

تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل

دراسة ميدانية

إبراهيم بكر محمود يوسف *

ملخص

قامت العديد من الدول بتوسيع اقتصاداتها باستخدام الهندسة المالية لإنشاء أدوات مالية جديدة تخدم التقدم التكنولوجي في الاقتصاد الرقمي ومع ظهور آلية التمويل هذه ، والتي ظل معظمها مرهونًا بالأصول العقارية لفترة طويلة ، احتاجت الدول إلى تقييم هذه الأوراق المالية للمساعدة في فهم طبيعتها وتحديد عائدها ومخاطرها ، لذلك برزت المحافظ الاستثمارية كأداة مهمة في مجال الاستثمار. يستخدمه العديد من المستثمرين لتحقيق أقصى قدر من الأرباح مع القليل من المخاطر والتكلفة. حيث كان الغرض من هذا البحث هو التحقق من أهمية تحليل العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة مقابل أحد الأصول ، وكذلك تأثير ذلك على الاستثمار. وباستخدام أداة الاستبانة واستخدام المنهج الوصفي التحليل تم إرسال استبيان إلى المدراء الماليين حول المكافآت والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة. توصل الباحث الي التركيز الأساسي لنظريات السوق هو إجراء تحديد الأصول المختلفة التي يمكن للمستثمر من خلالها إنشاء محفظة. وتوصل الباحث لتوصيات منها ضرورة بذل جهود لتوسيع سوق الأوراق المالية على أمل جذب المستثمرين من خارج الدولة.

الكلمات المفتاحية : العائد والمخاطرة ، الأوراق المالية .

* باحث ماجستير بقسم المحاسبة - كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان

Assessing the Risk and Return of Asset Backed Securities An Empirical Study

Abstract

Many countries have expanded their economies by using financial engineering to create new financial tools that serve technological progress in the digital economy and with the emergence of this financing mechanism, most of which remained mortgaged to real estate assets for a long time, countries needed to evaluate these securities to help understand their nature and determine their return and risks, so Portfolios have emerged as an important tool in the field of investment. Many investors use it to maximize profits with little risk and cost, where the purpose of this research was to verify the importance of analyzing the return and risks associated with securities pledged against an asset, as well as the impact of this on investment. Using the questionnaire and using the descriptive approach analysis, a questionnaire was sent to the financial managers about the rewards and risks associated with the pledged securities. The researcher reached the primary focus of market theories is the procedure of identifying the different assets with which an investor can create a portfolio. The researcher reached recommendations, including the need to make efforts to expand the stock market in the hope of attracting investors from outside the country.

Keywords: return and risk, stock ...

مقدمة الدراسة:

اتجهت العديد من دول العالم خلال العقود الماضية إلى تطوير اقتصادها من خلال تطوير أساليب الهندسة المالية لخلق أنواع وأدوات مالية مستحدثة تخدم التقدم التكنولوجي في ظل الاقتصاد الرقمي الحالي الذي بدأت كافة الدول ترغب في التحول إليه، وظهرت مع تلك التطورات العديد من الأدوات المالية المستحدثة والتي من بينها توريق الديون والذي يعد أحد فنون التمويل الجديدة.

وبظهور هذه الآلية للتمويل والتي ظل معظمها ديون مرهونة بأصول عقارية لفترات ليست بالقصيرة، أصبح من الضرورة أن يقوم متخذي القرارات بتقييم هذه الأوراق بشكل سليم يساعد على فهم طبيعتها وتحديد العائد والمخاطرة المرتبطة بها، لذا ظهرت فكرة محافظ الاستثمار والتي تعد أحد الأدوات المهمة في مجال الاستثمار في الأسواق المالية يلجأ إليها العديد من المستثمرين بهدف تحقيق أكبر عوائد ممكنة بأقل درجات المخاطرة وأقل تكلفة ممكنة، ويتمثل هدف المستثمر من امتلاكها في المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة وتنمية القيمة السوقية لها من خلال تنوع الاستثمار في عدد من الأصول المالية ذات العوائد المختلفة ودرجات متباينة من المخاطر وبالتالي توزيع المخاطرة على مجموع الأصول التي تحتويها المحفظة⁽¹⁾.

وفي ظل تنوع المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذا النوع من الأوراق فإن عملية تقييم هذه المخاطر يجب أن تتم بشكل دقيق حيث سيؤثر عدم التحديد الدقيق لها وللعوائد المتوقعة على الاستثمار فيها إلى اتخاذ قرارات استثمارية أو تمويلية غير

¹⁾ Ghorbel, Achraf; Abdelhedi, Mouna; Boujelbene, Younes (2014), Assessing the Impact of Crude Oil price and Investor Sentiment on Islamic Indices: Subprime Crisis", **Energy Economics**, Vol. 15 , no. 1, pp. 13 – 24.

رشيدة تؤثر سلباً على مكانة المنشأة أو المستثمر في سوق المنافسة، وفي ضوء المخاطر المختلفة التي تواجه الاستثمار في الأوراق المالية بصفة عامة فإن الاستثمار في الأوراق المالية المرهونة بأصل يتطلب دراسة مبنية على بيانات ومعلومات دقيقة وموثوقة حول العائد والمخاطر المصاحبة له.

مشكلة الدراسة:

شهدت أسواق المالية العالمية ظهور العديد من الأدوات المالية الحديثة التي جاءت لتلبي تلك التطورات الهائلة في البيئة الاقتصادية لمنشآت الأعمال، وتزامنت مع التنوع الكبير في القرارات الاستثمارية والتمويلية التي تتطلب مواصفات معينة للمعلومات اللازمة لعملية اتخاذ القرارات داخل المنشأة، فبالرغم من انتشار التعامل على الأوراق المالية في أسواق المال، إلا أن المستثمرين يرغبون دائماً الموازنة بين العائد المحقق من هذه الأوراق والمخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار، ولعل ظهور العديد من أساليب الهندسة المالية المصاحبة للتطورات الاقتصادية المحيطة بالمنشأة جعل المستثمر يبحث باستمرار عن أساليب آمنة في ظل حالات عدم التأكد المصاحبة للاستثمار في الأوراق المالية لترشيد قرار الاستثمار أو التمويل.

ويعد التوريق Securitization أحد أهم الأدوات المالية الحديثة التي يلجأ إليها المستثمرون باعتبارها أقل تكلفة من أدوات التمويل الأخرى، وساعد على انتشار هذا النوع من الأدوات المالية اعتماد العديد من حكومات الدول ومصارفها عليها كأحد الآليات الأكثر ملائمة لتمويل قطاع الإسكان فيها، لكن هذا الإفراط في توريق قروض الرهن العقاري أدى إلى تحول التوريق من أداة فعالة للتمويل إلى واحدة من الأسباب الأكثر تأثيراً في وقوع الأزمات المالية التي شهدتها المصارف

العالمية والأسواق المالية خلال العقود الأخيرة خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والعديد من الدول الأوروبية الأخرى.⁽²⁾

ونظراً لتنوع الأوراق المالية المرهونة بأصول ما بين أوراق رهن عقاري والتي تمثل الأوراق المالية المضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية التي تجمعها المؤسسات المالية المتخصصة لتمويل عمليات شراء المقترض لأصول عقارية خاصة، حيث يقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء استثماري واحد ومن ثم بيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات، والأوراق المالية المرهونة بأصول غير عقارية أخرى والتي تشمل حالياً مجموعة جديدة ومتنوعة من الأصول مثل التزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة، وقروض شراء وتأجير السيارات والمنازل وغيرها من الأصول الأخرى، إضافة إلى تنوع هذه الأوراق ما بين أوراق أطلق عليها Pass-Through والتي تمثل ملكية المستثمر المباشرة في كافة الإيرادات الناتجة عن الأصول الضامنة للأوراق المالية، وأوراق pay-through والتي تصدر أيضاً بضمان حزمة من الأصول ويمكن أن تصدر كذلك بضمان حزمة من شهادات أو أوراق Pass-Through بدلاً من الأصول المباشرة التقليدية، الأمر الذي يعني تعقيد عملية التقييم لهذا النوع من الأوراق المالية.

