



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

شعبة العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة



أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية والمحاسبة

بعنوان:

أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية على أدوات تمويل إسلامية\_ دراسة  
قياسية على عينة من الشركات المالية للفترة 2010-2021\_

تحت اشراف:

أ.د بلحرش عائشة

من اعداد الطالب:

مسعد خالد

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الصف	الجامعة الاصلية	بصفته
بطاهر سمير	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	رئيسا
بلحرش عائشة	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	مشرفا
غربي ناصر صلاح الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	ممتحنا
ضيف أحمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجلفة	ممتحنا
بوعبدلي ياسين	أستاذ محاضر -أ-	جامعة الجلفة	ممتحنا
جديدن لحسن	أستاذ التعليم العالي	جامعة عين تموشنت	ممتحنا

السنة الجامعية: 2022-2023

سُورَةُ الْفَاتِحَةِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ  
الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
إِيَّاكَ نَعْبُدُ وَإِيَّاكَ نَسْتَعِينُ  
الصِّرَاطَ الْمُسْتَقِيمَ  
صِرَاطَ الَّذِينَ أَنْعَمْتَ  
عَلَيْهِمْ غَيْرِ الْمَغْضُوبِ عَلَيْهِمْ  
وَلَا الضَّالِّينَ

## الاهداء

أهدي ثمرة هذا العمل الى:

الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما

الى اختاي الغاليتين

الى كل افراد العائلة الكبيرة

الى كل شخص أحبنا في الله

الى كل الزملاء والزميلات

الى كل طالب علم

الطالب: مسعد خالد

# التشكرات

انطلاقاً من قوله تعالى بعد باسم الله الرحمان الرحيم: "رب اوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن اعمل صالحاً ترضاه وأصلح لي في ذريتي اني تبنت اليك واني من المسلمين". سورة الاحقاف – الآية 15- صدق الله العظيم.

ومصادقاً لقوله صلى الله عليه وسلم: " من لم يشكر الناس لم يشكر الله "

لا يسعنا في هذا المقام ونحن على مشارف الانتهاء من اعداد أطروحة الدكتوراه الا أن نحمد الله عزوجل ونشكره على توفيقه واکرامه وأن نصلي ونسلم على الرحمة المهداة والنعمة المسداة سيدي وحببي محمد عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم الذي حببنا في طلب العلم وحثنا عليه

كما لا يفوتني في هذا المقام أن أتوجه بجزيل الشكر والامتنان الى الوالدين الكريمين على دعمهما المستمر،

أتقدم أيضاً بأسمى عبارات الشكر والعرفان الى الأستاذة المشرفة البروفيسور بلحرش عائشة التي كانت بمثابة الأم والمرشد والموجه علمياً وعملياً فلك مني أسمى عبارات الاحترام والتقدير،

أتقدم بجزيل الشكر لأعضاء لجنة المناقشة على موافقتهم لتصويب وتقييم هذا العمل وتحملهم معنا هذه المشقة،

أيضاً، أشكر كل من ساعدني في اعداد هذا البحث من قريب أو بعيد وخاصة صديقي العزيز الدكتور فيلالى يوسف والدكتورين معمر عبد الباسط،

ولا يفوتني أن أشكر كل زملائي وزميلاتي، وكل طاقم وعمال كلية العلوم الاقتصادية بجامعة تلمسان من أساتذة واداريين وعمال مهنيين.

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية وهذا من خلال عينة مكونة من 247 مؤسسة ماليزية خلال الفترة الممتدة من 2010-2021 حيث تم استخدام طريقة العزوم المعممة GMM ذات الفروق في تقدير نموذج الدراسة.

توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي ومعنوي للهيكل المالي مقاسا بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول على قيمة المؤسسة، وأثر سلبي ولكن غير معنوي عند استخدام نسبة الديون طويلة الأجل الى اجمالي رأس المال. كما توصلت الى وجود أثر إيجابي لكل من الربحية، حجم المؤسسة، نمو المؤسسة وملموسية الأصول على قيمة المؤسسة. الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة، رسملة السوق، هيكل مالي، صيغ تمويل إسلامية.

### Abstract :

This study aims to shed light on the impact of financial structure on the sharia compliant firms value, we use a sample of 247 Malaysian firms during the period from 2010 to 2021, where the first difference GMM was used in estimating the model of our study.

The study concluded that there is a negative significant effect of the financial structure measured by the ratio of total debts to total assets on the firms' value, and non-significant negative impact of the long-term debt to total capital on the firms' value. We also found that there is a positive effect of profitability, firm size, growth ratio and the assets tangibility on the firms' value.

**Key words:** Firm value, market capitalization, financial structure, Islamic finance tools.

### Résumé :

Cette étude vise à mettre en lumière l'impact de la structure financière sur la valeur des entreprises adopté avec la loi islamique, en utilisant un échantillon de 247 entreprises Malysienne durant la période 2010-2021 ; Nous avons utilisé la méthode de première différence De GMM pour estimer le modèle d'étude.

L'étude à conclu qu'il existe un effet négatif et significatif de la structure financière mesuré par le ratio Tda sur la valeur de l'entreprise, et un effet négatif non significatif de la structure financière mesuré par ltdc sur la valeur de l'entreprise. Aussi, l'étude a conclu qu'il y a effet positif de chacun de la profitabilité, croissance de l'entreprise et la tangibilité des actifs sur la valeur de l'entreprise.

**Mots clé :** Valeur d'entreprise, capitalisation des marchés, structure financière, formules de financement islamique.

## فهرس المحتويات

رقم الصفحة	قائمة المحتويات
vi	سورة الفاتحة
vi	الاهداء
vi	التشكرات
vi	الملخص
ب	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: الاطار النظري للدراسة</b>	
9	مقدمة الفصل
10	المبحث الأول: التأصيل النظري للهيكل المالي
10	المطلب الأول: الهيكل المالي، خصائصه، محدداته
10	الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي وخصائصه
13	الفرع الثاني: سياسات التمويل في المؤسسة وطرق صياغة الهيكل المالي
18	الفرع الثالث: محددات الهيكل المالي ومناهجه
25	المطلب الثاني: نظريات الهيكل المالي في ظل فرضية السوق الكامل
25	الفرع الأول: الفكر التقليدي لنظريات الهيكل المالي في ظل فرضيات السوق الكامل
32	الفرع الثاني: الفكر الحديث لنظريات الهيكل المالي في ظل فرضيات السوق الكامل
36	الفرع الثالث: نظريات الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق المالي
50	المطلب الثالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي
50	الفرع الأول: نظرية الموازنة
52	الفرع الثاني: نظرية الترتيب التدريجي لمصادر التمويل
54	الفرع الثالث: نظرية الإشارة
57	الفرع الرابع: نظرية توقيت السوق

58	المبحث الثاني: مدخل الى القيمة والربحية
59	المطلب الأول: ماهية القيمة والتقييم
59	الفرع الأول: تعريف القيمة، انواعها
65	الفرع الثاني: تعريف التقييم وطرقه
67	المطلب الثاني: طرق تقييم المؤسسة
67	الفرع الأول: مقارنة الذمة المالية
72	الفرع الثاني: الطرق المرتكزة على مقارنة العائد
79	الفرع الثالث: طرق التقييم المعتمدة على التدفقات النقدية
84	الفرع الرابع: مؤشرات قياس القيمة من منظور خلق القيمة
91	المطلب الثالث: الربحية وسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة
91	الفرع الأول: تعريف الربحية وسياسة توزيع الأرباح
92	الفرع الثاني: أشكال توزيعات الأرباح
93	الفرع الثالث: أنواع توزيعات الأرباح
95	الفرع الرابع: سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها
98	المبحث الثالث: التمويل الإسلامي وأدواته
99	المطلب الأول: ماهية التمويل الإسلامي
99	الفرع الأول: تعريف التمويل الإسلامي، أهميته وضوابطه
106	الفرع الثاني: أقسام التمويل الإسلامي
107	المطلب الثاني: صيغ التمويل الإسلامي
108	الفرع الأول: الصيغ القائمة على المشاركة
114	الفرع الثاني: عقود تمويل الأنشطة الفلاحية (المزارعة، المغارسة والمساقاة)
115	الفرع الثالث: صيغ التمويل الاستثمارية (الصيغ القائمة على الدين)
123	المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية
123	الفرع الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

126	الفرع الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
128	الفرع الثالث: المشتقات المالية
133	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية السابقة حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة	
135	مقدمة الفصل
136	المبحث الأول: دراسات حول أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية
148	المبحث الثاني: دراسات حول أثر الهيكل المالي على ربحية المؤسسة الاقتصادية
161	المبحث الثالث: دراسات حول الهيكل المالي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة
174	المبحث الرابع: مناقشة الدراسات السابقة وتحديد الفجوة العلمية
174	المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة
177	المطلب الثاني: تحديد الفجوة العلمية
178	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية	
180	مقدمة الفصل
181	المبحث الأول: طريقة اجراء الدراسة
181	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول نماذج البائل
181	الفرع الأول: طبيعة نماذج بيانات البائل
184	المطلب الثاني: أنواع نماذج البائل
184	الفرع الأول: البائل ساكن
186	الفرع الثاني: نماذج البائل الديناميكية
187	المطلب الثالث: الاختبارات الإحصائية المستخدمة في المفاضلة بين النماذج
187	الفرع الأول: اختبار <b>LM</b> ، <b>Fisher</b> ، <b>Hausman</b>
189	الفرع الثاني: اختبار تجانس (Hsiao)
192	الفرع الثالث: اختبارات الاستقرار والتكامل المشترك لبيانات البائل



196	المطلب الرابع: طرق تقدير البائل الديناميكي
196	الفرع الأول: طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا
196	الفرع الثاني: طريقة المربعات الصغرى العادية الديناميكية
196	الفرع الثالث: طريقة العزوم المعممة
198	المبحث الثاني: نظرة حول السوق المالي الإسلامي الماليزي
198	المطلب الأول: السوق المالي الإسلامي الماليزي
198	الفرع الأول: مجتمع الدراسة
201	الفرع الثاني: تطور السوق المالي الإسلامي الماليزي
202	الفرع الثالث: أهمية السوق المالي الإسلامي
203	الفرع الرابع: الأدوات المتداولة في السوق المالي الإسلامي
204	المطلب الثاني: الرقابة الشرعية في السوق المالي الإسلامي بماليزيا
204	الفرع الأول: مفهوم الرقابة الشرعية
205	الفرع الثاني: هيئات الرقابة الشرعية للسوق المالي الإسلامي
209	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة
209	المطلب الأول: أدوات الدراسة
209	الفرع الأول: عينة الدراسة
211	الفرع الثاني: مصادر جمع البيانات وطرق تبويبها
213	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
216	الفرع الرابع: نموذج الدراسة
217	المطلب الثاني: تطبيق الاختبارات الإحصائية
218	الفرع الأول: الإحصاء الوصفي ودراسة الارتباط بين المتغيرات
220	الفرع الثاني: اختبارات الاستقرار (جذر الوحدة)
223	الفرع الثالث: تقدير نماذج البائل الساكن
226	المطلب الثالث: تقدير نموذج البائل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة

227	الفرع الأول: تقدير النموذج باستخدام مقدر الفروق
228	الفرع الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
232	خلاصة الفصل
234	الخاتمة العامة
239	قائمة المراجع
271	قائمة الملاحق

## قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
03-1	اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل	194
03-2	توزيع المؤسسات عينة الدراسة على مختلف القطاعات المنتمية لها	210
03-3	متغيرات الدراسة وطريقة حسابها	216
03-4	نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	218
03-5	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	220
03-6	نتائج اختبارات الاستقرار للسلاسل الزمنية	221
03-7	نتائج تقدير نماذج البائل الساكن	223
03-8	نتائج اختبار Fisher	224
03-9	نتائج اختبار LM	225
03-10	نتائج اختبار Hausman	225
03-11	نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة GMM ذات الفروق	227

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
27	العلاقة بين حجم الديون وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفق مدخل صافي الربح	01-1
29	العلاقة بين الديون وتكلفة الأموال وفق مدخل صافي ربح العمليات	01-2
29	العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة	01-3
31	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي	01-4
31	العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة	01-5
35	العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الاستدانة	01-6
38	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة القروض في ظل وجود الضرائب	01-7
40	تكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب	01-8
43	التوازن العام عند Miller	01-9
45	ادراج أثر تكلفة الإفلاس في الاقتراح الثاني MM	01-10
49	أثر الضريبة وتكلفة الوكالة والإفلاس على قيمة المؤسسة	01-11
64	مسار عملية التقييم	01-12
74	العلاقة بين الرسملة والخصم	01-13
84	منحنى تطور مؤشرات الأداء وخلق القيمة	01-14
107	أقسام التمويل الإسلامي	01-15
190	مخطط اختبار التجانس hsiao	03-1
199	الدول الأكثر اهتماما بالبحث في مجال التمويل الإسلامي سنة 2020	03-2
199	مؤشر تطور التمويل الإسلامي لسنة 2021	03-3

## قائمة الاختصارات

المصطلح كاملا	الرمز
Modigliani & Miller	M&M
Weighted average cost of capital	WACC
Debt to equity	DE
Trade-off theory	TOT
Pecking order theory	POT
Actif net corrigé	ANC
Actif net comptable corrigé	ANCC
Cash flow return on capital employed	CPNE
Price to earning ratio	PER
Good will	GW
Net present value	NPV
Economic value added	EVA
Market value added	MVA
Earning per share	EPS
Return on equity	ROE
Return on capital employed	ROCE
Return on asset	ROA
Total shareholder return	TSR
Pooled regression model	PRM
Fixed effect model	FEM
Random effect model	REM
Lagrange multiplier	LM
Generalized method of moments	GMM
Log Market capitalization	LCAP
Total debt to total assets	TDA
Long term debt to total capital	LTDC

Profitability	PROF
Log size	LSIZE
Growth	GROWTH
Tangibility	TANG

## قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة
02	نتائج الارتباط بين المتغيرات
03	نتائج نموذج الانحدار التجميعي
04	نموذج الأثر الثابت
05	نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي
06	نتائج اختبار فيشر
07	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج
08	نتائج اختبار Hausman
09	نتائج تقدير البائل الديناميكي باستخدام مقدر الفروق ل GMM

# مقدمة عامة



مقدمة عامة:

ان موضوع الهيكل المالي يعتبر من أهم مواضيع الإدارة المالية الحديثة وتنبع أهميته من أهمية الوظيفة المالية التي تعتبر حجر الزاوية في كل مؤسسة لأن التسيير العقلاني والكفاء للموارد المالية وتوظيفها بشكل جيد وفعال يؤدي حتما الى رفع أرباح المؤسسة وبالتالي تحقيق هدفها الأساسي المتمثل في الاستمرارية ورفع قيمتها السوقية، ويعكس الهيكل المالي الكفاء كفاءة المدير المالي في جلب الموارد المالية كمرحلة أولى حيث يسعى في هذه المرحلة الى المفاضلة بين عدة بدائل تمويلية متاحة أمامه من أموال داخلية في شكل أرباح محتجزة أو رأس المال الخاص وغيرها، أو أموال خارجية اما في شكل قروض أو أسهم وسندات إضافة الى صيغ التمويل الإسلامية التي فرضت نفسها في سوق التمويل في الآونة الأخيرة حيث أصبحت تحقق أرقاما معتبرة في مجال تمويل المؤسسات، وبناء عليه بات المدير المالي أمام مشكلة تشكيل التوليفة المثلى للأموال أو كما يعرف بالهيكل المالي الأمثل والتي تدفع المؤسسة مقابلها أدنى تكلفة تمويل ممكنة، أما المرحلة الثانية هي مرحلة توظيف هذه الأموال في مشاريع واستثمارات مربحة وذات جدوى اقتصادية عالية حتى يتمكن المدير المالي من تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم منفعة المساهمين.

