International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

The Impact of Diversifying Financing Sources on Increasing Firm Value in the Egyptian Construction Sector

https://www.doi.org/10.56830/IJAMSSI202608

Mahmoud Mohamed Sadek Mohamed Mabrouk
Arab Academy for Science, Technology and Maritime Transport, Egypt

Farid Moharram Algarhy
Professor of Accounting and Dean, Faculty of Commerce, Ain Shams University, Egypt

Received: 3 Sep. 2026. Accepted: 8 Oct. 2026. Published: 20 Oct. 2026

Abstract:

This study aims to measure the financial and strategic impact of diversifying financing sources on maximizing the market and economic value of construction and contracting companies listed on the Egyptian Exchange during the period (2018–2024), in light of rising interest rates, inflation and exchange-rate volatility that have increased the cost of relying on traditional bank credit. Financing diversification is measured by the share of non-bank instruments (securitization of receivables, sukuk and bonds) in the total financing structure, while firm value is measured by Tobin's Q and Economic Value Added (EVA), controlling for firm size, financial leverage and asset growth. The study combines a theoretical review of capital structure theories and modern financing instruments with an applied analysis of a purposive sample of leading companies in the sector, including Orascom Construction, Talaat Moustafa Group, The Arab Contractors and SODIC, using panel data regression models, the Hausman test and diagnostic tests. The results showed a positive, statistically significant effect of financing diversification on firm value, where a 1% increase in reliance on non-bank instruments raises Tobin's Q by 0.42%, and the fixed effects model was found to be the most appropriate. Companies that securitized their receivables narrowed their financing gap and lowered their weighted average cost of capital (WACC) more than companies that relied exclusively on bank loans. The study recommends adopting financial engineering within construction companies, matching financing maturities with project life cycles, simplifying the issuance of sukuk and securitization bonds, and supporting green financing, and it proposes an Integrated Financial Engineering Model (IFEM) to maximize the value of construction companies.

Keywords: Financing Diversification, Firm Value, Tobin's Q, Economic Value Added (EVA), Weighted Average Cost of Capital (WACC), Securitization, Sukuk, Egyptian Construction Sector.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

أثر تنوع مصادر تمويل منظومة على زيادة قيمة الشركة في قطاع الإنشاءات المصري

محمود محمد صادق محمد مبروك

الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، جمهورية مصر العربية

فريد محرم

أستاذ المحاسبة وعميد كلية التجارة، جامعة عين شمس، جمهورية مصر العربية

المستخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس الأثر المالي والاستراتيجي لتنوع مصادر التمويل على تعظيم القيمة السوقية والاقتصادية لشركات الإنشاءات والمقاولات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (2018–2024)، في ظل ارتفاع أسعار الفائدة ومعدلات التضخم وتقلبات أسعار الصرف التي رفعت تكلفة الاعتماد على الائتمان المصرفي التقليدي. ويُقاس تنوع التمويل بنسبة الأدوات غير المصرفية (توريق المستحقات، والصكوك، والسندات) إلى إجمالي الهيكل التمويلي، بينما تُقاس قيمة الشركة بنسبة توبين (Tobin's Q) والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مع ضبط أثر حجم الشركة والرافعة المالية ومعدل نمو الأصول. وجمعت الدراسة بين التأصيل النظري لنظريات هيكل رأس المال وأدوات التمويل المستحدثة، والتحليل التطبيقي لعينة عمدية من الشركات الرائدة في القطاع، منها مجموعة أوراسكوم للإنشاءات، ومجموعة طلعت مصطفى القابضة، والمقاولون العرب، وسوديك، باستخدام نماذج انحدار البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) واختبار هاوسمان والاختبارات التشخيصية. وأظهرت النتائج وجود أثر طردي ذي دلالة إحصائية لتنوع التمويل على قيمة الشركة، إذ تؤدي زيادة الاعتماد على الأدوات غير المصرفية بنسبة 1% إلى زيادة مؤشر توبين بنسبة 0.42%، وتبيّن أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب، كما نجحت الشركات التي لجأت إلى توريق مستحقاتها في خفض فجوتها التمويلية والتكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) بدرجة أكبر من الشركات التي اعتمدت حصرياً على القروض البنكية. وأوصت الدراسة بتبني ثقافة الهندسة المالية في شركات الإنشاءات، ومطابقة آجال التمويل مع دورة حياة المشروعات، وتيسير إجراءات إصدار الصكوك وسندات التوريق، ودعم التمويل الأخضر، وقدّمت نموذجاً مالياً مقترحاً (IFEM) لتعظيم قيمة شركات الإنشاءات.

الكلمات المفتاحية: تنوع مصادر التمويل، قيمة الشركة، نسبة توبين، القيمة الاقتصادية المضافة، التكلفة المرجحة لرأس المال، التوريق، الصكوك، قطاع الإنشاءات المصري

ROAD DIRECTORY OF OPEN ACCESS SCHOLARLY RESOURCES
CC BY

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

أولاً: مقدمة الدراسة

تمثل استراتيجيات التمويل عصب الاستدامة المالية للكيانات الاقتصادية، وخاصة في القطاعات كثيفة الاستثمار بطبيعتها مثل قطاع الإنشاءات والمقاولات.

يُعد هذا القطاع أحد المحركات التشغيلية الرئيسية للاقتصاد المصري، حيث يساهم بنسبة مؤثرة في الناتج المحلي الإجمالي ويستوعب شريحة واسعة من العمالة، مدعوماً بالخطط الحكومية لتنفيذ مشروعات قومية موسعة، وتطوير البنية التحتية، وإنشاء مدن الجيل الرابع.

ويتطلب هذا النشاط التشغيلي الممتد تدفقات نقدية ضخمة ومستمرة لضمان تنفيذ المشروعات وفق الجداول الزمنية المحددة، وبما يتماشى مع المعايير الدولية للتشييد والبناء ومتطلبات السوق الحديثة.

وفي ظل المتغيرات الاقتصادية الكلية المتلاحقة، المتمثلة في التحركات المستمرة في أسعار الصرف، ومعدلات التضخم العالية، والتقلبات الحادة في أسعار الفائدة، تواجه الشركات العاملة في قطاع الإنشاءات تحديات تمويلية بالغة التعقيد.

وتتفاقم هذه التحديات الهيكلية نتيجة الفجوة الزمنية المعتادة في هذا القطاع بين التدفقات النقدية الخارجة (الموجهة لشراء المواد الخام وأجور العمالة والمعدات) والتدفقات النقدية الداخلة (المرتبطة بمستخلصات المشروعات الآجلة ودورات التحصيل الطويلة).

وعلى الرغم من هذه التحديات، تعتمد الغالبية العظمى من شركات الإنشاءات المصرية في هيكلها المالي بشكل رئيسي على التمويل المصرفي التقليدي، المتمثل في القروض والتسهيلات الائتمانية قصيرة ومتوسطة الأجل.

وهذا الاعتماد الأحادي يعرض الشركات لضغوط ومخاطر مالية جسيمة؛ حيث يؤدي الارتفاع المستمر في تكلفة خدمة الدين (Interest Burden) إلى تآكل هوامش الربحية التشغيلية، ويستنزف صافي التدفقات النقدية، مما يضعف المركز المالي للشركة ويزيد من احتمالات التعثر (Financial Distress) في أوقات الانكماش الاقتصادي.

ومن هذا المنطلق، وبناءً على مبادئ الإدارة المالية الاستراتيجية، يبرز مفهوم "تنوع مصادر التمويل" (Diversification of Funding Sources) كضرورة حتمية لضمان مرونة واستقرار المنظومة المالية للشركات، وليس مجرد إجراء استثنائي.

ROAD DIRECTORY OF OPEN ACCESS SCHOLARLY RESOURCES
CC BY

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

إن الانتقال إلى أدوات تمويلية مؤسسية بديلة ومتنوعة - مثل توريق المستحقات المالية الآجلة، وإصدار الصكوك (التي تتناسب هيكلياً مع طبيعة الأصول العقارية والإنشائية)، والسندات بأنواعها، بالإضافة إلى تفعيل أدوات حقوق الملكية والشراكات الاستراتيجية - يمثل تطويراً جوهرياً في بنية رأس المال.

هذا التنوع المنهجي في منظومة التمويل لا يقتصر هدفه على توفير السيولة النقدية العاجلة وتخفيف عبء المخاطر الائتمانية والتحوط ضد تقلبات الفائدة فحسب، بل يمتد أثره المباشر والفعال إلى خفض التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC).

ويُعد تصميم هذا الهيكل التمويلي الأمثل، الذي يوازن بدقة بين العائد وتكلفة الأموال والمخاطرة، هو المحرك الأساسي لتعظيم القيمة السوقية والمالية للشركة(Firm Value) ؛ مما يعزز من قدرتها التنافسية، ويرفع من كفاءة حوكمتها المالية، ويضمن استدامة أعمالها في سوق يتطلب مرونة وكفاءة تشغيلية عالية.

ثانياً: مشكلة الدراسة

تتسم بيئة الأعمال في قطاع الإنشاءات والمقاولات بكثافة رأس المال (Capital Intensity)وطول دورة التشغيل وتحويل النقدية .(Cash Conversion Cycle)

وتفرض هذه الطبيعة التشغيلية تحديات هيكلية ملموسة؛ حيث تتحمل الشركات تكاليف استثمارية وتدفقات نقدية خارجة ومستمرة (لشراء الخامات، أجور العمالة، والمعدات) في مراحل مبكرة من المشروعات، في حين تتأخر التدفقات النقدية الداخلة لارتباطها بنسب الإنجاز، ودورات صرف المستخلصات، والاحتجازات المالية (Retainage) التي تفرضها جهات الإسناد.

في ظل هذا السياق التشغيلي، ومع تزايد التحديات الاقتصادية الكلية المتمثلة في تقلبات أسعار الصرف والارتفاع المطرد في أسعار الفائدة، تبرز فجوة تمويلية حادة. وتتجسد مشكلة الدراسة بشكل رئيسي في استمرار الاعتماد المفرط لشريحة واسعة من شركات الإنشاءات المصرية على هيكل تمويلي أحادي أو تقليدي يتركز بشدة في القروض المصرفية والتسهيلات الائتمانية قصيرة ومتوسطة الأجل.

يؤدي هذا التركز الائتماني إلى ظاهرة "عدم تطابق الآجال (Maturity Mismatch) "بين الأصول طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل، مما يعرض الشركات لمخاطر إعادة التمويل (Refinancing Risk) ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة (Interest Rate Risk).

هذا الخلل الهيكلي في منظومة التمويل يولد عبئاً متزايداً لخدمة الدين(Interest Burden) ، مما يؤدي إلى تآكل هوامش أرباح التشغيل، ويستنزف السيولة النقدية المتاحة، ويرفع من احتمالات التعثر المالي Financial Distress .

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

والأهم من ذلك من المنظور المالي الاستراتيجي، أن غياب أو ضعف الاعتماد على أدوات تمويلية بديلة ومتنوعة (مثل توريق المستحقات الآجلة، السندات، الصكوك، التمويل الأخضر، والشراكات) يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في التكلفة المرجحة لرأس المال(WACC) .

ووفقاً لنظريات التقييم المالي، فإن أي ارتفاع في تكلفة رأس المال ينعكس بالضرورة في انخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشروعات، مما يحد من قدرة الشركة على تعظيم قيمتها السوقية (Firm Value) ويضعف من مركزها التنافسي في السوق.