وعليه فإنه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في عدد من التساؤلات على النحو

التالي:

2) Audino , Diane, Securitizing Vacation Homes Loans in Mexico , S&P CREDITWEEK, July 31, 1996, at 15; Heidi J. Oster & Ellen C. Welsher, Rating Structured Settlement Securitization, S&P CREDITWEEK, June 25, 1997, at 27

1. ما هي طبيعة ومفهوم التوريق وأنواعه المختلفة؟
2. ما هو المقصود بالأوراق المالية المرهونة بأصل؟
3. ما هي الطرق المختلفة لتقييم الأوراق المالية المرهونة بأصل؟
4. ما هي جدوى تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل؟
5. إلى أي مدى يؤثر تقييم الأدوات المالية المرهونة بأصل على عملية اتخاذ قرارات التمويل وقرارات الاستثمار بالنسبة لمنشآت الأعمال؟

الدراسات السابقة :

أولاً: الدراسات باللغة العربية

1. دراسة (حنان بهدنة، 2014)⁽³⁾:

هدفت الدراسة إلى بيان مدى مساهمة التوريق باعتباره أحد أدوات الهندسة المالية الحديثة في مواجهة مخاطر السيولة في البنوك التجارية، وذلك من خلال بيان عرض للمفاهيم الخاصة بالتوريق وأنواعه المختلفة، والأهداف المرغوب تحقيقها من قبل المؤسسات المالية من عملية التوريق، إضافة إلى الدوافع وراء ذلك والأهمية الاقتصادية للتوريق خاصة بالنسبة للدول النامية، وشرح للأساليب والأطراف المشاركة في عمليات توريق الديون. وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

⁽³⁾ بهدنة ، حنان (2014) التوريق كأداة مالية حديثة لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك التجارية: دراسة حالة بنك التنمية المحلية BDL، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر.

- يساهم التوريق في تحقيق مزايا اقتصادية واستحداث أدوات مالية جديدة للمستثمرين وتوسيع نشاط أسواق المال وتجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الجديدة أو إجراء التوسعات على مشروعات قائمة بأقل تكلفة ممكنة وبعائد مرضٍ في ضوء درجة أقل من المخاطر.
- يساعد التوريق في توزيع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من الدائنين وذلك بسبب طرح سندات التوريق على شريحة كبيرة من المستثمرين.
- الربط بين السوق المالية وسوق العقارات والإسكان عن طريق تمويل القروض العقارية بأوراق مالية مضمونة بتلك الأصول وهو ما يمكن المؤسسات المالية والمنشآت من معالجة عجزها عن توفير التمويل اللازم للقطاع السكني.
- يساهم التوريق في تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمنشأة المصدرة لأدواته نظراً لعدم اعتماده على التصنيف الائتماني للمنشأة.

2. دراسة (شيماء علاء الدين، 2015)⁽⁴⁾:

هدفت الدراسة بصفة أساسية إلى بيان أثر تطبيق عمليات التوريق على القدرة التنافسية لمنشآت التمويل العقاري، بالإضافة إلى تحديد أثر الإفصاح عن عمليات التوريق هذه على القدرة التنافسية للمنشأة، وذلك من خلال تقييم مدى فاعلية وقدرة المؤشرات المحاسبية قياس القدرة التنافسية للمنشآت في قياس مدى تأثير التنافسية بعمليات التوريق العقاري والإفصاح عنه، واعتمدت في سبيل تحقيق هذا الهدف

⁽⁴⁾ علاء الدين ، شيماء محمد يوسف (2015) تأثير الإفصاح المحاسبي لعملية توريق القروض العقارية على القدرة التنافسية للمنشأة: دراسة ميدانية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد4 ، ص ص 353-377.

على المقابلات الشخصية والاستقصاء في ضوء دراسة ميدانية لمنشآت التمويل العقاري التي تمارس نشاط التوريق بالسوق المصرية.

ومن أهم ما توصلت له هذه الدراسة:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمليات التوريق وزيادة القدرة التنافسية للمؤسسات المالية.
 - عليات التوريق أكثر تأثيراً على المؤسسات المالية عنها في منشآت التمويل العقاري، وكذلك تأثير التوريق على القدرة التنافسية للمؤسسات المالية أكثر من تأثيره على تنافسية منشآت التمويل العقاري.
 - هناك مجموعة من المعوقات التي تحد من تطبيق التوريق في السوق العقاري المصري من أهمها، ضرورة وجود جهة تقوم بتجميع القروض من منشآت الأعمال وتقوم هي بالتوريق حتى تكون محفظة القروض كبيرة ومتنوعة الأمر الذي يرفع من التصنيف الائتماني.
 - من أكثر طريق التوريق ملائمة للتشريعات والقوانين المعمول بها في السوق المصرية هي التنازل.
 - أن نسبة القروض العقارية لدى مؤسسات التمويل العقاري أكبر وأكثر يسراً في إمكانية توريقها من القروض لدى المؤسسات المالية كالبنوك، بالرغم من أن تطبيق التوريق في البنوك أكثر من تطبيقه في مؤسسات التمويل العقاري.
3. دراسة (عمر طالب، 2015)⁽⁵⁾:

⁽⁵⁾ طالب ، عمر (2015) أثر توريق الديون الرهينة على أداء السوق الثانوية العقارية: دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر .

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مدى مساهمة تقنية التوريق التي تبنتها دول شمال إفريقيا كآلية لتمويل القطاع السكني طويل الأجل في تطوير وتنمية الأسواق الثانوية العقارية لتلك البلدان، حيث ناقشت الدراسة قياس حجم الأثر الذي يمكن أن تحدثه عمليات توريق القروض العقارية الرهينة على مستوى السوق العقارية الثانوية والتي يتم فيها تداول منتجات التوريق الممثلة في الأوراق المالية المرهونة بأصول عقارية، من خلال توضيح مدى مساهمة نشاط التوريق في تخفيض تكلفة الائتمان المقدم للأسر والأفراد وتسيير شروطه، ومقدار الزيادة الملحوظة في عدد المنشآت المصدرة لمثل هذا النوع من الأوراق.

وقد توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج من أهمها ما يلي:

- حجم إصدارات التوريق التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات المالية في دول شمال إفريقيا كان متواضعاً مقارنة بدول أخرى.
- لم تؤدي إصدارات توريق الديون الرهنية العقارية إلى خلق حركة جديدة على مستوى أسواق العقارات الثانوية في دول شمال إفريقيا، حيث لم تعمل على تنويع موارد ومصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات المالية ولم تساهم في إحداث طفرة ائتمانية على مستوى هذه البلدان.
- لا تمثل نسبة المنشآت المصدرة للقروض الرهنية العقارية نسبة تذكر على مستوى هذه البلدان نظراً لأن إصدارات هذا النوع من الأوراق المالية كان ولازال محدوداً.
- التوريق يساهم بشكل كبير في توزيع المخاطر، ويتم ذلك من خلال رفع قدرة المستثمرين والمقرضين على إدارة المخاطر وإدارة رأس المال التنظيمي.
- للتوريق العديد من المنتجات المالية أغلبها يرتبط بالأدوات المالية المشتقة، حيث تأخذ معظمها إما صيغة للعقود المستقبلية أو عقود المبادلات أو الخيارات

بأنواعها المختلفة إلى جانب العقود الآجلة، ويتم الاعتماد بشكل ملحوظ على مشتقات أسعار الفائدة ومشتقات الائتمان في معاملات التوريق بتلك البلدان.

4. دراسة (بسنت علاء الدين، 2019)⁽⁶⁾:

هدفت الدراسة إلى تحليل السياسات المحاسبية والأسس والمبادئ المحاسبية المرتبطة بالمخاطر الائتمانية في ظل نشاط توريق الديون، وكيفية القياس والإفصاح المحاسبي عن هذه المخاطر، بالإضافة إلى مدى تأثير المحاسبة عن المخاطر الائتمانية التي تتعرض لها المؤسسات المالية في ظل عمليات توريق الديون على الحوكمة المصرفية والنتيجة عن التوسع في أنشطة التوريق.