تعتبر دراسة M & M التي نشرت سنة 1958 دراسة رائدة شكلت تحولا جديدا في الفكر المالي المعاصر من خلال تطرقهما الى موضوع تأثير الهيكل المالي من عدمه على قيمة المؤسسة خاصة في ظل وجود الضرائب حيث أن المؤسسة بإمكانها تحقيق وفورات ضريبية من شأنها أن ترفع تكاليف المؤسسة وبالتالي تخفيض قيمة الربح الخاضع للضريبة وبعد مقارنة قيمة الوفورات الضريبية مع معدل الفائدة توصل M & M الى أن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع حسب هيكلها المالي أي أن الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة، لتليها بعد ذلك عديد النظريات التي تعرف بنظريات الهيكل المالي على غرار نظرية الموازنة (TOT) والنظرية السلمية (POT) ونظرية الوكالة وغيرها العديد من النظريات تختلف حسب تفضيل المصادر التمويلية وتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، كل

هذه النظريات تقوم على فكرة أساسية ألا وهي التمويل مقابل فوائد (القروض) والتي كما أسلفنا الذكر أنها تحقق وفورات ضريبية للمؤسسة، لكن ماذا لو أن عنصر القروض كان مغيباً؟ هذا ما دفعنا إلى اختيار هذا الموضوع من أجل دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في بيئة مختلفة تحتكم إلى قواعد التمويل الإسلامي أي أنها تحرم الربا أو كما تعرف بالفوائد على الديون خاصة وأن التمويل الإسلامي أيضاً يتيح بعض الصيغ التي يمكن معرفة تكلفتها مسبقاً أي تعتبر كتكاليف ثابتة يمكن أن نطرحها من نتيجة الدورة وبالتالي قد تتأثر قيمة المؤسسة بالهيكل المالي في ظل التمويل الإسلامي، هذا ما دفعنا إلى طرح الإشكالية التالية:

### إشكالية الدراسة:

✓ كيف يؤثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية؟

يعتبر هذا التساؤل عام ومن أجل الإجابة عليها قمنا بإضافة بعض التساؤلات الفرعية من أجل الإلمام بجوانب الموضوع والاحاطة بإشكالية الدراسة ومن ثم الإجابة عنها، وهذه الأسئلة هي:

✓ ما هي أهم نظريات الهيكل المالي؟

✓ ما هي الطرق المستخدمة في تقييم المؤسسات؟

✓ هل يمكن أن يكون التمويل الإسلامي بديلاً فعالاً عن التمويل التقليدي للمؤسسات؟

### فرضيات الدراسة:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة قمنا باقتراح الفرضيات التالية:

✓ يؤثر الهيكل المالي مقاساً بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول إيجابياً على قيمة المؤسسات المعتمدة على

أدوات تمويل إسلامية

✓ يؤثر الهيكل المالي مقاسا بالديون طويلة الاجل الى اجمالي راس المال إيجابيا على قيمة المؤسسات المعتمدة

على أدوات تمويل إسلامية

### اهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة الى الإجابة عن الإشكالية المطروحة سابقا والتي تمثل أهم هدف وهو معرفة ما إذا كان هناك أثر بين تركيبة الأموال في ظل التمويل الإسلامي وقيمة المؤسسة حيث نجد أن أهم عنصر وهو القروض شبه مغيب ومحرم بالنسبة لهذه المؤسسات، لذلك، سنسعى الى ابراز كيفية تحقيق أدوات التمويل الإسلامية لمزايا الوفر الضريبي التي من شأنها أن تؤثر في قيمة المؤسسة، إضافة الى الأهداف الثانوية التي سنذكرها في النقاط

التالية:

✓ التعرف على أهم نظريات الهيكل المالي وطرق تشكيل التوليفة المثلى للأموال،

✓ التطرق الى المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة وطرق تقييمها سواء كانت مدرجة في السوق المالي أو لا،

✓ التعرف على أدوات التمويل الإسلامي كبديل رئيسي للتمويل التقليدي ومحاولة تقديم اقتراحات حول

طرق تشكيل الهيكل المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية من خلال اعتماد صيغ وأدوات تمويلية بديلة

عن القروض مقابل الفائدة (التقليدية).

### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذا البحث في كونه من بين المواضيع القليلة التي تطرقت الى موضوع الهيكل المالي في ظل النظام

الإسلامي وتأثيره على قيمة المؤسسة، فنجد اغلب الدراسات في مجال المالية الإسلامية تركز على مانحي التمويل

(المصارف الإسلامية)، كذلك تعتبر هذه الدراسة كمواكبة للتطور الحاصل خصوصا في ظل انتعاش المالية

الإسلامية واقبال مختلف الدول على التعامل بصيغها والتي تعد مهمة جدا بالنسبة للمؤسسات التي تطمح مستقبلا

الى الاعتماد عليها خصوصا المؤسسات الجزائرية نظرا لتوجه الحكومة نحو اعتماد الصيرفة الإسلامية بقوة. أيضا

تعتبر كإضافة علمية لمجال التمويل الإسلامي والمكتبة الجامعية وحتى المؤسسات طالبة التمويل اذ تساعدنا على تشكيل هيكلها المالي والمفاضلة بين مختلف الصيغ التمويلية المتاحة ومنه إعطاء صورة حول كيفية تأثير كل مصدر تمويلي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية.

#### حدود الدراسة:

بغية تحقيق اهداف الدراسة والاجابة على مختلف الأسئلة تم وضع حدود لحصر الدراسة فكانت كما يلي:

✓ **الحدود المكانية:** تمثلت في السوق المالي الإسلامي الماليزي حيث تم اختيار كل الشركات المتوافقة مع

الشريعة خلال فترة الدراسة.

✓ **الحدود الزمانية:** شملت فترة الدراسة الممتدة من سنة 2010 الى 2021.

✓ **الحدود الموضوعية:** تحاول الدراسة التعرف على تأثير تشكيلة المصادر التمويلية على قيمة المؤسسة في

ظل بيئة تحتكم الى مبادئ الشريعة الإسلامية.

#### منهجية الدراسة:

من أجل اعداد الدراسة والاجابة على الفرضيات المطروحة أعلاه قمنا باتباع المنهج الوصفي وذلك من

خلال عرض أهم النظريات والمفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وكذا قيمة المؤسسة إضافة الى التمويل الإسلامي

وتركيبه الأموال التي تسمح بتشكيل الهيكل التمويلي وفق مبادئ التمويل الإسلامي ومحاولة تحليل العلاقات

بين هذه المفاهيم النظرية من خلال عرض بعض الدراسات السابقة في الموضوع.

تم الاعتماد على المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال اجراء دراسة قياسية وتقدير نموذج الدراسة

بالاعتماد على مقدر الفروق لطريقة العزوم المعممة (GMM) للبانل الديناميكي اعتمادا على البرامج الإحصائية

المتثلة في برنامج Stata 15.



## صعوبات الدراسة:

غالباً ما يتسم البحث العلمي ببعض الصعوبات التي تعترض الباحث إما في فهم الموضوع أو في أثناء إجراء الدراسة التطبيقية، وفيما يلي بعض الصعوبات التي واجهتنا في إتمام واعداد هذا البحث:

✓ قلة المصادر التي تهتم بجانب التمويل الإسلامي من طرف طالبي التمويل فلم نجد دراسات ركزت أو أظهرت لنا بوضوح نوع الأدوات المالية المستخدمة في تشكيل الهيكل المالي ما عدا الصكوك الإسلامية، فنجد أغلب الدراسات تنطرق إلى التمويل الإسلامي من قبل مانحي التمويل (المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية)،

✓ عدم ادراج صيغ التمويل الإسلامي في بنود الميزانية بشكل واضح يصعب من إمكانية تحديد تكلفة كل صيغة على حدى وتحديد أثرها على قيمة المؤسسة بشكل واضح،

✓ صعوبة الحصول على بيانات المؤسسات المشمولة في عينة الدراسة خاصة وان بحثنا يستدعي الحصول على بيانات جزئية ودقيقة وبصفة منتظمة (أي بيانات زمنية ومقطعية) الامر الذي استدعى منا الكثير من الوقت والجهد.

## أسباب اختيار الموضوع:

هناك العديد الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع سنذكرها في النقاط التالية:

- ✓ الرغبة الشخصية في التطرق إلى موضوع في مجال المالية الإسلامية،
- ✓ ان هذا الموضوع يندرج ضمن التخصص ويعتبر موضوع حيوي وله علاقة وطيدة بتمويل المؤسسة،
- ✓ هناك الكثير من الاهتمام بهذا الموضوع في المالية التقليدية ولهذا حاولنا معالجته من زاوية التمويل الإسلامي واثراء المكتبة الجامعية والأطراف المهتمة بمخرجات الدراسة.

من أجل اعداد هذا البحث قمنا بتقسيمه الى ثلاثة فصول وهي كالآتي:

⇐ **الفصل الأول:** قمنا بعنوانه هذا الفصل كما يلي "الإطار النظري للهيكل المالي، قيمة المؤسسة وأدوات التمويل الإسلامي" وهو عبارة عن فصل نظري يتضمن في المبحث الأول كافة المفاهيم والمصطلحات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي ونظرياته، أنواعه وطرق تشكيله إضافة الى المبحث الثاني والذي يضم مفهوم تقييم المؤسسة وأنواع القيمة وطرق التقييم مع المرور على بعض المفاهيم الخاصة بالربحية ونظرية توزيع الارباح، بعد ذلك تطرقنا في المبحث الثالث والأخير الى التمويل الإسلامي مفهومه ووضايطه والهيئات التشريعية وكذا مختلف الصيغ التمويلية التي يوفرها.

⇐ **الفصل الثاني:** الموسوم تحت عنوان "الدراسات السابقة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة" يضم هذا الفصل ثلاث مباحث، المبحث الأول يعرض الدراسات السابقة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، المبحث الثاني يظهر دراسات للهيكل المالي وأثره على ربحية المؤسسة، والمبحث الثالث يتضمن الدراسات السابقة للهيكل المالي في ظل التمويل الإسلامي، إضافة الى مناقشة كل هذه الدراسات وإبراز الفجوة العلمية التي ستعالجها هذه الدراسة.

⇐ **الفصل الثالث:** والمعنون بـ "دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المالية المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية للفترة 2010 – 2021" هذا الفصل يشمل تقديمًا عامًا للسوق المالي الإسلامي المالي وعرضًا مفصلاً لطريقة جمع بيانات الدراسة وتبويبها والأدوات المستعملة فيها، بعد ذلك تم تقدير نموذج البانل الديناميكي بالاعتماد على طريقة العزوم المعممة (GMM) من أجل دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية ومن ثم تفسير النتائج على ضوء النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة.

## الفصل الأول

### الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة

← المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي

← المبحث الثاني: مدخل الى القيمة ونظرية توزيع الأرباح

← المبحث الثالث: التمويل الإسلامي وأدواته

## مقدمة الفصل:

يعتبر العالمان الاقتصاديان M & M أول من وضع حجر الأساس في موضوع الهيكل المالي من خلال مقالتهما الشهيرة سنة 1958 حول حيادية الهيكل التمويلي عن قيمة المؤسسة لتتوالى بعدها الدراسات والأبحاث حول المزيج التمويلي الأمثل الذي يعظم قيمة المؤسسة، ولذلك كان لابد من التطرق الى هذه الأفكار وما عقبها من نظريات وتطورات في مجال الهيكل المالي للمؤسسات من أجل تكوين خلفية نظرية حول الموضوع ومن ثم محاولة عرضها على الفكر التمويلي الإسلامي وهذا ما سنعرضه من خلال هذا الفصل الأول والمتكون من ثلاث مباحث يتعلق الأول بمفهوم الهيكل المالي ونظرياته وطرق تشكيل المزيج التمويلي الأمثل، أما المبحث الثاني فقمنا من خلاله بشرح قيمة المؤسسة وطرق التقييم المعتمدة إضافة الى نظرية توزيع الأرباح التي تعتبر كسلك رئيسي يجب المرور عبره لتعظيم قيمة المؤسسة ولذلك وجب التعرض له، وفي الأخير تطرقنا الى التمويل الإسلامي مفهومه ومختلف الصيغ التي عرضها كبديل عن التمويل التقليدي، وبناء عليه نكتب:



## المبحث الأول: التأصيل النظري للهيكل المالي

حاولنا من خلال هذا المبحث تقديم نظرية الهيكل التمويلي في ظل المالية التقليدية حيث يعتبر هذا الأمر جد ضروري وذلك من خلال تعريف الهيكل المالي وشرح مختلف نظريات الهيكل التمويلي كما سيأتي بالتفصيل.

### المطلب الأول: الهيكل المالي، خصائصه، محدداته.

نهدف من خلال هذا المطلب الى تقديم المصطلحات المتعلقة بالهيكل المالي والفرق بينه وبين هيكل راس المال وأهم خصائصه.

### الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي وخصائصه

#### 1. تعريف الهيكل المالي (Financial structure):

توجد عدة تعاريف للهيكل المالي نذكر منها ما يلي:

✓ هو تشكيلة الأموال التي اعتمدها المؤسسة لتغطية استثماراتها، ويقصد به الجانب الأيسر من الميزانية ويضم كل من الديون الطويلة والقصيرة الأجل الى جانب أموال الملكية. (اندوراس، 2007، صفحة 401)

✓ عرفه النعيمي والتميمي على انه: "هيكل مصادر التمويل أو جانب المطلوبات وحق الملكية في الميزانية العمومية"، وقدموا تعاريف أخرى للهيكل المالي من بينها هو الطريقة التي يتم من خلالها تمويل أصول المؤسسة والمتمثلة في الديون قصيرة الاجل وطويلة الأجل وحقوق الملكية. (عادلة و البدران، 2014، صفحة 06)

من خلال ما سبق يمكن القول بان الهيكل المالي يتمثل في الجانب الأيسر من الميزانية أي جانب الخصوم حيث يحتوي على جميع العناصر من حقوق الملكية، أرباح محتجزة، اهتلاكات، التمويل بالمشاركة ومختلف الصيغ

التمويل الإسلامي، الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل كما تجدر الإشارة الى انه يوجد مصطلح آخر يقترب في معناه من معنى الهيكل المالي الا وهو هيكل رأس المال (capital structure) الذي يقصد به التمويل الدائم أو طويل الاجل للمؤسسة المتمثل أساسا في حقوق الملكية والديون طويلة الاجل.

#### ❖ تعريف هيكل راس المال:

✓ تعريف Gerestenbeg: " يشير هيكل راس المال الى تركيبة راس مال المؤسسة ويضم كل مصادر التمويل طويلة الاجل".

✓ تعريف James C. Van Horne: " هو مزيج للتمويل الدائم للشركة في المدى الطويل ممثلا بالديون، الأسهم الممتازة والأسهم العادية".

✓ تعريف R.H. Wessel: " مصادر الأموال طويلة الأجل المستخدمة في نشاط المؤسسة". (C.

Paramasivan & T. Subramanian, financial management, 2009, p. 47)

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن الهيكل المالي يحتوي على هيكل رأس المال الذي يتكون بدوره من الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل، إضافة الى الديون قصيرة الأجل ويمكن كتابة الصياغة الآتية:  
الهيكل المالي = هيكل رأس المال + الديون قصيرة الأجل.

#### 2. تعريف الهيكل المالي المستهدف والأمثل:

يتحدد الهيكل المالي المستهدف عن طريق قيام المؤسسة بتحليل مختلف العوامل الداخلية والخارجية ومن ثم قيامها بوضع هيكل تمويل مستهدف والذي يتم من خلاله توضيح مختلف مصادر الأموال (قروض وأموال مملوكة) إضافة الى تحديد نسبة كل عنصر في هذا الهيكل والذي يجب أن يكون قابلا للتعديل في حالة تغير الظروف المحيطة، وتتجلى أهمية الهيكل المالي المستهدف في توضيح الرؤية امام متخذ القرار المالي فمثلا اذا

كانت نسبة القروض الفعلية اقل من المستهدفة يمكن اتخاذ القرار بزيادة القروض وفي الحالة العكسية يتم اللجوء الى اصدار الأسهم أي اذا تجاوزت نسبة القروض الفعلية النسبة المستهدفة.

