



# **أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية ( دراسة تطبيقية )**

**إعداد**

**محمد جمال الدين محمد حسن ربحان**  
مدرس بمعهد الجزيرة العالي لتنظم المعلومات الإدارية

**مجلة راية الدولية للعلوم التجارية**

**دورية علمية محكمة**

**المجلد (٤) - العدد (١٣) - أبريل ٢٠٢٥**

**<https://www.rijcs.org/>**

**معهد راية العالي للإدارة والتجارة الخارجية بدمياط الجديدة**

**المنشأ بقرار وزير التعليم العالي رقم ٤٨٩٠ بتاريخ ٢٢ أكتوبر ٢٠١٨ بجمهورية مصر العربية**

# أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية (دراسة تطبيقية)

إعداد

محمد جهال الدين محمد حسن ربحان

مدرس بمعهد الجزيرة العالي لنظم المعلومات الإدارية

هدف البحث إلى قياس أثر نشاط التوريق المصرفي على

أداء شركات التوريق في السوق المصرية، وذلك في ضوء دعم

المعارف الخاصة بمفهوم التوريق، و إبراز المشكلات التي تعاني

منها شركات التوريق المصرية،

المستخلص

وتحديد العلاقات بين التوريق المصرفي وأداء المالى لشركات التوريق وقام الباحث بإجراء الدراسة مع مجموعة من مديري الشئون المالية وإدارة سندات التوريق وتسويقها لعينة من الشركات وبعض العاملين بتلك الإدارات في بعض شركات التوريق المصرية وهي : شركة ثروة، و البنك العقاري المصرى، و شركة المصرية، و شركة الرحاب، وشركة التعمير وتم الاطلاع على سجلات الشركات من خلال القوائم المالية لهذه الشركات، وتوصل الباحث إلى مجموعة من النتائج وهي أن علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول كأحد مؤشرات التحليل المالى وقد تبين أن هناك علاقة ارتباط معنوى ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة (99). بلغت قيمة الارتباط بين 838. وهو ارتباط ايجابي قوى وأن علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حق الملكية كأحد مؤشرات التحليل المالى وقد تبين أن هناك علاقة ارتباط معنوى ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة (99). بلغت قيمة الارتباط بين 863. وهو ارتباط ايجابي قوى، كما علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات

التوريق وبين معدل التمويل بالديون كأحد مؤشرات الأداء المالى وقد تبين أنه لا توجد علاقة ارتباط معنوى بين المتغيرين حيث بلغت معنوية الاختبار 0.056. وهى أكبر من مستوى الدلالة 0.05. وقد بلغت قيمة الارتباط بين -387. وهو ارتباط عكسى ضعيف، كما أن علاقة لارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين القيمة الاقتصادية المضافة كأحد مؤشرات الأداء المالى وقد تبين أنه لا توجد علاقة ارتباط معنوى بين المتغيرين حيث بلغت معنوية الاختبار 0.216. وهى أكبر من مستوى الدلالة 0.05. وقد بلغت قيمة الارتباط بين -198. وهو ارتباط عكسى ضعيف جدا. الكلمات المفتاحية: نشاط التوريق المصرفي- أداء شركات التوريق- سوق البنوك المصرى.

**Abstract:**

The research aimed to measure the impact of banking securitization activity on the performance of securitization companies in the Egyptian market, in light of supporting knowledge of the concept of securitization, highlighting the problems suffered by Egyptian securitization companies, and determining the relationships between banking securitization and the performance of securitization companies. The researcher conducted the study with a group of financial affairs managers and securitization bonds management and marketing for a sample of companies and some employees in those departments in some Egyptian securitization companies, namely: Tharoora Company, Egyptian Real Estate Bank, Egyptian Company, Al-Rehab Company, and Al-Taamir Company. The companies' records were reviewed through the financial statements of these companies, and the researcher reached a set of results, namely that the correlation relationship between the number of securitization bond issues and the rate of return on assets as one of the financial analysis indicators. It was found that there is a statistically significant moral correlation at a confidence level of (99). The correlation value reached .838, which

is a strong positive correlation. The correlation relationship between the number of securitization bond issues and the rate of return on equity as one of the financial analysis indicators was found to be statistically significant at a confidence level of (99). The correlation value reached .838, which is a strong positive correlation. .863 which is a strong positive correlation, as well as the correlation between the number of securitization bond issues and the debt financing rate as one of the financial performance indicators. It was found that there is no significant correlation between the two variables, as the test significance reached .056, which is greater than the significance level of .05. The correlation value between .387- is a weak inverse correlation. There is also a correlation between the number of securitization bond issues and the economic value added as one of the financial performance indicators. It was found that there is no significant correlation between the two variables, as the test significance reached .216, which is greater than the significance level of .05. The correlation value between .198- is a very weak inverse correlation.

**Keywords:** Bank securitization activity - Securitization companies performance - Egyptian banking market.

#### مقدمة البحث :

يواجه العالم اليوم العديد من المتغيرات الجذرية في مختلف المجالات الاقتصادية والتشريعية والتكنولوجية والسياسية والاجتماعية، وقد أدى تنوع وتعدد أوجه النشاط الاقتصادي إلى اعتماد جانب كبير من هذا النشاط على القروض كمصدر للتمويل ، حيث إن الدافع إلى استخدام الدين يتمثل في امكانية الحصول على وفر ضريبي من الفوائد من ناحية، ومن ناحية أخرى استثمار القرض بمعدل أعلى من معدل الفائدة وهو ما يعرف بالمتاجرة على حقوق الملكية، وقد ثبت عجز الأساليب التقليدية في علاج مشاكل الشركات المتعثرة نظراً

لتركيزها على علاج مشاكل طرف على حساب طرف آخر، إلى أن برز نشاط توريق الديون الذي يحمل في طياته منافع ومزايا عديدة للأطراف المشاركة. (يوسف ، ٢٠١٧ : ص ٢)

أصبحت كلمة التوريق المصرفي شائعة في الأوساط المالية والنقدية والاقتصادية منذ أواخر الثمانينيات ولكن حدث خلط شديد في تحديد مفهومها والمقصود بها، ورغم أن التوريق لم يتجاوز عمره عقدين من الزمان فإنه أصبح ظاهرة تفرض نفسها على أسواق الأوراق المالية وتمتد آثارها إلى السياسات المالية والنقدية والاقتصادية على المستوى الدولي، ومن ثم عنى الباحثون في مجال التمويل الاقتصادي والقانون التجاري بهذه الظاهرة محاولين إبرازها وضبط القواعد المنظمة ككل. (يوسف ، ٢٠١٧ : ص ٢)

أن من أهم أسباب ودوافع عمليات توريق المصرفي الديون هو تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام ١٩٨٢ في معظم بلدان العالم الثالث والحاجة إلى دراسة واقتراح الحلول المناسبة ومنها ضرورة توفير أساليب جديدة للادخار، حيث يساعد التوريق علي تنمية سوق السندات وبالتالي جذب المزيد من المدخرات بالإضافة إلى مساعدة البنوك والمؤسسات المالية بأداء أعمالها بكفاءة وفعالية .

#### ثانياً - الدراسات السابقة:

تنقسم الدراسات السابقة في ضوء محورين هما: المحور الأول دراسات عربية ، المحور الثاني : دراسات اجنبية

#### المحور الأول- دراسات سابقة باللغة العربية:

دراسة (خالد، ٢٠١٩):

هدفت إلي دراسة مفهوم المحاسبة عن القيمة العادلة من حيث تعريفها، اسلوب قياسها ، أوجه القصور في ضوء معايير المحاسبة الأمريكية والدولية ، وأيضاً دراسة الاعتراف والقياس للأصول المالية وبصفه خاصة الاستثمارات في الأوراق المالية في ضوء معايير المحاسبة الأمريكية والدولية وتعديلها ، والتعرف علي أثر اختلاف المعالجة المحاسبية وذلك من خلال دراسة تطبيقية علي احد بنوك قطاع الاعمال .