وكان من بين أهم النتائج التي توصلت لها الدراسة:

- يعد نشاط التوريق أحد أدوات إدارة المخاطر حيث إن قيام المنشأة أو المؤسسة المالية بتحويل الديون بصفة عامة والمشكوك في تحصيلها على وجه الخصوص لأوراق مالية يسهل تداولها وعرضها للتداول في الأسواق المالية فإنها تقوم بتحويل جزء كبير من المخاطر الائتمانية إلى ملاك هذه الأوراق.
- لا يمكن القول أن التوريق نشاطاً تمويلياً فقط حيث يعد أحد الأنشطة الاستثمارية للمؤسسة المالية حيث إن عائد الأنشطة الائتمانية بالمؤسسات المالية تعد المحور الرئيس لإيرادات المؤسسة المالية مهما تعددت مصادر الإيرادات الأخرى، وبالتالي فإن تحقيق عوائد على السندات البنكية الممثلة في

⁽⁶⁾ نور الدين ، بسنت علي أحمد (2019) أثر المحاسبة عن المخاطر الائتمانية في ظل نشاط توريق الديون على الحوكمة المصرفية، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، العدد 2، ص ص 83-109.

الأوراق المالية يمثل أحد إيرادات البنك وهو ما يجعل التوريق نشاطاً استثمارياً إلى جانب كونه أحد الأنشطة التمويلية المستحدثة.

- هناك العديد من الطرق التي يمكن استخدامها لقياس المخاطر المرتبطة بأنشطة التوريق من أهمها قياس الخسائر المتوقعة للأوراق المالية باستخدام معيار القيمة العادلة، ويمكن أن يحقق هذا المقياس الحوكمة المصرفية من تلك المخاطر، كما يعد بديلاً عن رفع معدلات كفاية رأس المال بهدف مواجهة تلك المخاطر بعد وقوعها.

5. دراسة (أقداس حسين، وآخرون، 2019)⁽⁷⁾:

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر المخاطر المرتبطة بعمليات التوريق التي يواجهها المستثمرون أفراداً أو مؤسسات أثناء تداول الأوراق المالية في أسواق المال، وتوضيح العوامل التي يجب أخذها في الحسبان عند اللجوء لهذه العمليات وفهم واستيعاب الأصول المورقة وقرارات الاستثمار المرتبطة بها، مع التركيز ليس فقط على الأصول العقارية كضمان للأوراق المالية المصدرة وإنما على باقي الأصول الأخرى التي تنتجها عمليات التوريق الحالية، وذلك من خلال استعراض مجموعة الأسس والمفاهيم الخاصة بالتوريق والأصول المالية التي تصلح كضمان للأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق الثانوية. وخلصت الدراسة إلى ما يلي:

⁽⁷⁾ الناصر، أقداس حسين هادي وآخرون (2019) التوريق وأثره على إدارة المخاطر في مؤسسات الائتمان: دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية، مجلة جامعة بابل : العلوم المصرفية و التطبيقية ، العراق ، المجلد 27، العدد 3، ص ص 316-330.

- ليست كل الأصول المالية الحالية صالحة لأن تمثل ضماناً للأوراق المالية لأن بعضها لا ينقل كافة المخاطر أو غالبيتها إلى المستثمر في هذه الأوراق المالية.
- تخفض عمليات التوريق في المؤسسات المالية من تكلفة التمويل مقارنة بوسائل التمويل الأخرى.
- تحيط بعمليات التوريق مجموعة مختلفة من المخاطر يجب مراعاتها والتحوط لها قبل الشروع في إصدار هذا النوع من الأوراق المالية.
- هناك العديد من الطرق والأساليب الممكن استخدامها لتحديد المخاطر الائتمانية المرتبطة بالتوريق يجب اختيار أنسبها وفقاً لطبيعة أنشطة المؤسسة المالية والأصول المملوكة لها والتي تصلح أن تكون رهناً للسندات المطروحة للتداول.
- تنقل عمليات التوريق درجة من المخاطرة إلى حملة السندات المضمونة بأصول مالية، لكنها تولد مخاطر أخرى قد تنشأ حال تغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف تؤدي إلى فقدان المؤسسة المالية جزءاً من أصولها حال عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة هذه السندات.

ثانياً: الدراسات باللغة الأجنبية:

1. دراسة (Silviu E. Dinca, 2014)⁽⁸⁾:

هدفت الدراسة إلى توضيح أهم الفروق الجوهرية بين اثنتين من الخيارات الجديدة لتأمين طلباتها التمويلية وإعادة التمويل بشكل أفضل، وهما السندات المغطاة وتوريق الأصول كتقنيات تمويل قائمة على الأسواق المالية، مع تسليط الضوء على بعض خصائص الهيكل والتنفيذ الرئيسية لكل منها، وذلك من خلال دراسة الوظائف

⁸⁾ Dinca , Silviu E., (2014), Covered bonds vs. Assets Securitization , *Theoretical and Applied Economics* , Vol. 12 , No. 11, 2014 , pp. 71-84.

الأساسية لكل من الخيارات المشار إليها ومدى تأثيرها على الهيكل التمويلي للمنشأة أو المؤسسة المالية المنشأة لهذه الأنواع من الأدوات المالية.

ومن بين النتائج التي توصلت لها الدراسة ما يلي:

- تحمل السندات المغطاة بعض السمات المميزة للأوراق المالية المرهونة بأصول مالية، غير أنه معاملات التوريق للأصول المالية يتم من خلالها تحويل مجموعة من الأصول إلى أوراق مالية عن طريق منشآت متخصصة في هذا النوع من المعاملات، في حين أن السندات المغطاة أقرب ما يكون إلى إصدارات السندات المضمونة من قبل المنشآت نظراً لعدم وجود تحويل لأية أصول حقيقية ملموسة إلى جهات متخصصة.
- تواجه الأوراق المالية الرهونة بأصول مالية العديد من المخاطر التي تتمثل في مخاطر الإفلاس سواء للجهة المنشأة للورقة أو المصدرة لها، بالإضافة إلى مجموعة من المخاطر التنظيمية والسوقية الأخرى.
- يفضل المستثمرون عادة الاستثمار في الأدوات المالية المرهونة بأصل على حساب الاستثمار في السندات المغطاة، وذلك على اعتبار أنها أدوات مالية مهيكلت تسعى إلى عزل نفسها تماماً عن تصنيف المصدر والاعتماد كلياً على جودة مجموعة الأصول الأساسية وعلى الائتمان الهيكلي والسيولة والتقنيات المستخدمة بهدف الوصول إلى أعلى التصنيفات الائتمانية.
- من أجل الحصول على جميع الفوائد الناشئة عن السندات المغطاة وتوريق الأصول، يجب أن تعمل المؤسسات المالية بشكل متوازٍ، وفي نفس الوقت يتم تغطية كل من برامج تمويل السندات المغطاة وبرامج تمويل توريق الأصول، مما يسمح للمُنشئين بإدارة عملية جمع الأموال بشكل فعال وجوانب إدارة

المخاطر من خلال الربط الأمثل بين أسواق الأصول المحلية والأسواق المالية ورأس المال العالمية.

2. دراسة (Hiroshi Sasaki, 2016)⁽⁹⁾:

تهدف الدراسة إلى كيفية تحقيق علاوة مخاطر الانحراف ومخاطر التقلب في السوق المالية في ظل وضع التوازن العام، وذلك من خلال دراسة المخاطر المرتبطة بالأسهم عن طريق استخدام نموذج قياس المخاطر طويلة الأجل الذي اقترحه بانسال ويارون مع توسيع نطاقه ليشمل التباين في معدل نمو الاستهلاك، وذلك بافتراض أن علاوة مخاطر الانحراف عن العوائد المتوقعة ومخاطر التقلب في القيمة السوقية للأوراق المالية في حالة من التوازن النسبي، وذلك لاختبار مدى قدرة علاوة مخاطر الانحراف والتباين في التنبؤ بعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية. وكان من أهم ما توصلت إليه الدراسة ما يلي:

- هناك مجموعة من الأسباب المختلفة للانحراف المتغير بمرور الوقت والانحراف السلبي للمخاطر المحايدة.
 - علاوة مخاطر الانحراف بالإضافة إلى علاوة مخاطر التباين تتمتع بقدرة تنبؤ عالية لعوائد مؤشر أسواق الأسهم الإجمالية المستقبلية.
 - علاوة مخاطر الانحراف تلعب دوراً أساسياً مستقلاً منفردة بخلاف علاوة مخاطر التباين في التنبؤ بالعوائد المتوقعة على مؤشرات أسواق المال.
3. دراسة (Liudmila V. Nikolova, and Others, 2016)⁽¹⁰⁾:

⁹ Sasaki , Hiroshi (2016) The skewness risk premium in equilibrium and stock return predictability, **Annals of Finance, Springer**, vol. 12 , no .1, pp. 95-133.