ويجب أن تتضمن سياسة الهيكل المالي نقطة توازن بين العائد والمخاطرة لان الافراط في استخدام الديون قد تترتب عنه مخاطر مالية عديدة، ولكن لديه أيضا مزايا الفور الضريبي التي تؤدي الى زيادة العوائد ومنه يتحدد الدور الفعال للإدارة الكفؤة في تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطرة من أجل الوصول الى الهيكل المالي الأمثل. (الشبيري و الطالب، 2013، صفحة 90) كما يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. (دادان ، 2006 ، صفحة 10)

### 3. خصائص الهيكل المالي:

توجد عدة مميزات يجب أن تتوفر في الهيكل المالي حتى يستطيع التأثير في قيمة المؤسسة ويخدم مصالح الملاك وجميع أصحاب الحقوق فيها وبالتالي يمكن القول بأن هذا الهيكل المالي هو الأمثل، أهم هذه الخصائص هي:

✚ الربحية والمرونة: يجب أن يحقق الهيكل المالي أقصى عائد ممكن وبأقل تكلفة وتلبية حاجات المؤسسة من الأموال وقابلية تعديل مصادر التمويل.

✚ القدرة على الوفاء بالدين: لأن المؤسسة ملزمة على الحفاظ بقدرتها على الوفاء وتجنب الملاك مخاطر إضافية.

✚ الرقابة: وهذا لتقليل المخاطر الممكن حدوثها مستقبلا. (بوكتير و سهايلية، 2017، صفحة 3)

## الفرع الثاني: سياسات التمويل في المؤسسة وطرق صياغة الهيكل المالي

### 1. سياسات التمويل

تعتبر السياسة المالية للمؤسسة عن الطريقة أو المنهج الذي تتبعه المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي، فقد تكون اما سياسة جريئة، معتدلة، أو مثلى

#### أ. السياسة المثالية (المعتدلة):

تقتضي هذه السياسة الالتزام بمبدأ التغطية حيث يجب ان يتناسب تاريخ استحقاق الموارد المستخدمة في تمويل الأصول مع تاريخ التدفقات النقدية الناتجة عنها. ومن أجل ذلك تقوم إدارة المؤسسة بتمويل الأصول الغير جارية (التشبيات المعنوية، العينية...) والتي تتعدى مدة تحولها الى سيولة السنة بموارد مالية طويلة الأجل (الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل) التي يكون تاريخ استحقاقها أكبر من سنة، وكذلك تمويل الأصول المتداولة (البضائع، المنتجات المصنعة...) والتي لا تتعدى مدة تحولها الى سيولة السنة الواحدة بموارد مالية قصيرة الأجل.

تعتمد هذه السياسة بشكل كبير على هيكل أصول المؤسسة فكلما كانت الأصول الغير جارية كبيرة سوف تدفع بالمؤسسة نحو اختيار مصادر التمويل طويلة الأجل والعكس صحيح، وفي حالة قيامها بتمويل الأصول الجارية بمصادر تمويل طويلة الأجل فإنها ستتحمل تكلفة اضافية هي في غنى عنها قد ينتجم عنها مخاطر مالية وتؤثر على ربحيتها، ويمكن القول بأن هذه السياسة إذا ما تم فيها احترام مبدأ التغطية ستجنب المؤسسة لعدة مخاطر مالية وتحقق عندها عوائد منتظمة. (بوساحة و يجاوي، 2020، صفحة 479)

#### ب. السياسة المتحفظة:

تعتبر السياسة المثلى المعتمدة على مبدأ التغطية السالفة الذكر سياسة نادرة التطبيق حيث يستحيل تحقيق موازنة

بين

الموارد والاستخدامات المختلفة من طرف المؤسسات، لذلك قد تلجأ الى تطبيق سياسة متحفظة والتي يتم فيها تمويل جزء من الأصول المتداولة باستخدام موارد طويلة الأجل ورغم ما قد يترتب عن هذا الاجراء من تدهور في العائد على الأصول نتيجة ارتفاع تكاليف القروض طويلة الأجل مقارنة بالعائد الذي ستحققه الأصول المتداولة، بعبارة أخرى في هذه الحالة يجب أن تحافظ المؤسسة على صافي رأس المال العامل في وضعية موجبة ويمكن القول بأن اتباع المؤسسة لهذه السياسة من شأنه أن يخفض العائد والمخاطرة معا.

### ج. السياسة الجريئة:

قد تدفع جراءة الإدارة الى تمويل جزء من الأصول الثابتة عن طريق الخصوم المتداولة رغبة منها في زيادة العائد على الاستثمار نظرا لانخفاض تكلفة التمويل طويل الأجل مقارنة بالتمويل قصير الأجل، ولكن من جهة أخرى قد يترتب عنه ضعف في المركز المالي من حيث السيولة ومن ثم زيادة مخاطر العسر المالي، في هذه الحالة يكون صافي رأس المال العامل سالب ويمكن القول أن اعتماد المؤسسة على سياسة تمويلية جريئة يترتب عنه ارتفاع في حجم المخاطرة وكما زادت المخاطرة زاد العائد (بوربيعة، 2012، صفحة 29)

## 2. العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي في المؤسسة

يتأثر قرار المؤسسة في تشكيل التوليفة المناسبة لرأس المال بعدة عوامل وهي:

### أ. المخاطر التشغيلية:

تعرف هذه المخاطر بأنها حالة عدم التأكد المتعلقة بقيم معدل العائد على الأصول ومعد العائد على حقوق الملكية إذا كانت المؤسسة معتمدة على حقوق الملكية فقط في التمويل وهذا يرجع لعدة أسباب على غرار المنافسة الحادة، الإضرابات، الوضع الاقتصادي في البلد، توجد عدة أنواع من هذه المخاطر والتي تختلف باختلاف نشاط المؤسسة وحجمها كما أنها تتغير من مرحلة زمنية الى أخرى، كما أنها تتأثر بعدة عوامل أبرزها:

- ✓ درجة استقرار الطلب، أي مدى ثبات حجم الطلب على منتجات المؤسسة،
- ✓ درجة استقرار الأسعار،
- ✓ درجة استقرار عوامل الإنتاج، كأسعار المواد الأولية واليد العاملة حيث كلما زاد استقرار عوامل الإنتاج تنخفض المخاطر التشغيلية.
- ✓ إدارة المخاطر ومدى قدرتها على التنبؤ الجيد بالتقلبات الممكن حدوثها مستقبلا كتغير الأوضاع الاقتصادية ومخاطر الاعمال.
- ✓ درجة اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة او ما يعرف بالرفع التشغيلي اذ كلما زادت نسبة الرفع التشغيلي ارتفعت معها درجة المخاطر التشغيلية.

#### ب. المخاطر المالية:

هي مخاطر ناتجة عن استخدام المؤسسة للديون في تمويل العمليات التشغيلية، حيث من المتعارف عليه ان المساهمين يتحملون قسطا من مخاطر المؤسسة والمتمثلة في المخاطر التشغيلية ولكن في حالة لجوء المؤسسة الى الاقتراض يترتب عن هذه العملية الزامية دفع أقساط وفوائد عن هذا القرض بشكل دوري ومستمر وفي هذه الحالة تتعرض المؤسسة الى مخاطر عدم القدرة على السداد وانخفاض مستوى التدفقات النقدية دون مستوى معدل الفائدة المطلوب وبالتالي يتعرض الملاك الى نوع اخر من المخاطرة وهو المخاطرة المالية، ولكي تتفادى المؤسسة الوقوع في مثل هذه المخاطرة فانه يجب على الإدارة الاعتماد على أموال الملكية فقط في عملية التمويل.

#### ج. المرونة التمويلية:

هي قدرة المؤسسة على الحصول على الأموال ببسر وبشروط مقبولة في ظل الظروف الغير متوقعة، ويلعب الاستقرار المالي دورا كبيرا في ضمان استقرار عمل المؤسسة خاصة الكبيرة منها، ولذلك يدرك المدير المالي صعوبة

الحصول على الأموال اللازمة خاصة في حالة مواجهة المؤسسة للمخاطر التشغيلية، اذ يفضل المقرضون تمويل المؤسسات ذات المركز المالي الجيد وبالتالي يتأثر الهيكل المالي بمدى احتياجات المؤسسة من الأموال والنتائج المترتبة عنه.

#### د. درجة تحفظ أو جراءة الإدارة:

يتأثر قرار التمويل بمدى اقدام الإدارة من عدمه حيث أن طاقم الإدارة يختلف من مؤسسة الى أخرى ويصنفون ضمن فئات محي المخاطرة و كارهي المخاطرة، وبما أن الاستخدام المفرط للديون قد يؤدي الى ارتفاع المخاطرة فانه إذا كانت الإدارة تميل الى التحفظ وعدم المخاطرة فإنها تميل الى الاستدانة بدرجة أقل، وفي حالة ما إذا كانت الادرة من فئة محي المخاطرة فإنها ستميل الى استخدام أثر الرفع المالي.

#### ه. معدل النمو:

تتميز المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة باعتمادها بكثرة على الديون نظرا لارتفاع تكاليف طرح الأسهم الجديدة مقارنة بتكلفة القروض وهو ما يدفعها الى الاقبال على استخدام الديون، لكن بالمقابل قد يترتب عن هذه الأخيرة مخاطر مرتفعة لذلك يجب على المؤسسة الموازنة بين ما مزايا الديون ومخاطرها الكبيرة.

#### و. الضرائب:

غالبا ما تلجأ المؤسسات الى الاقتراض نظير ما توفره هذه الأخيرة من وفورات ضريبية حيث يتم خصم قيمة الفوائد المدفوعة من الدخل الخاضع للضريبة، وهو ما يؤدي الى تخفيض العبء الضريبي للمؤسسة، لكن في بعض الأحيان يتم منح إعفاءات أو امتيازات ضريبية للمؤسسة وبالتالي تفقد الضريبة ميزتها الأساسية وبالتالي لا تأتي القروض بالفائدة المرجوة منها.

### ز. التحكم والسيطرة:

يسعى الملاك الى بسط سيطرتهم على المؤسسة حيث يفضلون الاعتماد على القروض والأسهم الممتازة باعتبار أن هذه الأخيرة لا تمنح لحاملها الحق في إدارة المؤسسة عكس طرح الأسهم العادية للاكتتاب، وهذا ما يؤثر بشكل مباشر في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

### ح. الطبيعة القانونية للمؤسسة:

تؤثر الطبيعة القانونية للمؤسسة في تشكيل الهيكل المالي، حيث تميل شركات المساهمة الى القروض طويلة الاجل نظرا لعدم اعتمادها على مالك وحيد فهي قادرة على المواصلة في نشاطها من خلال إضافة مساهمين جدد، عكس شركات الأشخاص التي تميل الى اعتماد الأموال الخاصة وهذا تجنباً للوقوع في مخاطر عدم القدرة على التسديد ومخاطر الإفلاس والتي تمس مباشرة أموال الملاك.

### ط. وضعية السوق:

يتميز سوق راس المال بالتقلبات العديدة في المدى القصير والبعيد نظرا لخصوصيته وهو ما ينعكس على الهيكل المالي للمؤسسة أي في المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة، فأى ارتفاع او انخفاض في أسعار الأسهم والسندات قد يؤثر في توليفة الهيكل المالي التي تعتمدها المؤسسة. (مجلخ و بشيشي، 2019، صفحة 124)

### ي. دورة حياة المؤسسة:

يتغير الهيكل المالي للمؤسسة بتغير المرحلة التي تكون فيها والتي يمكن حصرها في ثلاث مراحل الانشاء، النمو والنضج، فمثلا المؤسسات التي هي في مرحلة النمو لا يمكنها الاعتماد بكثرة على الديون نظرا للمخاطر الكبيرة المرتبطة بهذا العنصر إضافة الى كون المؤسسة لا زالت مجهولة لدى السوق، وبعد دخول المؤسسة في مرحلة النمو تبدأ تدريجيا في استخدام الديون تبعا لتطور حجم الاستثمار وزيادة الحاجة الى التمويل الذي لا تكفي الأموال



الداخلية لسده الى أن تصل المؤسسة الى مرحلة النضج التي تكون عندها التكاليف مرتفعة (تكاليف الوكالة، عدم تماثل المعلومات..). وبارتفاع هذه المخاطر يجب على المدير المالي أن يكون فطنا وأن يوازن بين عوائد ومخاطر الأموال بما يخدم مصالح الملاك ويعظم قيمة المؤسسة. (بن الضب، 2009، صفحة 77)

### الفرع الثالث: محددات الهيكل المالي ومناهجه

توجد عدة محددات للهيكل المالي تختلف من مؤسسة الى أخرى حسب طبيعة نشاطها وخصائصها، وفيما يلي سنعرض هذه المحددات في قسمين: محددات كمية ومحددات كيفية.

#### 1) محددات الهيكل المالي

##### 1. المحددات (الداخلية) المتعلقة بالمؤسسة

##### ✓ حجم المؤسسة (Firm size):

يعد من أبرز العوامل التي تحدد الهيكل المالي للمؤسسة حيث يؤثر بشكل كبير في مستوى المديونية، وتختلف آراء الباحثين حول تأثيره على الهيكل المالي من عدمه لذلك هناك من توصل الى وجود علاقة طردية بين المديونية وحجم المؤسسة وهناك من توصل الى وجود علاقة عكسية بينهما، اذ يرى كل من (Gordon 1962)، (Rajan & Zingales 1995) وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة وحجم المديونية، يمكن تفسير هذه العلاقة بأن المؤسسات التي يكون حجمها كبيرا تكون لديها قابلية عالية للوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين كما أنها تحصل على القروض بفائدة منخفضة مما يجعل الاقتراض بديل مفضل لديها، إضافة الى أن المؤسسات الكبيرة الحجم تتميز بتنوع نشاطاتها مما يجعل مخاطر الإفلاس متدنية وهو ما يدفعها الى زيادة معدل القروض لديها، يمكن اثبات هذه العلاقة الطردية من خلال نظرية التوازن التي تفيد بأن المؤسسة تقوم بعملية المراجعة بين الوفورات الضريبية التي تحققها الاستدانة وخطر الإفلاس. في المقابل أثبت كل من (Titman & Wessel 1988)،

(Johnson 1997) وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الدين فالمؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات مرتفعة عند اصدار الأوراق المالية طويلة الاجل عكس المؤسسات الكبيرة، يتم تفسير هذه العلاقة العكسية على ضوء نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل. (Karacaer, Temiz, & Gulek, 2016, p. 49)، كما توصل كل من (Remmers & all 1974) وكذا (Pompfer & Shapiro 1980) الى عدم وجود أي علاقة بين معدل الاستدانة والحجم، أي أن حجم المؤسسة لا يؤثر في هيكلها المالي حسب النتائج التي توصل اليها هؤلاء الباحثين. (براق و غربي، 2015، صفحة 184)

### ✓ الربحية (Profitability):

تنص نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل (POT) على أن المؤسسة التي تحقق معدلات ربح مرتفعة تميل غالبا الى المصادر الداخلية في تمويل أنشطتها، وعلى عكس ذلك تفترض نظرية التوازن (TOT) وجود علاقة طردية بين الربحية ونسبة استخدام المؤسسة للدين لما توفره القروض من وفورات ضريبة تستغلها المؤسسة في الرفع من ربحيتها لكن مع مراعاة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكاليف الإفلاس والوكالة حيث إذا ارتفعت قيمة الدين قد تؤدي بالمؤسسة الى الوقوع في مشاكل العسر المالي وعدم القدرة على السداد. بالمقابل تعتبر المؤسسات الأكثر ربحية أكثر جاذبية للمقرضين نظرا لانخفاض المخاطر المالية فيها عكس المؤسسات ذات الربحية المنخفضة، عموما يمكن القول انه ترى جميع الدراسات وجود علاقة طردية بين الربحية وحجم الديون المستخدمة من طرف المؤسسة وهذا ما أكدته لنا نظرية التوازن (TOT)، ماعدا نظرية (POT) التي تنص على عكس ذلك.