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية وجوهرية بين كل من الاستثمارات في الأوراق المالية بغرض المتاجرة والاستثمارات في الأوراق المالية المتاحة للبيع مع إجمالي الاستثمارات في الأوراق المالية ، بينما كانت هناك علاقة ارتباط عكسية وجوهرية بين الاستثمارات في الأوراق المالية المحيط بها حتي تاريخ الاستحقاق مع إجمالي الاستثمارات في الأوراق المالية المتاحة للبيع من خلال نموذج الدخل للقيمة العادلة الكلية مع كل عوائد محفظة الأوراق المالية والقيمة السوقية لحقوق المساهمين .

دراسة ( النعيمات ، ٢٠١٦):

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر عمليات التوريق على الأداء المالي لمنظمات الأعمال الإسلامية بالأردن بدءاً من القطاع المالي والمصرفي، انتقلاً إلى باقي القطاعات الاقتصادية، وبما أن هذه الدراسة فلسفية وصفية اعتمدت على المنهج الوصفي لمعرفة مفهوم ومراحل عمليات التوريق المتبع في الأسواق الرأسمالية والدور الذي أحدثته على الأداء المالي .

وتوصلت الدراسة إلى أنه من نتائج الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠١٦ على منظمات الأعمال : الافلاس ، هبوط الأسعار ، الإغراق بالديون ، ضعف التنافسية والطلب على المنتجات .

دراسة (رضا، ٢٠١٧) :

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور التوريق المصرفي في حل أزمة السكن بالعراق من خلال افتراض مدي مساهمة توريق القروض العقارية في حل أزمة السكن .

وتوصلت الدراسة إلى أن التوريق يعد مصدراً تمويلياً حديثاً حيث يعمل على تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أصول مالية سائلة فضلاً عن تقليل تكاليف الاقتراض وتخفيض المخاطر الائتمانية للأصول.

دراسة ( مصطفى ، ٢٠٢٠) :

هدفت الدراسة الى قياس تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المحاسبية على الاسعار السوقية لاسهم البنوك التي تتداول اسهمها في سوق الاوراق الماليه في مصر ، من خلال عينه ١١ بنك مساهم خلال الفترة من ٢٠٠٩ حتي نهاية ٢٠١٨ وتوصلت الدراسه الي ان تبني

البنوك استخدام المؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمؤشر لقياس الأداء يساهم في تحديد أوجه الصور والتي لاتظهر عند تقييم البنوك من خلال استخدام المقاييس المحاسبية .  
دراسه ( عبد الفتاح، ٢٠٢٢ ) :

استهدفت الدراسة معرفة تقسيم قيمة إصدارات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة في شركات التوريق المصرية وتوصلت الدراسة وجود تأثير معنوي لمتغير (قيمة إصدارات التوريق) كمتغير مستقل على ( القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير تابع ) ما عاد العلاقة مع معامل خلق القيمة مما يعكس ان قيمة سندات الاصدار لشركات محل الدراسة وعددها ١١ شركه من خلال سندات التوريق كان لها تأثير سلبي على انخفاض القيمة السوقية لتلك السندات للشركات محل الدراسة فضلا على عدم تعظيم

#### المحور الثاني - دراسات سابقة باللغة الإنجليزية:

A. دراسة (Hollander, prokop: 2018) هدفت الدراسة إلى تحليل أثر استخدام التوريق على مخاطر البنوك. وتوصلت نتائج الدراسة إلى زيادة المخاطر نتيجة بقاء الأصول داخل الميزانية العمومية للبنك ، مما يجعلها أقل جودة بعد عملية التوريق.

B. (Mendonca & Barcelos 2018) : هدفت إلى دراسة وتحديد أثر التوريق على مخاطر الائتمان، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين تطبيق التوريق ومخاطر الائتمان بالبنوك محل الدراسة  
دراسة (John, 2020):

تناولت هذه الدراسة عمليات توريق قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة ، بعنوان نهاية توريق الرهن العقاري؟ وذلك عن طريق نظام التسجيل الالكتروني لقروض الرهن العقاري Mortgage Electronic Registration Systems (MERS).

وتوصلت تلك الدراسة إلى:

أن عمليات التوريق تساعد البنوك في توفير السيولة ، وتمنحها القدرة على زيادة نشاط الرهن العقاري.

المعالجة المحاسبية لعمليات توريق الأصول المضمونة بالرهن العقاري MBS في حالة البيع الحقيقي طبقاً لمتطلبات المعيار الأمريكي رقم FASB 140.

دراسة (shelih, 2018):

هدفت الدراسة إلى قياس أثر محاسبة القيمة العادلة على إدارة الربح الناتج عن توريق الأصول وتوصلت تلك الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين محاسبة القيمة العادلة على إدارة الأرباح حيث تستخدم السلطة التقديرية التي توفرها قواعد محاسبة القيمة العادلة لاختيار معدل أقل من زيادة

هدفت الدراسة إلى قياس أثر محاسبة القيمة العادلة على إدارة الربح الناتج عن توريق الأصول وتحديد ما إذا كانت البنوك تستخدم السلطة التقديرية التي توفرها قواعد محاسبة القيمة العادلة لإدارة الأرباح الناتجة عن التوريق .

وتوصلت تلك الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين محاسبة القيمة العادلة على إدارة الأرباح حيث تستخدم السلطة التقديرية التي توفرها قواعد محاسبة القيمة العادلة لاختيار معدل أقل من زيادة الأرباح الناتجة عن التوريق .

دراسه ( Elena Beccalli,etal. 2020): هدفت الى تحديد أثر التوريق على الرافعه الماليه للبنوك الامريكيه ... وتوصلت الدراسه الى وجود علاقه طرديه بين التوريق والرافعه الماليه ( نسبه الديون الى حقوق الملكيه ) فى البنوك الامريكيه .

ثالثاً- الدراسة الاستطلاعية:

قام الباحث بإجراء دراسة استطلاعية فى الفترة الزمانية من ١٠/٨/٢٠٢٤م إلى ١/٩/٢٠٢٤م مع عدد ( ٣٠ ) فرد من مديرى الشئون المالية وإدارة سندات التوريق وتسويقها لعينة من الشركات وبعض العاملين بتلك الإدارات فى بعض شركات التوريق المصرية وهى : شركة ثرورة، و البنك العقارى المصرى، و شركة المصرية، و شركة الرحاب، وشركة التعمير وتم الاطلاع على سجلات الشركات من خلال القوائم المالية لهذه الشركات، وتم توجيه بعض الأسئلة لهؤلاء المسئولين عن هذا النشاط والتي تتصل بالعناصر التالية:

## أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية

١. حصر عدد الشركات العاملة في مجال نشاط التوريق، وذلك من أجل تحديد الشركات محل الدراسة وتاريخ دخول هذه الشركات هذا النشاط.
  ٢. المخاطر (المشاكل) المصاحبة لسندات التوريق.
  ٣. متطلبات تفعيل نشاط التوريق المصرفي في السوق المصرية.
- وتوصلت الدراسة الاستطلاعية للنتائج التالية :-
١. تحديد الشركات العاملة في مجال نشاط التوريق ( ١١ ) شركة وتم اختصاص عدد ( ٥ ) شركات محل الدراسة الحاليه وتاريخ دخول هذه الشركات لهذا النشاط كما في الجدول التالي:

### جدول (١)

#### الشركات العاملة في مجال نشاط التوريق

| م | اسم الشركة                   | تاريخ الترخيص |
|---|------------------------------|---------------|
| ١ | ثروة للتوريق.                | ٢٠٠٦/٩        |
| ٢ | البنك العقاري المصري العربي. | ٢٠٠٦/١٠       |
| ٣ | المصرية للتوريق..            | ٢٠٠٧/١٠       |
| ٤ | الرحاب للتوريق.              | ٢٠٠٨/١        |
| ٥ | التعمير للتوريق.             | ٢٠٠٩/٣        |

#### المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية.

- ٢- المخاطر التي تواجه شركات التوريق المصرفي المصرية يستخلصها الباحث من دراسته الإستطلاعية من الهيئة العامة للرقابة المالية في الآتي:
- المخاطر التجارية: توقف المدين عن سداد التزاماته.
  - مخاطر السداد المبكر: قيام المدين بسداد التزاماته قبل تاريخ استحقاقها .
  - مخاطر التحصيل: عدم وفاء المدين بالتزاماته في مواعيدها المستحقة أو إفلاسه - إخفاق المحصل في القيام بالتحصيل وعجزه عن توريد المبالغ.
  - مخاطر الهلاك الجزئي / الكلي للأصل: الهلاك الجزئي/ الكلي للأصل المسترد من المدين في حالة توقفه عن السداد.