تمثل هدف الدراسة في بيان أثر عملية توريق أصول البنوك كمصدر وأداة من أدوات الهندسة المالية الحديثة، وتحديد السمات المميزة لنموذج التمويل عن طريق التوريق عن نماذج وأدوات التمويل التقليدية الأخرى في المؤسسات المالية، وذلك من خلال عرض ثلاثة من نماذج التوريق (كلاسيكي، تركيبي، مشترك) استخدمتها الدراسة لحل المشكلات المرتبطة بالتوريق للحد من المخاطر المصاحبة لهذا النوع من الأوراق المالية منذ إنشائه وحتى تداوله في الأسواق المالية.

وتوصلت الدراسة لمجموعة من النتائج من أهمها:

- التوريق أحد الأدوات المبتكرة والمستحدثة في التمويل يمكن استخدامه في العديد من المشروعات القائمة أو المرغوبة مستقبلاً بالاعتماد على أحد النماذج الخاصة به وفقاً لنوعية وطبيعة الأصول المالية المورقة.
- يساهم التوريق في إنشاء قاعدة واسعة من الموارد طويلة الأجل لأغراض الإقراض الاستثماري.
- تساعد عمليات التوريق في تنظيم وإدارة محفظة الائتمان في الوقت المناسب من خلال بيع القروض المورقة، كما تحافظ على السيولة اللازمة لاستثمارات أخرى مقارنة بالمصادر الأخرى للتمويل وإعادة التمويل.
- تعظيم الاستفادة من محفظة المؤسسة المالية وتحديد البنوك وذلك من خلال الإدارة المشتركة لأصول وخصوم البنك أو المؤسسة المالية.
- يعمل التوريق على إعادة التوزيع والتحوط من المخاطر المصرفية، من خلال المشتقات الائتمانية والمشتقات الأخرى للأدوات المالية.

¹⁰⁾ Nikolova , Liudmila Vasilevna, et.al (2016) Securitization of Bank Assets as A Source of Financing the Innovation Activity, **International Journal of Economics and Financial** , vol.2 , no.6 , pp. 246-252.

- يساهم التوريق في الامتثال للشروط والمعايير المتعلقة بإمكانية الاستحقاق وكفاية رأس المال في ضوء حقيقة أن بيع الأصول المورقة يزيد من معدل كفاية رأس المال، في ظل درجة مناسبة من المخاطر.

4. دراسة (Photis Lysandrou and Anastasia Nesvetailova,) (2020)⁽¹¹⁾:

تهدف الدراسة إلى تقييم بعض الآثار المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل، مع بيان الأهمية الوظيفية لهذا النوع من الأوراق المالية ودورها في تنشيط الأسواق المالية، بالإضافة إلى توضيح الآثار الاقتصادية والسياسية المتعلقة بالتعامل مع هذا النوع من الأوراق.

وقد خلصت الدراسة إلى ما يلي:

- تغطي الأوراق المالية المرهونة بأصل عدداً من الأصول المالية المألوفة كالقروض والسيارات وإيجار الطائرات ومستحقات بطاقات الائتمان والرهن العقاري وقروض الأعمال.

- تمثل القروض المورقة ذات العوائد الثابتة الآن جزءاً كبيراً من إجمالي الأوراق المالية بالأسواق العالمية، وتأتي الولايات المتحدة الأمريكية في مقدمة الأسواق العالمية المتعاملة في هذا النوع من الأوراق وتمثل حوالي 86% من إجمالي التعاملات بهذه الأوراق.

¹¹⁾ Lysandrou , Photis , Nesvetailova , Anastasia (2020) The Functional Importance of Asset Backed Securities: An Assessment and Some Policy Implications , **Paper prepared for INET Annual Conference, about Combatting Fiscal Fraud and Empowering Regulators**, 21-23 October, Edinburgh, UK , pp.1-20.

- تلعب الأوراق المالية المرهونة بأصول دوراً هاماً باعتبارها وسيلة تمويلية أقل تكلفة عن أدوات التمويل الأخرى، وباعتبارها أداة استثمارية من جهة أخرى.
- تنقل الأوراق المالية المدعومة بالأصول بعضاً من المخاطر المرتبطة باقتناء هذه الأصول في صورتها التقليدية وذلك عن طريق توزيع جزء من المخاطر على عدد من المستثمرين المشاركين في عملية التوريق.
- بالرغم الوظائف الاقتصادية للأوراق المالية المضمونة بالأصول إلا أن هناك مجموعة من المخاطر المرتبطة بإنشاء وإصدار وداول هذا النوع من الأوراق يجب دراسته جيداً قبل اتخاذ قرار الاستثمار فيها أو إصدارها.

التعليق على الدراسات السابقة :

- تناولت الدراسات السابقة مجموعة متعددة من الجوانب ذات الأهمية التي تعلق بعضها بالعائد المطلوب والعوائد المتوقعة على الأوراق المالية بشكل عام والأوراق المالية المرهونة بأصل، إضافة إلى مجموعة المخاطر التي تتعرض لها عمليات التوريق والمخاطر السوقية والائتمانية لها، وتتفق بعض النقاط التي عرضتها هذه الدراسات مع موضوع الدراسة الحالية، وتختلف مجموعة أخرى معها، وفيما يلي أهم الملاحظات على الدراسات السابق عرضها:
- استخدمت بعض الدراسات نموذجاً وحيداً لتقييم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، في حين استخدم البعض الآخر نماذج متعددة لتقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية.
 - تناولت معظم الدراسات الأوراق المالية المرهونة بأصل عن طريق دراسة الأدبيات المرتبطة بها دون أن تتطرق للطرق المختلفة للتوريق واعتمد بعضها على تحليل أنواع محددة من هذه الأوراق دون الإلمام التام بكافة الأنواع التي تتضمنها الأوراق المالية المرهونة بأصل.

- ارتبطت معظم التقييمات التي أوردتها الدراسات السابقة للعائد والمخاطر على الأسهم والسندات التي يمكن ضمانها من قبل المنشأة المصدرة دون التعرض للأوراق المالية المرهونة بأصل والتي يجب إسناد عملية إصدارها لجهات متخصصة في هذا النوع من الإصدار.
- اعتمدت الدراسات على تحليل الأوراق المالية المدعومة برهونات عقارية على اعتبار أنها النوع الأوسع للأوراق المالية المضمونة بأصول، وذلك على خلاف الواقع حيث إن هناك العديد من الأنواع الأخرى للأوراق المالية المرهونة بأصول مالية أخرى.
- لم تتطرق الدراسات السابقة إلى الربط بين التوريق باعتباره أحد الأدوات التمويلية والاستثمارية التي ابتكرتها الهندسة المالية والأوراق المالية المرهونة بأصل، وبين تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بهذا النوع من الأوراق المالية المستحدثة.
- لم تناقش الدراسات السابقة بشكل كافٍ مدى تأثير العوامل المرتبطة بالمعاملات على الأوراق المالية المرهونة بأصل على اتخاذ القرارات التمويلية والقرارات الاستثمارية المرتبطة بأطراف التعامل على هذه الأوراق.
- لم تتطرق الدراسات السابقة على وجه التحديد للمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الأوراق المالية وكيفية إدارتها ومدى تأثيرها على الهياكل التمويلية للمنشآت ومحافظ الاستثمار بالنسبة للمستثمرين.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة بصفة أساسية إلى تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل، ومدى تأثير هذا التقييم على قرارات التمويل أو الاستثمار في الأسواق المالية، وذلك من خلال مجموعة متنوعة من النماذج والمقاييس الكمية،

وفي سبيل تحقيق الدراسة لهذا الهدف فإنها تتعرض لمجموعة من الأهداف الفرعية على النحو التالي:

- دراسة الطبيعة المميزة للأوراق المالية المرهونة بأصل وكيفية تقييمها كمياً والأنواع المختلفة لهذا النوع من الأدوات المالية.
- القياس الكمي للعائد على الأوراق المالية المرهونة بأصل.
- القياس الكمي للمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل.
- تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل.
- بيان وتحليل أثر الاعتماد على تقنيات توريق الديون والتعامل بالأوراق المالية المرهونة بأصل على قرارات التمويل والاستثمار.

أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من الاعتبارات التالية:

أ- الأهمية العلمية:

تتبع أهمية الدراسة العلمية من تزويد المكتبة العربية على وجه التحديد بمزيد من الدراسات المرتبطة بدراسة العوائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل، إضافة إلى كيفية إدارة هذه المخاطر ومدى تأثيرها على الهياكل التمويلية لمنشآت الأعمال ومحافظ الاستثمار المتنوعة من خلال مجموعة متنوعة ومختلفة من النماذج الكمية، فضلاً عن دراسة الطرق المختلفة للتوريق، وإلقاء الضوء على مجموعة متنوعة من المفاهيم المستحدثة وأهم مستجدات الفكر المحاسبي حول هذا النوع من الأوراق، وكذلك فإن أهميتها العلمية تكمن في البحث عن الربط الموضوعي بين التوريق باعتباره أحد أدوات الهندسة المالية الحديثة والأوراق المالية المرهونة بأصل وبين العائد والمخاطرة المرتبطة بهذا النوع من الأوراق، وكذلك تساهم الدراسة علمياً بشكل متواضع في التأصيل العلمي لمفهوم وطبيعة تقنية

التوريق وأنواع الأصول التي يمكن توريقها، والتأصيل العملي لمفهوم وطبيعة الأدوات المالية المستحدثة في مجال المال والأعمال، والطبيعة المميزة لأنواع المختلفة من هذه الأوراق.

ب- الأهمية العملية:

تكمن أهمية الدراسة العملية في ضرورة التعرف على الطرق المختلفة لتقييم الأوراق المالية المرهونة بأصل، وذلك لمواكبة التطورات الاقتصادية الحالية في مجال التعاملات المالية على مستوى الأسواق المالية، والتحديد الدقيق والموضوعي للعوائد والمخاطر المرتبطة بالتعامل في الأوراق المالية المرهونة بأصول مالية والتي أصبحت ظاهرة تمارسها العديد من حكومات دول العالم خاصة النامية منها، من خلال توفير مجموعة من النماذج المستخدمة في تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بها تساعد في ترشيد قرارات التمويل والاستثمار في الأوراق المالية خاصة تلك المرهونة بأصل، وذلك بهدف رفع كفاءة هذه القرارات وتزويد مستخدمي القوائم والتقارير المالية والمستثمرين بصفة خاصة بالمعلومات اللازمة لعملية اتخاذ القرارات.

فروض الدراسة:

تتناول في ضوء العرض السابق لمشكلة الدراسة وأهدافها وأهميتها العملية والعملية، والمتمثل في تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل، فإنه يمكن صياغة فروض الدراسة على النحو التالي:

الفرضية الأولى: يوجد اثر ذو دلالة احصائية لمساهمة تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل في ترشيد قرارات الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية.

الفرضية الثانية : يوجد اثر ذو دلالة احصائية لمساهمة التوريق في إدارة المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل.

الفرضية الثالثة : يوجد اثر ذو دلالة احصائية لتاثير درجة المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على الهياكل التمويلية لمنشآت الأعمال.

الفرضية الرابعة : يوجد اثر ذو دلالة احصائية لتاثير درجة المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على محافظ الاستثمار الخاصة بالمستثمرين في الأسواق المالية.

حدود الدراسة:

تتناول الدراسة طرق تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة من جوانب متعددة دون التعرض لما يلي:

- أثر تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على عوامل أخرى بخلاف ترشيد قرارات التمويل والاستثمار في أسواق المال.
- تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية بخلاف الأوراق المالية المرهونة بأصل.
- الشركات المدرجة بأسواق مالية بخلاف سوق الأوراق المالية المصرية.
- إدارة المخاطر المرتبطة بأنواع أخرى غير الأوراق المالية المرهونة بأصل.
- تأثير المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على العوامل الأخرى بخلاف محافظ الاستثمار والهياكل التمويلية لمنشآت الأعمال.

منهج الدراسة:

في إطار البحث عن إجابات موضوعية لتساؤلات مشكلة الدراسة، وانطلاقاً من أهداف الدراسة وأهميتها، فسوف يعتمد الباحث على المنهجين الاستنباطي والاستقرائي والمنهج الوصفي على النحو التالي:

- سوف يستخدم الباحث المنهج الاستنباطي في مراجعة الأدبيات المحاسبية فيما يتعلق بطرق ونماذج التقييم المستخدمة في عمليات القياس الكمي للعائد على الأوراق المالية، طرق التقييم والنماذج المرتبطة بقياس المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على وجه التحديد، ودراسة الأدبيات المتعلقة بعمليات اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية، المعاملات المالية التي تجري في الأسواق المالية ونوعية وطبيعة هذه الأسواق وأنواعها وطبيعة المتعاملين فيها، فضلاً عن دراسة الجوانب العملية المرتبطة بتقنيات الهندسة المالية وعمليات التوريق على وجه الخصوص.
- في حين يتم استخدام المنهج الاستقرائي عند إجراء الدراسة المرتبطة بتقييم مدى تأثير نماذج القياس الكمي المستخدمة لتقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على قرارات التمويل والاستثمار.
- واستخدم المنهج الوصفي في تأكيد فروض الدراسة وذلك من خلال الدراسة الميدانية لتحقيق أهداف الدراسة والوصول إلى النتائج والتوصيات.

الإطار النظري للبحث :

تقييم العائد والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية:

أولاً: مفهوم العائد:

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده ومخاطره هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضاً المقصود

بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. (12)

تعتبر عوائد الأوراق المالية المرهونة بأصل واحدة من المفاهيم المعقدة ومتعددة الجوانب في مجال المحاسبة والتي ترتبط بصورة وثيقة مع معايير الربح والقيمة والسعر.

العائد هو المكافأة أو التدفق النقدي الذي يحصل عليها المستثمر نظير انتظار استثمار أمواله خلال فترة زمنية معينة. (13)

كما يعرف العائد بأنه عبارة عن نسبة توزيعات الأرباح إلى قيمة الاستثمار أو التكاليف، ويعرف بأنه هو أحد طرق مقاييس الأداء يستخدم كمؤشر لمقارنة أداء استثمار واحد أو استثمارات متعددة ويحسب بقسمة الربح على تكلفة الاستثمار وتكون كنسبة مئوية أو توزيعات حصص. (14)

كما عرف أيضا بأنه المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى فإنه تجب نسبته للأموال الذي ولدته، أو المقابل الذي يطمح المستثمر للحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله. (15)

¹² رزيقة، تالي (2012) تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة التجهيزات المنزلية EDIED، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العيد ألكلي نجد أولحاج، البويرة، الجزائر، ص 13.

¹³ سليمان، عبد الخالق أبكر (2011) التمويل والإدارة المالية، أم درمان، السودان، ص 100.

¹⁴ Amiech, Matthieu (2003) La bourse une affaire de volonté politique, **journal, liberté Economie**, no. 118, du 4, p.30.

¹⁵ بن زيد، ربيعة و أخرون (2015) العائد والمخاطرة وعلاوة المخاطرة للذكوك الإسلامية والسندات التقليدية: دراسة قياسية مقارنة خلال الفترة 2008-2017، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، العدد 19، ص 12.

ثانياً: أدوات قياس العوائد:

- **العائد على حقوق الملكية:** يمكن قياس نسبة العائد لكل وحدة نقدية من حقوق الملكية، وكلما ارتفع هذا العائد كلما كان الأمر أفضل لأن هذا يعني أن البنك يمكنه توزيع المزيد من الأرباح على المساهمين.
- **العائد على الأصول:** يعتبر هذا المعدل مقياس جيد للربحية وللكفاءة الإدارية طالما أن الهدف تعظيم صافي الثروة، ويدل هذا العائد على مدى استغلال البنك لأصوله في توليد الربح.
- **معدل هامش الربح:** يعكس مدى كفاءة الشركة في إدارة ومراقبة تكاليفها.
- **معدل منفعة الأصول:** وتسمى استعمال الأصول، حيث يدل هذا المؤشر على الاستغلال أو الاستعمال الأفضل للأصول أي إنتاجية الأصول.
- **معامل الرفع المالي:** يعمل لصالح الشركة حينما تكون الأرباح إيجابية، وفي نفس الوقت مقياس للمخاطرة لأنه يعكس حجم الأصول التي يمكن للشركة خسارتها قبل أن تصل الشركة إلى مرحلة العجز عن الوفاء بالتزاماته. (16)

ثالثاً : طرق قياس العوائد:

تشتمل أنواع العوائد وطرق قياسها بتناول أنواع العوائد والطرق المختلفة لقياسها بمختلف مسمياتها.