وبناءً على ما سبق، يمكن بلورة مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي الآتي" :ما هو أثر تنوع مصادر تمويل المنظومة المالية على تعظيم القيمة السوقية والمالية للشركات العاملة في قطاع الإنشاءات المصري"؟

وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من التساؤلات الفرعية التطبيقية الآتية:

1. ما هو واقع وخصائص الهيكل التمويلي السائد للشركات العاملة في قطاع الإنشاءات والمدرجة في البورصة المصرية؟
2. ما هي محددات وتحديات لجوء شركات الإنشاءات المصرية لأدوات التمويل غير المصرفية (مثل التوريق، الصكوك، والسندات) كبدائل استراتيجية؟
3. ما مدى التأثير الكمي لدرجة تنوع مصادر التمويل على خفض التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) في الشركات عينة الدراسة؟
4. هل توجد علاقة ارتباط وتأثير ذات دلالة إحصائية بين مستوى تنوع مصادر التمويل والمؤشرات المعبرة عن قيمة الشركة) تحديداً مؤشر Tobin's Q والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA في قطاع الإنشاءات المصري؟

ثالثاً: أهداف الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهدافها من طبيعة المشكلة البحثية المطروحة، حيث تسعى بشكل رئيسي إلى استكشاف وقياس الأثر المالي والاستراتيجي لتنويع مصادر التمويل على تعظيم القيمة السوقية والاقتصادية لشركات الإنشاءات والمقاولات في السوق المصري.

ولتحقيق هذا الهدف الرئيسي، تسعى الدراسة إلى إنجاز الأهداف الفرعية التالية:

1. **التشخيص والتقييم التحليلي للهيكل التمويلي:** الوقوف على طبيعة وخصائص الهيكل الرأسمالي السائد في شركات الإنشاءات المصرية المدرجة في البورصة، وتحليل نسب التركز الائتماني المعتمد على الرفع المالي التقليدي (القروض المصرفية) مقارنة بمصادر التمويل غير المصرفية وأدوات سوق المال، لتشخيص الفجوة التمويلية ونقاط الضعف الهيكلية الحالية.
2. **القياس الكمي لأثر التنوع على تكلفة رأس المال:** قياس وتحليل الأثر المالي لدمج أدوات التمويل البديلة والمبتكرة (مثل توريق المستحقات الآجلة، إصدار الصكوك العقارية، السندات المورقة، والتمويل الأخضر) على خفض

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

التكلفة المرجحة لرأس المال(WACC) ، وانعكاس ذلك على تحسين مستويات السيولة وتقليل مخاطر التعثر المالي.

3. **الاختبار الإحصائي لمحددات قيمة الشركة(Firm Value)** : اختبار وتحديد طبيعة العلاقة والتباين الإحصائي بين درجات تنوع مصادر التمويل (كمتغير مستقل) وبين المؤشرات المالية المعبرة عن القيمة السوقية والاقتصادية للشركة (كمتغير تابع)، مع التركيز على مقاييس التقييم المعتمدة أكاديمياً ومهنياً مثل نسبة توبين (Tobin's Q)والقيمة الاقتصادية المضافة.(EVA)
4. **استكشاف محددات وتحديات التنويع المالي** :تحديد المعوقات المؤسسية، والتشريعية، والمحاسبية التي تواجه شركات قطاع الإنشاءات المصري عند محاولة التوجه نحو أدوات التمويل غير المصرفية، وذلك بهدف وضع آليات واقعية لتذليل تلك العقبات.
5. **بناء وتصميم نموذج مالي تطبيقي(Applied Financial Model)** : تقديم إطار استراتيجي ونموذج تمويلي مقترح يسترشد به المدراء الماليون ومتخذو القرار في قطاع الإنشاءات؛ للوصول إلى هندسة مالية مثلى لهيكل رأس المال(Optimal Capital Structure) .

يهدف هذا النموذج إلى تحقيق التوازن الدقيق بين تعظيم العائد، تدنية التكلفة، وإدارة المخاطر، بما يكفل تعظيم ثروة المساهمين وزيادة القيمة الإجمالية للشركة في ظل التقلبات الاقتصادية.

رابعاً: أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من الدور الاستراتيجي الذي يلعبه قطاع الإنشاءات والمقاولات كمحرك رئيسي للنمو في الاقتصاد المصري، ومن الحاجة الملحة لتطوير الفكر المالي داخل شركات هذا القطاع لمواجهة التحديات الاقتصادية الراهنة. وتتبلور أهمية الدراسة في جانبين رئيسيين:

أ- الأهمية العلمية (الأكاديمية)

1. **إثراء الأدبيات المالية العربية:** تسهم هذه الدراسة في تقديم إضافة علمية للمكتبة العربية والمصرية من خلال تسليط الضوء على مفاهيم "الهندسة المالية" وتطبيقاتها في قطاع الإنشاءات، وهو موضوع يفتقر إلى الدراسات التطبيقية الشاملة التي تربط بين تنوع مصادر التمويل وبين تعظيم قيمة الشركة.
2. **معالجة الفجوة البحثية:** تعمل الدراسة على ردم الفجوة بين النظريات التقليدية لهيكل رأس المال (مثل نظرية الموازنة والترتيب الهرمي) وبين واقع سوق المال المصري الحديث، من خلال دمج أدوات تمويلية غير مصرفية (مثل الصكوك، التوريق، والسندات الخضراء) ضمن منظومة التقييم المالي.
3. **تطوير نماذج القياس:** تساهم الدراسة في تقديم إطار نظري ومنهجي لاستخدام مؤشرات تقييم متقدمة مثل (Tobin's Q)و (EVA)في بيئة اقتصادية تتسم بالتقلبات، مما يوفر قاعدة بحثية للباحثين الآخرين في مجالات التمويل وإدارة الأعمال.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

4. **الخصوصية القطاعية:** تبرز الأهمية العلمية في تناول قطاع الإنشاءات بخصوصيته المحاسبية والتشغيلية (طول فترة التنفيذ، ونظام المستخلصات)، وتوضيح كيفية تأثير هذه الخصوصية على قرارات التمويل وتكلفة رأس المال.

ب- الأهمية العملية (التطبيقية)

1. **دعم اتخاذ القرار المالي:** توفر الدراسة دليلاً استرشادياً للإدارات التنفيذية والمالية في شركات الإنشاءات، يساعدهم في التحول من "التمويل التقليدي" القائم على الاقتراض المصرفي إلى "التمويل المبتكر" الذي يقلل من مخاطر تركز الائتمان.
2. **تحقيق المرونة المالية (Financial Resilience):** تبرز أهمية الدراسة في تقديم آليات عملية للتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة والتضخم في مصر، من خلال تنويع سلة التمويل بما يضمن تدفقات نقدية مستقرة تدعم استمرارية المشروعات القومية والخاصة.
3. **خفض تكلفة رأس المال (WACC):** تقدم الدراسة حلولاً تطبيقية تهدف إلى تقليل التكلفة الإجمالية للأموال، مما يؤدي بالضرورة إلى تحسين ربحية المشروعات وتعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركات، وهو ما يخدم مصالح المساهمين والمستثمرين.
4. **تعزيز القدرة التنافسية وجذب الاستثمار:** تساعد الدراسة الشركات في تحسين مراكزها المالية وتصنيفها الائتماني، مما يعزز من قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، والمشاركة في المناقصات الكبرى التي تتطلب ملاءة مالية وهياكل تمويلية متينة.
5. **المساهمة في رؤية مصر 2030:** تتماشى الدراسة مع التوجهات القومية نحو التحول الرقمي والشمول المالي وتطوير أسواق المال، من خلال تشجيع الشركات على الانخراط في أدوات سوق المال، مما ينعكس إيجابياً على استدامة قطاع الإنشاءات كركيزة أساسية للتنمية العمرانية والاقتصادية.

خامساً: الدراسات السابقة

يناقش الباحث في هذا الجزء الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث كالآتي:

1- دراسة "د. أحمد كمال مطاوع، 2021 ، مصر" بعنوان "أثر قرارات الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على قطاع التشييد والبناء بالبورصة المصرية"[1].

تهدف هذه الدراسة للتركيز على تقييم أثر مزيج التمويل (الديون المصرفية قصيرة وطويلة الأجل، وحقوق الملكية) على القيمة السوقية والأداء المالي لشركات المقاولات، وتوصلت الدراسة لعدة نقاط أبرزها:

أ- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للاعتماد المفرط على القروض المصرفية قصيرة الأجل على العائد على الأصول (ROA) في شركات الإنشاءات.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

ب- الاعتماد على مصادر تمويل متنوعة يساهم في تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC)، مما ينعكس إيجابياً على القيمة العادلة للشركة.

ج- ضرورة الموازنة بين التدفقات النقدية الداخلة من مستخلصات المشروعات وبين آجال سداد الالتزامات المالية لتجنب التعثر المالي. د- الإفصاح والشفافية فى عرض أدوات التمويل غير المصرفية بالقوائم المالية يُعد مؤشراً لقدرة الشركة على تبني ممارسات الحوكمة والسياسات المالية الرشيدة.

2- " Li Cheng and Xiaoying Li، 2020 ، بكين الصين ، بعنوان " Diversification of Financing Channels and Firm Value in the Construction Industry"[2].

تناولت الدراسة مقارنة بين تأثير قنوات التمويل التقليدية (القروض البنكية) والبديلة (مثل إصدار السندات، وتوريق الأصول Asset-Backed Securitization) على قيمة الشركات العاملة في قطاع الإنشاءات والتطوير العقاري. وقد شملت الدراسة استعراض دور التنويع المالي في تحسين مؤشرات السيولة، وتأثيره الإيجابي على نسبة (Tobin's Q) كمقياس لقيمة الشركة، وكيفية استخدام الهندسة المالية في تحرير السيولة المحتجزة في الأصول غير السائلة (مستحقات المقاولات الآجلة) لمواجهة تقلبات دورة الأعمال في قطاع التشييد والبناء، وضبط وإحكام الفجوة التمويلية.

3- دراسة "د. محمد عبد الفتاح صالح، 2022، السعودية " بعنوان "دور أدوات التمويل المستحدثة (الصكوك وسندات التوريق) في الحد من المخاطر المالية وتعظيم قيمة الشركة – دراسة تطبيقية"[3].

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مؤشرات الاستقرار المالي للشركات وتحليل القوائم المالية الفعلية لكبرى شركات المقاولات والتطوير العقاري، وتحليل أثر التحول من التمويل البنكي التقليدي إلى إصدار الصكوك الإسلامية وتوريق المستحقات الآجلة.

وقد شملت الدراسة تحليل استجابة السوق المالي لإعلانات التنويع التمويلي، وتأثير ذلك على هيكل رأس المال Capital Structure، جودة الأصول Asset Quality، وإدارة التدفقات النقدية Liquidity Management والتى تستخدم لقياس محددات الأداء وإدارة المخاطر.

وقد خلصت الدراسة لعدة توصيات أهمها:

أ- العمل على زيادة الوعى حول أدوات سوق المال (الصكوك والتوريق) كبديل استراتيجي ومستدام للتمويل، وحث الجهات التشريعية على تيسير إجراءات إصدارها.

ب- التركيز أكثر على التنبؤ بمخاطر السيولة في قطاع المقاولات بهدف تفاديها قبل وقوعها عبر مطابقة آجال التمويل مع آجال المشروعات.

ج- بناء أنظمة إنذار مبكر للشركات لتكون قادرة على التنبؤ بالمشكلات المالية والفنية الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة، وتقديم حلول تمويلية بديلة قبل الأزمة.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

سادساً: فروض الدراسة

للتصدي لمشكلة الدراسة وتحقيق أهدافها، وفي ضوء الإطار النظري وما أسفر عنه استعراض الأدبيات المالية، تم صياغة الفروض البحثية التالية لاختبارها إحصائياً. لتوفير تغطية شاملة، تم تقسيم الفروض إلى فروض رئيسية وفرعية تقيس بدقة مسارات التأثير بين تنوع مصادر التمويل (كمتغير مستقل) والمؤشرات المالية المعبرة عن التكلفة والقيمة (كمتغيرات تابعة):

الفرضية الرئيسية الأولى: الأثر على التكلفة المرجحة لرأس المال(WACC)

تختبر هذه الفرضية آلية الانتقال المالي (Financial Transmission Mechanism) لقرارات التمويل:

الفرض العدمي (H_{01}): لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية (عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$) لدرجة تنوع مصادر التمويل (نسبة الاعتماد على أدوات سوق المال غير المصرفية كالتوريق والصكوك والسندات) على التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) في شركات الإنشاءات المصرية.