- مخاطر الائتمان: عدم التصنيف الائتماني الجيد للجدارة الائتمانية للأوراق المالية المضمونة بأصول.

### ٣- أداء شركات التوريق المصرفي في السوق المصرية:

يمكن الاعتماد على مقاييس الأداء المالي التقليدية مثل التحليل المالي، والمقاييس الحديثة مثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

وهذه النتائج السابقة، توضح الدور المتزايد لشركات التوريق المصرفي في فعالية أداء سوق السندات المصرية، وبالتالي سوف يسعى الباحث في هذا البحث إلى أثر نشاط التوريق المصرفي على الاداء المالي لشركات التوريق في السوق المصرية- دراسة تطبيقية .

### رابعاً - مشكلة البحث:

يتضح من الدراسة الاستطلاعية ومن الدراسات السابقة أن نشاط توريق المصرفي الديون يعد من أهم الأدوات المالية المستحدثة من خلال قيام أحد المنشآت المالية (شركات التوريق) بتحويل الأصل المالي محل التوريق والمدرج في ميزانية المحول إلى وحدة ذات طبيعة خاصة ( شركات التوريق ) في ظل شروط مالية متفق عليها .

وعلى الرغم من صدور قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١ بشأن التمويل العقاري الجديد المصري ( الرهن العقاري ) والاهتمام بنشاط التوريق في سوق رأس المال المصري بتوسيع حجم عمليات التوريق عن طريق إصدار قروض عقارية بمبالغ كبيرة وصدور بعض القوانين المتعلقة بنشاط التوريق، فإن عدد شركات التوريق وعمليات التوريق مازالت محدودة فضلاً عن ضعف أداء سوق سندات التوريق في البورصة المصرية من حيث قدرته على جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وقد يرجع ذلك إلى نقص في المعلومات الهامة عن عمليات التوريق ، لذا يمكن تحديد مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي :

هل يوجد تأثير لعدد إصدارات نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية"؟

(١) ويتفرع من السؤال الرئيسي عدة اسئلة فرعية وهما كالتالي :

- ٢) "هل يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على معدل العائد على الأصول لشركات التوريق المصرية"؟
- ٣) "هل يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على معدل العائد على الأصول لشركات التوريق المصرية"؟
- ٤) "هل يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على معدل التمويل بالديون لشركات التوريق المصرية".
- ٥) "هل يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق المصرية"؟
- خامساً- فروض البحث:

يسعى البحث إلى التحقق من صحة الفروض التالية :

- الفرض الأول : "لا يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على معدل العائد على الأصول لشركات التوريق المصرية".
- الفرض الثاني : "لا يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على معدل العائد على حقوق الملكية لشركات التوريق المصرية".
- الفرض الثالث : "لا يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على معدل التمويل بالديون لشركات التوريق المصرية".
- الفرض الرابع : "لا يوجد تأثير معنوي لعدد إصدارات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة لشركات التوريق المصرية".
- سادساً - أهداف البحث:

يهدف البحث إلى قياس أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية- دراسة تطبيقية ، ويتفرع منه مجموعة من الأهداف الفرعية في :

- ١ - دعم المعارف الخاصة بمفهوم التوريق .
- ٢ - إبراز المشكلات التي تعاني منها شركات التوريق المصرية .

٣ - تحديد العلاقات بين التوريق المصرفي وأداء شركات التوريق

سابعاً- أهمية البحث:

تنقسم الأهمية إلى أهمية علمية وأهمية عملية كما يلي:

● الأهمية العلمية للبحث :

تنبع أهمية البحث من أهمية موضوعه ، الذي ينصب علي تقديم إطار مفاهيمي يركز على فعالية نشاط التوريق المصرفي مع التطبيق علي بيئة الأعمال المصرية (أداء شركات التوريق في السوق المصرية) ، وبالإضافة إلي ندرة وحداثة الدراسات الأكاديمية فيما يتعلق بنشاط التوريق.

● الأهمية العملية للبحث:

يستمد البحث أهميته العملية من حيث الحاجة لتطوير سوق وتنشيطه وإنشاء سوق ثانوي للسندات (Secondary Bond Market) بحيث يساهم في توفير فرص تمويلية جديدة بدلاً من الاعتماد علي فرص التمويل التقليدية ، واتباع عملية التوريق يساعد علي تحقيق هذه الهدف ، ولذلك لابد من البحث عن طرق تفعيل نشاط عملية التوريق .

ثامناً- أسلوب البحث:

يعتمد البحث على الأسلوب الوصفي التحليلي في البحث العلمي من خلال قياس أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية- دراسة تطبيقية .

أ. مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من شركات التوريق المصريه المدرجه في البورصه المصريه والتي قدر عددها (١١) شركات فقط ، وتم اختصاص ( ٥ ) شركات عينة البحث ويستخدم الباحث أسلوب الحصر الشامل.

## أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية

عينة البحث : بعض من الشركات العاملة في مجال نشاط التوريق

| م | اسم الشركة                   | تاريخ الترخيص |
|---|------------------------------|---------------|
| ١ | ثروة للتوريق.                | ٢٠٠٦/٩        |
| ٢ | البنك العقاري المصري العربي. | ٢٠٠٦/١٠       |
| ٣ | المصرية للتوريق..            | ٢٠٠٧/١٠       |
| ٤ | الرحاب للتوريق.              | ٢٠٠٨/١        |
| ٥ | التعمير للتوريق.             | ٢٠٠٩/٣        |

الأطار النظري: ويشمل على مبحثين:

المبحث الأول- أساسيات نشاط التوريق المصرفي :

إن التوريق المصرفي أداة مالية جديدة لتحويل الديون إلى أوراق مالية من خلال قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة ، والمضمونة كأصول ، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ، وموزع على شكل أوراق مالية متساوية القيمة ، قابلة للتداول قليلاً للمخاطر ، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك ، وبعبارة موجزة: تحويل الديون المضمونة من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين .

أولاً- مفهوم نشاط التوريق:

إن التوريق يعمل على تجميع حزمة من القروض أو الديون المتماثلة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل والمضمونة بأصول معينة من أجل بيعها أو تحويلها أو إصدار أوراق مالية جديدة مضمونة بتلك الأصول ، وينظر إلى التوريق بصفة عامة ونظرة شاملة على أنه يشتمل على تحويل علاقات التمويل إلى عمليات أخرى ، ويقصد بذلك استبدال الديون بأخرى عن طريق الدخول في صفقات جديدة، لذا هناك تعريفات متعددة لنشاط التوريق ( Securitization ) نورد منها ما يلي : (يوسف:ص١٢٥)

- عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول عن طريق شركات خاصة للتوريق أو عن طريق البنوك نفسها ، كما يقصد بالتوريق قيام أحد المنشآت بتحويل أصل مالي إلى وحدة ذات طبيعة خاصة في ظل شروط مالية متفق عليها. (العوام: ٢٠١٧ ص ١٠٢)
- التوريق Securitization هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية ، تقليلاً للمخاطر ، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك. (عبد الخالق ص ٢)
- الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة ، أو بعبارة أخرى فإن التوريق يعني تحويل الأصول المالية من المقترض الأصلي إلى الآخرين، والذي يتم غالباً من خلال الشركات ذات الغرض الخاص".
- " ويعرف الباحث التوريق المصرفي بأنه هو "عملية تمويلية توفر السيولة اللازمة وذلك بواسطة طرف جديد وهو شركة متخصصة ذات الغرض الخاص تقوم بشراء ضمانات القروض وتحويلها إلى أوراق مالية (سندات) وعرضها على المستثمرين والربح الناتج من عملية التوريق هو الفرق بين الفائدة المكتسبة (فائدة القرض المكتسبة من المقترض) والفائدة المدفوعة (فائدة السندات المدفوعة للمستثمرين)
- أن نشاط التوريق يترتب عليه قيمة مضافة للأسواق المالية كما في الجدول التالي: (yingying shao : 2018 p41)

جدول (٢)

القيمة المضافة للأسواق المالية في ظل نشاط التوريق

| أوجه المقارنة  | القروض قبل التوريق                        | الأوراق المالية بعد التوريق                                |
|----------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| طبيعة السيولة  | غير سائلة                                 | سائلة وقابلة للتداول                                       |
| التقييم        | تقييم الضمانات الإضافية دوري وغير موضوعي  | السوق يحدد القيم يومياً من خلال أسواق التداول              |
| تقدير المخاطر  | يقوم المنشئ بتقدير المخاطر                | تقوم أطراف أخرى مثل شركات التصنيف الائتماني بتقدير المخاطر |
| مستوى التكاليف | التكاليف المتغيرة للمنشئ مرتفعة           | تكاليف المنشئ منخفضة                                       |
| طبيعة السوق    | سوق المستثمر محلي                         | سوق المستثمر محلي وإمكانية أن يكون دولياً                  |
| الشروط         | الشروط والمعدلات المقدمة للمقترضين محدودة | الشروط والمعدلات المقدمة للمقترضين متعددة                  |

المصدر: (Yingying Shao,2017)

ثانياً- أنواع نشاط التوريق: وتتعدد أنواع التوريق ويمكن ذكر بعضها فيما يلي:

النوع الأول - توريق الديون Debt securitization:

تمارس البنوك عمليات توريق الديون لتوسيع نطاق عملها، وذلك من خلال تحويل القروض أو مديونية الشركات والأفراد إلى أوراق مالية متنوعة ، مع قيامها بتقديم الاستشارات في عمليات التوريق للشركات التي ترغب في دخول الأسواق المالية بغرض طرح أوراقها المالية للتداول لتحويل المخاطر .

النوع الثاني- توريق الأصول Assets Securitization:

يعني توريق الأصول تحويل حسابات المدينين وأوراق القبض إلى أوراق مالية (غالباً سندات) سواء بالنسبة لأصل الديون أو الفوائد المترتبة عليه ، بالإضافة إلى ذلك توريق التدفقات النقدية المتوقعة من التأجير التمويلي للمعدات والتي تتميز بخفض التكلفة الناتج عن تباين مصادر الأموال. (SARKISYAN 2019 p21)

## النوع الثالث- توريق التأمين Insurance Securitization:

يعرف توريق التأمين بأنه تحويل المخاطر لأسواق المال من خلال إيجاد وإصدار أوراق مالية ، وتتضمن طرق توريق التأمين ما يلي:

- أ- تحويل التدفقات النقدية واستبدالها Tradable بأوراق مالية.
- ب- تحويل المخاطر لأسواق المال من خلال الاتجار في الأوراق المالية.
- ثالثاً- أهمية نشاط التوريق:

تتعدد أهمية نشاط التوريق حسب كل جهة كما يلي :

١. أهمية التوريق بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية في: (مجلة التمويل والتنمية ٢٠٢١ ص ١٥)

- تسيل القروض والتسهيلات الائتمانية والديون للحصول على موارد مالية تمكّنها من سداد الالتزامات.
- 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.
- مساعدة البنوك والمؤسسات المالية في منح وتدوير القروض .
- زيادة مصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسات المالية والبنوك ، وارتفاع معدلات السيولة..
- تنشيط وتفعيل دور صناديق الاستثمار التي تتعامل مع الأسهم والسندات داخل البنوك.

٢. أهمية نشاط التوريق بالنسبة للمستثمرين: وتمثل أهمية التوريق بالنسبة للمستثمرين في

(عبد الخالق ٢٠١٩ ص ١٧)

- المقدرة على حيازة أنواع جديدة وجيدة من الأوراق المالية تتسم بالأمان ومخاطرة أقل .
- تنوع المحافظ المالية ما ينتج عن ذلك تقليص حجم المخاطر المالية بالنسبة للمستثمرين وتحقيق الشفافية.
- خلق وعاء إدخاري جديد وخلق تدفقات نقدية متوقعة طالما أن الأوراق المالية مضمونة بأصول.

## أثر نشاط التوريق المصرفي على أداء شركات التوريق في السوق المصرية

- دعم نشاط التمويل العقاري عند ممارسة النشاط بالنسبة لمحدودي الدخل.
  - خفض تكلفة التمويل نتيجة خفض المخاطر المرتبطة به.
  - ٣. أهمية التوريق بالنسبة لسوق المال: تتمثل أهمية التوريق بالنسبة لسوق المال في: (هيئة سوق المال ٢٠٢١ ص ١٠).
  - تنشيط سوق الأوراق المالية حيث إنها أداة تمويلية طويلة الأجل وتعطي فائدة مناسبة لحائزها.
  - تنشيط سوق العقارات مما يؤدي إلى زيادة المعروض منها وخفض الارتفاع في أسعارها لمحدودي الدخل.
  - يعمل على سهولة تداول السندات بكفاءة ، أو الاقتراض بضمان أو تحويلها إلى أسهم.
  - يعمل على جذب مجموعة جديدة من المستثمرين المتطلعين إلى استغلال الفرص ،
  - يعمل على خفض كل من تكلفة التمويل والتقييم والوساطة نتيجة خفض المخاطر.
  - الوصول إلى القيمة العادلة للأوراق المالية المعروضة في سوق الأوراق المالية.
- رابعاً- مزايا نشاط التوريق: يحقق التوريق مجموعة من المزايا يمكن إيجازها فيما يلي :
- (Johan p94 2020).
١. مساعدة المنشآت المتعثرة في حل مشكلة العسر المالي عن طريق بيع أو رهن أصولها للبنك .
  ٢. تخلص الدائن (عادة ما يكون بنك ) من الديون المتعثرة لعملائه عن طريق تحويلها إلى طرف آخر وبالتالي تخفيض مخاطر تمويل العملاء، وذلك من خلال الحصول على السيولة اللازمة .
  ٣. توفير الحماية للمستثمرين من خلال ضمانات الإصدارات بالأصول التي يتم تحويلها إلى الجهة المصدرة للأوراق المالية.

٤. التوريق مصدر تمويل لا يظهر تأثيره على الميزانية ( off-balance—sheet-financing ) حيث يتم التعامل مع التوريق عن طريق إضافة الدخل الناتج من بيع الأصول إلى جزء الأصول من ميزانية الشركة.

٥. كما أن لنشاط التوريق العديد من المزايا الاقتصادية في سوق رأس المال: (Thomas 45 p 2021)

- أدى إلى خفض تكلفة العمليات في سوق المال من خلال خلق سوق للمطالبات المالية التي كانت تعاني من عدم السيولة والتداول المحدود .
- يقوم نشاط التوريق بتوفير تكلفة الوساطة المالية من خلال تقديم وساطة متخصصة لكل خدمة على حدة مما يؤدي إلى خفض التكلفة الإجمالية للخدمات المالية .
- يقوم نشاط التوريق بتشجيع التوفير من خلال تقديم أوراق مالية تضمن للمستثمر فوائد ومستحقات على استثماراته.