- قياس العوائد بالعوائد التاريخية:

¹⁶⁾ Kumbirai , Mabwe , Webb , Robert (2010) a Financial Ratio Analysis of Commercial bank Performance in South African, **African Review of Economics and Finance**, Vol. 2, No. 1, pp.30-53.

لقياس العائد عن طريق العوائد التاريخية لآبد من تحديد التكلفة الأولية لسعر شراء أصل معين وسعر البيع لذلك الأصل، فالفرق بين سعر البيع للأصل وسعر الشراء يمثل العائد لذلك الأصل وبما أنه قد يتم استلام توزيعات نقدية من خلال توزيعات أرباح أو فوائد لأوراق مالية لهذا الأصل فهذه التدفقات تمثل عائداً إضافياً إضافة لذلك العائد الذي تم التحصل عليه من خلال الفرق بين سعر البيع وسعر شراء الأصل المعين، فالنتيجة النهائية للعائد تتمثل في أن العائد يمثل الفرق بين سعر البيع والشراء للأصل المعين مضافاً إليه تلم التدفقات النقدية الواردة كعوائد من توزيعات وفوائد⁽¹⁷⁾.

- قياس نظام العائد على الاستثمار:

نظام العائد على الاستثمار يعرف على أنه حاصل ضرب نسبتين مهمتين وهما نسبة الربحية إلى المبيعات (نسبة هامش الربح) ونسبة المبيعات إلى التشغيل (نسبة دوران الموجودات)، ويسمى أيضاً بنظام دو بونت وهي شركة أمريكية من كبرى الشركات في مجال الكيماويات وهذه الشركة قامت بتطويره واستخدامه فلذلك سمي باسمها، وهذا النظام يساعد إدارة الشركة في تحديد المشاكل التي تواجه أداء الشركة وبالتالي يتم اتخاذ الإجراءات التصحيحية نحوها، وكذلك يوضح هذا النظام الأثر الذي تتركه القرارات الصادرة من إدارة الشركة نحو إجمالي أرباحها وصيغة نظام العائد على الاستثمار يحسب بقسمة قيمة صافي الأرباح على إجمالي الاستثمار⁽¹⁸⁾

- حساب عائد الاستحقاق للسندات:

¹⁷ مصطفى، نهال فريد، الشهاوي، طارق مصطفى (2014) الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الإسكندرية، دار التعليم الجامعي، ص 295.

¹⁸ عباس، نوال حسين (2006) الإدارة المالية مدخل تحليلي وتطبيقي، الخرطوم، شركة مطابع السودان للعملة، ص 59.

فتتعد أنواع السندات فقد تكون سندات بمعدل فائدة متغيرة أو سندات بدون فائدة أو سندات قابلة للتحويل أو سندات قابلة للاسترجاع أو سندات مضمونة أو سندات غير مضمونة والسندات هي وسيلة للحصول على الأموال للشركات والحكومات بالاقتراض من الجمهور وبفوائد وعوائد معينة يحصل عليها الشخص المقرض فلذلك لا بد من حساب عائد الاستحقاق لتلك السندات عند حلول زمنها، ولحساب عائد الاستحقاق بمعرفة مبلغ الفائدة الإسمية والقيمة الإسمية للسند والسعر الحالي للسند⁽¹⁹⁾.

تقييم المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية:

أولاً: مفهوم المخاطر:

تعرف المخاطر على إنها احتمال حدوث نتائج غير مرضية أو حدوث نتائج بديلة للعوائد المتعلقة بالاستثمار، كما تعرف على أنها حالة عدم التأكد أو إمكانية احتمال حدوث الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما، كما عرفت بأنها الانحراف للعائد حيث العائد الفعلي الذي يحصل عليه المستثمر يكون أقل من العائد المتوقع أو حدوث شيء غير مرغوب فيه.⁽²⁰⁾

بشكل عام تعرف المخاطر من المنظور المالي إمكانية حدوث انحراف في المستقبل، بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أي توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه، أو عدم التأكد من

¹⁹ قويدر، على (1991) دراسة تحليلية لاتجاه أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، ص 67.

²⁰ عبد الله، شوقي حسين (1998) التمويل والإدارة المالية، القاهرة، دارالنهضة العربية، ص 3.

النتائج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر، على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي.⁽²¹⁾

ثانياً: أنواع المخاطر:

حيث توجد تقسيمات مختلفة لأنواع المخاطر فالبعض صنفها ودمجها في مخاطر الأعمال والمخاطر المالية والبعض الآخر صنف مخاطر الأعمال إلى مخاطر خارج المنشأة وهي المخاطر النظامية ومخاطر داخل المنشأة وهي المخاطر الغير نظامية وذلك على النحو التالي:

وتم فيه تقسيم المخاطر إلى قسمين:

أ- **مخاطر الأعمال:** تشير إلى اختلاف في العوائد مع مرور الوقت هنالك العديد من العوامل التي تؤثر على مخاطر الأعمال مثل التغير في المبيعات وتكاليف التشغيل وتنوع خطوط الإنتاج والقوة السوقية للشركة وتكنولوجيا الإنتاج وكلما كانت الشركة كبيرة وقوية في السوق ومتنوعة الأنشطة وعالية التكنولوجيا تقل درجة مخاطر الأعمال وزيادة العائد المطلوب.⁽²²⁾

ب- **المخاطر المالية:** تشير إلى الاختلاف والتقلبات الإضافية لعائد السهم نتيجة تمويل التكاليف الثابتة وأصول الشركة باستخدام الديون والأسهم الممتازة هذا النوع من المخاطر يظهر بصورة واضحة في الرفع التمويلي والذي يمكن تعريفه بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتمويل عن طريق الدين يؤدي إلى العسر المالي ويزيد من مخاطر الإفلاس للشركة نأخذ مثال على ذلك شركة

²¹هندي، منير إبراهيم(1997) الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، ص 440.

²² الحناوي، محمد صالح(2000) الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 19.

ماكدونيل دوغلاس حيث كانت نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى رأس المال تعادل 0.78 في العام 1992 وبمقارنة نفس النسبة لشركة بوننج في العام 1992 هي 0.56 هذا الاختلاف في المخاطر المالية للشركتين سيؤدي إلى انخفاض العوائد المطلوبة على الأسهم العادية لشركة بوننج بالمقارنة مع الأسهم العادية للشركة مادونيل دوغلاس، مع ثبات وتساوي العوامل الأخرى، وفي المخاطر المالية حيث تزيد الالتزامات فارتفاع المخاطرة المالية نتيجته النهائية إن جميع مؤسسات التمويل والمقرضين يتوقفون عن عمليات تمويل للمنشأة.⁽²³⁾

طبيعة المخاطر للأوراق المالية المرهونة بأصل:

ويقصد بطبيعة المخاطر تناول المكان والزمان وحالة المخاطر ولا توجد طبيعة دون زمان ومكان وحالة ويعتبر الزمان والمكان من صميم دراسة حالة طبيعة المخاطر، وهناك مفهوم عام بأن المحدد الرئيسي للعوائد يرجع إلى درجة مخاطرتها في الزمان والمكان المعين، ومن خلال تعريف المخاطرة وأثرها بشكل عام على الأصول الأوراق المالية يرجع إلى احتمال حدوث نتائج غير مضية أو نتائج بديلة للعوائد، واحتمالات النتائج البديلة تتعلق بشكل رئيسي بالتكرارات النسبية، ويمكن استخدام العوائد التاريخية لعدة سنوات ماضية وبإضافة التوقعات الاقتصادية

⁽²³⁾ رحمة، السعيد فرحات(2000) الأداء المالي لمنظمات الأعمال، التحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض، ص 20.

والصناعية وصياغة التوزيع الاحتمالي للتكرار النسبي للعوائد السنوية يمكن تحديد العوائد في المستقبل.⁽²⁴⁾

أولاً : أدوات قياس المخاطرة:

مخاطرة الائتمان: يرتبط هذا النوع من المخاطرة بجودة الأصول واحتمالات العجز عن السداد، تركز مقياس مخاطر الائتمان على القروض لأنها تخضع لأعلى معدلات العجز عن السداد.