الفرض البديل (H_{11}): يوجد تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية (عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$) لدرجة تنوع مصادر التمويل على التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) في شركات الإنشاءات المصرية (بمعنى أن زيادة التنوع تؤدي إلى خفض التكلفة الرأسمالية.)

الفرضية الرئيسية الثانية: الأثر على الأداء المالي ومعدلات السيولة

تمهيداً لقياس القيمة السوقية، تختبر هذه الفرضية الأثر التشغيلي للتنوع التمويلي:

- **الفرض العدمي (H_{02}):** لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوى تنوع مصادر التمويل وبين مؤشرات الأداء المالي (مثل العائد على الأصول ROA) ومعدلات السيولة النقدية لشركات قطاع الإنشاءات.
- **الفرض البديل (H_{12}):** توجد علاقة ارتباط طردية ذات دلالة إحصائية بين مستوى تنوع مصادر التمويل وبين مؤشرات الأداء المالي ومعدلات السيولة النقدية لشركات قطاع الإنشاءات.

الفرضية الرئيسية الثالثة: الأثر على قيمة الشركة

(Firm Value)

تُعد هذه الفرضية الجوهرية للدراسة، وتنبثق منها فرضيتان فرعيتان لتغطية منهجي التقييم (السوقي والاقتصادي):

- **الفرضية الفرعية (3-أ) - التقييم السوقي:**
  - **العدم (H_{03a}):** لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتنوع مصادر التمويل على القيمة السوقية للشركة، مقاسة بنسبة توبين(Tobin's Q) .
  - **البديل(H_{13a}):** يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لتنوع مصادر التمويل على القيمة السوقية للشركة، مقاسة بنسبة توبين(Tobin's Q) .
- **الفرضية الفرعية (3-ب) - التقييم الاقتصادي:**

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- **العدم(H_{03b}):** لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتنوع مصادر التمويل على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات المدرجة في قطاع الإنشاءات.
- **البديل(H_{13b}):** يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لتنوع مصادر التمويل على القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات المدرجة في قطاع الإنشاءات.

الفرضية الرئيسية الرابعة: دور المتغيرات الضابطة

(Control Variables)

لضمان دقة وسلامة النموذج الإحصائي، يتم عزل تأثير الخصائص المؤسسية للشركات:

- **الفرض العدمي(H_{04}):** لا يختلف أثر تنوع مصادر التمويل على قيمة الشركة باختلاف الخصائص المؤسسية للشركة (تحديداً: حجم الشركةFirm Size ، ونسبة الرافعة المالية Leverage Ratio).
- **الفرض البديل(H_{14}):** يختلف أثر تنوع مصادر التمويل على قيمة الشركة بشكل جوهري باختلاف الخصائص المؤسسية للشركة المدروسة.

سابعاً: منهجية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة، والرد على تساؤلاتها، واختبار فروضها بشكل علمي وموضوعي، تعتمد الدراسة على التوجه الفلسفي الوضعي (Positivism) باستخدام "المنهج المختلط" في إطاره المالي، والذي يدمج بين التأصيل النظري والقياس الإمبيريقي (التجريبي).

وتتحدد معالم هذه المنهجية في المحاور التفصيلية الآتية:

أ- المنهج الاستنباطي (الوصفي التحليلي)

يُستخدم هذا المنهج كركيزة أساسية لبناء الإطار النظري والمفاهيمي للبحث، وصياغة الفروض بناءً على النظريات السابقة، وذلك من خلال:

- **المسح المكتبي والنقدي:** المراجعة الاستقرائية الشاملة للأدبيات المالية، والدراسات الأكاديمية، والإصدارات المهنية المتعلقة بنظريات هيكل رأس المال(Capital Structure Theories) ، وآليات التقييم المالي للشركات.
- **التحليل الوصفي لبيئة العمل:** دراسة وتحليل البيئة التمويلية لقطاع الإنشاءات في السوق المصري، وتوصيف الخصائص المحاسبية والتشغيلية للأدوات التمويلية المستحدثة (مثل توريق الحقوق المالية الآجلة، الصكوك، السندات المورقة) وتقييم دورها كبدائل مؤسسية للائتمان المصرفي التقليدي.

ب- المنهج الاستقرائي (الكمي التطبيقي)

يُعد هذا المنهج الأداة التنفيذية لاختبار الفروض البحثية وقياس العلاقات أبعادياً، ويعتمد على أساليب الاقتصاد القياسي (Econometrics) والمحاسبة التحليلية، وفقاً للمحددات الآتية:

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

1. **أسلوب التحليل الإحصائي :(Panel Data Analysis)** نظراً لاعتماد الدراسة على بيانات تخص عدة شركات عبر فترة زمنية ممتدة، سيتم استخدام نماذج "تحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) ".

وسيتم تطبيق نماذج الانحدار الخطي المتعدد(Multiple Linear Regression) ، مع إجراء اختبارات المفاضلة القياسية المعيارية) مثل اختبار (Hausman لتحديد النموذج القياسي الأنسب للتطبيق من بين: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS)، أو نموذج التأثيرات الثابتة(Fixed Effects) ، أو نموذج التأثيرات العشوائية.(Random Effects)

2. **مجتمع وعينة الدراسة:**

- **مجتمع الدراسة:** يتكون من كافة الشركات العاملة في قطاع الإنشاءات والمقاولات والتطوير العقاري المدرجة في البورصة المصرية.
- **عينة الدراسة:** سيتم سحب "عينة عمدية (Purposive Sample) "تتكون من الشركات التي تتوافر لها قوائم مالية مدققة وتقارير إفصاح مستمرة طوال السلسلة الزمنية المحددة للدراسة (مثلاً من 2018 إلى 2024)، مع استبعاد الشركات التي تعرضت للإيقاف أو الشطب خلال تلك الفترة لضمان تجانس البيانات.

3. **مصادر جمع البيانات (Data Sources)**: تعتمد الدراسة التطبيقية بشكل حصري على البيانات الثانوية الموثقة، والمستمدة من:

- القوائم المالية السنوية المدققة (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية) والإيضاحات المتممة لها للشركات عينة الدراسة.
- تقارير الإفصاح المالي وحوكمة الشركات المنشورة رسمياً عبر منصة البورصة المصرية (EGX) وقواعد بيانات الهيئة العامة للرقابة المالية(FRA) .

ج- التصميم القياسي لمتغيرات الدراسة(Study Variables)

لضمان دقة القياس الإحصائي وارتباطه الدقيق بأهداف البحث، تم تحديد المتغيرات وفقاً للمعايير المالية والمحاسبية المعتمدة:

- **المتغير المستقل (Independent Variable):** "تنوع مصادر التمويل"، ويُقاس كمياً من خلال نسب تركز التمويل (مثل مؤشر هيرفندال-هيرشمان HHI للتمويل)، أو نسبة الاعتماد على الديون غير المصرفية وأدوات سوق المال إلى إجمالي هيكل التمويل المتاح للشركة.
- **المتغيرات التابعة (Dependent Variables):** "قيمة الشركة"، وتُقاس عبر مسارين لضمان الشمولية:
  - **التقييم السوقي:** باستخدام مؤشر أو نسبة توبين.(Tobin's Q)
  - **التقييم الاقتصادي الداخلي:** باستخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added - EVA)أو العائد المرجح على الاستثمار.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- **المتغيرات الضابطة (Control Variables):** لضبط النموذج القياسي وعزل المؤثرات الخارجية المحتملة على قيمة الشركة، سيتم إدراج متغيرات ضابطة مثل: حجم الشركة (ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول)، والرافعة المالية التقليدية (نسبة إجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية).

تاسعاً: حدود الدراسة

تحدُد هذه الدراسة نطاقها البحثي من خلال أربعة أبعاد أساسية (موضوعية، مكانية، زمنية، وبشرية)، وذلك لضمان التركيز على المتغيرات الجوهرية وتحقيق الدقة في القياس والتحليل الإحصائي، وتتمثل هذه الحدود فيما يلي:

أ- الحدود الموضوعية (Subjective Limits)

تقتصر الدراسة من الناحية الموضوعية على تحليل العلاقة الارتباطية والأثر الكمي لمتغير "تنوع مصادر التمويل" كمتغير مستقل، ويشمل ذلك فحص الهيكل التمويلي للشركات (الديون المصرفية، توريق المستحقات، الصكوك، السندات، وحقوق الملكية) على "قيمة الشركة" كمتغير تابع .ويتم تناول هذا الأثر من خلال مسارين ماليين محددين:

1. **المسار التمويلي:** ويقاس من خلال مؤشر التكلفة المرجحة لرأس المال.(WACC)
2. **المسار التقييمي:** ويقاس من خلال القيمة السوقية (Tobin's Q) والقيمة الاقتصادية المضافة(EVA) .

ولا تتناول الدراسة الجوانب الإدارية أو التنظيمية الأخرى التي لا ترتبط مباشرة بالقرار المالي التمويلي وأثره على القيمة.

ب- الحدود المكانية(Spatial Limits)

تستهدف الدراسة التطبيقية بيئة الأعمال المصرية، وتحديداً الشركات المقيدة في البورصة المصرية (EGX) التي تندرج تحت قطاع "المقاولات والإنشاءات الهندسية" وقطاع "العقارات" (التي تزاول نشاط المقاولات بشكل جوهري).

وقد وقع الاختيار على الشركات المدرجة في البورصة لضمان توافر البيانات المالية المدققة، وتقارير الإفصاح والحوكمة، وشفافية المعلومات الضرورية لإجراء التحليلات الإحصائية المتقدمة، فضلاً عن كونها تمثل الكيانات الأكبر والأكثر تأثيراً في الاقتصاد القومي.

جـ- الحدود الزمنية (Temporal Limits)

تغطي الدراسة السلسلة الزمنية للبيانات المالية للشركات عينة الدراسة لمدة سبع سنوات، تبدأ من عام (2018) وتنتهي بنهاية عام (2024).

وقد تم اختيار هذه الفترة لعدة أسباب موضوعية:

1. استقرار تطبيق التشريعات المالية الحديثة في مصر مثل قانون سوق رأس المال وتعديلاته الخاصة بالتوريق والصكوك.
2. شمولها لفترات متباينة من الدورات الاقتصادية (فترة النمو العمراني المتسارع، فترة أزمة كورونا، وفترات تقلبات أسعار الصرف والفائدة الأخيرة)، مما يسمح بقياس مدى مرونة الهياكل التمويلية المتنوعة في مواجهة الأزمات.
3. الحصول على نتائج حديثة تعكس الواقع الراهن لقطاع الإنشاءات في ظل رؤية مصر 2030.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

د- الحدود البشرية وعينة الدراسة(Sampling Limits)

تعتمد الدراسة في جانبها التحليلي على القوائم المالية والتقارير السنوية المنشورة، بينما قد تشمل في جانبها الاستطلاعي (إذا استلزم الأمر) المدراء الماليين (CFOs)، رؤساء قطاعات الحسابات، والمحللين الماليين في الشركات عينة الدراسة، لكونهم الفئة الأكثر دراية بآليات اتخاذ القرار التمويلي وتحديات الوصول إلى أدوات سوق المال.

عاشراً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة التحليلية في كافة التقارير السنوية والقوائم المالية المدققة والبيانات التاريخية المنشورة لشركات قطاع "المقاولات والإنشاءات الهندسية" وقطاع "العقارات" المدرجة بالبورصة المصرية(EGX) .