(Danso, 2014, p. 72)

## ✓ فرص النمو (Growth opportunities):

يرى Myers 1977 أن المؤسسة التي تتمتع بفرص نمو كبيرة ترتفع فيها تكاليف الوكالة مما يؤدي الى ارتفاع تكلفة القروض وبالتالي توجد علاقة عكسية بين فرص النمو ومعدل الاقتراض، وبما أن هذه المؤسسات تمتلك فرصا كبيرة للنمو فإنها تلجأ الى استخدام التمويل الذاتي، هذا حسب ما أشارت اليه نظرية الوكالة ففي ظل وجود فرص النمو كبيرة تكون مصالح المساهمين والمدراء متماثلة وهو ما يدفع الإدارة الى الاعتماد على الأموال الذاتية عكس حالة عدم وجود فرص النمو والتي تميل فيها الإدارة الى الاقتراض. ترى نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل وجود علاقة طردية بين فرص النمو ومعدلات الاستدانة حيث ترى بان هذه المؤسسات لديها احتياجات تمويلية كبيرة لا يمكن تغطيتها بالأموال الخاصة كما ان المقرضين يرغبون في التعامل معها نظرا لما يتوقعونه من نتائج إيجابية فيها، وبالتالي تميل المؤسسة حسب هذه النظرية الى تفضيل الاستدانة على التمويل الذاتي في هذه الحالة.

هناك العديد من الدراسات التي أجريت فرص النمو كمحدد للهيكل التمويلي للمؤسسة، كانت نتائجها متباينة بين من أيدت وجود علاقة طردية بين فرص النمو ومعدل الاستدانة على غرار دراسة Walker & Baughn وكذا Rielly إضافة الى العديد من الدراسات التي ايدت هذه النتيجة، في المقابل نجد دراسة كل من Titman و Jensen & Meckling ; & Wessels و Rajan & Zingales توصلت الى وجود علاقة عكسية بين فرص النمو ودرجة اعتماد المؤسسة على الديون.

يمكن القول بأن فرص النمو تلعب دورا مهما في تحديد الهيكل المالي لما لها من أهمية سواء بالنسبة للملاك أو المقرضين حيث يسعى الملاك الى الاعتماد بدرجة كبيرة على الأموال الذاتية لتحقيق أكبر ربح ممكن بما أن المؤسسة تكون لديها آفاق مستقبلية واعدة، وكذلك الأمر بالنسبة للمقرضين بما أنهم يتوقعون تحقيق المؤسسة

لأرباح كبيرة مستقبلا وبالتالي تكون درجة المخاطرة فيها قليلة ومنه تجنب مشاكل عدم القدرة على الوفاء لذلك الاستثمار فيها يكون مجديا للغاية. (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 412)

### ✓ السيولة (liquidity):

تعني قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل في آجال استحقاقها، وكذا قدرتها على مواجهة أي التزامات غير متوقعة من خلال التدفقات المحققة عن عمليات التشغيل أو عن طريق زيادة راس المال أو الاقتراض. تشير نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل الى وجود علاقة عكسية بين حجم السيولة ومعدل الاقتراض حيث تميل المؤسسة ذات السيولة العالية الى استخدام أموال الملكية بدلا من اللجوء الى الاستدانة، تم تأكيد هذه العلاقة من خلال عدة دراسات تجريبية. في المقابل توصلت دراسات أخرى الى وجود علاقة طردية بين السيولة وعدل الاستدانة على اعتبار أن المؤسسة ذات السيولة العالية تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها مما يسهل لها الحصول على القروض. (حركاتي، 2018، صفحة 138)

### ✓ ملموسية الأصول (Assets tangibility):

يؤثر هيكل الأصول بشكل كبير في اختيار المؤسسة لهيكلها المالي وهذا ما أشارت اليه أغلب النظريات، وبالنظر الى ما توصلت اليه الدراسات السابقة في الموضوع نجد أن هناك تضارب في النتائج اذ تؤيد عديد الدراسات وجود علاقة طرية بين ملموسية الأصول وحجم الديون، اذ كلما كانت قيمة الأصول الثابتة كبيرة كلما زادت من فرص المؤسسة في الحصول على القروض بسهولة حيث تعتبر هذه الأصول كضمان للمقرضين عكس المؤسسات التي لا تمتلك أصولا ثابتة كبيرة غالبا ما تجد مشاكل في توفير الضمانات للمقرضين، تؤيد وجود هذه العلاقة نتائج دراسة كل من Titman & Wessels 1988 ; Rajan & Zingales 1995 وهو ما أثبتته أيضا نظرية التوازن (TOT). في حين تتوقع نظرية الوكالة وجود علاقة عكسية.

(ACARAVCI, 2015, p. 161) وهو ما توصلت اليه نتائج دراسات أخرى على غرار دراسة Marsh1982 والذي أكد على أنه كلما زادت الأصول الثابتة زاد معها اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة ذلك لأن المقرضين يتفادون تمويل هذه المؤسسات لما يترتب عنه من مخاطر تدهور قيمة هذه الأصول خاصة في حالة التصفية، إضافة الى هذا يؤدي ارتفاع حجم الأصول الثابتة الى ارتفاع التكاليف الثابتة الناتجة عن اهتلاكها الأمر الذي يؤدي الى تذبذب العوائد المتوقعة للمستثمرين بالخصوص عند الاستدانة التي ترفع من التكاليف التي تتحملها المؤسسة. (حركاتي، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2، 2018، صفحة 140)

### ✓ تذبذب الأرباح (earning volatility):

يترتب تذبذب الأرباح عن مخاطر الأعمال كما أنه قد ينتج عن بعض الأخطاء أو القرارات الغير رشيدة التي تتخذها الإدارة وبالتالي فإنه يعكس حجم المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة، وعند زيادة التذبذب في الأرباح سيؤدي بالمؤسسة الى دفع تكاليف إضافية ناتجة عن هذا الوضع مما يرجح اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة بالدرجة الأولى وفي حالة عجز هذه الأخيرة عن تغطية كافة الاحتياجات تتجه نحو الاستدانة وفق ما تنص عليه نظرية الترتيب التدريجي لمصادر التمويل، وهنا يمكن القول بأنه هناك علاقة سلبية بين تذبذب الأرباح وحجم الديون. (الساعدي، 2012، صفحة 8)

## 2) محددات متعلقة بالمؤشرات الاقتصادية

### أ. الناتج المحلي:

يعبر الناتج المحلي الخام عن مداخل الدولة الناتجة عن ربحية المؤسسات الاقتصادية، ففي حالة الازدهار

الاقتصادي تكون المؤسسات أكثر ربحية بسبب الحوافز التي تمنحها الدول لتشجيع الاستثمار وعند زيادة الأرباح فإنه من المتوقع أن يزيد استخدام المؤسسات للديون حسب ما تنص عليه نظرية الموازنة TOT والتي تؤيدها دراسة كل من (Bas and all 2009) ; (De Jong and all 2008) وبالمقابل ترى نظرية الترتيب التدريجي للأموال POT بوجود علاقة سلبية بين ارتفاع الناتج المحلي والذي يعني ارتفاع ربحية المؤسسات، واستخدام الديون فحسب هذه النظرية المؤسسة الراجحة ستلجأ الى الأموال الداخلية بالدرجة الأولى، توجد عدة دراسات تتوافق نتائجها مع ما توصلت اليه هذه النظرية على غرار دراسة (Yildirim , Masih, & .(Haron & Ibrahim 2012 ; Piao & Jais 2014) (Bacha, 2017, p. 9)

ب. معدل الفائدة:

هو معدل العائد الذي يطالب به المقرضين المؤسسة جراء توفيرهم للأموال اللازمة لها لاستكمال استثماراتها ويعتبر أيضا كتعويض لهم على الفرص البديلة معبرا عنها بنسبة مئوية من رأس المال، لذلك يعتبر معدل الفائدة من أبرز محددات استخدام المؤسسة للديون في هيكلها المالي فاذا ما ارتفعت معدلات الفائدة فالمؤسسة ستحجم عن الاقتراض الذي قد يؤدي في هذه الحالة الى ارتفاع تكلفة التمويل ويحدث عكس هذا في حالة انخفاضها. (بوشوشة، 2016، صفحة 35)

ج. معدل التضخم:

تظهر معدلات التضخم مدى قوة الاقتصاد المحلي للدولة ومدى استقرار العملة المحلية، وبالتالي فالتذبذب في معدلات التضخم قد يزيد من حجم المخاطر لدى المقرضين نظرا لأن الأموال يتم اقراضها في الوقت الراهن مع عقد يقضي بإرجاعها بعد عدة سنوات وفي هذه الحالة قد ترتفع معدلات التضخم ومنه المقرض

يحصل على المبلغ بقيمة حقيقية أقل مما يجعل المقرضين يتفادون اقراض المؤسسات أو اقراضها بمعدل فائدة مرتفع مما يرفع من تكلفة الأموال والتي تؤثر بدورها في قرار تشكيل الهيكل المالي الأمثل الذي يعمل على تدنية تكلفة الأموال. ومن جهة أخرى توصل عدة باحثين الى وجود علاقة إيجابية بين ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع نسب الاستدانة بسبب الاستفادة من الوفورات الضريبية وكذا انخفاض التكلفة الحقيقية للديون مما يدفع بالمؤسسات نحو استعمال الديون بكثرة في تركيبة هيكلها التمويلي، من بين هذه الدراسات نجد دراسة كل من Taggart 1995 وكذا Frank & Goyal 2007 . (حركاتي، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2018، صفحة 146)

#### د. الزكاة:

يتم اعتماد الزكاة في العديد من الدول بدل الضرائب على غرار السعودية مثلا وقد اعتمدت في العديد من الدراسات كأحد محددات الهيكل المالي التي تؤثر على قيمة المؤسسة، تعتبر الزكاة جزء من رأس المال والربح يتم اقتطاعه سنويا إذا توفر في هذا المبلغ شرط أساسي ألا وهو دوران الحول حول هذا المبلغ، وتعتبر أحد أركان الإسلام لذلك يجب ادراجها كشرط أساسي في التحليل إذا تعلق الأمر بالمؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. (الزبيدي و سلامة، 2014، صفحة 35)

## 2. مناهج الهيكل المالي

### أ. منهج التوازن:

بما أن هذا المنهج يقوم على أساس توازن ومرونة الهيكل المالي فانه يقتضي القيام بحساب تكلفة رأس المال وفقا لمختلف البدائل التمويلية المتاحة في ظل فرضية وجود عائد متوقع، مع وجود حالة محددة للعرض والطلب على

الأموال في السوق المالي تتحدد على أساس تقلبات سعر الفائدة، ومنه يتم اختيار البديل التمويلي الأنسب بأقل تكلفة ممكنة.

#### ب. منهج التوازن المقارن:

يقوم على أساس وضع عدة خطط مالية تحتوي على هياكل تمويلية مختلفة ويتم حساب تكلفة كل خطة تمويلية من أجل تحقيق عائد إضافي الذي يفترض هذا المنهج وجوده، ويتم المقارنة بين هذه الخطط لاختيار المزيج التمويلي الأنسب وفقا للتكلفة والعائد المتوقعين.

#### ج. منهج التوازن الديناميكي:

وفقا لهذا المنهج يتأثر اختيار الهيكل المالي بالمخاطر المالية ومخاطر الأعمال اللذان يتأثران بعناصر البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة وبعده عوامل تتمثل في: توفر المعلومات، فترة الائتمان، وجود سياسة تمويلية واضحة ويتم اتخاذ قرار التمويل وفقا لعدة قيود وهي: العائد المتوقع، التكلفة، المركز المالي والائتماني للمؤسسة، المعلومات التاريخية وغيرها من الاعتبارات التي لا يمكن للمدير المالي الاستغناء عنها، ومنه يعتبر منهج التوازن الديناميكي منهجا متكاملًا لأنه يجمع بين كلا المنهجين السابقين. (دريد، 2010، صفحة 155)

#### المطلب الثاني: نظريات الهيكل المالي في ظل فرضية السوق الكامل

##### الفرع الأول: الفكر التقليدي لنظريات الهيكل المالي في ظل فرضيات السوق الكامل

قامت نظريات الهيكل المالي في ظل السوق الكامل على مجموعة من الفرضيات لتفسير تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ترجع أصول هذه النظرية الى 1952 David Durand وتتمثل افتراضات هذه المدخل فيما يلي:

- عدم وجود ضرائب على أرباح الشركات،



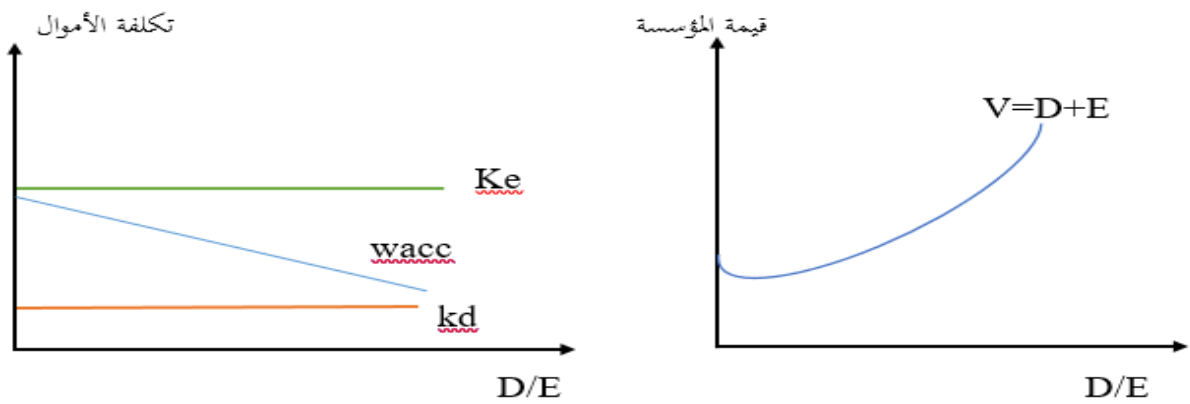
- لا توجد تكاليف للمعاملات أو الاصدار ولا تكاليف الافلاس،
- لا توجد أرباح محتجزة حيث تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح المحققة،
- لا توجد مخاطر مالية ولا مخاطر الاعمال، فحجم القروض ليس له أي خطر وكذلك الأمر بالنسبة لنشاط المؤسسة فانه ليس أي أثر مهما كان المشروع،
- توقعات المساهمين تكون متجانسة. (بوشوشة، 2016، صفحة 181)
- ثبات قيمة الاستثمار مما يعني أن القيمة الكلية لتوليفة الأموال المشكلة للهيكل المالي ثابتة مهما تغير العناصر المكونة له،
- تقوم المؤسسة بإصدار سندات من النوع الدائم لكي تصبح مماثلة للأسهم من حيث عدم وجود تاريخ استحقاق وأيضا لتفادي مخاطر إعادة الاستثمار التي قد تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة،
- صافي ربح العمليات المتوقع ثابت ولا يتغير من سنة الى أخرى. هذه الفرضيات تخص التحليل في مدخلي صافي ربح العمليات ومدخل صافي الربح إضافة الى مدخل M & M الذي سنتطرق اليه بالتفصيل فيما بعد. (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 91)

### 1) مدخل الربح الصافي (Net income):

، وتقوم هذه النظرية على فرضية عدم استقلالية الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة لذلك فان أي تغيير في الهيكل المالي سيؤدي بالضرورة الى تغير في قيمة المؤسسة، ويفترض أن تكاليف التمويل سواء عن طريق الاقتراض أو حقوق الملكية ثابتة لذلك فان أي زيادة او نقصان في معدل القروض لا يؤدي الى التغير في مستوى العائد على الاستثمار الذي يطلبه الملاك والدائون وبما أن تكلفة التمويل بالقروض أقل من تكلفة التمويل بالأسهم فان زيادة نسبة الاقتراض يترتب عنها انخفاض في التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) ومنه سترتفع قيمة المؤسسة. (هندي، الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، 2007، صفحة 623)،

من خلال هذا الطرح الذي قدمه **Duran** يمكن للمؤسسة أن تعظم قيمتها السوقية عن طريق الزيادة في استخدام القروض في هيكلها المالي ضمن نفس الظروف التشغيلية، ومنه سترتفع قيمة المؤسسة باطراد مع زيادة نسبة الرفع المالي وبالمقابل ستسمر التكلفة المتوسطة لرأس المال (**WACC**) بالانخفاض، وتحقق المؤسسة أعلى قيمة لها عند انخفاض التكلفة لأدنى مستوياتها، ويمكن تمثيل هذا المدخل بيانيا كما يلي:

الشكل رقم 1-01: العلاقة بين حجم الديون وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفق مدخل صافي الربح



المصدر: (حركاتي، 2018، صفحة 83)

حيث:  $D/E$ : تركيبة الهيكل المالي،  $D$ : القيمة السوقية للسندات،  $E$ : القيمة السوقية للأسهم العادية،

$V$ : القيمة السوقية للمؤسسة.