#### المبحث الثاني- إداء شركات التوريق في السوق المصرية

إن نجاح أى منشأة لا يرتبط بقياس ربحيتها أو ربحية السهم ولكن يرتبط بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية ، ولذلك فأحد أسباب خلق القيمة هو الاستثمار في أصول يتولد عنها عائد أعلى من تكلفة رأس المال وهو ما يتطلب إدارة الأصول من منظور أن : التدفقات النقدية هي الأهم وليس الأرباح ، الاستثمار في الأصول الجيدة يجب أن يحقق صافي قيمة حالية موجبة الاستثمارات الحالية مرهونة بأدائها الاقتصادي ، ومن ثم فإن تغيير تشكليه الأصول أمر وارد لتحقيق هدف تعظيم القيمة : ( الحناوى ٢٠٢٢ ص ٤٨٠ ).

#### أولاً- التحليل المالي (FA) Financial Analysis:

يعتبر التحليل المالي من الأنشطة الهامة للإدارة المالية ، لذلك يقوم المدير المالي بتحليل البيانات للكشف عن العوامل ذات التأثير على حقوق الملكية ، ولذا ينظر للتحليل المالي على انه " عملية تحويل الكم الهائل من البيانات التاريخية ، المدونة بالقوائم المالية ( قائمتي المركز المالي والدخل ) إلي كم أقل من المعلومات ، أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرارات " ( حنفى ٢٠٢١ ص ٧١ ) ، لذلك

يهتم التحليل المالي أساساً بدراسة وتحليل العلاقة بين مجموعة البنود التي تشتمل على عليها القوائم المالية في نقطة زمنية محددة بهدف تحديد نواحي القوة والضعف في المركز المالي للمنشأة ،لذا فنجد العديد من أساليب التحليل المالي تختلف فيما بينها حسب درجة الشمولية من حيث الزمن والنطاق وأيضاً من حيث عمق التحليل ودرجة التعقد يختار منها المحلل المالي ما يتناسب مع أهدافه وأغراضه من إجراء هذا التحليل، (الهامى ٢٠١٨ ص ١٠٦)

#### ثانيا- مقاييس الأداء المبنية علي القيمة:

بالنظر للوظيفة الحالية للإدارة المالية سوف نجد أن المديرين الماليين يمارسون بعض الأنشطة ذات الطابع المحاسبي مثل إدارة حسابات الأجور ،إدارة الفواتير وحساب العملاء ، متابعة المدفوعات للموردين والدائنين وعلى الرغم من أن هذه الأنشطة هي التي تخلق قيمة حقيقية للمنشأة ولذلك فالخطوة الأولى لكي تتحرك الوظيفة المالية نحو خلق قيمة حقيقية للمنشأة يجب التحول من بعض الأنشطة التقليدية إلى التحرك بوعي تجاه الأنشطة التي تؤدي إلى خلق القيمة Value Added Activities ومن ثم تحسين أداء المنشأة ، وعندما نتحدث عن القيمة فإننا نعني القيمة السوقية للمنشأة والتي تتوقف على التدفقات النقدية المستقبلية ( المتوقعة) والتي تعتمد بدورها على جودة إدارة الشركة ،موقفها التنافسي أو موقف منتجاتها من المنافسة وقدرتها على التكيف بسرعة للظروف المحيطة بالمنتجات والأسواق ( الحناوى : ص ٤٧٩ )

#### ثالثاً-المعوقات التي تحد من فعالية نشاط التوريق:

تتمثل معوقات نشاط توريق السيارات والعقارات في مصر مما يلي :

١. مشاكل تتعلق بإجراءات التسجيل ،فمثلاً تبلغ نسبة الأصول العقارية غير المسجلة أو غير القابلة للتسجيل في مصر نحو ٧٢% من إجمالي الثروة العقارية، وذلك نتيجة عدة عوامل مثل تعدد أشكال الملكية وتعاقب الورثة ( وبالتالي لا يمكن تقديمها كضمان للبنوك أو الحصول على تمويل بنظام التمويل العقاري )هذا بالإضافة إلى صعوبة وطول فترة الإجراءات اللازمة لإنهاء تسجيل العقارات (حنفى ٢٠٢١ ص ١٢٥)

٢. ارتفاع متوسطات الوحدات أسعار الوحدات السكنية وأسعار الأراضي بشكل مبالغ فيه لا يتناسب مع الفئات ذات مستويات الدخل المنخفضة، وبالتالي عدم تمكنهم من سداد مقدمات التمليك أو الأقساط تمويل، وبالتالي ينتج عنه مخاطر التوقف عن السداد إذا تم توريق الأصول العقارية.

٣. عدم التوازن الكمي والنوعي بين العرض والطلب في السوق المحلي بشرائحه الثلاثة (فاخر ومتوسط ومنخفض أو محدود في العقارات مثلاً) ، حيث تركز أنظمة التمويل العقاري على الإسكان الفاخر والمتميز وفوق المتوسط، ولتلبى رغبات المصريين أصحاب الدخول المرتفعة والمصريين العاملين بالخارج والعرب الأجانب، وهي شريحة تمثل نسبة قليلة مقارنة بالنسبة الأكبر التي تمثل فئة محدودي ومعدومي الدخل والتي يستهدفها قانون التمويل العقاري في الأساس مما يسهم في تخفيض سندات توريق الأصول العقارية.

٤. ارتفاع تكلفة التمويل وعدم وجود مصادر تمويلية طويلة الأجل .

٥. عدم وجود شركات الاستعلام والتصنيف الائتماني .

٦. الحاجة لوجود تغطية تأمينية تشمل التأمين ضد مخاطر سند الملكية ومخاطر التمويل.

رابعاً: الإجراءات المتخذة لتنشيط التوريق المصرفي وزيادة فعاليته:

ويرى الباحث ان هناك مجموعة من الإجراءات لمواجهة التحديات وللتغلب على العقبات التي تواجه توريق الأصول العقارية والسيارات في مصر فمن الممكن اتخاذ العديد من الإجراءات ومنها:

١. قيام البنك المركزي المصري برفع سقف محفظة القروض العقارية وقروض السيارات لدى البنوك من ١٥٪ إلى ٢٠ ٪ مما يسهم في ارتفاع عدد سندات التوريق .

٢. توقيع عقود اتفاق بين هيئة التمويل العقاري وهيئة المجتمعات العمرانية الجديدة لاتخاذ مجموعة من الإجراءات لتسهيل التعامل بنظام التمويل العقاري على الأراضي المخصصة بالمدن الجديدة والعمل على توريق الأصول العقارية.

٣. السماح لأصحاب المعاش المبكر بالحصول على قروض التمويل العقاري وتمويل السيارات مما يزيد من شريحة عملاء التوريق .

٤. إمكانية إثبات دخل الفرد إما عن طريق شهادة من جهة العمل إذا كان موظفاً بالقطاع العام أو الخاص ، أو شهادة من الضرائب بموقفه الضريبي خلال آخر ثلاث سنوات ، أو أى وسيلة أخرى تقبلها جهة التمويل ، وهو ما يزيد من المرونة فى تطبيق نظام التمويل العقاري وتمويل السيارات.

٥. إعفاء عقود التمويل العقاري وتمويل السيارات من الخضوع لضريبة الدفعة النسبية. خامساً- المنافع المتوقعة من مواجهة تحديات نشاط التوريق : ويرى الباحث أن هناك مجموعة من المنافع الاقتصادية يوفرها التوريق بالنسبة للبنوك ومن أهمها ما يلى:

١. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى. مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

٢. تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهونات العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول و انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق القروض الراكدة. تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية، مثل العقارات والسيارات .

٣. تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات.

٤. توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.

٥. التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض.