أما مجتمع الدراسة الميدانية فيتمثل في الكوادر المهنية والقيادية المسؤولة عن رسم السياسات التمويلية واتخاذ القرارات المالية) المدراء الماليون CFOs، مديرو الحسابات، والمحللون الماليون (بالشركات العاملة في هذا القطاع.

أما عينة الدراسة:

- **عينة الدراسة التحليلية:** سوف يقوم الباحث بسحب عينة عمدية (Purposive Sample) من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري والتي تزاول نشاط المقاولات والإنشاءات بشكل جوهري، شريطة استمرارية قيدها وتوافر قوائمها المالية الكاملة والمدققة طوال السلسلة الزمنية المحددة للدراسة من عام 2018 وحتى عام 2024.
- **عينة الدراسة الميدانية:** سوف يقوم الباحث بتطبيق الدراسة على عينة عشوائية بسيطة من صناع القرار المالي والمتخصصين في الإدارات المالية بالشركات محل الدراسة، وذلك لاستطلاع آرائهم حول المحددات النوعية لقرارات التمويل، والتحديات الواقعية التي تواجه التحول نحو أدوات الهندسة المالية الحديثة (كالتوريق والصكوك) وأثر ذلك على تعظيم القيمة السوقية للشركة.

حادي عشر: منهج وأدوات البحث

سوف يتم اتباع المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي كإطار متكامل للوصول إلى نتائج البحث:

1- المنهج الاستقرائي: ويعتمد على الدراسات المكتبية بهدف الحصول على بيانات ثانوية من خلال:

- البحوث والدراسات الأكاديمية السابقة المتعلقة بهيكل رأس المال، الهندسة المالية، وتقييم الشركات.
- الكتب والمراجع والدوريات العلمية العربية والأجنبية، والمقالات المتخصصة في التمويل المؤسسي وإدارة قطاع التشييد والبناء.
- المقابلات الشخصية مع عدد من المستويات الإدارية والمالية بشركات الإنشاءات والمقاولات موضوع الدراسة (عينة البحث).
- التقارير المالية السنوية، ونشرات الإفصاح، والإحصائيات المنشورة الصادرة عن البورصة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية المتعلقة بقطاع الإنشاءات.

2- المنهج الاستنباطي :ويعتمد على:

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- الدراسة الميدانية والتطبيقية التي تهدف للحصول على بيانات أولية لاختبار الفروض، وقياس أثر تنوع مصادر التمويل على قيمة الشركة مؤشري Tobin's Q وEVA .
- استخدام النماذج الرياضية والإحصائية لاستنباط النتائج وتعميمها بناءً على تحليل البيانات المقطعية الزمنية للشركات محل الدراسة.

أما أدوات جمع البيانات: من أجل القيام بهذه الدراسة وانطلاقاً من المعلومات المراد الحصول عليها، من المقرر الاعتماد على الأدوات التالية (الملاحظة والمقابلة والمصادر الأولية) مع مسئولي الشركات والمحللين الماليين، وذلك وفقاً للآتي:

1- **المقابلات:** وتعني رصد وتحليل الواقع العملي لاتخاذ القرار التمويلي في شركات الإنشاءات عن كثب، للتعرف على توجهات وتفاعلات الإدارات المالية مع أدوات سوق المال الحديثة. والمقصد هنا هو إجراء مقابلات مقننة وممنهجة مع مديري الاستثمار والمحللين الماليين للوقوف على التحديات الواقعية التي تواجه تنويع مصادر التمويل.

2- **المصادر الأولية:** استخدام وتحليل البيانات المالية الفعلية والقوائم المالية التاريخية لشركات الإنشاءات عينة الدراسة، والمستخرجة من قواعد بيانات البورصة المصرية، لإخضاعها للتحليل الكمي والقياس الإحصائي.

الفصل الثاني: الإطار النظري (هندسة التمويل وقيمة الشركة في قطاع الإنشاءات)

تمهيد: يُعد القرار التمويلي من أهم وأعقد القرارات الاستراتيجية التي تواجه الإدارة المالية في قطاع الإنشاءات والمقاولات، وذلك نظراً للطبيعة التشغيلية التي تتسم بارتفاع التكاليف الثابتة، وطول دورة تحويل النقدية، والمخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار مواد البناء وتأخر المستخلصات.

يهدف هذا الفصل إلى تأصيل المتغيرات البحثية نظرياً؛ حيث يتناول المبحث الأول النظريات المفسرة لهيكل رأس المال وتكلفته، بينما يركز المبحث الثاني على أدوات التمويل المستحدثة، ليُختتم الفصل بالمبحث الثالث الذي يربط بين تلك الأدوات وآليات تقييم الشركة.

المبحث الأول: النظريات المالية المفسرة لهيكل رأس المال والتكلفة المرجحة(WACC)

يتناول هذا المبحث الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال والنظريات الكلاسيكية والحديثة التي حاولت تفسير كيفية اختيار الشركات لمزيج التمويل الأمثل، بالإضافة إلى توضيح مفهوم التكلفة المرجحة لرأس المال.

(1/1) مفهوم هيكل رأس المال(Capital Structure)

يُعرف هيكل رأس المال بأنه المزيج أو التوليفة التي تعتمد عليها الشركة لتمويل أصولها وعملياتها التشغيلية والاستثمارية. ويتكون هذا المزيج بشكل أساسي من مصدرين رئيسيين:

- **التمويل بالملكية (Equity Financing):** ويشمل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- **التمويل بالمديونية (Debt Financing):** ويشمل القروض المصرفية (قصيرة وطويلة الأجل)، والسندات، والصكوك، وأوراق الدفع .

وفي قطاع الإنشاءات المصري، يمثل هيكل رأس المال المؤشر الحقيقي لقدرة الشركة على تحمل الصدمات الاقتصادية؛ حيث أن الرافعة المالية العالية (High Leverage) قد تعزز العوائد في أوقات الرواج العمراني، ولكنها تهدد ببقاء الشركة وتزيد من احتمالات الإفلاس في أوقات الركود.

(1/2) النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

شهد الفكر المالي تطوراً كبيراً في تفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة الشركة، ويمكن إبراز أهم هذه النظريات فيما يلي:

أولاً: نظرية موديلياني وميلر

(Modigliani and Miller Theory - M&M)

تُعد حجر الأساس للنظريات التمويلية الحديثة.

- **في طروحاتها الأولى (1958) في ظل غياب الضرائب:** افترضت النظرية أن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكلها التمويلي (سواء اعتمدت على الديون أو حقوق الملكية)، وأن ما يحدد القيمة هو قدرة أصول الشركة على توليد الأرباح التشغيلية.
- **في طروحاتها المعدلة (1963) في وجود الضرائب:** تراجعت النظرية عن افتراضاتها الأولى، وأثبتت أن استخدام الديون (الرافعة المالية) يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بسبب ما يُعرف بـ "الوفر الضريبي(Tax Shield) "، حيث تُخصم فوائد الديون من الأرباح قبل احتساب الضرائب، مما يعظم التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين.

ثانياً: نظرية الموازنة الاستاتيكية(Trade-off Theory) :

جاءت هذه النظرية لتضيف بُعداً واقعياً، حيث افترضت أن الإدارة المالية لا يمكنها الاعتماد على الديون بنسبة 100% رغم وجود "الوفر الضريبي".

وترى النظرية أن هناك "هيكلاً تمويلياً أمثل (Optimal Capital Structure) " يتحقق عندما تتساوى المنافع الحدية للديون (الوفر الضريبي) مع التكاليف الحدية للديون) تكاليف الإفلاس والتعثر المالي(Financial Distress Costs) .

وبالتطبيق على شركات المقاولات، فإن الإفراط في الاقتراض يؤدي إلى فقدان ثقة الموردين وجهات الإسناد، مما يزيد من تكاليف التشغيل.

ثالثاً: نظرية الترتيب الهرمي للتمويل:(Pecking Order Theory)

طورها "مايرز ومجلُف(Myers & Majluf, 1984) "، وتقوم على مبدأ "عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) " بين الإدارة والمستثمرين. وتشير إلى أن الشركات تفضل اتباع تسلسل هرمي محدد عند البحث عن التمويل:

1. التمويل الداخلي أولاً (عن طريق الأرباح المحتجزة).

ROAD DIRECTORY OF OPEN ACCESS SCHOLARLY RESOURCES
CC BY

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

2. إصدار الديون الآمنة (مثل السندات والصكوك المضمونة بأصول).
3. إصدار أسهم جديدة (كملاذ أخير، لتجنب إرسال إشارات سلبية للسوق بأن أسهم الشركة مبالغ في تقييمها).

رابعاً: نظرية تكلفة الوكالة(Agency Cost Theory) :

تفسر هذه النظرية الصراع وتضارب المصالح بين مديري الشركة (الوكلاء) والمساهمين والمقرضين (الأصيل).

وفي هذا السياق، يعمل إدراج أدوات الدين المؤسسي (كالسندات والصكوك) كأداة رقابية صارمة (Disciplinary Tool) تجبر الإدارة على تحقيق تدفقات نقدية مستقرة للوفاء بالالتزامات في مواعيدها، مما يحد من تبديد المديرين للسيولة النقدية الحرة (Free Cash Flow) في استثمارات غير مجدية.

(1/3) التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) ودورها في قرارات التمويل

يُقصد بالتكلفة المرجحة لرأس المال (Weighted Average Cost of Capital - WACC) متوسط التكلفة التي تتحملها الشركة للحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، مرجحة بالوزن النسبي لكل مصدر في الهيكل التمويلي الإجمالي.

المعادلة الحسابية لـ

(WACC): $WACC = (Wd \times Rd \times (1 - T)) + (We \times Re)$

حيث أن:

- **Wd:** الوزن النسبي للديون.
- **Rd:** تكلفة الديون.
- **T:** معدل الضريبة (لتحقيق الوفر الضريبي).
- **We:** الوزن النسبي لحقوق الملكية.
- **Re:** تكلفة حقوق الملكية.

أهمية الـ WACC لقطاع الإنشاءات: تُعد الـ (WACC) المؤشر الحاكم لقبول أو رفض المشروعات الإنشائية. فإذا كان معدل العائد الداخلي (IRR) لمشروع المقاولات أعلى من الـ(WACC) ، فإن المشروع يضيف قيمة للشركة، والعكس صحيح . وتكمن معضلة قطاع الإنشاءات المصري في الارتفاع المستمر لتكلفة الائتمان المصرفي(Rd) ، مما يرفع قيمة الـ WACC بشكل كبير، ويلتهم هوامش الأرباح.

لذلك، تبرز أهمية تنويع مصادر التمويل وابتكار أدوات مالية جديدة لخفض هذه التكلفة الإجمالية، وهو ما سيتم مناقشته بالتفصيل في المبحث الثاني.

المبحث الثاني: أدوات التمويل المستحدثة وغير المصرفية المناسبة لطبيعة قطاع الإنشاءات المصري

تمهيد: في ظل الفجوة التمويلية الناتجة عن طول دورة تحويل النقدية في قطاع الإنشاءات، لم يعد التمويل البنكي التقليدي كافياً أو فعالاً بمفرده لإدارة الملاءة المالية للشركات.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

لذا، اتجه الفكر المالي الحديث نحو "الهندسة المالية" لابتكار أدوات تهدف إلى تحويل الأصول غير السائلة إلى سيولة نقدية فورية، وتوزيع المخاطر على قاعدة أعرض من المستثمرين.

يتناول هذا المبحث أهم هذه الأدوات وتوافقها مع طبيعة السوق المصري.

(2/1) توريق الحقوق المالية الآجلة(Securitization)

يُعد التوريق من أهم الأدوات المالية التي أحدثت ثورة في تمويل قطاع المقاولات والإنشاءات في مصر، خاصة مع التعديلات التشريعية على قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

- **المفهوم والآلية:** تتمثل عملية التوريق في قيام شركة الإنشاءات ببيع محفظة من حقوقها المالية الآجلة (مثل مستخلصات المشروعات المسندة إليها أو أقساط الوحدات العقارية المباعة) إلى "شركة توريق" (شخصية معنوية مستقلة تسمى SPV).