تم تقدير القيمة السوقية للمؤسسة بافتراض أنها تعتمد فقط على الأسهم العادية والسندات في التمويل وبذلك

تصبح القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية للأسهم العادية + القيمة السوقية للسندات.

أبرز الانتقادات التي وجهت لهذا المدخل هي اهماله لتكاليف الإفلاس وكذا تجاهله للمخاطر المالية الناتجة عن

الإفراط في استخدام الديون، إضافة إلى اعتباره أن تكلفة السندات وتكلفة الأسهم تبقى ثابتة في حالة ارتفاع

نسبة القروض التي من المفترض أن تؤدي الى ارتفاع تكلفة الأسهم بما أن المساهمين سيطلبون بعلاوة على المخاطر المحتملة. (حركاتي، 2018، صفحة 83)

## 2) مدخل صافي ربح العمليات (Net operating income):

يقوم هذا النموذج على الفرضيات التالية:

✓ تستخدم المؤسسة حصيلة القروض في شراء الأسهم التي سبق إصدارها،

✓ تعتمد المؤسسة على الديون فقط في التمويل الإضافي،

✓ تكلفة الديون ثابتة ولا تتغير بتغير حجم القروض. (بوشوشة، 2016، صفحة 184)

إضافة الى هذا يفترض هذا المدخل أن تكلفة القروض ثابتة أي أنها لا تتغير بتغير حجم القروض، لكن الزيادة في حجم القروض تؤدي الى زيادة العائد الذي يطلبه المساهمين والذي يمثل تكلفة حقوق الملكية بسبب زيادة المخاطر المالية الناتجة عن زيادة الرفع المالي، وعلى العكس من المدخل الأول يرى هذا المدخل بانعدام وجود هيكل مالي أمثل نظرا لثبات التكلفة المتوسطة للأموال (Wacc) حيث أن زيادة استخدام الديون يترتب عنها مطالبة المساهمين بعلاوة مخاطرة ومنه ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، هذه العلاوة سيقابلها زيادة في الاعتماد على القروض المنخفضة التكلفة مقارنة بالأسهم العادية، ولذلك يتوقع ثبات تكلفة الأموال مهما تغيرت نسبة الاقتراض. (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 100).

يتم استخدام التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لرسملة صافي ربح العمليات وتوقف قيمة (Wacc) على مخاطر الاعمال، حيث عند افتراض ثبات المخاطرة تصبح (Wacc) ثابتة ومنه الأموال الخاصة والديون لا يوجد

بينها أي فرق، الشكل الموالي يوضح ما نص عنه هذا المدخل:

الشكل رقم 2-01: العلاقة بين الديون وتكلفة الأموال وفق مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: (حركاتي، 2018، صفحة 84)

حيث:  $D/E$ : نسبة الديون الى الأموال الخاصة،  $K_e$ : تكلفة الأموال الخاصة،  $K_d$ : تكلفة القروض (السندات)،  
 $Wacc$ : التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال

الشكل رقم 3-01: العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة



المصدر: (حركاتي، 2018، صفحة 84)

مع  $V$ : تمثل قيمة المؤسسة

**3) الانتقادات الموجهة لمدخل صافي ربح العمليات:**

أبرز انتقاد وجه لهذا المدخل هو اهماله للمخاطر التي قد يتعرض لها المقرضون نتيجة زيادة نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، لأنه في الواقع عند زيادة الديون تزيد معها المخاطر التي قد تؤدي الى عدم القدرة على السداد

وبالتالي السلوك المنطقي للمقرضين هو مطالبته بمعدل فائدة أكبر مما يؤدي الى ارتفاع التكلفة الكلية للأموال ومنه ستتغير نتائج التحليل السابق. (حركاتي، 2018، صفحة 84).

#### 4) مدخل مودigliاني وميلر MM:

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل مالي أمثل أي أن هناك نسبة استنادة مثلى تكون عندها تكلفة الأموال في أدنى مستوياتها من جهة ومن جهة أخرى ترتفع قيمة المؤسسة الى أقصى حد ممكن، ويفترض كذلك أن زيادة نسبة الاقتراض تؤدي الى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمرون سواء كانوا مساهمين أو دائنين وهذا بسبب زيادة المخاطر التي يتعرضون لها.

يقوم هذا المدخل على فكرة أساسية وهي أن زيادة الأموال المقترضة تخفض تدريجياً من تكلفة الأموال الى أن تصل الى حد معين بعده تبدأ التكاليف الكلية في الارتفاع باطراد مع زيادة نسبة الاقتراض، يعتبر هذا الحد الذي تتجه عنده تكاليف التمويل نحو الارتفاع بالمستوى الأمثل للديون والذي تكون عنده قيمة المؤسسة في أعلى قيمة لها. قامت نظرية MM على مجموعة من الافتراضات كالآتي:

✓ السوق المالي يتمتع بالكفاءة: أي أن المؤسسة لها القدرة على الإقراض والاقتراض عند معدل فائدة ثابت وخالٍ من الخطر وبدون تكاليف للمعاملات،

✓ يستطيع المستثمرون الحصول على الأموال شأنهم في ذلك شأن المؤسسات بنفس الشروط،

✓ لا توجد تكاليف للإفلاس،

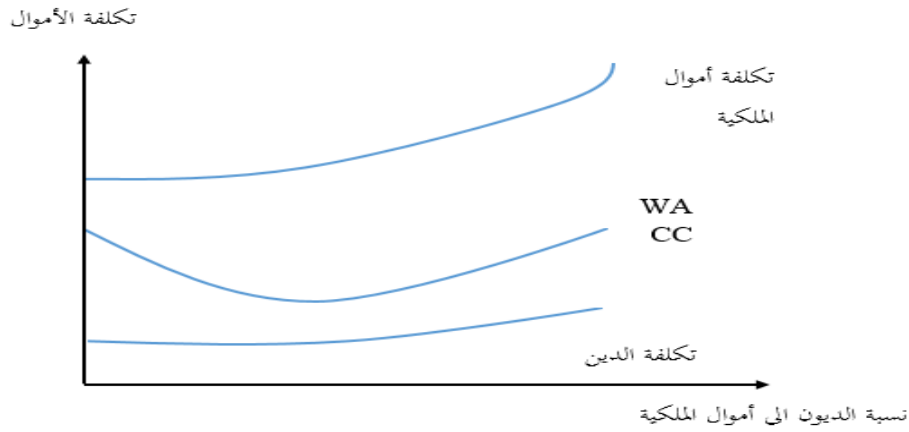
✓ المؤسسة لديها القدرة على المفاضلة بين نوعين من الأصول: ديون بدون خطر أو الأموال الخاصة مع تحمل المخاطر،

✓ تنتمي جميع المؤسسات الى أصناف متجانسة من المخاطرة:

✓ كل الأرباح المحققة توزع: أي لا يوجد نمو في الأصول،

✓ لا توجد الضرائب. (Cavalier , 1994, p. 14) والشكل الموالي يشرح ما جاء به المدخل التقليدي.

الشكل رقم 4-01: العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي



المصدر: (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 234)

الشكل رقم 5-01: العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة



المصدر: (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 234)

يوضح المنحنى البياني أعلاه أن عند ارتفاع نسبة الاقتراض ترتفع تكلفة حقوق الملكية بشكل كبير وهذا

راجع الى زيادة العائد المطلوب من قبل المساهمين بسبب ارتفاع المخاطر التي يتحملونها كما أشرنا له سابقا، كما

نلاحظ انه عند زيادة نسبة القروض ترتفع أيضا تكلفة الديون ولكن بشكل طفيف وهذا بسبب انخفاض تكلفة

الديون مقارنة بتكلفة أموال الملكية، ويوضح الشكل رقم (05) أن تكلفة الأموال تكون منخفضة بسبب استخدام اثر الرافعة المالية الى أن تصل الى أدنى مستوياتها وعندها تكون قيمة المؤسسة في أقصى حد ممكن لها وهي النسبة المثلى للاقتراض ليتحول بعدها مباشرة منحني تكلفة الأموال الى الارتفاع تماشياً مع ارتفاع معدلات القروض بسبب المخاطر التي يشعر بها المستثمرون مما يدفعهم الى المطالبة بعلاوة المخاطرة. (هندي، 2007، صفحة 233)

الفرع الثاني: الفكر الحديث لنظريات الهيكل المالي في ظل فرضيات السوق الكامل

### 1. مدخل M & M في ظل عدم وجود الضرائب

#### أ. الاقتراح الأول:

يعتبر كل من F.Modigliani & M.Miller رائدا الإدارة المالية الحديثة خاصة بعد نشر مقالهما سنة 1958 حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة الذي يعتبر اللبنة الأساسية التي قامت عليها عدة بحوث لاحقاً، قدم M&M أفكارهما عبر مرحلتين، المرحلة الأولى والتي تنص على حيادية الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب وقامت على فرضيات مدخا صافي ربح العمليات إضافة الى الفرضيات التالية:

✓ الأسواق المالية كاملة مما يستوجب حصول كافة المستثمرين على نفس المعلومة وبشكل مجاني عن

المؤسسات التي يرغبون الاستثمار فيها،

✓ إمكانية تجزئة السندات مما يتيح للمستثمر القدرة على شراء أوراق مالية صغيرة الحجم، هذا نظراً لقيام

النظرية على استبدال السندات بالأسهم والعكس، فقد يحدث أن يتبقى جزء من الأموال بعد القيام

بعملية اصدار أسهم إضافية لاستهلاك سندات فتسمح النظرية بتوظيف الأموال كلية،

✓ تصنيف المؤسسات الى مجموعات وفق درجة المخاطرة،

✓ المستثمر رشيد فهو لا يقبل بالمخاطرة الا بعد حصوله على علاوة إضافية،

✓ تكاليف الاقتراض للمؤسسات والمستثمرين متساوية،

✓ لا وجود لتكاليف الإفلاس. (Kartobi, 2013, p. 34)

تمكن M&M من الوصول الى فكرة أساسية مفادها أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال قيمة استثماراتها ومدى قدرتها على توليد الأرباح مهما كانت مصادر التمويل وبالتالي فهي مستقلة كلية عن تكلفة الأموال والهيكل المالي، وتعبير آخر القيمة السوقية تتحدد من خلال رسملة العائد المتوقع على أساس معدل العائد على الاستثمار في الأسهم العادية لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس فئة المخاطرة لكن ممولة كلية بأموال المساهمين.

ومن أجل اثبات صدق هذه النظرية قدم (M&M) برهاناً يقوم على أساس فكرة المراجعة بين مؤسستين الأولى تعتمد على حقوق الملكية بشكل كلي أما المؤسسة الثانية فتعتمد على مزيج من القروض وحقوق الملكية مع العلم أن هذين المؤسستين ينتميان الى نفس فئة المخاطرة، متساويتان في الحجم، لهما نفس الخصائص الاقتصادية الا أن قيمة المؤسسة المقترضة تفوق قيمة المؤسسة الغير مقترضة بسبب انخفاض تكلفة القروض، نفترض أن مستثمراً ما يمتلك أسهما في المؤسسة الثانية (المقترضة) قام هذا المستثمر ببيع حصته من أسهم هذه المؤسسة ثم اقترض مبلغاً والذي يجب ان أن تكون النسبة بين قيمته وحصيلة بيع الأسهم مساوية لنسبة القروض الى حقوق الملكية نظراً لتساوي معدل القروض بين المستثمرين والمؤسسة كما افترضت النظرية، ليحقق بذلك رافعة شخصية، ثم يقوم بعدها بتوظيف حصيلة بيع الأسهم والمبلغ المقترض في شراء أسهم المؤسسة الأولى (الغير مقترضة)، وبالتالي سيحصل هذا المستثمر على نفس العائد الذي كان يحصل عليه في المؤسسة الأولى بنفس المبلغ الذي وظفه في المؤسسة الأولى ولكن تنخفض المخاطر، وبما أن السوق تام أي المعلومات متاحة للجميع سيكون من الطبيعي أن يقوم جميع المستثمرين بنفس السلوك، عندها سيزداد الطلب على أسهم المؤسسة الأولى ويزداد عرض اسهم المؤسسة الثانية وتتفاعل قوى العرض والطلب سيتحقق لنا إعادة التوازن بين قيمة المؤسستين وهنا



ينتهي دور عملية المراجعة وفي حالة ما ارتفعت قيمة المؤسسة المقترضة ثانية سيقوم المستثمرون بعملية المراجعة

العكسية. (Modigliani & Miller, 1958, p. 268)

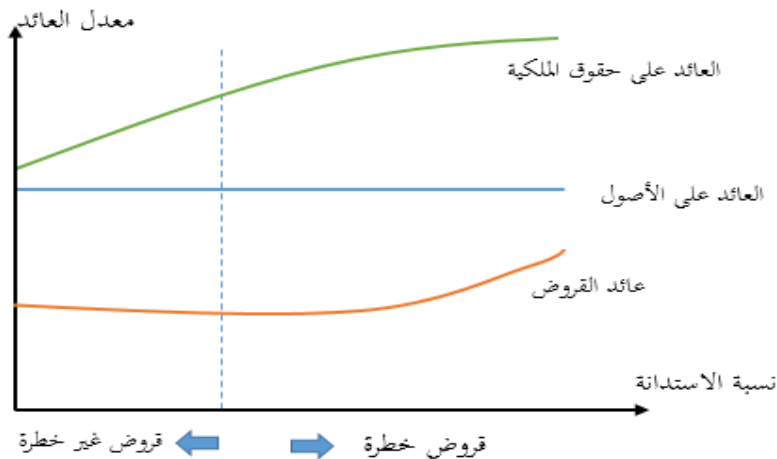
ب. الاقتراح الثاني:

تم اشتقاق هذا الاقتراح من الاقتراح الأول وينص على أن: العائد المتوقع من السهم العادي لمؤسسة تعتمد على مزيج من الديون وحقوق الملكية في تشكيل هيكلها المالي مساو لمعدل الرسملة الملائم للتدفق النقدي المتاح للمستثمرين في مؤسسة تعتمد كلية على حقوق الملكية وتنتمي لنفس فئة المخاطرة، مع علاوة المخاطر المالية الناتجة عن استخدام القروض، وتقاس هذه العلاوة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة القروض الى حقوق الملكية} * (\text{معدل العائد على السهم العادي لمؤسسة غير مقترضة} - \text{معدل الفائدة للقروض}) = 1 \dots 1 (1)$$

ويمكن تفسير هذه النظرية بيانيا كما يلي:

الشكل رقم 6-01: العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الاستدانة



المصدر: (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 137)

يوضح الشكل أعلاه أن معدل العائد على الأصول يظل ثابتا وهو مساو للتكلفة المتوسطة (Wacc) كما أنه يتساوى مع العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة ضمن نفس فئة المخاطر لكنها ممولة بالكامل بأموال الملاك. كما نلاحظ أن العائد على حقوق الملكية يرتفع كلما زادت نسبة القروض، ويمكن تفسير ثبات التكلفة المتوسطة لراس المال رغم ارتفاع تكلفة الأسهم العادية بالزيادة في استخدام القروض المنخفضة التكلفة نوعا ما مما يساهم في ثبات التكلفة المتوسطة. (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، الصفحات 132-137)

### ج. الانتقادات الموجهة لهذا المدخل:

تعرض هذا المدخل الى عدة انتقادات، وبالخصوص في افتراضه لكمال السوق ودور عملية المراجعة في إعادة تسوية الاختلاف بين قيمة المؤسسة المقترضة والغير مقترضة، كذلك أن هذا المدخل غير قابل للتطبيق عمليا وفيما يلي عرض لهذه الانتقادات:

✓ فرضية تساوي معدلات الفائدة على القروض للمؤسسة والأفراد، وهذا غير موجود في ارض الواقع لأن المؤسسة تتمتع بمركز مالي قوي وهي قادرة على توفير الضمانات مما يمكنها من الحصول على قروض بمعدل فائد صغير عكس الافراد.