الدراسة التطبيقية – الاختبار الإحصائي للفروض :

الفرض الأول:

- صيغة فرض العدم: "لا يوجد تأثير معنوي لزيادة إصدارات التوريق على معدل العائد على الأصول للشركات".
  - صيغة فرض البديل: "يوجد تأثير معنوي لزيادة إصدارات سندات التوريق على معدل العائد على الأصول للشركات".
- نطاق الاختبار: في الفترة من عام ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٣ على أساس سنوي.
١. معامل الارتباط:

### جدول (٣)

مصفوفة الارتباط بين عدد إصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول

| عدد إصدارات سندات التوريق |                        |                     |
|---------------------------|------------------------|---------------------|
| 0.838                     | معدل العائد على الأصول | معامل ارتباط بيرسون |
| 0.000                     |                        | المعنوية            |

يوضح الجدول أعلاه ما يلي:

- علاقة الارتباط بين عدد إصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول كأحد مؤشرات التحليل المالي وقد تبين أن هناك علاقة ارتباط معنوي ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة (99). بلغت قيمة الارتباط بين 0.838. وهو ارتباط إيجابي قوي.
- تم قبول الفرض القائل بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد إصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول ومن ثم فقد تحققت أولى شروط تحليل الانحدار لدراسة الأثر (وجود علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع).

٢. معامل التحديد – جودة مطابقة النموذج:

جدول (٤)

ملخص نموذج عدد اصدارات سندات التوريق على معدل العائد على الأصول

| النموذج | معامل الارتباط الكلى | معامل التحديد | معامل التحديد المعدل | اختبار ف | المعنوية | درين واطسون |
|---------|----------------------|---------------|----------------------|----------|----------|-------------|
| 1       | .838                 | 0.702         | 0.684                | 37.751   | .000     | 1.345       |

ومن الجدول السابق يتضح أن معامل ارتباط النموذج قد بلغ 838. وهو ارتباط ايجابى قوى يوضح مدى قوة العلاقة بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول بالنموذج

كما بلغت قيمة معامل التحديد 702. على بمعنى أن عدد اصدارات سندات التوريق بالنموذج تفسر 70.2% من أى تغير يطرأ على معدل العائد على الأصول ويمكن إرجاع النسبة المتبقية لمتغيرات أخرى لم تأخذ فى الاعتبار. إضافة إلى ذلك نجد أن النموذج معنوى عند مستوى ثقة (99). ومن ثم فإن النموذج يطابق البيانات بشكل جيد حيث بلغت قيمة ف 37.751.

كما أظهرت النتائج عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتى التسلسلى بين البواق وبعضها البعض حيث بلغت قيمة معامل درين واطسون 1.4 تقريبا وهو معيار هام من المعايير الدالة على جودة النموذج.

## ٣. جدول المعاملات:

## جدول (٥)

معاملات نموذج انحدار عدد اصدارات سندات التوريق على معدل العائد على الأصول

| المعنوية | اختبارات | المعاملات<br>المعيارية | المعاملات غير المعيارية |           | النموذج                      |   |
|----------|----------|------------------------|-------------------------|-----------|------------------------------|---|
|          |          | Beta                   | الخطأ<br>المعيارى       | B         |                              |   |
| 0.003    | 3.562    |                        | 0.017                   | 0.060     | الثابت                       | 1 |
| 0.000    | 6.144    | 0.838                  | 0.000                   | 2.283E-08 | عدد اصدارات سندات<br>التوريق |   |

ويتضح من الجدول أن معامل بيتا لعدد اصدارات سندات التوريق بالنموذج أقل من مستوى الخطأ (0.01). بمعلمة انحدار معيارية 0.838. وعليه يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بأن هذا المعامل له تأثير حقيقى على المتغير التابع معدل العائد على الأصول.

## ٤. معادلة نموذج ( الانحدار ) :

معدل العائد على الأصول =  $2.283E-08 + 0.060$  (عدد اصدارات سندات التوريق)

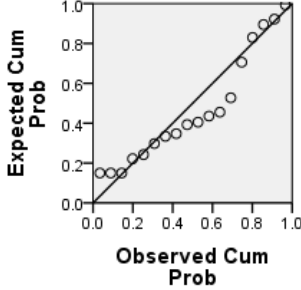
وهذا يشير إلى أنه كلما كان زادت عدد اصدارات سندات التوريق بمقدار وحدة واحدة ارتفع معها معدل العائد على الأصول بمقدار  $(2.283E-08)$ .

شكل (١)

علاقة عدد اصدارات سندات التوريق بمعدل العائد على الأصول

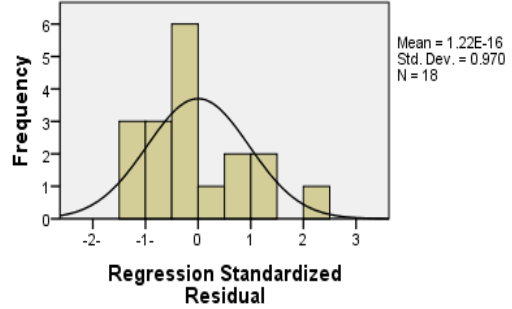
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: معدل العائد على الأصول



Histogram

Dependent Variable: معدل العائد على الأصول



كما يتضح من الشكلين السابقين اعتدالية البواقي للنموذج حيث أن الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي كما أن بيانات معدل العائد على الأصول الفعلية خطية مع القيم المتوقعة.  
الفرض الثاني :

• صيغة فرض العدم :

لا يوجد تأثير معنوي لزيادة اصدارات سندات التوريق على معدل العائد على حق الملكية".

• صيغة فرض البديل :

يوجد تأثير معنوي لزيادة اصدارات سندات التوريق على معدل العائد على حق الملكية".  
نطاق الاختبار: في الفترة من عام ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٣ على أساس سنوي .

## ١. معامل الارتباط:

## جدول (٦)

مصفوفة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حق الملكية

| عدد اصدارات سندات التوريق |                            |                     |
|---------------------------|----------------------------|---------------------|
| 0.863                     | معدل العائد على حق الملكية | معامل ارتباط بيرسون |
| 0.000                     |                            | المعنوية            |

يوضح الجدول أعلاه ما يلي:

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حقوق الملكية كأحد مؤشرات التحليل المالي وقد تبين أن هناك علاقة ارتباط معنوى ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة (99). بلغت قيمة الارتباط بين 863. وهو ارتباط ايجابي قوى.
- ومن ثم فقد تم قبول الفرض القائل بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حق الملكية.

## ٢. معامل التحديد - جودة مطابقة النموذج:

## جدول (٧)

ملخص نموذج عدد اصدارات سندات التوريق على معدل العائد على حق الملكية

| النموذج | معامل الارتباط الكلى | معامل التحديد | معامل التحديد المعدل | اختبار ف | المعنوية | درج واطسون |
|---------|----------------------|---------------|----------------------|----------|----------|------------|
| 1       | .863                 | 0.745         | 0.729                | 46.802   | .000     | 1.967      |

ومن الجدول السابق يتضح أن معامل ارتباط النموذج قد بلغ 863. وهو ارتباط ايجابي قوى يوضح مدى قوة العلاقة بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حق الملكية بالنموذج

### أثر نشاط التوريق المصرفى على أداء شركات التوريق فى السوق المصرية

كما بلغت قيمة معامل التحديد 745. على بمعنى أن عدد اصدارات سندات التوريق بالنموذج تفسر 74.5% من أى تغير يطرأ على معدل العائد على حق الملكية ويمكن إرجاع النسبة المتبقية لمتغيرات أخرى لم تأخذ فى الاعتبار. إضافة إلى ذلك نجد أن النموذج معنوى عند مستوى ثقة (99). ومن ثم فإن النموذج يطابق البيانات بشكل جيد حيث بلغت قيمة ف 46.802. كما أظهرت النتائج عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتى التسلسلى بين البواق وبعضها البعض حيث بلغت قيمة معامل درين واطسون 2.0 تقريبا وهو معيار هام من المعايير الدالة على جودة النموذج.