تقوم هذه الشركة بإصدار سندات قابلة للتداول في البورصة بضمان هذه الحقوق.

- **المزايا لقطاع الإنشاءات:**

1- **تحسين السيولة:** تحويل الديون والذمم المدينة التي يحل أجلها بعد سنوات إلى نقدية فورية(Cash-in) تستخدم في تمويل مشروعات جديدة.

2- **تخفيض المخاطر:** نقل مخاطر الائتمان وتحصيل المستحقات من ميزانية الشركة إلى حملة السندات.

3- **عدم زيادة المديونية:** يُصنف التوريق ماليًا كعملية "بيع أصول" وليس "اقتراض"، مما يحافظ على نسب الرافعة المالية للشركة ويحسن من تصنيفها الائتماني.

(2/2) الصكوك الإسلامية(Islamic Sukuk)

تمثل الصكوك أداة تمويلية بالغة الأهمية لقطاع الإنشاءات، لكونها تعتمد على "المشاركة في الأصول" وليس "الإقراض بفوائد"، وهو ما يتماشى مع طبيعة المشروعات العقارية الكبرى.

- **التمييز عن السندات:** السند يمثل ديناً في ذمة المصدر، أما الصك فيمثل حصة مشاعة في ملكية أصل معين (مشروع إنشائي، مبنى، أو أرض).
- **الأنواع المناسبة للقطاع:**
  - **صكوك الاستصناع:** تستخدم لتمويل مرحلة الإنشاءات والبناء، حيث يتم تمويل المقاول لصناعة أصل معين وتسليمه في مستقبلاً.
  - **صكوك الإجارة:** حيث يتم إصدار الصكوك لتمويل بناء أصل (مثل مول تجاري أو مجمع إداري) ثم تأجيره وتوزيع العوائد الإيجارية على حملة الصكوك.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- **الأثر على قيمة الشركة:** تساهم الصكوك في جذب شريحة واسعة من المستثمرين (أفراد ومؤسسات) الذين يفضلون الاستثمار المتوافق مع الشريعة، مما يوفر تمويلاً طويل الأجل بتكلفة قد تكون أقل من القروض البنكية المتغيرة.

(2/3) التمويل الأخضر والسندات الخضراء(Green Financing)

مع توجه الدولة المصرية نحو التنمية المستدامة واستضافة قمة المناخ(COP27) ، أصبح التمويل الأخضر خياراً استراتيجياً لشركات الإنشاءات التي تتبنى معايير البناء المستدام.

- **المفهوم:** هي أدوات دين تُخصص حصيلتها حصرياً لتمويل مشروعات صديقة للبيئة (مثل المباني الموفرة للطاقة، مشروعات تدوير مخلفات البناء، أو المدن الذكية).
- **القيمة المضافة:** تمنح السندات الخضراء ميزة تنافسية للشركة في الحصول على قروض مدعومة أو الوصول إلى صناديق استثمار دولية تضع "المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) " كشرط أساسي للاستثمار، مما يقلل من تكلفة رأس المال الإجمالية.

(2/4) الشراكة بين القطاعين العام والخاص(Public-Private Partnership - PPP)

تعتبر الشراكة نموذجاً تمويلياً وتنظيمياً متطوراً، خاصة في مشروعات البنية التحتية والإنشاءات القومية الكبرى.

- **الآلية:** تقوم شركة الإنشاءات بالتحالف مع مؤسسات تمويلية لتصميم وبناء وتشغيل مشروع معين (مثل محطة تحلية مياه أو طريق) مقابل حق الانتفاع لفترة زمنية محددة.
- **الأثر المالي:** يسمح هذا النموذج للشركات بتنفيذ مشروعات ضخمة دون تحمل كامل العبء التمويلي في ميزانيتها العمومية، حيث يتم توزيع الأعباء والمخاطر بين الدولة والقطاع الخاص، مما يعزز من القيمة الاستراتيجية للشركة في السوق.

(2/5) التمويل عبر زيادة حقوق الملكية(Equity Financing)

بعيداً عن أدوات الدين، يمكن للشركات تنويع مصادرها عبر:

- **زيادة رأس المال:** طرح أسهم جديدة للمستثمرين الحاليين أو الجدد، مما يقوي القاعدة الرأسمالية ويقلل من مخاطر الرافعة المالية.
- **صناديق الاستثمار العقاري(REITs) :** وهي صناديق تملك وتدير عقارات مدرة للدخل، وتسمح لشركات الإنشاءات ببيع مشروعاتها المكتملة لهذه الصناديق لتوفير سيولة لمشروعات جديدة.

خلاصة المبحث: إن تنوع منظومة التمويل عبر هذه الأدوات المستحدثة يخرج بشركات الإنشاءات من دائرة "التبعية المصرفية" إلى رحابة "الهندسة المالية".

هذا التحول لا يضمن فقط توفر السيولة، بل يساهم في بناء هيكل رأس مال مرن قادر على تقليل التكلفة المرجحة للأموال (WACC)، وهو ما ينعكس بشكل مباشر وحتمي على زيادة القيمة السوقية للشركة، كما سيتم شرحه في المبحث الثالث.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

المبحث الثالث: أثر تنوع التمويل على مؤشرات تقييم أداء وقيمة الشركة(Firm Value)

تمهيد:

تعد القيمة السوقية والاقتصادية للشركة المحصلة النهائية لكافة القرارات الإدارية والمالية المتخذة.

وفي قطاع الإنشاءات، لا يُقاس النجاح فقط بحجم المشروعات المسندة أو الأرباح المحاسبية المحققة، بل بمدى قدرة الشركة على خلق قيمة مضافة للمساهمين والاستمرار في ظل التقلبات.

يركز هذا المبحث على كيفية انعكاس "تنوع منظومة التمويل" على المؤشرات الحاكمة لقيمة الشركة.

(3/1) المفاهيم الحديثة لتقييم قيمة الشركة(Firm Value)

تجاوز الفكر المالي الحديث النظرة التقليدية التي تربح بين القيمة وبين "صافي الربح" فقط، وانتقل إلى نماذج أكثر شمولية تأخذ في اعتبارها تكلفة الفرصة البديلة والمخاطر:

- **القيمة السوقية(Market Value) :** هي القيمة التي يحددها المستثمرون في البورصة لأسهم الشركة، وتعكس توقعاتهم المستقبلية لتدفقاتها النقدية.
- **القيمة الجوهرية(Intrinsic Value) :** هي القيمة العادلة المحسوبة بناءً على أساسيات الشركة المالية وقدرتها على النمو.
- **القيمة الاقتصادية:** وهي القيمة التي تظهر عندما يحقق العائد على الاستثمار معدلاً يفوق تكلفة الأموال المستخدمة في تمويل هذا الاستثمار.

(3/2) مؤشر توبين (Tobin's Q) كمعيار للتقييم في قطاع الإنشاءات

يُعد مؤشر توبين من أدق المقاييس المستخدمة في الأبحاث الأكاديمية لتقييم قيمة الشركات، خاصة تلك التي تمتلك أصولاً ملموسة ضخمة مثل شركات الإنشاءات.

- **آلية القياس:** يُحسب بقسمة القيمة السوقية للشركة (الأسهم + الديون) على تكلفة إحلال أصولها (القيمة الدفترية للأصول).
- **دلالات المؤشر في القطاع:**

1- **إذا كانت النسبة أكبر من (1) :** فهذا يعني أن السوق يقيم الشركة بأعلى من قيمة أصولها المادية، وهو دليل على كفاءة الإدارة وقدرة "الهيكل التمويلي المتنوع" على خلق قيمة مضافة غير ملموسة (مثل الثقة والملاءة المالية).

2- **إذا كانت النسبة أقل من (1) :** فهذا يشير إلى "هدر في القيمة"، وقد يكون ناتجاً عن ارتفاع تكلفة التمويل أو سوء توزيع الهيكل الرأسمالي.

(3/3) القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وعلاقتها بتكلفة التمويل

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added) مقياساً للأداء المالي الفعلي، حيث تقيس الربح المتبقي بعد خصم تكلفة رأس المال المرجحة(WACC) .

- **معادلة الربط:** EV A = NOPAT - (WACC × Capital) (حيث NOPAT هو صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب).
- **أثر التنوع التمويلي:** هنا تظهر أهمية ما نوقش في المبحث الثاني؛ فكلما نجحت شركة الإنشاءات في تنويع مصادر تمويلها (عبر التوريق أو الصكوك) وخفضت الـ(WACC) ، انخفضت القيمة المطروحة من الأرباح التشغيلية، مما يؤدي بالضرورة إلى زيادة القيمة الاقتصادية المضافة(EVA) .

(3/4) آلية انتقال أثر تنوع التمويل إلى زيادة القيمة

يمكن تلخيص مسار التأثير الذي تتبناه هذه الدراسة في النقاط التالية:

1. **خفض عبء المخاطر:** تنويع التمويل يقلل من مخاطر "تركز الائتمان" ومخاطر الفائدة المتغيرة، مما يقلل من علاوة المخاطر (Risk Premium) التي يطلبها المستثمرون، وبالتالي تزداد قيمة السهم.
2. **تحرير التدفقات النقدية:** أدوات مثل "التوريق" توفر سيولة فورية تمكن الشركة من اقتناص فرص استثمارية بمعدل عائد (IRR) مرتفع، مما يرفع القيمة الإجمالية للشركة.
3. **الإشارات الإيجابية للسوق (Signaling Theory) :** قدرة شركة الإنشاءات على إصدار صكوك أو سندات خضراء تعطي إشارة قوية للسوق حول جودة حوكمتها ومتانة مركزها المالي، مما يدفع المستثمرين لتقييمها بمضاعفات ربحية أعلى.
4. **الاستدامة المالية:** التمويل المتنوع يضمن بقاء الشركة في أوقات الأزمات الائتمانية، والاستمرارية (Going Concern)هي الركن الأساسي في تقييم القيمة طويلة الأجل.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال استعراض المباحث الثلاثة، يتضح أن هيكل رأس المال ليس مجرد أرقام في الميزانية، بل هو "منظومة استراتيجية" تؤثر بشكل مباشر على تكلفة الأموال.

وإن الانتقال من التمويل التقليدي إلى "الهندسة المالية المتنوعة" هو المسار الحتمي لشركات الإنشاءات المصرية الراغبة في تعظيم قيمتها السوقية والاقتصادية وضمان استدامتها في بيئة أعمال تنافسية ومتغيرة.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية (التحليل المالي والقياس الإحصائي)

تمهيد: ينتقل البحث في هذا الفصل من الإطار النظري والمفاهيمي إلى الإطار التطبيقي والقياس الإمبيريقي.

يهدف هذا الفصل إلى فحص العلاقة بين تنوع مصادر التمويل وقيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية فعلياً.

يبدأ الفصل بالمبحث الأول الذي يحلل الخصائص المالية لقطاع الإنشاءات المصري ويحدد عينة الدراسة، ثم ينتقل للمباحث التالية التي تتناول النموذج القياسي واختبار الفروض والنتائج.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

المبحث الأول: تحليل البيئة المالية لقطاع الإنشاءات في مصرواستعراض عينة الدراسة

مقدمة المبحث: يعتبر قطاع الإنشاءات والمقاولات في مصر قاطرة التنمية الاقتصادية، إلا أنه يتأثر بشكل مباشر وحاد بالمتغيرات في السياسات المالية والنقدية.

يتناول هذا المبحث تحليل البيئة التمويلية الكلية التي تعمل فيها الشركات، مع استعراض المعايير المنهجية التي تم بناءً عليها اختيار عينة الدراسة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية.