✓ عدم وجود ضرائب وهذا غير ممكن عمليا فالضرائب مصدر مهم لاقتصاد أي بلد لذا لا يمكن ألا اهمالها رغم أن M&M قد تداركا هذه النقطة فيما بعد كما سنرى لاحقا،

✓ عدم وجود تكاليف للمعاملات، حيث أن عملية البيع والشراء تتم بدون أي تكلفة، عمليا هذا غير موجود لذلك بإسقاط هذه الفرضية سنرى أن عملية المراجعة قد تنتج عنها تكلفة أكبر من مزاياها وبالتالي تصبح بدون جدوى،

✓ فرضية استخدام المستثمر للرافعة المالية الشخصية للقيام بعملية المراجعة وهي غير ممكنة لأن مسؤولية الأفراد والمؤسسات تختلف ففي حالة تعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس قد يؤدي ذلك الى فقد المستثمر لجزء من استثماراته بها ولكن إذا تعرض هو بذاته الى مخاطر فان ذلك قد يؤدي به الى فقد جزء من أمواله الشخصية، ولذا يصبح عرضة للمخاطر أكبر مما كان عليه قبل المراجعة. (بوربيعة، 2012، صفحة 73)

الفرع الثالث: نظريات الهيكل المالي في ظل عدم كمال السوق المالي:

### 1. مدخل **Modigliani & Miller** في ظل وجود الضرائب:

انطلاقاً من الانتقادات التي وجهت لهما حاول **M&M** استدراك هذه الانتقادات عبر مقال نشر سنة 1963 تحت عنوان «**corporate income taxes and the cost of capital ; a correction**»، حيث قاما بإدراج أثر الضريبة على ربح المؤسسة في تحليلهما الجديد، بما أن الضرائب تعتبر كمصروفات يتم خصمها من الدخل قبل دفع الضرائب ما يتيح الفرصة امام مؤسسة مقترضة للحصول على وفورات ضريبية وبالتالي يصبح الفرق بين قيمة مؤسسة مقترضة ومؤسسة غير مقترضة بقدر القيمة الحالية للوفورات الضريبية، ويمكن التعبير عنها وفق المعادلة التالية:

← القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة:

$$V_1 = V_u + T_c D \quad \dots\dots 2(1)$$

حيث:

$V_1$ : القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة،

$V_u$ : القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة (ممولة بحقوق الملكية)،

$T_c D$ : القيمة الحالية للوفورات الضريبية. (خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية

الجزائرية، 2019، صفحة 90)

وعلى ضوء ما تقدم قدم لنا M&M النظرية الأولى كما يلي:

أ. النظرية الأولى في ظل وجود ضرائب على ارباح الشركات:

كما تم الإشارة اليه سابقا في ظل هذه النظرية فان الفرق بين القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة والقيمة السوقية

لمؤسسة غير مقترضة يكمن في القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وستقوم بتوضيح ذلك رياضيا كما يلي:

ب. بالنسبة لمؤسسة تعتمد كلية على حقوق الملكية:

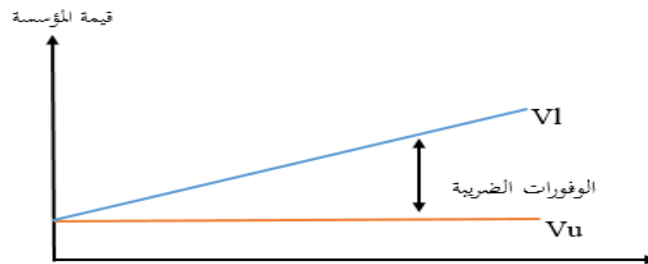
$$V_u = \frac{Ebit(1-t)}{ru} \dots 3(1)$$

حيث:  $V_u$ : القيمة السوقية لمؤسسة ممولة بحقوق الملكية،

$Ebit(1-t)$ : صافي الدخل بعد الضريبة،  $ru$ : معدل الرسملة (حططاش، 2008، صفحة 79)

كما يمكن كتابتها بيانيا كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم 7-01: العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة القروض في ظل وجود الضرائب



المصدر: (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 149)

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن قيمة المؤسسة الغير مقترضة تظل ثابتة حتى في حالة استخدام القروض لكن قيمة المؤسسة المقترضة ترتفع بسبب تحقيق وفورات ضريبية نتيجة لهذه القروض وبالتالي فان للقروض اثر إيجابي على قيمة المؤسسة.

ج. النظرية الثانية في ظل وجود الضرائب:

تهتم هذه النظرية بتكلفة حقوق الملكية والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، وانطلاقا مما توصلت اليه النظرية الأولى يمكن صياغة العائد على حقوق الملكية لمؤسسة مستدينة كما يلي:

$$R_I = \frac{(Ebit - rd D)(1 - Tc)}{S_I} \dots\dots 4(1)$$

حيث:

S: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المستدينة، وتصبح  $V_I = S_I + D_I$

أما العائد لمؤسسة غير مستدينة فيمكن صياغته رياضيا كما يلي:

$$R_u = \frac{(Ebit)(1 - Tc)}{V_u} \dots\dots 5(1)$$

لدينا:  $V_I = V_u + T_c D$  بوضع:  $\lambda = \frac{B_l}{S_l}$  باختصار نحصل على:

$$R_I = R_u + (R_u - r_d) (1 - Tc) \lambda \dots\dots 6(1)$$

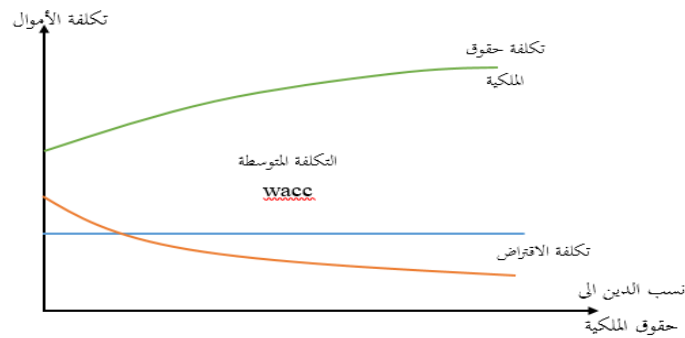
توضح هذه المعادلة ان تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة تساوي تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة إضافة الى علاوة مخاطرة تتناسب مع نسب المديونية كما هو موضح في النظرية الثانية في ظل فرضيات السوق التام، لكن علاوة المخاطرة في حلاوة وجود الضرائب قد انخفضت بسبب الوفورات الضريبية.

تحدد قيمة التكلفة المتوسطة المرجحة من خلال العلاقة التالية:

$$Wacc = R_u \left[ 1 - T_C \frac{1}{(1+\lambda)} \right] \dots\dots 7(1)$$

ووفقا لهذه المعادلة تصبح التكلفة المتوسطة المرجحة ثابتة ومستقلة عن المديونية في حالة ما إذا كان معدل الضريبة معدوما أي ( $T_C = 0$ ) وهذا ما توصلت اليه نظرية M&M في ظل عدم وجود ضرائب، وفي حالة زيادة نسبة المديونية ستخفض التكلفة المتوسطة بسبب تحقيق الوفورات الضريبية، يمكن توضيح هذا الأمر بيانيا من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 8-01: تكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب



المصدر: حططاش عبد السلام، نقلا عن Robert COBBAUT, Théorie financière, Economica,

4e éd, Paris, France, 1997, P. 390

#### د. النظرية الثالثة:

تسعى هذه النظرية الى التحقق من أثر الضرائب على الربح على معدل العائد المطلوب على الاستثمار في مؤسسة مقترضة وأخرى غير مقترضة. تمثل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار كي لا تقع المؤسسة في خسارة وبالرجوع الى المعادلة رقم (1)6 يمكن القول بأن العائد المتوقع على الاستثمار لمؤسسة مستدينة يجب أن يعادل أو يفوق معدل العائد على الاستثمار الذي يساوي معدل العائد الذي يطلبه

الملاك في مؤسسة غير مستدينة مضروبا في القيمة  $[1 - T_C \frac{1}{(1+\lambda)}]$  التي يكمن دورها في تدنية مقدار العائد المطلوب كلما ارتفع حجم الاقتراض بالمؤسسة ( $\lambda$ ).

تختلف نتائج هذا التحليل عن النتائج التي توصل اليها MM في ظل عدم وجود الضرائب والتي تقضي بعدم وجود أي أثر لقرار التمويل على قرار الاستثمار. (حططاش، محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة مدخل مقارن دراسة تشخيصية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية، 2008، صفحة 82)

## 2. الهيكل المالي في ظل وجود ضريبة على دخل المستثمر

سنحاول من خلال هذا العنصر أن نعرض كيف تؤثر الضريبة الشخصية (أي الضريبة على دخل المستثمر) أن على قرار تشكيل الهيكل المالي.

✓ نظرية ميلر:

قدم Miller طرحا جديدا حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وهذا من خلال مقال نشر سنة 1977 والذي توصل من خلاله الى أنه يمكن للضرائب الشخصية أن تزيل أثر الوفورات الضريبية التي تحققها القروض وبالتالي لا يوجد هيكل مالي أمثل يؤثر على قيمة المؤسسة، حيث نفى كل ما توصل اليه سابقا في أعماله المشتركة مع زميله Modigliani حول تأثير الوفورات الضريبية، أشار Miller في هذه الدراسة الى أن أثر تكاليف الوكالة ضعيف جدا ويمكن عدم أخذه بالحسبان إضافة الى نفيه لأثر الوفورات الضريبية، كما حاول أن يقترب في دراسته هذه من الواقع العملي الذي يعتبر أكثر تعقيدا من الفرضيات المطبقة في النماذج والنظريات حسب

$$G = [1 - \frac{(1-T_c)(1-T_e)}{1-T_d}]Vd \dots 8(1)$$

رأيه يمكن توضيح ما توصل اليه بالمعادلة التالية:

يتضح من خلال هذه المعادلة أنه:

في حالة عدم وجود ضرائب سيصبح لدينا ( $T_e = T_d = T_c = 0$ ) ما يعني أن أثر الوفورات الضريبية سوف تختفي وبالتالي تتساوى القيمة السوقية للمؤسسات التي يتكون هيكلها المالي من حقوق الملكية والمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من حقوق الملكية والديون وبالتعويض في المعادلة سيصبح ( $G=0$ ) تتطابق هذه النتيجة مع ما توصل اليه MM في ظل غياب الضرائب.

إذا كان ( $T_e = T_d$ ): أي أن معدل الضريبة الشخصية على الأسهم يساوي معدل الضريبة الشخصية على السندات، وفي هذه الحالة سيتحقق لنا فرق بين القيمة السوقية للمؤسسة الممولة بالقروض والمؤسسة الممولة بحقوق الملكية قدره بالقيمة الحالية للوفورات الضريبية وسترتفع قيمة المؤسسة المقترضة بهذا المقدار، وهو ما يتوافق مع ما طرحه MM سنة 1958.

إذا كان ( $T_e < T_d$ ): أي أن الضريبة على الدخل الشخصي للملاك أصغر من الضريبة على دخل المقرضين في هذه الحالة سيطلب المقرضين بفوائد أكبر والا فلن يقدموا على الاستثمار في المؤسسة، وعند زيادة معدلات الفائدة ستتلاشى قيمة الوفورات الضريبية المحققة بسبب هذا السلوك وبالتالي لا تتحقق مزايا الوفر الضريبي للمؤسسة. (Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2005, p. 673)

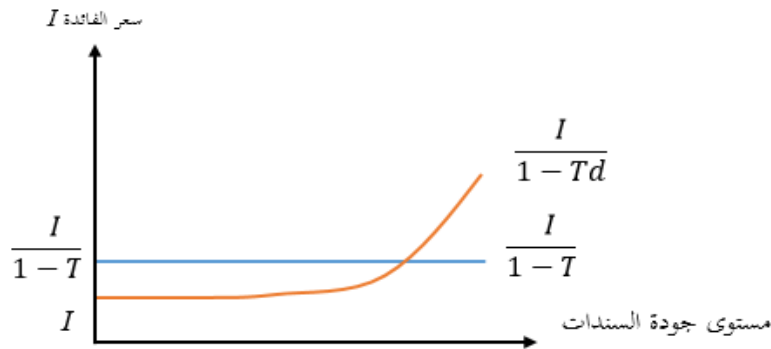
### ✓ التوازن العام في نظرية Miller:

يشرح Miller في تحليله هذا الى ما يسمى بالتوازن العام في سوق رأس المال، ومن أجل الوصول الى هذا التوازن يضيف Miller ان التفاوت بين معدل الضريبة على الدخل الشخصي للمستثمرين من شأنه أن يؤثر على قراراتهم الاستثمارية لذلك نجد أغلب المستثمرين الذين تمنح لهم إعفاءات ضريبية يفضلون الاستثمار في السندات، أما الذين يخضع دخلهم الشخصي الى معدل ضريبة مرتفع فيفضلون الاستثمار في الأسهم، وبما أنه



يوجد طلب على السندات من طرف المستثمرين المعفيين من الضريبة ستقوم المؤسسة بإصدار سندات وهذا من أجل الاستفادة من مزايا الوفر الضريبي، ويتحقق التوازن في سوق رأس المال حسب Miller إذا نجحت المؤسسة في جذب المزيد من المستثمرين الجدد حتى تصل الى المستثمر الحدي أي المستثمر الذي يتساوى معدل الضريبة على دخله من السندات مع المعدل الحدي لدخل المؤسسة، وهذا مع افتراض أن معدل الضريبة على دخل الملاك قد يساوي الصفر ( $T_e$ ) وعندئذ تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية مساوية للصفر ( $G=0$ ) وبعد هذه النقطة لا يصبح للهيكل المالي أي أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، الشكل الموالي يعطينا صورة أوضح عن هذا التوازن:

### الشكل رقم 9-01: التوازن العام عند Miller



المصدر: (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 197)

من الشكل أعلاه يمكن القول إنه تعتبر النقطة التي يتقاطع عندها منحني الطلب على السندات مع عرضها سعر الفائدة الذي يقبله المستثمر المعفى من الضريبة، في حين عندما يكون المنحني افقيا فذلك يدل على رفض المستثمرين الغير معفيين من الضريبة الاستثمار في المؤسسة، لذلك تقوم المؤسسة بجلبهم عن طريق زيادة معدلات الفائدة التي يحصلون عليها بحيث تكون أعلى من قيمة معدل الضريبة الشخصية التي يدفعونها.

خلص Miller الى وجود هيكل مالي أمثل لجميع المؤسسات تتوقف مكوناته على الشريحة الضريبية لمختلف المستثمرين إضافة الى حجم الموارد المتاحة للاستثمار لديهم، هذا الهيكل لا يمكن ان يكون الا اذا تمكنت هذه المؤسسات من مختلف احتياجات المستثمرين الراغبين في شراء السندات، وأي تغيير في معدل الضريبة على الدخل الشخصي يمكن أن يؤدي الى اختلال التوازن. (هندي، 2005، صفحة 193)

#### ✓ مدخل تكاليف الإفلاس:

في غالب الأحيان تتعرض المؤسسة المقترضة الى مخاطر مالية كبيرة بسبب احتمال فشلها في خدمة الديون أي عجزها عن تسديد أقساط وفوائد القروض أو دفع فوائد السندات، في هذه الحالة سيطالب المقرضين بحقوقهم عن اتخاذ بعض الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان افلاس المؤسسة وبيع أصولها من أجل دفع هذه المستحقات.

