطبيق القواعد الدولية لإدارة عمليات التوريق وكذلك المعايير الدولية الخاصة بكل من التمويل والتقييم العقاري، والعمل بالقواعد اللازمة للإفصاح والشفافية، وتفعيل آليات حماية السوق من المخاطر غير التجارية
- ٤- ضرورة توافر منظومة متكاملة من المؤسسات مثل شركات الإستعلام عن العملاء، مؤسسات التصنيف الإئتماني لقياس مخاطر التعامل في سندات التوريق،

شركات الوكيل العقاري، شركات تأمين القروض العقارية وأمناء الحفظ وغيرها، مع إقرار آلية مناسبة لضمان دقة وسلامة التعامل بين شركات التوريق والبنوك وشركات التمويل العقاري وسوق الأوراق المالية بما يحقق نجاح عملية التوريق.

ثالثاً: المراجع

١. عبد الغفار حنفي : بورصة الأوراق المالية : أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، ٢٠٠٣، ص١٢٥.
٢. عبد الغفار حنفي، " أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية - جامعة الإسكندرية - كلية التجارة - ٢٠٠٧ ص٧١
٣. عبد المنعم أحمد التهامي، " الإدارة المالية"، مركز الكتاب الجامعي، جامعة حلوان ٢٠٠٨-٢٠٠٩.
٤. أسامة عبد الخالق، "المزايا المالية والاقتصادية التي يحققها نشاط توريق الأصول" - مجلة المحاسب - العدد ٢، أكتوبر - ديسمبر ٢٠٠٣.
٥. أسامة علي عبد الخالق، المعاملة الضريبية لنشاط توريق الأصول في ظل أحكام التشريع الضريبي المصري، المؤتمر الضريبي الثامن، الجمعية المصرية للمالية العامة والضرائب، القاهرة، ٧-١٠ ديسمبر ٢٠٠٣.
٦. إعداد النصر للسمسة في الأوراق المالية، "التوريق، مفهومة، عناصره، أنواعه"، البورصة المصرية، العدد ٤٥٢ الأثنين ٩ يناير ٢٠٠٦.
٧. بهاء محمد حسين منصور، " المداخل المقترحة لقياس وتقييم الأداء المالي والتشغيلي والإستراتيجي في منشآت الأعمال- الحديثة"، مجلة كلية التجارة - جامعة قناة السويس العدد ١٢ السنة ٢٠٠٥.
٨. ورقة بحثية بعنوان " نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول " من الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية www.egyptse.com.
9. Charles H. Gibson , " Financial Reporting & analysis Using Financial Accounting Information ", 11th Edition ,2009 .
10. Esa Mäkeläinen & Narcyz Roztocki , " Economic Value Added (EVA)for Small Business", , June 1998 . www.evanomics.com

11. Frank j.fabozzi and others , “ capital markets institutions and instruments “ , pearson education international 2003.
12. Michael Boehlje , " Economic Value Added " , Strategic Business Planning for Commercial Producers.
13. Brewer &Gyan , " Economic Value Added (EVA):Its Uses and limitations" S.A.M advanced management journals , Vol.64,No 2,1999 .