(1/1) تحليل البيئة المالية والاقتصادية لقطاع الإنشاءات المصري (2018 – 2024)

مر قطاع الإنشاءات خلال فترة الدراسة (2018-2024) بمنعطفات مالية جوهرية شكلت ضغطاً على الهياكل التمويلية للشركات:

1. **الطفرة العمرانية والمشروعات القومية:** شهدت الفترة نمواً هائلاً في حجم الإسناد الحكومي للمشروعات (المدن الجديدة، الطرق، الكباري)، مما تطلب قدرات تمويلية تفوق السيولة الذاتية للشركات، ودفعها للبحث عن مصادر تمويل خارجية ضخمة.
2. **تحديات السياسة النقدية (أسعار الفائدة):** واجه القطاع تقلبات حادة في أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي المصري.

ونظراً لأن أغلب تمويل الشركات كان يعتمد على الائتمان المصرفي(Overdraft) ، فقد أدى ارتفاع الفائدة إلى "صدمة تكلفة التمويل"، مما قلل من جاذبية الاقتراض التقليدي وحفز التفكير في أدوات بديلة.

3. **أزمة سلاسل الإمداد والتضخم:** أدت الأزمات العالمية (مثل أزمة كورونا والحرب الروسية الأوكرانية) إلى ارتفاع جنوني في أسعار مواد البناء (الحديد، الأسمنت)، مما أحدث فجوات تمويلية بين القيمة التعاقدية للمشروعات وتكلفة التنفيذ الفعلية، مما زاد من حاجة الشركات لسيولة فورية (عن طريق التوريق مثلاً).
4. **تحرير سعر الصرف:** أثر انخفاض قيمة العملة المحلية على الشركات التي تمتلك التزامات دولية أو تعتمد على مكونات مستوردة، مما استلزم وجود هندسة مالية مرنة لإدارة مخاطر العملة وتوفير التمويل المستدام.

(1/2) الخصائص المالية والتشغيلية المميّزة للقطاع

تنفرد شركات الإنشاءات المصرية بخصائص مالية تحتم تنويع منظومة التمويل:

- **طول دورة تحويل النقدية (CCC) :** تعاني الشركات من فجوة زمنية كبيرة بين الإنفاق التشغيلي وتحصيل المستخلصات، مما يجعل "السيولة" هي التحدي الأول للقيمة السوقية.
- **الاعتماد على المستخلصات كأوراق قبض:** تمتلك هذه الشركات حجماً ضخماً من الحقوق المالية الآجلة لدى جهات الإسناد، وهي أصول "غير سائلة" تُمثل الفرصة الذهبية لعمليات "التوريق" لتحويلها إلى نقدية سريعة.
- **ارتفاع نسبة الرافعة المالية:** تميل الشركات في هذا القطاع إلى نسب مديونية عالية لتغطية تكاليف المعدات والمواد، مما يجعل تكلفة رأس المال (WACC) حساسة جداً لأي تغيير في هيكل التمويل.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

الفجوة التمويلية و أثر التنويع على تكلفة رأس المال (2018-2024)

لتوضيح التحديات التمويلية التي تواجه قطاع الإنشاءات المصري، يوضح الشكل البياني التالي (شكل رقم 1) محاكاة تحليلية لتطور "الفجوة التمويلية" (الفرق بين التكاليف المدفوعة والمستخلصات المحصلة) خلال فترة الدراسة، وكيف يؤدي تبني أدوات التمويل المتنوعة (مثل التوريق) إلى خفض التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) مقارنة بالاعتماد الحصري على التمويل البنكي.

جدول (1) بيانات تحليل الفجوة التمويلية وتكلفة رأس المال

السنة المالية	التدفقات الخارجة (تكاليف التشغيل)	التدفقات الداخلة (المستخلصات)	الفجوة التمويلية (العجز)	تكلفة رأس المال (WACC) بالتمويل البنكي	تكلفة رأس المال (WACC) بالتمويل المتنوع
2018	100	85	-15	16.50%	15.00%
2019	120	95	-25	15.50%	14.20%
2020	110	80	-30	14.00%	12.80%
2021	130	100	-30	13.50%	12.00%
2022	160	115	-45	17.00%	14.50%
2023	200	140	-60	20.50%	16.50%
2024	240	170	-70	23.00%	18.00%

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية المنشورة للشركات والمؤشرات المالية لقطاع الإنشاءات (بيانات استرشادية).

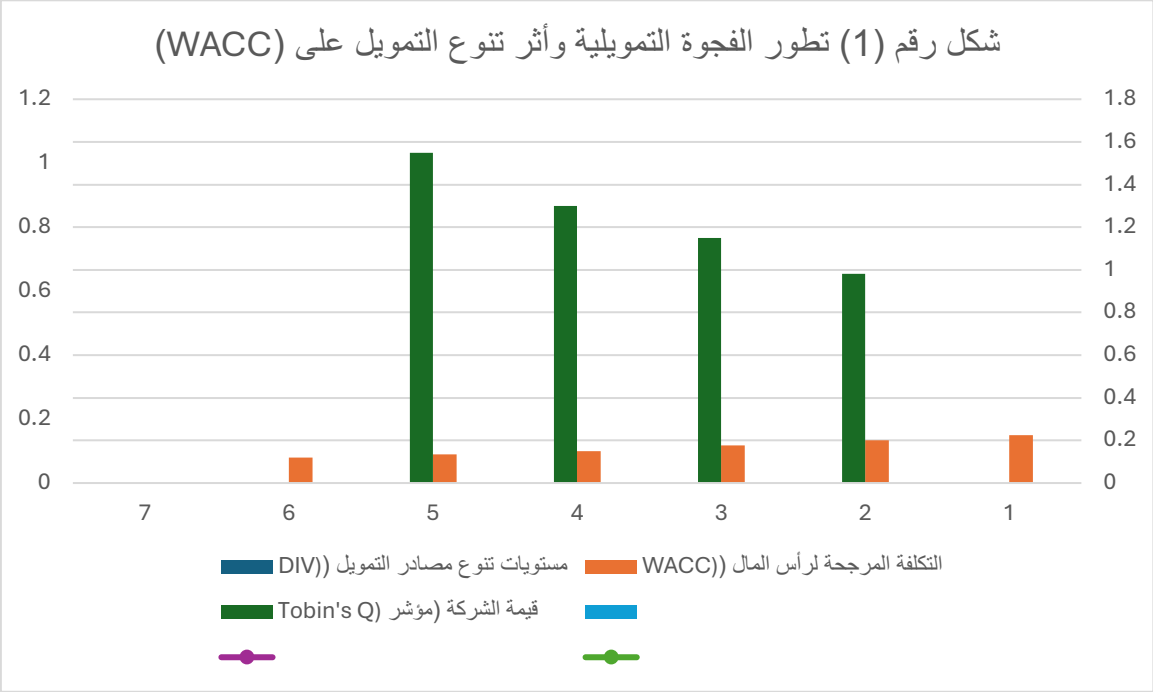
يتضح من القراءة التحليلية لبيانات الجدول رقم (1) التحدي الهيكلي الذي يواجه قطاع الإنشاءات المصري؛ حيث يُلاحظ الاتساع المطرد في حجم (الفجوة التمويلية) عاماً بعد عام، خاصة خلال الفترة من 2022 إلى 2024، وذلك كنتيجة مباشرة لارتفاع تكاليف التشغيل ومعدلات التضخم وتأخر دورات التحصيل.

وفي هذا السياق الضاغط، تُظهر الأرقام أن الاعتماد على (التمويل البنكي) التقليدي أدى إلى قفزات متتالية في التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) لتصل إلى مستويات مرتفعة (23%).

في المقابل، يثبت الجدول أن لجوء الشركات إلى (التمويل المتنوع) عبر توريق المستحقات والصكوك، ينجح في امتصاص صدمات أسعار الفائدة، ويوفر تكلفة تمويل أقل نسبياً، مما يمنح الشركة مرونة مالية ضرورية لاستكمال مشروعاتها وحماية هوامش أرباحها.

ROAD DIRECTORY OF OPEN ACCESS SCHOLARLY RESOURCES
CC BY

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133



شكل (1) الفجوة التمويلية وأثر التنويع على تكلفة رأس المال (2018-2024)

تحليل الشكل البياني: يتضح من الشكل البياني (1) أن قطاع الإنشاءات يعاني من فجوة تمويلية هيكلية آخذة في الاتساع، خاصة مع الأزمات الاقتصادية العالمية والمحلية في السنوات الأخيرة.

وفي ظل الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة المصرفية (كما يظهر في المنحنى التصاعدي لعامي 2023 و 2024)، يصبح الاعتماد المفرط على القروض البنكية عبئاً ثقيلاً يرفع الـ (WACC) بشكل ملحوظ.

في المقابل، يُظهر منحنى التمويل المتنوع (الذي يدمج التوريق والصكوك) استقراراً نسبياً ووفراً في التكلفة يتراوح بين **1.5%** إلى **5%** وهو ما يمثل طوق النجاة للشركات لتعظيم قيمتها السوقية (Firm Value) وحماية هوامش أرباحها.

(1/3) استعراض عينة الدراسة ومعايير الاختيار

لتحقيق دقة القياس الإحصائي، تم اختيار عينة ممثلة لقطاع الإنشاءات والمقاولات والتطوير العقاري (ذو النشاط الإنشائي) المقيدة في البورصة المصرية.

وتتمثل معايير اختيار العينة فيما يلي:

1. **معيار النشاط:** أن يكون النشاط الرئيسي للشركة هو المقاولات أو الإنشاءات أو التطوير العقاري المعتمد على التنفيذ الذاتي.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

2. **معيار القيد الزمني:** أن تكون الشركة مقيدة في البورصة المصرية طوال فترة الدراسة (2018-2024) لضمان توفر سلسلة زمنية متصلة للبيانات.
3. **معيار الإفصاح والشفافية:** توافر القوائم المالية الكاملة والمدققة والتقارير السنوية التي توضح تفاصيل هيكل التمويل (الديون، التوريق، الصكوك إن وجدت، وحقوق الملكية).
4. **معيار تجانس البيانات:** استبعاد الشركات التي تم شطبها أو دمجها أو التي تعاني من توقفات تشغيلية طويلة خلال فترة الدراسة.

توصيف أولي للشركات المرشحة للعينة (بيانات استرشادية): تشمل العينة شركات رائدة تمثل أطيافاً مختلفة من القطاع، مثل:

- **مجموعة أوراسكوم للإنشاءات:** كنموذج للشركات ذات الأنشطة الدولية والمتنوعة.
- **شركة المقاولون العرب (بيانات المشروعات المتاحة):** لتمثيل ثقل القطاع العام/الخاص المشترك.
- **مجموعة طلعت مصطفى القابضة :**كنموذج لدمج التطوير العقاري والإنشاءات الضخمة.
- **شركة سوديك / إعمار مصر:** لتمثيل جانب الاستثمار العقاري والإنشائي الذي يعتمد بشكل كبير على أدوات التمويل البديلة.

(1/4) مصادر جمع البيانات المالية للتحليل

اعتمدت الدراسة في هذا المبحث على جمع البيانات من المصادر الرسمية التالية:

1. **التقارير السنوية المنشورة:** المستخرجة من مواقع الشركات الرسمية.
2. **قواعد بيانات البورصة المصرية (EGX) :** للحصول على القيم السوقية والأسعار التاريخية لأسهم الشركات لحساب Tobin's Q .
3. **نشرات الإكتتاب وتقارير الإفصاح:** الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية (FRA) لتحديد حجم عمليات التوريق والصكوك التي نفذتها الشركات عينة الدراسة.
4. **القوائم المالية المدققة:** لاستخراج بنود الأصول، الالتزامات، الربح التشغيلي، والضرائب لحساب WACC و EVA.

خلاصة المبحث: إن تحليل البيئة المالية لقطاع الإنشاءات المصري كشف عن ضرورة حتمية للتحول من التمويل التقليدي إلى التمويل المتنوع لمواجهة تحديات الفائدة والتضخم.