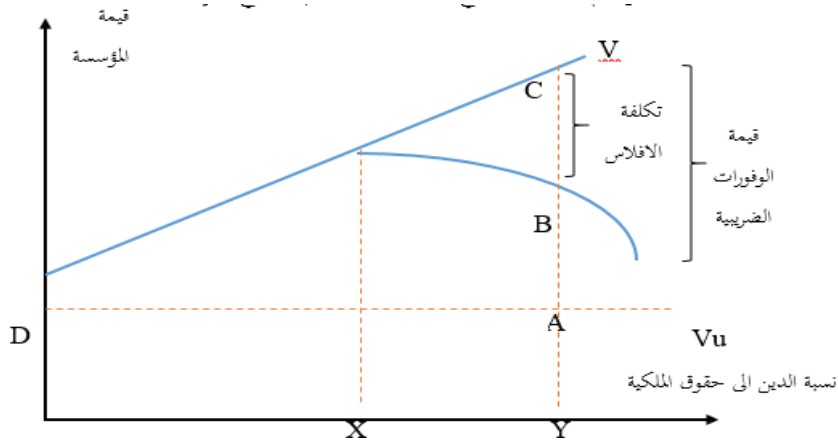
وبالعودة الى النظريات السابقة وفي ظل السوق التام قد تم اهمال تكلفة الإفلاس كلية نظرا لقدرة المؤسسة على الحصول على أموال إضافية وهذا ما يمنع وقوعها في مشاكل العسر المالي حسب فرضيات هذا السوق، عمليا، هذا الأمر غير موجود لأن السوق يمكن أن يكون فعالا لكن من غير المعقول أن يكون تاما، وفي الواقع، تتعرض المؤسسات المستدينة الى مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية ومنه قد تعلن افلاسها. عند ارتفاع معدلات القروض ستكون احتمالات الإفلاس كبيرة مما يجعل الملاك يحسون بمخاطر كبيرة ومنه يقدمون على المطالبة بمعدل عائد أعلى من أجل تعويض هذه المخاطر التي يتعرضون لها. يمكن تمييز نوعين من التكاليف التي تترتب عن اعلان المؤسسة لإفلاسها وهي:

✓ تكاليف مباشرة: تتضمن ارتفاع معدل الفائدة المطلوب من طرف المقرضين من اجل تعويضهم على المخاطر التي يتعرضون لها، إذا تم اعلان افلاس المؤسسة فهاثيا ستظهر تكاليف مباشرة جديدة كتكلفة توظيف محامين والمحاسبين من أجل تسيير هذه العملية.

✓ تكاليف غير مباشرة: تتضمن فقدان المؤسسة لمبيعاتها وسمعتها التجارية (الشهرة) كنتيجة لما تعرضت اليه المؤسسة من جراء اعتمادها على مستويات عالية من الديون، إضافة الى تكلفة بيع الأصول بأقل من قيمتها الحقيقية في حالة اعلان المؤسسة عن افلاسها.

والآن إذا ما قما بمقارنة مزايا الوفر الضريبي الناجمة عن استخدام الديون بتكاليف الإفلاس الناتجة هي الأخرى عن ارتفاع استخدام الديون يمكن الحصول من جديد على هيكل مالي أمثل وهذا حسب ما تم التوصل اليه بعد ادخال تكلفة الإفلاس على نظرية MM الثانية 1963 مثلما سيوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم 10-01: ادراج أثر تكلفة الإفلاس في الاقتراح الثاني MM



المصدر: (Watson & Head, 2007, p. 268)

نلاحظ في الشكل أعلاه أنه عند استخدام المؤسسة للديون في هيكلها المالي سترتفع السوقية قيمتها باطراد مع ارتفاع قيمة الوفورات الضريبية المحققة لتتجاوز بذلك قيمة المؤسسة الغير مستدينة بهذا المقدر وهو ما تم شرحه

سابقا، يظهر الشكل أعلاه هذا الفرق في المستقيم  $DA$  مؤسسة غير مستدينة مع  $AC$  مؤسسة مستدينة حيث ان الفرق هو قيمة الوفورات الضريبية المحققة، يبدأ خطر الإفلاس بالظهور عندما يصل حجم الدين الى النقطة  $X$  وتنخفض قيمة المؤسسة المقترضة، ومن ثم ستبدأ تكلفة أموال الملكية  $Ke$  في الارتفاع نظير ارتفاع العائد الذي يطلبه الملاك لتغطية خطر الإفلاس الذي يواجهونه وعند تعدي الدين النقطة  $Y$  ستعدي التكلفة الحدية للأموال المملوكة الربح الحدي للوفورات الضريبية وعندها يظهر لنا بوضوح خطر الإفلاس الذي تتعرض له المؤسسة جراء الافراط في استخدام الديون، كما يمكن الإشارة الى انه يتحدد الهيكل المالي الأمثل عند هذه النقطة  $Y$ ، حيث تكون:  $AC$ : قيمة الوفورات الضريبية،  $BC$ : تكلفة خطر الإفلاس،  $AB$ : صافي الربح للمؤسسة المقترضة. (Watson & Head, Corporate finance principales and practices, 2007, p. 268)

✓ نظرية الوكالة:

تعود أصول هذه النظرية الى أعمال كل من Berle & Means 1932 وكذا Coase 1937 إضافة الى أعمال Fama & Miller 1972 حيث لاحظ هؤلاء أن المؤسسات تتميز بوجود هوة بين الادارة والملاك بسبب تضارب المصالح بين مختلف الأطراف المعنية بنتائج المؤسسة إضافة الى أن فصل الملكية عن الإدارة يجعل الإدارة أكثر انانية ، كانت هذه الأعمال بمثابة نقطة الانطلاق التي ارتكز عليها بحث Jensen & Meckling 1976 والذي عرف من خلالها علاقة الوكالة بأنها: "عقد بين شخص أو عدة أشخاص يسمى الموكل (الأصيل) وشخص آخر يدعى الوكيل (العميل) حيث يقوم الطرف الأول بإسناد مهام للطرف الثاني يفوض له من خلالها حق التصرف باسمه في اتخاذ بعض القرارات". أساس هذه العلاقة هو قيام الوكيل بالعمل لصالح فائدة الموكل مقابل حصوله على عمولة حيث يجوز له الحق في اتخاذ بعض القرارات ولكن بحصول هذا

الأخير على بعض المعلومات التي لا تكون مجوزة الموكل قد يسعى الى تحقيق مصالحه الشخصية من خلال الاختلاسات وتنقسم تكاليف الوكالة الى ثلاثة أنواع:

✓ **تكاليف المراقبة:** هي نفقات ناتجة عن ضرورة مراقبة الرئيس لتصرفات الوكيل الذي قد يسعى الى تحقيق مصلحته الشخصية على حساب مصلحة الموكل،

✓ **تكاليف التبوير:** هي عبارة عن نفقات يتم رصدها من طرف الوكيل للتبوير على جودة وحسن القرارات التي يتخذها لخدمة مصلحة موكله،

✓ **التكاليف المتبقية:** تنتج بعد أن تتعدى مراقبة الموكل للوكيل حدا معيناً ومعها ستتجاوز التكلفة الحدية للمراقبة العائد الحدي المتولد عن هذه العملية، أي هي تكاليف لا يمكن مراقبتها مهما بذل الوكيل من جهد في ذلك. (Kartobi, 2013, pp. 62-63)

وعموما يرجع Jensen & Meckling ظهور علاقة الوكالة الى تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين وتضارب المصالح بين المساهمين والدائنين،

✓ **تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين:**

يظهر هذا التراع بشكل خاص إذا كان المسيرون لا يملكون نسبة كبيرة من أسهم المؤسسة وبالتالي سيحاولون العمل على تعظيم ارباحهم الشخصية، حيث من وجهة نظر المسيرين يرون أنهم يتحملون مسؤولية أكبر من المكافآت التي يحصلون عليها نظير هذه المسؤولية لذلك سيبدلون مجهودات أقل في تسيير موارد المؤسسة وقد يتعدى هذا الأمر الى محاولتهم نقلها الى حساباتهم الشخصية كحصولهم على تحفيزات إضافية، طائرات، اقتناء مكاتب فخمة...، وبذلك سيحاول المساهمين مراقبتهم عن طريق ابرام عقد وكالة مع طرف آخر وهو ما تنشأ عنه تكاليف الوكالة التي سترفع من قيمة التكاليف الاجمالية التي تتحملها المؤسسة ومنه ستتأثر العوائد وكذلك

الهيكل المالي، وحسب Jensen & Meckling 1976 يتم التقليل من مشاكل الوكالة عن طريق اما  
بزيادة ملكية المدراء في المؤسسة لكي تصبح لديهم نفس اهتمامات الملاك، أو الرفع من نسبة الديون في الهيكل  
المالي والذي من شأنه أن يقلل من الملكية الرئيسية وبالتالي زيادة نسبة ملكية المدراء، ومن جهته اقترح Jensen  
1989 فرضية التدفق النقدي الحر أي النقود المتبقية بعد تمويل المشاريع فسيحاول المدراء استغلالها لزيادة  
أرباحهم كاستغلالها في إقامة مشاريع غير مجدية أو تبديد أموال الملاك باقتناء وسائل الرفاهية وتضييع فرص الربح  
على الملاك وفي ذات السياق اقترح Jensen أن يتم رفع حصص المساهمة للمدراء الى جانب استخدام الديون  
من أجل تقليل النقد الحر المتاح في المؤسسة.

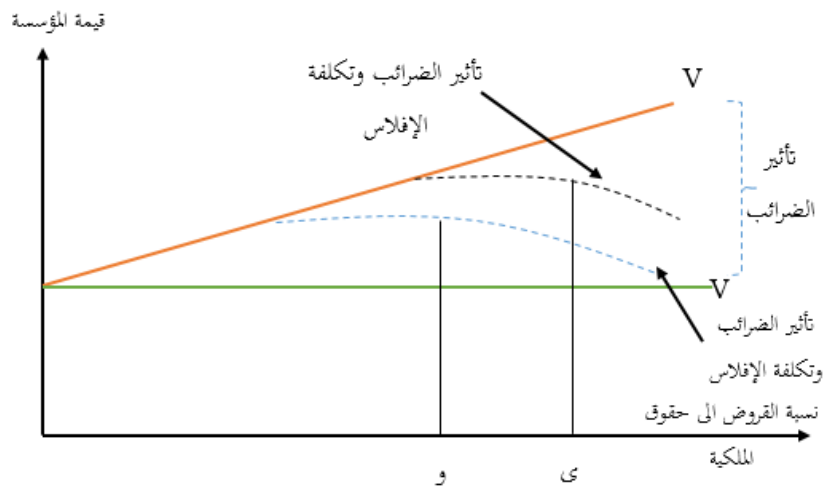
للحد من مشكل تضارب المصالح بين المسيرين والمقرضين يرى معظم الكتاب في مجال مالية المؤسسة أن لجوء  
المؤسسة الى الاقتراض هو أحسن حل لأنه سيصبح تمويل المؤسسة مشتركا ما بين المقرضين والمساهمين وبالتالي  
يتقلص حجم النقد الحر الذي يستغله المسيرين لتعظيم ارباحهم الشخصية. (Harris & Raviv, 1991, p. 301)

#### ✓ تضارب المصالح بين المساهمين والمقرضين:

عندما تعتمد المؤسسة على الديون في عملية التمويل تنشأ علاقة جديدة وهي العلاقة بين المقرضين والمساهمين،  
وعلى فرض أن المسيرين دائما يسعون الى تحقيق مصالح الملاك فان المقرضين سيضعون شروطا رقابية أكثر مع  
المطالبة بمعدل فائدة أعلى وبالتالي تظهر تكاليف الوكالة للاستدانة والتي ترتفع بارتفاع نسبة الدين في الهيكل  
المالي للمؤسسة إضافة الى ارتفاع تكاليف الملاك والذين سيطلبون بعائد أعلى نظير المخاطرة التي يتحملونها  
وكنتيجة لهذا سترتفع التكلفة الكلية للأموال وتنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

وفق هذه النظرية يسعى المقرضين الى التعرف على المخاطرة المالية والمخاطرة التشغيلية وكذا التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة، ذلك لأن المساهمين هم الذين يقومون بوضع الخطط الاستثمارية والاستراتيجية والتي قد تصب في خدمة مصلحتهم المباشرة فمثلا يقومون بالاستثمار في مشاريع قد تؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يقوم بعض المساهمين والمسيرين بإصدار سندات والاقتراض من البنوك بغرض توظيف هذه الحصيلة في استبدال أصول ذات مخاطرة منخفضة بأصول ذات مخاطرة مرتفعة والتي من المحتمل أن تكون لها عوائد أعلى، وفي حال تحقيق هذه العوائد فإن الربح الأكبر هم المساهمين، وإذا حققت خسائر فإن هذه الخسارة سوف يتحملها المساهمين والدائنين معا، هذا ما يدفع الدائنين الى وضع شروط إضافية في عقد الوكالة حماية لمصالحهم. ويرى Diamond 1989 أن اكتساب المؤسسة لسمعة جيدة في السوق من شأنه أن يخفض تكاليف الوكالة التي سببها تضارب المصالح بين المساهمين والمقرضين، حيث تعد سمعة المؤسسة كمؤشر إيجابي يزيد من ثقة المقرضين لذلك غالبا ما نجد المؤسسات ذات السمعة الجيدة تعتمد على نسب استئانة كبيرة. (براق و غربي، 2015، صفحة 177)

الشكل رقم 11-01: أثر الضريبة وتكلفة الوكالة والافلاس على قيمة المؤسسة



المصدر: (هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، 2005، صفحة 182)

تحدد النسبة المثلى للاقتراض التي تكون عندها قيمة المؤسسة في أقصى حدودها وتكلفة الأموال في أدنى حدودها عندما تنتقل من النقطة "ى" الى "و"، وهذه النقطة "و" يتحقق عندها التعادل بين الوفورات الضريبية وتكلفتها الوكالة والإفلاس. قبل أن تصل نسبة الدين الى النقطة "و" تكون الوفورات الضريبية أكبر من تكاليف الإفلاس والوكالة وعندها ترتفع قيمة المؤسسة المقترضة بارتفاع قيمة الديون، وبعد هذه النقطة يحدث عكس ذلك. يمكن صياغتها رياضياً وفق المعادلة التالية:

$$V_d = V_u + V_{Tc} - V_{ag} - V_F \dots \dots 9(1)$$

حيث:

$V_d$ : قيمة المؤسسة المقترضة،  $V_u$ : قيمة المؤسسة الغير مقترضة،  
 $V_{Tc}$ : القيمة الحالية للوفورات الضريبية،  $V_{ag}$ : القيمة الحالية لتكاليف الوكالة،  
 $V_F$ : القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

المطلب الثالث: النظريات الحديثة للهيكلة المالي

### الفرع الأول: نظرية الموازنة « TOT » (THE TRADE OFF THEORY)

تعود أصول هذه النظرية الى الطرح الذي قدمه Kraus & Litzenberg 1973 فحوى هذه النظرية هو أن الهيكل المالي للمؤسسة يتم تحديده عن طريق الموازنة بين الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية الناتجة عن عملية الاقتراض والأثر السلبي الناتج عن تكلفتها الوكالة والإفلاس على قيمة المؤسسة وعلى العكس من نظرية MM تنص هذه النظرية على وجود هيكل مالي أمثل يجعل قيمة المؤسسة في أقصى حد لها وبعده مباشرة ستنخفض القيمة بسبب تجاوز تكلفة الوكالة والإفلاس للوفورات الضريبية، تفترض هذه النظرية ما يلي:



✓ انعدام أو ضآلة تكاليف إعادة تشكيل الهيكل المالي، حيث يمكن استبدال السندات بالأسهم والعكس الى غاية الوصول الى تعظيم قيمة المؤسسة الى أقصى حد ممكن،

✓ يتم تحديد نسبة الديون في الهيكل المالي عن طريق المبادلة بين تكاليف الاقتراض ومزاياه دون الحاجة الى تغيير الخطط الاستثمارية أو هيكل الأصول،

✓ وجود نسبة دين متوقعة تختلف من مؤسسة الى أخرى ( إسماعيل، 2016، صفحة 35)

✓ تختلف النسبة المثلى للديون من مؤسسة الى أخرى بسبب بعض العوامل مثل تفضيلات المدراء، معدل الضريبة، نوعية الأصول...

✓ يتم اتخاذ قرار التمويل تزامنا مع قرار الاستثمار، وهذا عكس ما نصت عليه نظرية MM.