مخاطر السيولة: وتظهر هذه المخاطر حينما لا تستطيع الشركة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة، كما تشير مخاطر السيولة إلى كل من قدرة الشركة على اقتراض الأموال وقدرة الأصول السائلة على سداد الالتزامات في مواعيد استحقاقها.⁽²⁵⁾

مخاطر معدل الفائدة: هي تتمثل في مدى حساسية التدفقات النقدية للتغيرات التي تطرأ على مستوى معدلات الفائدة، ويصبح الأصل أو الالتزام حساساً بالنسبة لمعدل الفائدة، إذا كان من الممكن إعادة تسعيره في فترة زمنية معينة.

مخاطر التشغيل: تعرف أنها مجموعة من المخاطر تتعلق بالأنشطة في الشركة، والأداء التشغيلي يعتمد على التكنولوجيا التي تستخدمها الشركة، لذلك فإن نجاح الرقابة على هذه المخاطر يعتمد على نظام الشركة في تقديم المنتجات والخدمات.

²⁴ الهندي، منير إبراهيم (1999) الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص 48.

²⁵ الشماع، خليل. إدارة التحصيل والقروض المتعثرة، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، العدد 2 ، المجلد 18 ، 2010م ، ص 29.

مخاطر رأس المال: وتتمثل في احتمال عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ويحدث هذا عندما تنخفض القيمة السوقية لأصول الشركة إلى مستوى أقل من القيمة السوقية للتزاماتها.⁽²⁶⁾

تصميم و منهجية البحث:

البحث والذي يعرف بأنه : المنهج الذي يقوم على دراسة وتحليل وتفسير الظاهرة من خلال تحديد خصائصها وأبعادها وتوصيف العلاقة بينهما بهدف الوصول إلي وصف علمي متكامل لها، فهو لا يقتصر علي التعرف علي معالم الظاهرة وتحديد أسبابا وإنما يشتمل كذلك تحليل البيانات وقياسها وتفسيرها والتوصل إلي وصف دقيق للظاهرة كنتائجها.

أولاً : وصف مجتمع وعينة الدراسة:

(أ) مجتمع الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من عدد من المحللين الماليين والمديرين الماليين وسمسار الأوراق المالية وذلك لقياس تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل

(ب) عينة الدراسة وخصائصها:

اعتمد الباحث على عينة من المديرين الماليين وذلك بغرض الحصول على البيانات المطلوبة وتم اختيارها بعناية حسب ما هو موضح في الفقرة (أ)، قام الباحث بتوزيع عدد (40) إستبانة على المستهدفين من عينة الدراسة

²⁶ بو بكر، شماخي(2013) محاضرة في مقياس تسيير المخاطر المالية، جامعة ورقلة للموسم الجامعي، ص 69.

ج) أداة الدراسة:

استخدمت الاستبانة كأداة لجمع البيانات المتعمقة بفروض الدراسة والتي قام الباحث بتطويرها من خلال الاطلاع علي العديد من الدراسات السابقة والمرتبطة بموضوع الدراسة وذلك بهدف قياس رأى أفراد العينة المبحوثة حول موضوع الدراسة (تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل).

ثانياً : التحليل الإحصائي لأبعاد الدراسة:

المتوسطات والانحرافات المعيارية لتقديرات أفراد عينة الدراسة تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل:

الترتيب	درجة الممارسة	الانحراف المعياري	المتوسط المرجح	العبارات
3	عالية	٠.490	3.89	يفضل المستثمرون أستثمار أموالهم في الأوراق المالية المرهونة بأصل لتقليل المخاطر
2	عالية	0.678	3.96	يفضل المستثمرون استثمار مدخراتهم الاجنبية في الأوراق المالية المرهونة بأصل لتقليل المخاطر
3	عالية	٠.490	3.89	هل يساهم تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية

الترتيب	درجة الممارسة	الانحراف المعياري	المتوسط المرجح	العبارات
				المرهونة بأصل في زيادة حجم الأستثمارات المالية
2	عالية	0.678	3.96	هل الأوراق المالية المرهونة بأصل تساهم في تنشيط عمليات الاستثمار
3	عالية	0.490	3.89	هل التوقعات المستقبلية بانخفاض المخاطر في الأوراق المالية المرهونة يساعد في زيادة الأستثمارات المالية
2	عالية	0.678	3.96	الورقة المالية عالية المخاطر مرغوبة من قبل المستثمرين في أوقات الرخاء الاقتصادي في سوق الأوراق المالية المرهونة بأصل
1	عالية	0.866	4.01	الورقة المالية عالية

الترتيب	درجة الممارسة	الانحراف المعياري	المتوسط المرجح	العبارات
				المخاطر مرغوبة من قبل المستثمرين لتقييم العائد المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل في سوق للأوراق المالية
4	عالية	0.898	3.88	تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل لة تأثير على قرارات التمويل في الأسواق المالية
5	عالية	0.889	3.86	لا يساهم تقييم العائد المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسواق المالية.
3	عالية	0.490	3.89	لا يساهم تقييم المخاطرة المرتبطة بالأوراق

الترتيب	درجة الممارسة	الانحراف المعياري	المتوسط المرجح	العبارات
				المالية المرهونة بأصل في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسواق المالية.
2	عالية	0.678	3.96	لا تؤثر درجة المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على الهياكل التمويلية لمنشآت الأعمال.
2	عالية	0.678	3.96	لا تؤثر درجة المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل على محافظ الاستثمار الخاصة بالمستثمرين في الأسواق المالية.
---	عالية	0.686	3.90	المتوسط العام

ويتضح من بيانات الجدول تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل علي النحو التالي: نستعرض في أهم النتائج المتوصل اليها من خلال ما أسفرت عليه المعالجة الاحصائية المطبقة على أفراد العينة من حيث التأكد من صحة الفرضيات المصاغة في هذه الدراسة والتي تناولت عدة عوامل من شأنها التأثير علي تقييم

العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل، ونسعى كذلك الى مناقشة النتائج المتحصل للوصول إلى مدى صحة الفروض قيد الدراسة وكذلك مقارنة تلك النتائج بمدى موافقتها أو مخالفتها مع الدراسات السابقة التي تطرقت لهذا الموضوع.

(أ) عرض نتائج الفرضية العامة و الفرضيات الجزئية:

الجدول: يوضح الفروق بين أفراد عينة الدراسة تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل تعزي لمتغير الاقدامية

مصدر التباين	مجموع المربعات	متوسط المربعات	درجة الحرية	t- test	الدالة الاحصائية	مستوي الدالة
بين المجموعات	401.40	200.70	2	7.01	0.00	دالة عند 0.001
داخل المجموعات	1917.67	28.62	67			
التباين الكلي	2319.08	//	69			

الجدول : يوضح الفروق بين أفراد عينة الدراسة تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل تعزي لمتغير السن

مصدر التباين	مجموع المربعات	متوسط المربعات	درجة الحرية	t- test	الدالة الاحصائية	مستوي الدالة
بين المجموعات	414.56	138.70	3	4.78	0.00	دالة عند 0.005
داخل المجموعات	1904.52	28.85	66			
التباين	2319.08	//	69			

						الكلي
--	--	--	--	--	--	-------

الجدول : مصادر التباين

مصدر التباين	مجموع المربعات	متوسط المربعات	درجة الحرية
بين المجموعات	500.56	166.70	5
داخل المجموعات	1999.52	33.85	95
التباين الكلي	2619.08	//////	100

ب) مناقشة نتائج الفرضية العامة والفرضيات الجزئية

1) مناقشة نتائج الفرضية العامة: تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل :

نستنتج من خلال الجدول (07) أن قيمة العلاقة تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل قد بلغت 0.35 وهي قيمة دالة عند مستوى الدلالة 0.001 وهي بذلك تدل على وجود علاقة ارتباطية بين تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل ، وقد وردت هذه النتائج مطابقة لفرضيتي المذكورة في هذه الدراسة، وقد جاءت نتائج هذه الدراسة مخالفة لبعض الدراسات حيث أظهرت نتائج الدراسة أن تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل عند مستوى 19.55% وأن تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل يقع عند 77% وأن الأداء يتدرج في سلم أعلاه المجال الشخصي والإداري وادناه مجال التقييم والتقييم.