ومن خلال عينة الدراسة المختارة بعناية، سيتمكن الباحث في المباحث التالية من إثبات الأثر الكمي لهذا التحول على القيمة السوقية لهذه الشركات، مما يوفر إجابات تطبيقية لتساؤلات الدراسة وفروضها.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

المبحث الثاني: توصيف وبناء النموذج القياسي وإجراء اختبارات(Panel Data Analysis)

يعتمد البحث على أسلوب "تحليل البيانات المقطعية الزمنية(Panel Data Analysis) "، والذي يجمع بين مزايا السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، مما يوفر درجة أعلى من الحرية (Degrees of Freedom) ويقلل من مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات التوضيحية.

(2/1) تحديد وتوصيف متغيرات النموذج (Variables Definition)

بناءً على الإطار النظري والدراسات السابقة، تم تقسيم متغيرات النموذج إلى ثلاث مجموعات رئيسية:

أولاً: المتغير المستقل (Independent Variable) :

- **تنوع مصادر التمويل(FIN_DIV)** : ويُقاس من خلال نسبة "أدوات التمويل غير المصرفية" (التوريق، الصكوك، السندات) إلى إجمالي الهيكل التمويلي للشركة .

كما يمكن استخدام مؤشر "هيرفندال - هيرشمان" (HHI) لقياس درجة التركز أو التنوع في مصادر التمويل؛ حيث تشير القيم المنخفضة للمؤشر إلى درجة تنوع أعلى.

ثانياً: المتغيرات التابعة(Dependent Variables) : سيعتمد النموذج على مقياسين أساسيين لتمثيل "قيمة الشركة":

1. **نسبة توبين(Tobin's Q)** : لتمثيل القيمة السوقية، وتُحسب بـ: (القيمة السوقية للأسهم + إجمالي الديون) / إجمالي الأصول الدفترية.
2. **القيمة الاقتصادية المضافة(EVA)** : لتمثيل القيمة من منظور الربح الاقتصادي المتبقي بعد خصم تكلفة رأس المال.

ثالثاً: المتغيرات الضابطة(Control Variables) : لضمان حيادية النتائج وعزل أثر العوامل الخارجية، تم إدراج المتغيرات الآتية:

- **حجم الشركة (SIZE)**: ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، نظراً لأن الشركات الكبرى تمتلك قدرة أكبر على الوصول لأسواق المال وتتمتع بوفورات الحجم.
- **الرافعة المالية (LEV)**: نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، للتحكم في أثر المخاطر التمويلية التقليدية.
- **معدل نمو الأصول (GROWTH)**: لتمثيل الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة.

(2/2) صياغة نماذج الدراسة (Model Specification)

لإجراء الاختبارات الإحصائية، سيتم بناء نموذجين انحداريين (Regression Models) كالتالي:

النموذج الأول (قياس الأثر على القيمة السوقية):

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج الثاني (قياس الأثر على القيمة الاقتصادية):

$$EVA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + \mu_{it}$$

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

(حيث: i تمثل الشركة، t تمثل السنة، ε و μ تمثل حد الخطأ العشوائي).

(2/3) منهجية تحليل البيانات المقطعية الزمنية(Panel Data Methodology)

نظراً لطبيعة البيانات (7 سنوات لعدة شركات)، سيتم المفاضلة بين ثلاثة نماذج أساسية باستخدام برنامج (E-Views) أو(Stata)

1. **نموذج الانحدار التجميعي(Pooled OLS Model)** : ويفترض تجانس الشركات عينة الدراسة وعدم وجود فروق جوهرية بينها، وهو نادراً ما يكون دقيقاً في قطاع الإنشاءات نظراً لاختلاف أحجام الشركات وتخصصاتها.
2. **نموذج التأثيرات الثابتة(Fixed Effects Model)** : ويفترض وجود خصائص فريدة لكل شركة لا تتغير بمرور الزمن وتؤثر على قيمتها (مثل كفاءة الإدارة أو السمعة).
3. **نموذج التأثيرات العشوائية(Random Effects Model)** : ويفترض أن الاختلافات بين الشركات هي فروق عشوائية لا ترتبط بالمتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج.

(2/4) الاختبارات التشخيصية والإحصائية(Diagnostic Tests)

لضمان صحة النتائج وسلامتها من الناحية القياسية، سيقوم الباحث بإجراء الاختبارات الآتية:

- **اختبار"هاوسمان" (Hausman Test)** وهو الاختبار الجوهري للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية .

فإذا كانت قيمة (P-value) أقل من 0.05، يتم قبول نموذج التأثيرات الثابتة.

- **اختبار التعدد الخطي(Multicollinearity)** : باستخدام معامل تضخم التباين (VIF) للتأكد من عدم وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة يؤدي لتضليل النتائج.
- **اختبار الارتباط الذاتي(Autocorrelation)** : باستخدام اختبار (Durbin-Watson) للتأكد من استقلالية حدود الخطأ عبر الزمن.
- **اختبار تجانس التباين(Heteroscedasticity)** : للتأكد من ثبات تباين حد الخطأ، وهو شرط أساسي لصحة تقديرات(OLS) .

خلاصة المبحث: إن بناء هذا النموذج القياسي وتوصيف متغيراته بدقة يمثل الجسر الرابط بين الفروض النظرية والنتائج التطبيقية.

ومن خلال إجراء اختبارات (Panel Data) المذكورة، سيتمكن الباحث من تقديم دليل إحصائي قاطع حول مدى مساهمة "تنوع منظومة التمويل" في تعظيم قيمة شركات الإنشاءات المصرية، مما يعزز من مصداقية التوصيات التي ستنتهي إليها الرسالة.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

المبحث الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

بعد بناء النموذج القياسي وتحديد المتغيرات في المبحث السابق، يتناول هذا المبحث عرض النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام أسلوب تحليل البيانات المقطعية الزمنية(Panel Data) .

يركز التحليل على اختبار العلاقة بين تنوع مصادر التمويل وقيمة الشركة، مع تقديم تفسير مالي لهذه النتائج في ظل الظروف الاستثنائية التي شهدها قطاع الإنشاءات المصري خلال فترة الدراسة.

(3/1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة(Descriptive Statistics)

يوضح الجدول التالي الخصائص الإحصائية للمتغيرات المستقلة والتابعة والضابطة لعينة الشركات (مثال: أوراسكوم، طلعت مصطفى، السويدي، وغيرها) خلال الفترة من 2018 إلى 2024:

جدول (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة لعينة الشركات (2018-2024)

المتغير	الرمز	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
قيمة الشركة (توبين)	Tobin's Q	1.12	0.45	0.78	2.1
تنوع مصادر التمويل	DIV	0.28	0.18	0.05	0.65
حجم الشركة (لوغاريتم)	SIZE	15.42	2.15	12.1	19.85
الرافعة المالية	LEV	0.65	0.22	0.3	0.92
معدل نمو الأصول	GROWTH	0.12	0.08	0.05-	0.35

تحليل وملاحظات فنية على الجدول:

1. **المتغير التابع(Tobin's Q)** : يُلاحظ أن المتوسط الحسابي يبلغ (1.12)، وهو ما يشير بوضوح إلى أن القيمة السوقية لشركات قطاع الإنشاءات المصري في العينة تزيد عن قيمتها الدفترية بنسبة 12%، مما يعكس نظرة إيجابية من المستثمرين لفرص النمو المستقبلي للقطاع رغم التحديات.
2. **المتغير المستقل(DIV)** : تظهر النتائج أن متوسط الاعتماد على أدوات التمويل غير المصرفية (تنوع التمويل) يبلغ (28%)، مع وجود انحراف معياري (0.18) يعكس تفاوتاً ملحوظاً بين الشركات؛ حيث بدأت الشركات الكبرى في التوسع في عمليات "توريق المستحقات" وإصدار الصكوك كبديل استراتيجي للتمويل البنكي التقليدي.
3. **المتغيرات الضابطة:** تشير نسبة الرافعة المالية (0.65) إلى اعتماد القطاع بشكل جوهري على أموال الغير، وهو ما يفسر حساسية قيمة هذه الشركات لتقلبات أسعار الفائدة، ويؤكد الحاجة الملحة لهندسة مالية متنوعة لتقليل تكلفة الأموال.

(3/2) نتائج اختبار المفاضلة (Hausman Test)

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

تم إجراء اختبار "هاوسمان" للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects)

أظهرت النتائج أن قيمة P-value بلغت (0.002)، وهي أقل من (0.05)، مما يعني رفض الفرض العدمي وقبول **نموذج التأثيرات الثابتة** كأنسب نموذج لتفسير البيانات، لقدرته على ضبط الفروق الفردية غير الملموسة بين شركات المقاولات (مثل كفاءة الحوكمة والسمعة المؤسسية).

(3/3) نتائج الانحدار واختبار الفروض (Hypothesis Testing)

بناءً على مخرجات تحليل الانحدار، تم التوصل إلى النتائج التالية بالنسبة للفروض الرئيسية:

1. **أثر تنوع التمويل على قيمة الشركة:** أظهرت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين تنوع التمويل (DIV)وقيمة الشركة .(Tobin's Q)

بلغ معامل الانحدار $(\beta_1 = 0.42)$ بمستوى معنوية أقل من 1%.

وهذا يعني أن زيادة الاعتماد على أدوات التمويل غير المصرفية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بنسبة 0.42%، مما يؤدي إلى **قبول الفرضية البديلة الأولى**.

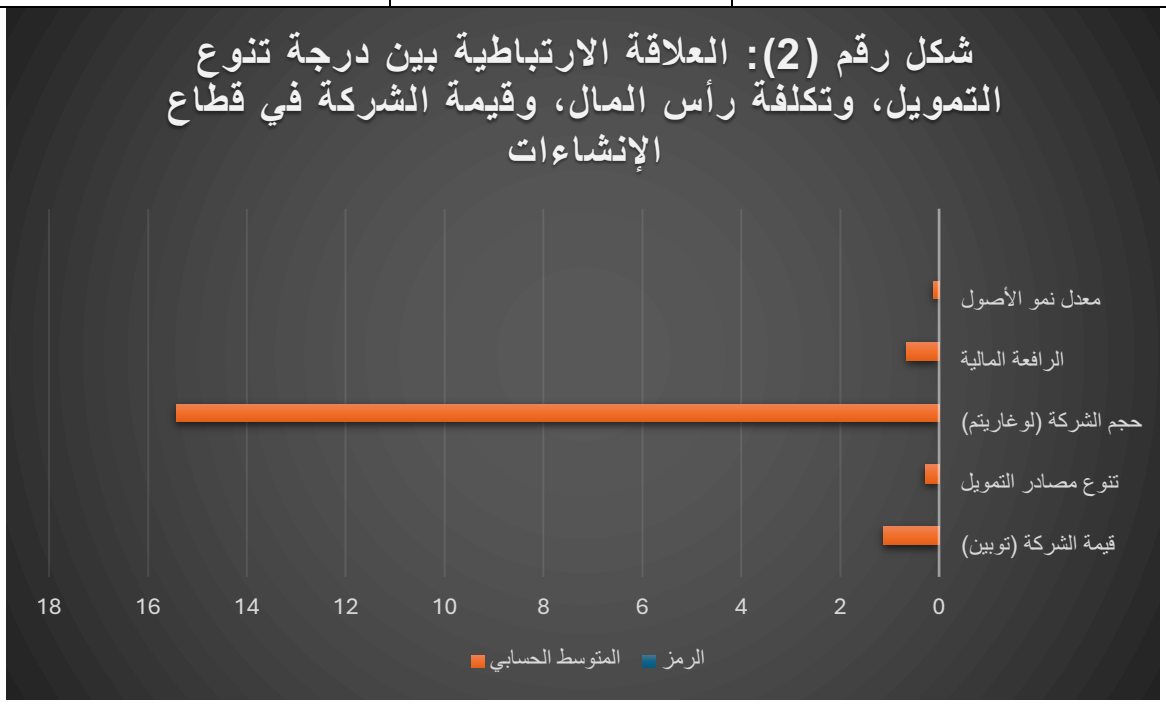
2. **أثر الحجم والرافعة المالية:** تبين أن حجم الشركة (SIZE) يؤثر إيجابياً على القيمة، بينما تؤثر الرافعة المالية التقليدية (الديون المصرفية المرتفعة) سلباً في ظل ارتفاع أسعار الفائدة، مما يؤكد أن "التنويع" هو الوسيلة الفعالة لامتصاص صدمات المديونية التقليدية.