### ٣. جدول المعاملات:

#### جدول (٨)

معاملات نموذج انحدار عدد اصدارات سندات التوريق على معدل العائد على حق الملكية

| المعاملات غير المعيارية | المعاملات المعيارية | اختبارات | المعنوية | النموذج   |                |
|-------------------------|---------------------|----------|----------|-----------|----------------|
|                         |                     |          |          | B         | الخطأ المعيارى |
| 0.025                   | 2.480               |          |          | 0.091     | 0.037          |
| 0.000                   | 6.841               | 0.863    |          | 5.589E-08 | 0.000          |

ويتضح من الجدول أن معامل بيتا لعدد اصدارات سندات التوريق بالنموذج أقل من مستوى الخطأ (01). بمعاملة انحدار معيارية 863. وعليه يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بأن هذا المعامل له تأثير حقيقى على المتغير التابع معدل العائد على حق الملكية.

### ٤. معادلة نموذج ( الانحدار):

معدل العائد على حق الملكية =  $5.589-08 + 0.091$  (عدد اصدارات سندات التوريق)

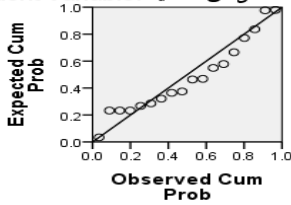
وهذا يشير إلى أنه كلما كان زادت عدد اصدارات سندات التوريق بمقدار وحدة واحدة ارتفع معها معدل العائد على حق الملكية بمقدار (5.589-08).

## شكل (٢)

علاقة عدد اصدارات سندات التوريق بمعدل العائد على حقوق الملكية

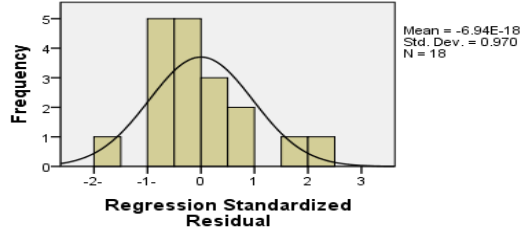
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: معدل العائد على حق الملكية



Histogram

Dependent Variable: معدل العائد على حق الملكية



كما يصبح من السهل استيعاب السبب السببي للنموذج حيث أن الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي كما أن بيانات معدل العائد على حق الملكية الفعلية خطية مع القيم المتوقعة وهما مؤشران أيضا على جودة نموذج الانحدار.

الفرض الثالث :

- صيغة فرض العدم: "لا يوجد تأثير معنوي لزيادة اصدارات سندات التوريق على معدل التمويل بالديون".
- صيغة فرض البديل: "يوجد تأثير معنوي لزيادة اصدارات سندات التوريق على معدل التمويل بالديون".

نطاق الاختبار: في الفترة من عام ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٣ على أساس سنوي.

١. معامل الارتباط:

## جدول (٩)

مصفوفة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل التمويل بالديون

| عدد اصدارات سندات التوريق |                      |                     |
|---------------------------|----------------------|---------------------|
| -0.387                    | معدل التمويل بالديون | معامل ارتباط بيرسون |
| 0.056                     |                      | المعنوية            |

## أثر نشاط التوريق المصرفى على أداء شركات التوريق فى السوق المصرية

يوضح الجدول أعلاه ما يلي :

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل التمويل بالديون كأحد مؤشرات الأداء المالى وقد تبين أنه لا توجد علاقة ارتباط معنوى بين المتغيرين حيث بلغت معنوية الاختبار 0.056. وهى أكبر من مستوى الدلالة 0.05. وقد بلغت قيمة الارتباط بين -0.387. وهو ارتباط عكسى ضعيف.
- تم قبول الفرض القائل بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل التمويل بالديون.
- ٢. معامل التحديد - جودة مطابقة النموذج:

### جدول (١٠)

ملخص نموذج عدد اصدارات سندات التوريق على معدل التمويل بالديون

| النموذج | معامل الارتباط الكلى | معامل التحديد | معامل التحديد المعدل | اختبار ف | المعنوية | درج واطسون |
|---------|----------------------|---------------|----------------------|----------|----------|------------|
| 1       | 0.387                | 0.150         | 0.097                | 2.816    | 0.113    | 1.190      |

ومن الجدول السابق يتضح أن معامل ارتباط النموذج قد بلغ 0.387. وهو ارتباط ضعيف يوضح مدى قوة العلاقة بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل التمويل بالديون بالنموذج كما بلغت قيمة معامل التحديد 0.150. على بمعنى أن عدد اصدارات سندات التوريق بالنموذج تفسر 15.0% من أى تغير يطرأ على معدل التمويل بالديون ويمكن إرجاع النسبة المتبقية لمتغيرات أخرى لم تأخذ فى الاعتبار. إضافة إلى ذلك نجد أن النموذج غير معنوى حيث بلغت معنوية الاختبار 0.113. وهى أكبر من مستوى الدلالة 0.05. ومن ثم فلا يوجد أثر لعدد اصدارات سندات التوريق على معدل التمويل بالديون .

### الفرض الرابع :

- صيغة فرض العدم : لا يوجد تأثير معنوي لزيادة اصدارات سندات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة.

- صيغة فرض البديل : يوجد تأثير معنوي لزيادة اصدارات سندات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة
- نطاق الاختبار: في الفترة من عام ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٣ على أساس سنوي .
١. معامل الارتباط:

## جدول (١١)

مصفوفة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين القيمة الاقتصادية المضافة

| عدد اصدارات سندات التوريق |                           |                     |
|---------------------------|---------------------------|---------------------|
| -0.198                    | القيمة الاقتصادية المضافة | معامل ارتباط بيرسون |
| 0.216                     |                           | المعنوية            |

يوضح الجدول أعلاه:

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين القيمة الاقتصادية المضافة كأحد مؤشرات الأداء المالي وقد تبين أنه لا توجد علاقة ارتباط معنوي بين المتغيرين حيث بلغت معنوية الاختبار 216. وهي أكبر من مستوى الدلالة 05. وقد بلغت قيمة الارتباط بين -198. وهو ارتباط عكسي ضعيف جدا.
  - تم قبول الفرض القائل بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين القيمة الاقتصادية المضافة.
٢. معامل التحديد - جودة مطابقة النموذج:

## جدول (١٢)

ملخص نموذج عدد اصدارات سندات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة

| النموذج | معامل الارتباط الكلي | معامل التحديد | معامل التحديد المعدل | اختبار ف | المعنوية | دربن واطسون |
|---------|----------------------|---------------|----------------------|----------|----------|-------------|
| 1       | .198                 | 0.039         | -0.021               | 0.651    | .432     | 2.328       |

ومن الجدول السابق يتضح أن معامل ارتباط النموذج قد بلغ 198. وهو ارتباط ضعيف جدا يوضح مدى قوة العلاقة بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين القيمة الاقتصادية المضافة بالنموذج .

كما بلغت قيمة معامل التحديد 039. على بمعنى أن عدد اصدارات سندات التوريق بالنموذج تفسر 3.9% من أى تغير يطرأ على القيمة الاقتصادية المضافة ويمكن إرجاع النسبة المتبقية لمتغيرات أخرى لم تأخذ فى الاعتبار. إضافة إلى ذلك نجد أن النموذج غير معنوى حيث بلغت معنوية الاختبار 432. وهى أكبر من مستوى الدلالة 05. ومن ثم فلا يوجد أثر لعدد اصدارات سندات التوريق على القيمة الاقتصادية المضافة.

#### نتائج البحث:

##### ١. الفرض الأول:

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول كأحد مؤشرات التحليل المالى وقد تبين أن هناك علاقة ارتباط معنوى ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة (99). بلغت قيمة الارتباط بين 838. وهو ارتباط ايجابي قوى.
- تم قبول الفرض القائل بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على الأصول ومن ثم فقد تحققت أولى شروط تحليل الانحدار لدراسة الأثر (وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع).