2) مناقشة نتائج الفرضية الجزئية الأولى : هناك فروق بين أفراد عينة الدراسة تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل تعزي لمتغير الجنس

جاءت الأوساط أعلى من 3.5 لكل العبارات وبانحرافات معيارية غير متجانسة لجميع العبارات الفرق بينها يتجاوز (0.736) ومن خلال قيم الأوساط الحسابية لعبارات المحور وحسب المقياس الخماسي ليكرت Likart Scale لأوزان الخيارات أعلى من 3.5 وهذا يؤكد أن درجة موافقة أفراد العينة على عبارات تقييم العائد والمخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية المرهونة بأصل.

النتائج العامة للدراسة :

- من منطلق هذه الدراسة ودراسة الفرضيات توصل الباحث إلى النتائج الآتية:
- 1- تعد الأوراق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ويرتبط مفهوم العائد بمفهوم الاستثمار، بمثابة الهدف الأسمى لأي مستثمر، سواء كان فرد أو شركة أو صندوق استثماري. والعائد معروفاً مسبقاً ومضموناً إلى حد ما بالنسبة لبعض الأنواع من الاستثمار مثل سندات الخزينة والسندات المضمونة من قبل السلطات العمومية وأدوات العائد الثابت.
 - 2- ترتبط عملية تحقيق العوائد المتوقعة بقدرة الوحدة على إدارة العملية الإنتاجية بالشكل الذي يحقق معه الأهداف المرسومة
 - 3- توفر سندات التوريق للمستثمرين فرصة للاستثمار في وعاء جديد يتميز باستقرار العائد وتقليل مخاطر الاستثمار فيها.
 - 4- إن الربط بين المستثمر وسوق رأس المال، عن طريق تمويل القروض العقارية بأوراق مالية مضمونة بتلك الأصول، الأمر الذي يؤدي إلى معالجة عجز المستثمر عن تلبية طلبات تمويل الشركة المرتفعة نظراً لطبيعة الموارد المالية التي يغلب عليها الطابع قصير الأمد. حيث يمكن

للشركة ببيع الرهن لشركة التوريد والحصول على الأموال، ثم إعادة ضحتها من جديد.

5- يساعد التوريد على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للشركة منشئة محفظة التوريد نظراً لعدم اعتماد التوريد على التصنيف الائتماني للشركة وإنما يتم إجراء التصنيف الائتماني لمحفظة التوريد بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها.

6- يمكن للمستثمر تحمل المخاطر النظامية عندما يكون هناك عائد يعوضه عن تحمل هذه المخاطر.

7- عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطر مقابل توقعه حصوله على عائد جراء ذلك الاستثمار، لذلك تشير المخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار.

التوصيات:

ومن خلال النتائج السابقة توصل الباحث إلى التوصيات التالية:

1- محاولة التوسع في سوق الأوراق المالية وذلك بهدف جلب الاستثمارات الخارجية.

2- تكوين مؤسسات ذات الخدمات المالية وذلك بهدف تمكين المستثمرين والباحثين للحصول على المعلومات بسهولة وبأقل تكلفة.

3- إمكانية حساب الخسارة المحتملة والتي تشكل درجة المخاطر التي يرغب فيها المستثمر.

4- خلق نوع من المنافسة لبن المؤسسات الاقتصادية

5- القيام بدراسة إحصائية وقياسية لمراقبة العائد والمخاطر للشركات الاقتصادية القيام بدراسات تنبؤية للعوائد ومخاطر البنوك التجارية للفترات القادمة.

قائمة المراجع :

أولاً : المراجع العربية :

- 1- بن زيد، ربيعة و أخرون (2015) العائد والمخاطرة وعلاوة المخاطرة لللكوك الإسلامية والسندات التقليدية: دراسة قياسية مقارنة خلال الفترة 2008-2017 ، مجلة الباحث ، جامعة قاصدي مرياح ، الجزائر ، العدد 19 ، ص 12.
- 2- بهدنة ، حنان (2014) التوريق كأداة مالية حديثة لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك التجارية: دراسة حالة بنك التنمية المحلية BDL"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر.
- 3- بو بكر، شماخي(2013) محاضرة في مقياس تسيير المخاطر المالية، جامعة ورقلة للموسم الجامعي، ص 69.
- 4- الحناوي، محمد صالح(2000) الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 19.
- 5- رحمة، السعيد فرحات(2000) الأداء المالي لمنظمات الأعمال، التحديات الراهنة، دار المربخ للنشر، الرياض، ص 20.
- 6- رزيقة، تالي (2012) تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة التجهيزات المنزلية EDIED، رسالة ماجستير غير منشورة ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة العيد أكلي نجاد أولحاج، البويرة، الجزائر ، ص 13.
- 7- سليمان، عبد الخالق أبكر (2011) التمويل والإدارة المالية، أم درمان، السودان، ص 100. الشماع، خليل. إدارة التحصيل والقروض المتعثرة، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، العدد2 ، المجلد 18 ، 2010م ، ص 29.

- 8- طالب ، عمر (2015) أثر توريق الديون الرهينة على أداء السوق الثانوية العقارية: دراسة مقارنة لبلدان شمال إفريقيا، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر.
- 9- عباس، نوال حسين(2006) الإدارة المالية مدخل تحليلي وتطبيقي، الخرطوم، شركة مطابع السودان للعملة، ص 59.
- 10- عبد الله، شوقي حسين(1998) التمويل والإدارة المالية، القاهرة، دار النهضة العربية، ص 3.
- 11- علاء الدين ، شيماء محمد يوسف (2015) تأثير الإفصاح المحاسبي لعملية توريق القروض العقارية على القدرة التنافسية للمنشأة: دراسة ميدانية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد4، ص ص 353-377.
- 12- قويدر، علي(1991) دراسة تحليلية لاتجاه أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية، عمان ، ص 67.
- 13- مصطفى، نهال فريد، الشهاوي، طارق مصطفى(2014) الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الإسكندرية، دار التعليم الجامعي، ص 295.
- 14- الناصر، أقداس حسين هادي وآخرون(2019) التوريق وأثره على إدارة المخاطر في مؤسسات الائتمان: دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية، مجلة جامعة بابل : العلوم المصرفية و التطبيقية ، العراق ، المجلد 27، العدد 3، ص ص 316-330.
- 15- نور الدين ، بسنت علي أحمد (2019) أثر المحاسبة عن المخاطر الائتمانية في ظل نشاط توريق الديون على الحوكمة المصرفية، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، العدد 2، ص ص 83-109.
- 16- الهندي، منير إبراهيم (1999) الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص 48.
- 17- هندي، منير إبراهيم(1997) الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، ص 440.

ثانياً : المراجع الأجنبية:

- 1- Amiech , Matthieu (2003) La source une affaire de volonté politique, **journal, liberté Economie** , no. 118 , du 4 , p.30.
- 2- Audino , Diane, Securitizing Vacation Homes Loans in Mexico , S&P CREDITWEEK, July 31, 1996, at 15; Heidi J. Oster & Ellen C. Welsher, Rating Structured Settlement Securitization, S&P CREDITWEEK, June 25, 1997, at 27.
- 3- Dinca , Silviu E., (2014), Covered bonds vs. Assets Securitization , **Theoretical and Applied Economics** , Vol. 12 , No. 11, 2014 , pp. 71-84.
- 4- Ghorbel, Achraf; Abdelhedi, Mouna; Boujelbene, Younes (2014), Assessing the Impact of Crude Oil price and Investor Sentiment on Islamic Indices: Subprime Crisis", **Energy Economics**, Vol. 15 , no. 1, pp. 13 – 24.
- 5- Kumbirai , Mabwe , Webb , Robert (2010) a Financial Ratio Analysis of Commercial bank Performance in South African, **African Review of Economics and Finance**, Vol. 2, No. 1, pp.30-53.
- 6- Lysandrou , Photis , Nesvetailova , Anastasia (2020) The Functional Importance of Asset Backed Securities: An Assessment and Some Policy Implications , **Paper prepared for INET Annual Conference, about Combatting Fiscal Fraud and Empowering Regulators**, 21-23 October, Edinburgh, UK , pp.1-20.
- 7- Nikolova , Liudmila Vasilevna, et.al (2016) Securitization of Bank Assets as A Source of Financing the Innovation Activity, **International Journal of Economics and Financial** , vol.2 , no.6 , pp. 246-252.
- 8- Sasaki , Hiroshi (2016) The skewness risk premium in equilibrium and stock return predictability, **Annals of Finance, Springer**, vol. 12 , no .1, pp. 95-133.