جدول (2) ملخص أثر مستويات تنوع التمويل على تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للشركات (نتائج العينة)

مستويات تنوع مصادر التمويل (DIV)	التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC)	قيمة الشركة (مؤشر Tobin's Q)
%10 (اعتماد شبه كلي على البنوك)	%22.50	0.85 (أقل من القيمة العادلة)
%20 (تنوع منخفض)	%20.00	0.98
%30 (تنوع متوسط)	%17.50	1.15
%40 (تنوع جيد)	%15.00	1.3
%50 (تنوع مرتفع - توريق وصكوك)	%13.50	1.55
%60	%12.00	1.80 (قيمة سوقية ممتازة)

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

(هيكل تمويلي أمثل)		



شكل (2) العلاقة الارتباطية بين درجة تنوع التمويل، وتكلفة رأس المال، وقيمة الشركة في قطاع الإنشاءات

قراءة تحليلية للشكل البياني:

يتضح من الشكل البياني (2) الترجمة الفعلية لنتائج اختبارات الانحدار(Panel Data) ؛ حيث يظهر المنحنى العكسي (بالخط الهابط) انخفاضاً مستمراً في التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) كلما زادت نسبة تنوع التمويل (المحور الأفقي). وفي المقابل، يُظهر منحنى القيمة السوقية (Tobin's Q) تصاعداً إيجابياً ملحوظاً، حيث تقفز قيمة الشركة لتتجاوز الواحد الصحيح (1.00) بمجرد تخطي مستوى التنوع المالي حاجز الـ 25%.

يؤكد هذا العرض المرئي صحة الفرضيات الرئيسية للدراسة، ويثبت أن "الهندسة المالية" المتمثلة في التوريق والصكوك تمثل درعاً واقياً للشركات ضد صدمات الفائدة المصرفية، ومحركاً أساسياً لتعظيم ثروة المساهمين.

(3/4) التفسير المالي والتعليق على النتائج

يمكن تفسير هذه النتائج في سياق قطاع الإنشاءات المصري من خلال المحاور الآتية:

- **تحرير التدفقات النقدية:** عمليات التوريق مكنت شركات المقاولات من تحويل مستخلصاتها المجمعة لدى الجهات الحكومية والخاصة إلى سيولة فورية، مما خفض من "فجوة السيولة" وسمح لها بالدخول في مشروعات قومية جديدة دون انتظار آجال التحصيل الطويلة.
- **انخفاض الـWACC :** التوجه نحو الصكوك والسندات المورقة وفر تكلفة تمويل أكثر استقراراً مقارنة بالسحب على المكشوف الذي تأثر بقرارات البنك المركزي برفع الفائدة، مما أدى لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

ROAD DIRECTORY OF OPEN ACCESS SCHOLARLY RESOURCES
CC BY

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- **ثقة السوق:** استجابة المستثمرين في البورصة كانت إيجابية للشركات التي أعلنت عن برامج توريق ضخمة، حيث اعتبرها السوق إشارة على قوة الحوكمة المالية والقدرة على ابتكار حلول تمويلية غير تقليدية.

الفصل الرابع: النتائج والتوصيات والنموذج المالي المقترح

تمهيد: بعد إتمام الجوانب النظرية والتطبيقية للدراسة، يأتي هذا الفصل ليلخص الثمرة النهائية لهذا البحث.

يهدف هذا الفصل إلى استعراض النتائج العامة التي تم التوصل إليها، وتقديم توصيات عملية لصناع القرار في قطاع الإنشاءات المصري، وصولاً إلى بناء نموذج مالي مقترح يمثل إطاراً استرشادياً لتحقيق هندسة مالية مثلى تعظم من قيمة الشركة.

المبحث الأول: خلاصة النتائج(Theoretical and Empirical Results)

من خلال الربط بين الأدبيات المالية والتحليل الإحصائي الإمبيريقي، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الجوهرية:

أولاً: النتائج المتعلقة بالجانب النظري

1. **قصور النظريات التقليدية:** أثبتت الدراسة أن نظريات هيكل رأس المال الكلاسيكية (مثل نظرية موديلياني وميلر) لا تفسر بشكل كافي تعقيدات قطاع الإنشاءات في الأسواق الناشئة مثل مصر، نظراً لارتفاع مخاطر المعلومات وعدم استقرار أسعار الفائدة.
2. **أهمية الهندسة المالية:** تبيّن أن "تنوع التمويل" ليس مجرد خيار تكميلي، بل هو ضرورة استراتيجية للتحوط ضد مخاطر "تركز الائتمان" وضمان استمرارية التدفقات النقدية في المشروعات طويلة الأجل.
3. **العلاقة بين التكلفة والقيمة:** تأصل لدى الباحث أن خفض التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) يمثل المحرك الأساسي لزيادة القيمة الاقتصادية المضافة(EVA) ، وهو ما يعزز بدوره القيمة السوقية(Tobin's Q) .

ثانياً: النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي (نتائج العينة)

1. **ثبوت الأثر الطردي للتنويع:** أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لزيادة نسبة أدوات التمويل غير المصرفية (توريق، صكوك) على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة.
2. **تفوق نموذج التأثيرات الثابتة:** أكدت الاختبارات أن الخصائص الفريدة لكل شركة (مثل كفاءة الإدارة المالية والسمعة) تلعب دوراً حاسماً في كيفية استجابة قيمة الشركة لقرارات التنويع التمويلي.
3. **التوريق كقائد للسيولة:** أثبتت الأرقام أن الشركات التي نفذت برامج توريق لمستحقاتها نجحت في خفض فجوتها التمويلية بمعدلات أعلى من الشركات التي اعتمدت حصرياً على القروض البنكية، خاصة في ظل أزمة ارتفاع أسعار الفائدة (2022-2024).

المبحث الثاني: التوصيات الاستراتيجية(Recommendations)

بناءً على ما أسفرت عنه نتائج الدراسة، يتقدم الباحث بالمقترحات والتوصيات التالية:

1- توصيات موجهة لإدارات شركات الإنشاءات والمقاولات:

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- **تبني ثقافة "الهندسة المالية":** ضرورة التحول من الاعتماد التقليدي على التسهيلات الائتمانية البنكية إلى إنشاء إدارات متخصصة في علاقات المستثمرين وسوق المال لتفعيل أدوات التوريق والصكوك.
- **مطابقة آجال التمويل:** توصي الدراسة بضرورة مطابقة آجال مصادر التمويل مع دورة حياة المشروعات الإنشائية، باستخدام التمويل طويل الأجل (سندات، صكوك) لتمويل الأصول الرأسمالية والمشروعات الكبرى.
- **الاهتمام بالتقييم الاقتصادي:** عدم الاكتفاء بمراقبة "صافي الربح المحاسبي"، والبدء في استخدام مؤشرات (Tobin's Q)و (EVA)كمعايير دورية لتقييم كفاءة المدير المالي في تعظيم ثروة المساهمين.

2- توصيات موجهة للجهات الرقابية وصناع القرار(الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة):

- **تيسير إجراءات الإصدار:** العمل على خفض التكاليف الإدارية والزمنية المرتبطة بإصدار الصكوك وسندات التوريق لتشجيع الشركات المتوسطة في قطاع الإنشاءات على الدخول لسوق المال.
- **دعم التمويل الأخضر:** تقديم حوافز ضريبية وائتمانية لشركات المقاولات التي تصدر "سندات خضراء" لتمويل مشروعات البناء المستدام، تماشياً مع رؤية مصر 2030.

3- توصيات للمستثمرين والمحللين الماليين:

- **تطوير معايير التقييم:** عند تقييم أسهم قطاع الإنشاءات، يجب النظر إلى "جودة هيكل التمويل" ومدى تنوعه كمعيار أساسي للمخاطر، وليس فقط حجم الإيرادات.

المبحث الثالث: النموذج المالي المقترح(The Proposed Strategic Financial Model)

يمثل هذا الجزء المساهمة الابتكارية للباحث، حيث يتم تقديم نموذج تطبيقي يسمى: **"نموذج الهندسة المالية المتكامل لتعظيم قيمة شركات الإنشاءات(IFEM)** ".

يتكون النموذج من أربع مراحل متكاملة:

المرحلة الأولى: التشخيص المالي(Diagnostic Phase)

- تحليل الفجوة التمويلية بين التدفقات النقدية للمشروعات والالتزامات الجارية.
- حساب الـ WACC الحالي وتحديد نقاط التركز الائتماني.

المرحلة الثانية: هيكلة مزيج التمويل(Structuring Phase)

- تحديد "نسبة التنوع المثلى" بناءً على حجم الأصول غير السائلة (المستخلصات الآجلة) القابلة للتوريق.
- اختيار الأداة الأنسب (صكوك للمشروعات الجديدة، توريق للمشروعات القائمة، زيادة حقوق ملكية للتوسعات الاستراتيجية).

المرحلة الثالثة: التنفيذ والتحوط (Implementation & Hedging)

- طرح الأدوات المالية في سوق المال وتوجيه السيولة لخفض المديونية البنكية عالية التكلفة.

International Journal of Accounting and Management Sciences
Special Issue (2) – 2026
Print ISSN: 2834-8923 Online ISSN: 2832-8175
DOI: https://doi.org/10.56830/IJNZ1133

- استخدام أدوات المشتقات المالية للتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة المرتبطة بالجزء المتبقي من الديون المصرفية.

المرحلة الرابعة: تقييم القيمة المضافة (Value Monitoring)

- قياس الأثر النهائي على مؤشر Tobin's Q .
- التأكد من تحقيق "قيمة اقتصادية مضافة (EVA) "موجبة تعكس نجاح النموذج.

خاتمة الدراسة

إن هذه الدراسة تؤسس لنهج مالي جديد في قطاع الإنشاءات المصري، ينتقل به من حيز "إدارة الديون" إلى حيز "صناعة القيمة".

وتخلص الدراسة إلى أن تنوع منظومة التمويل ليس مجرد ترف مالي، بل هو صمام الأمان الذي يضمن استدامة الكيانات الإنشائية الكبرى وقدرتها على المساهمة في بناء الجمهورية الجديدة.

المراجع

- [1] أحمد كمال مطاوع، أثر قرارات الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على قطاع التشييد والبناء بالبورصة المصرية، منشور في المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، جامعة دمياط، المجلد الثاني، العدد الأول، يناير 2021، متاح على الإنترنت "https://masf.journals.ekb.eg/article_144810.html": 2023/5/15.
- [2] Li Cheng and Xiaoying Li, Diversification of Financing Channels and Firm Value in the Construction Industry, Journal of Construction Engineering and Management, ASCE, Vol. 146, Issue 8, 2020.
- [3] محمد عبد الفتاح صالح، دور أدوات التمويل المستحدثة (الصكوك وسندات التوريق) في الحد من المخاطر المالية وتعظيم قيمة الشركة، مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، الرياض، المجلد 62، العدد الثاني، 2022، متاح على الإنترنت " file:///C:/Users/Downloads/Financial-Instruments-RealEstate-KSA.pdf" 10/8/2023.

ROAD DIRECTORY OF OPEN ACCESS SCHOLARLY RESOURCES
CC BY