##### ٢. الفرض الثاني:

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حق الملكية كأحد مؤشرات التحليل المالى وقد تبين أن هناك علاقة ارتباط معنوى ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة (99). بلغت قيمة الارتباط بين 863. وهو ارتباط ايجابي قوى.
- ومن ثم فقد تم قبول الفرض القائل بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريق وبين معدل العائد على حق الملكية.

## ٣. الفرض الثالث:

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريد وبين معدل التمويل بالديون كأحد مؤشرات الأداء المالي وقد تبين أنه لا توجد علاقة ارتباط معنوي بين المتغيرين حيث بلغت معنوية الاختبار 056. وهي أكبر من مستوى الدلالة 05. وقد بلغت قيمة الارتباط بين -387. وهو ارتباط عكسي ضعيف.

- تم قبول الفرض القائل بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريد وبين معدل التمويل بالديون.

## ٤. الفرض الرابع:

- علاقة الارتباط بين عدد اصدارات سندات التوريد وبين القيمة الاقتصادية المضافة كأحد مؤشرات الأداء المالي وقد تبين أنه لا توجد علاقة ارتباط معنوي بين المتغيرين حيث بلغت معنوية الاختبار 216. وهي أكبر من مستوى الدلالة 05. وقد بلغت قيمة الارتباط بين -198. وهو ارتباط عكسي ضعيف جداً.

- تم قبول الفرض القائل بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد اصدارات سندات التوريد وبين القيمة الاقتصادية المضافة.

ثانياً – التوصيات: يمكن تقسيم توصيات البحث في ضوء النتائج السابقة إلى نوعين من التوصيات :

## أ. توصيات عامة:

- التعاون مع كيانات قادرة على تقييم الأصول العقارية والعمل على إصدار السندات ذات ملاءة إئتمانية متميزة بقيمة متحفظة وبعائد مناسب.

- ضرورة توافر نظومة متكاملة من المؤسسات مثل شركات الإستعلام عن العملاء، مؤسسات التّصنيف الإئتماني لقياس مخاطر الأوراق المالية، شركات الوكيل العقاري،

شركات تأمين القروض العقارية وأمناء الحفظ وغيرها، مع إقرار آلية مناسبة لضمان دقة وسلامة حركية التعامل بين البنوك وشركات التمويل العقاري وسوق الأوراق المالية .

ب. توصيات خاصة للهيئة العامة للرقابة المالية:

- وضع قواعد وشروط تنظيمية وتمويلية لنشاط شركات التوريق وكذلك المؤسسات إلزام هذه الشركات بالمزيد من الشفافية والافصاح عن استثماراتها.
- وضع قواعد وشروط تعمل على فصل الإدارة عن الاستثمار للشركات التى تمارس نشاط التوريق ، وذلك منعاً لتداخل الأنشطة وازدواجها .
- قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بدور الإشراف والرقابة النسبين على الشركات التى تمارس نشاط التوريق.

ت. توصيات خاصة للباحثين: يرى الباحث ضرورة قيام الباحثين بالمزيد من البحوث حول نشاط التوريق ، حيث الدراسات العربية ضئيلة جداً جداً فى هذا النشاط.

## أولاً- المراجع العربية:

١. أبو حمد ، رضا (٢٠١٧). "التوريق المصرفي ودوره في حل أزمة السكن بالعراق"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، جامعة الكوفة ، العراق، العدد ١٤.
٢. أحمد ، خالد حسين (٢٠١٨). "استخدام القيمة العادلة في قياس الاستثمارات في الأوراق المالية وأثر ذلك على القوائم المالية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، كلية التجارة، العدد الثاني، ابريل.
٣. التهامي ، عبد المنعم أحمد (٢٠١٩)، " الإدارة المالية"، مركز الكتاب الجامعي ،جامعة حلوان .
٤. حنفي ، عبد الغفار ( ٢٠٢١ ) ، " أساسيات التمويل والإدارة المالية " ، الدار الجامعية – جامعة الإسكندرية- كلية التجارة .
٥. حنفي ، عبد الغفار (٢٠٢١) ، " بورصة الأوراق المالية : أسهم – سندات – وثائق الاستثمار – الخيارات" ، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر .
٦. العبد ، محمد صالح الحناوي (٢٠٢٢) ، جلال إبراهيم " الإدارة المالية –مدخل القيمة واتخاذ القرارات" ، الدار الجامعية –جامعة الإسكندرية- كلية التجارة .
٧. عبد الخالق ، أسامة على (٢٠١٩) . " المزايا المالية والاقتصادية التي يحققها نشاط توريق الأصول" – مجلة المحاسب - العدد ٢ ، أكتوبر – ديسمبر .
٨. عبد الخالق ، أسامة علي ( ٢٠١٩ ) . المعاملة الضريبية لنشاط توريق الأصول في ظل أحكام التشريع الضريبي المصري ، المؤتمر الضريبي الثامن ، الجمعية المصرية للمالية العامة والضرائب ، القاهرة ، ٧-١٠ ديسمبر .
٩. عبد الفتاح ، أمير عبد الفتاح رمضان ( ٢٠٢٠ ). أثر قيمة إصدارات التوريق على تعظيم القيمة الاقتصادية المضافه ، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ، مجلد (١٣)، عدد (١)، ص ٥١٦-٤٩١.
١٠. عبد الخالق ، سعيد (٢٠١٩) ، " توريق الحقوق المالية أبعاده ومحدداته" ،

١١. العوام ، عاطف محمد (٢٠١٧) ، " نظرية المحاسبة " ، القاهرة ، مكتبة عين شمس .
١٢. قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، الهيئة العامة للأوراق المالية.  
موقع الهيئة العامة للأوراق المالية: <http://www.cma.gov.eg/cma/jtags/arabic/default.jsp>.
١٣. النعيمات ، رائد نويران (٢٠١٦) . "أثر عمليات التوريق على الأداء المالي في منظمات الأعمال الإسلامية" ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الدراسات العليا ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، الأردن.
١٤. هيئة سوق المال ، التقرير السنوي ، القاهرة .
١٥. يوسف ، جمال على محمد (٢٠١٩) . المحاسبة عن توريق الديون كمدخل لتطوير التقارير المالية- دراسة اختبارية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال ، جامعة حلوان .
- ثانياً- المراجع الأجنبية:
16. G"unter Franke, Loss Allocation in Securitization Transactions, Journal of Financial and Quantttative Uanttativ Analysis Vol. 47, No. 5, Oct. 2019, p. 13.
17. . Thomas Siegl ,Robert F. Tichy, " Ruin theory with risk proportional to the free reserve and securitization" , Insurance: Mathematics and Economics 26 (2021),p45
18. 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 ,Ph.D.,2020.
19. Bruce Gaitskell , "The role of banks in the securitization apply" , Small Bus Econ (2020) 41:449—460 Rosenblatt Johnson, " Methods of securitization in the US stock market", Informatica Economică vol. 17, no. 4/2011

20. Douglas Skip worth, " Disclosure of securitization activities", **BBR, Vitória,** v. 11, n. 6, Art. 1, p. 1 - 21, nov.-dez. 2019.
21. Elena Beccalli, Andrea Bointali, Sonia Di Giuliantonia (2020). Leverage pro-cyclicality and securitization in US banking. Journal of Financial Intermediation, vol. 24(2), 200-230
22. Elena Ioutskina, "The role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management ", **Journal of Financial Economics**, 2017, Vol 100, Issue 3 p.1.
23. John, P. Hunt & Others, The End of Mortgage Securitization? Electronic Registration as a Threat to Bankruptcy Remoteness, **University of California,** **Augus.** 12, 2020.
24. Jung Hyun Ahn , Regis Breton, " Securitization, Competition and Efficiency" **,universitatpompeufabra Barcelona** , department of economics and business,2019, pp.1- 24.
25. Sarkisyan, Anna(2019) , Securitization and Bank Performance , **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 45, No. 8 (December),p21 .
26. Yingying Shao , Small business loan securitization and interstate risk sharing, **Small Bus Econ** (2018) ,p41