حسب نظرية TOT تزيد نسبة الاستدانة في المؤسسات الكبيرة ذات الربحية العالية بسبب تعدد استثماراتها وسعيها الى تحقيق وفورات ضريبية أكبر، إضافة الى انه تنخفض بها مخاطر عدم القدرة على التسديد، ولكن بالمقابل المؤسسات الصغيرة نسبيا لا تعتمد بشكل كبير على القروض وهذا نظرا لارتفاع مخاطر عدم القدرة على التسديد فيها ويمكن التمييز بين نظريتين ل TOT اذ تدعى الأولى بنظرية الموازنة الساكنة (The static trade-off theory) والثانية بنظرية الموازنة الديناميكية (The dynamic trade-off theory) (العمار و غيا، 2018، صفحة 72)

وتقدم هذه النظرية ثلاث مؤشرات لتحديد الهيكل المالي الأمثل وهي:

✓ تصنيف المؤسسات حسب درجة المخاطر التي تتحملها: تعبر المخاطرة عن درجة تذبذب صافي ربح العمليات، فالمؤسسات التي تتعرض الى مخاطر كبيرة لا يمكنها الاعتماد على الديون بشكل كبير وفي أغلب الأحيان لا تصل الى نقطة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكاليف الوكالة والافلاس.

✓ ملموسية الأصول، غالبا ما تعتمد المؤسسات التي تحوز أصولا مادية كبيرة على القروض بشكل كبير عكس المؤسسات التي لا تعتمد على الأصول المادية بكثرة، يرجع هذا الاختلاف الى أن المؤسسات من النوع الأول في حالة افلاسها تكون حصيلة بيع الأصول (أموال التصفية) كبيرة وبالتالي تكون تكاليف الوكالة والافلاس منخفضة وتحقق نقطة التوازن بينها وبين الوفورات عند معدلات مرتفعة من الاستدانة.

✓ درجة ربحية المؤسسة، حيث أن المؤسسات التي تتمتع بربحية عالية ستخضع الى معدل ضريبة مرتفع وبالتالي ستتجه نحو الزيادة في معدلات القروض من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية التي من شأنها تغطية تكلفة الوكالة والافلاس، أما المؤسسات المنخفضة الربحية ستخضع لمعدلات ضريبية منخفضة وبالتالي فمن مصلحتها عدم الاقتراض بكثرة.

تقدم هذه النظرية إجابة واضحة للتساؤل الذي طرحه Miller عن ثبات الهيكل المالي للمؤسسة رغم تغير معدلات الضريبة وهذا بعد دراسة اجراها حول نسبة الاقتراض في العشرينات والخمسينات من القرن الماضي أين لاحظ عدم تغير الهيكل المالي للمؤسسات بشكل كبير رغم ارتفاع معدل القروض من 11% في العشرينات الى 52% في الخمسينات حيث من المفروض أن تتجه المؤسسات نحو القروض بشكل كبير للاستفادة من الوفورات الضريبية الا أن المؤسسات لم تقدم على هذا الاجراء، والسبب في ذلك حسب Kim & Sorensen يعود الى ارتفاع عدد شركات المساهمة في سنوات الخمسينيات وهو ما اسفر عن ظهور تكاليف الوكالة والافلاس بشكل كبير مما يؤدي الى تساوي الوفورات الضريبية مع هذه التكاليف وبالتالي ثبات مكونات الهيكل المالي وهو ما يتطابق مع تحليل نظرية الموازنة. (هندي، 2005، صفحة 222)

### الفرع الثاني: نظرية الترتيب التدريجي لمصادر التمويل (Pecking order theory (POT)

تعود أصول هذه النظرية الى دراسة اجراها G. Donaldson توصل من خلالها الى أن المؤسسات تفضل

الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (أرباح محتجزة، مخصصات الاهتلاكات) على الأموال الخارجية، وفي سنة 1973 قام Myers بتطوير هذه النظرية وقدم اقتراحا لترتيب مصادر التمويل فالمؤسسة تبدأ في بداية الأمر باعتماد الأرباح المحتجزة في عملية التمويل، وان لم تكفي تتجه المؤسسة بعدها الى الاقتراض يليها بعد ذلك اصدار الأسهم نظرا الى ارتفاع تكلفة إصدارها وتم اعتماد هذا الترتيب استنادا الى تكلفة كل مصدر من هذه المصادر وهذا ما من شأنه أن يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة.

قدم بعدها Myers & Majluf 1984 تفسيراً واضحاً لنظرية الترتيب التدريجي للأموال في ظل عدم تماثل المعلومات بين الملاك (الأطراف الداخلية) والمستثمرين (الأطراف الخارجية) على اعتبار أن إدارة المؤسسة دائماً تسعى الى خدمة مصلحة الملاك. (Watson & Head, 2007, p. 271)

تقتضي هذه النظرية بأن المؤسسة تلجأ الى الأموال الداخلية بالدرجة الأولى بسبب انخفاض تكاليف عدم تماثل المعلومات لهذا المصدر الا أنه في أغلب الأحيان هذا المصدر لا يكفي لسد كافة الاحتياجات المالية للمؤسسة لذلك تسعى للبحث عن مصادر تمويل جديدة، تقترح نظرية POT في هذه الحالة توجه المؤسسة نحو الديون اما عن طريق اصدار سندات أو الاقتراض مباشرة اذ تنخفض تكلفة عدم تماثل المعلومات في هذا المصدر إضافة الى هذا بما أن الإدارة تعتبر كوكيل عن الملاك ستسعى الى تعظيم أرباحهم وبالتالي المحافظة على مناصبهم، ومن أجل تحقيق هذا الهدف فان لجوئها الى الاقتراض خاصة وأنه مصدر ترتفع به مخاطر الإفلاس يعتبر كإشارة الى المستثمرين على أن المؤسسة في وضعية جيدة وهي قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية، وهنا تجدر الإشارة الى ان نظرية الترتيب السلمي لا تقترح نسبة مثلى للديون وانما تلجأ اليها المؤسسة من أجل سد احتياجاتها المالية فقط في حالة عدم كفاية الأموال الداخلية، ويأتي اصدار الأسهم كمصدر أخير للتمويل في حالة عدم كفاية الأموال الداخلية والقروض في سد الاحتياجات المالية للمؤسسة، هذا لأنه ترتفع به تكلفة الإصدار وتكلفة عدم تماثل

المعلومات ويرجح أن تقوم إدارة المؤسسة بإصدار أسهم جديدة في حالة إذا كانت قيمتها الحالية أكبر من قيمتها الحقيقية من أجل الاستفادة من هذا الوضع بإدخال مساهمين جدد لتعظيم أرباح المساهمين القدامى لكن هذا القرار يعد أسوأ من ارتفاع تكلفة عدم تماثل المعلومات لأنه يعتبر كإشارة إلى السوق بان المؤسسة في وضعية غير جيدة وبالتالي سيحجم المستثمرون عن شراء أسهمها وبالتالي تنخفض قيمتها السوقية. (Tilehnoei & Boregowda, 2014, p. 115)

إضافة إلى هذا تقترح هذه النظرية أن المؤسسات ذات الربحية المرتفعة من المفترض أن تلجأ إلى الأموال الداخلية ولا تفكر إطلاقاً في الاستدانة جاء هذا التحليل معاكساً للتحليل الذي اقترحه MM وكذا نظرية TOT التي ترى بأن الاقتراض يحقق وفورات ضريبية من شأنها أن تدني تكلفة الوكالة والافلاس وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، فمن منظور POT الضرائب لها أثر هامشي ولا تؤثر بشكل كبير في قيمة المؤسسة. أيدت الكثير من الدراسات ما توصلت إليه هذه النظرية على غرار دراسة Shyam Sunder & Myers و Frank & Goyal كما توصل كل من Titman & Wessels و Booth & all إلى أنه إضافة إلى الترتيب التدريجي لمصادر التمويل هناك بعض خصائص المؤسسة تؤثر على مستويات الاقتراض في المؤسسة، وتوصل Fama & French 2002 إلى وجود علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الاستدانة، كل هذه الدراسات في مجملها تتوافق مع التحليل الذي جاءت به نظرية الترتيب التدريجي للأموال.

الفرع الثالث: نظرية الإشارة

1) الإشارة عن طريق الاقتراض:

يعتبر Ross 1977 أو من تعرض لفكرة استخدام الهيكل المالي كإشارة للسوق والتي على أساسها قد يتخذ المستثمرون قرار الاستثمار من عدمه، حيث قام بصياغة نموذج على ضوء الفرضيات التالية:

✓ سوق رأس المال تام (عدم وجود ضرائب وعدم وجود تكاليف للمعاملات)،

✓ عدم وجود تكلفة الوكالة،

✓ عدم تماثل المعلومات،

✓ المستثمرين من فئة محايدي المخاطرة. (Kartobi, 2013, p. 96).

تنص هذه النظرية على أن مسيري المؤسسات لديهم معلومات حول آفاقها المستقبلية الجيدة ويحاولون تقديم هذه المعلومات الى مختلف المستثمرين سواء الحاليين أو المتوقعين هذا من جهة، ومن جهة أخرى هذا الإعلان المباشر عن آفاق المؤسسة قد يدفع بمسيري المؤسسات الأخرى الى القيام بنفس الخطوة رغم عدم وجود آفاق جيدة لمؤسستهم مما قد يؤدي الى تظليل المستثمرين ويزرع الشك في اتخاذ قراراتهم وبالتالي سينخفض التداول في السوق المالي، ولتفادي الوقوع في هذا الأمر يفضل المسيرين ارسال إشارات الى السوق عن طريق اللجوء الى القروض، اذ تفترض هذه النظرية أن لجوء المؤسسة الى الاقتراض مؤشر إيجابي للاستثمار بهذه المؤسسة لأن المسيرين لا يقدمون على الاقتراض الذي قد يؤدي بهم الى فقدان مناصبهم نظرا لارتفاع المخاطر المالية المرتبطة به التي قد يترتب عنها افلاس المؤسسة لذلك المسيرين يكونون على دراية أكبر بقدررة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها وبالتالي يعتمد المستثمرين على تحليل قرارات المسيرين من اجل اتخاذ القرار الملائم الذي يرفع العائد أو يدي المخاطرة حسب توجه المستثمر، ويفسر قرار الاقتراض ايضا على أن الأوراق المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وعلى افتراض عدم وجود تكلفة الوكالة فان المسير يسعى لخدمة مصالح الملاك وبالتالي لجوؤه الى عملية الاقتراض يعد كإشارة الى المستثمرين المحتملين على أن المؤسسة لديها توقعات مستقبلية جيدة بشأن العوائد وهي لا ترغب في تقاسم هذه الأرباح مع مساهمين جدد. (معيزة، 2016، صفحة 119)

توصل Ross الى أن نسبة المديونية ترتفع في المؤسسة ذات الأداء الجيد أكثر منه في مؤسسة منخفضة الأداء ومنه قيمة المؤسسة أيضا ترتبط ارتباطا إيجابيا بقيمة الديون.

ومن أجل البرهنة على هذه النظرية يفترض Ross وجود صنفين من المؤسسات، A و B حيث تعتبر A من الصنف الجيد والتي من المتوقع أن تحقق نتائج جيدة و B من الصنف العادي ولا يتوقع أن تحقق نتائج معتبرة، احتمال اختيار المستثمر للمؤسسة A هو q واحتمال اختياره ل B هو 1-q، بالإضافة الى ذلك تحقق المؤسسة A دخلا قدره a والمؤسسة B تحقق دخلا b، في ظل غياب أي إشارة من طرف المؤسسات الى السوق نحصل على قيمة المؤسستين بنفس المعادلة الآتية: (Kartobi, 2013, p. 88)

$$V_0^A = V_0^B = \frac{qa + (1-q)b}{1+r} \dots 10(1)$$

حيث:

$V_0^A$ : القيمة الحالية للمؤسسة A،  $V_0^B$ : القيمة الحالية للمؤسسة B

r: معدل الفائدة الخالي من الخطر

في ظل هذه الوضعية يمكن ايجاد نموذج للتوازن على أساس الإشارات التي يتم ارسالها، مع الأخذ بعين الاعتبار نظام الحوافز الإدارية باعتبار أن المسيرين يمتلكون معلومات أكثر عن المؤسسة التي تمكنهم من اختيار المؤسسة التي سيعملون بها، ومنه يمكن صياغة المعادلة الرياضية الآتية والتي تحدد قيمة المكافآت التي سيحصل عليها المسيرين:

$$M = (1+r) y_0 V_0 + y_1 \dots 11(1) \begin{cases} V_1 & \text{si } V_1 \geq F \\ V_1 - L & ; \text{ si } V_1 < F \end{cases}$$

حيث:

$y_0$  و  $y_1$ : نسب موجبة للمكافآت التي سيحصل عليها المسيرين،

L: تمثل العقوبة التي ستلحق بالمسيرين في حالة تحقيق المؤسسة للخسارة،

F: مقياس لمستوى الديون في المؤسسة، (A. ROSS, 1977, p. 28)

لتكن  $F^*$  القيمة لدرجة المعبرة عن القروض حيث:  $b \leq F^* < a$

إذا كانت  $F < F^*$ : فان السوق يتوقع ان تكون المؤسسة من النوع **A**، أما إذا كان  $F > F^*$ : فان السوق يتوقع أن تكون المؤسسة من النوع **B**.

ومن أجل تحقيق التوازن يجب أن تكون توقعات المستثمرين صحيحة أي أنه يجب أن تقتض المؤسسات من الصنف **A** بمقدار  $F_A > F^*$  (قيمة الديون الفعلية أكبر من القيمة الحرجة للديون)، وتقوم المؤسسات من الصنف **B** بالاقتراض بمعدل أقل من القيمة الحرجة للقروض  $F_B < F^*$ .

يتم احتساب مكافآت المسيرين في المؤسستين **A** و **B** على التوالي حسب الصيغة الموالية:

$$M^A(F) = \begin{cases} (y_0 + y_1) a ; \text{ si } F^* < F_A < a \\ y_0^b + y_1^a ; \text{ si } F^A \leq F^* \end{cases} \dots\dots 12(1)$$

$$M^B(F) = \begin{cases} y_0^a + y_1 (b - L) ; \text{ si } F^B > F^* \\ (y_0 + y_1) b ; \text{ si } F^B \leq b \leq F^* \end{cases} \dots\dots 13(1)$$

يمكن تحقق توازن السوق في حالة اختيار مسيري المؤسسة **A** لنسبة اقتراض قدرها  $F^A$  حيث تكون  $F^* < F^A < a$ ، واختيار مسيري المؤسسة **B** لنسبة اقتراض قدرها  $F^B$  حيث  $F^* > b > F^B$  هذا على اعتبار أن المسيرين لن يقوموا بأي تعديل في مستوى الديون في الهيكل المالي للمؤسسة حتى يتمكن المستثمرين من التمييز بين المؤسسات بكفاءة، بالنسبة للمسيرين في المؤسسة **A** يكون من صالحهم الإبقاء على نفس معدل الاستدانة لان:

$$(y_0 + y_1) a > y_0^b \dots\dots 14(1)$$

$$y_0 (a-b) < y_1 L$$

وكذلك بالنسبة لمسيري **B** يصبح

كما أشرنا سابقا فإنه من مصلحة المسيرين الإشارة بشكل صحيح والإبقاء على الهيكل المالي على حاله لأنه في حالة ارسال إشارة خاطئة سوف يؤدي الى تحقيق عقوبة أكبر من العائد المحقق. (Kartobi, 2013, p. 89)

#### الفرع الرابع: نظرية توقيت السوق

يعتبر Baker & Wurgler أول من أشارا الى نظرية توقيت السوق من خلال دراسة أجريت سنة 2002 على عينة من الشركات الأمريكية، ويمكن تقسيم الدراسات التي أجريت حول هذه النظرية الى اربعة أنواع: أولا، قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة في الوقت الذي تكون فيه أسهمها في السوق مقومة بأكثر من قيمتها الحقيقية وتقوم بإعادة شراء هذه الأسهم في الوقت الذي تكون مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية. (A. Obay, 2018, p. 1300) ثانيا، تقوم المؤسسة بإصدار أسهم في الوقت الذي تكون فيه تكلفتها ضئيلة وتقوم بإعادة شرائها اذا كانت تكلفتها مرتفعة. ثالثا، تحليل العوائد المتوقعة يقترح أن المؤسسة تصدر أسهما في الوقت الذي يكون فيه المستثمرين أكثر حماسة للعوائد المحتملة. رابعا، اعتراف المسيرين بوجود اثر لتوقيت السوق في تشكيل الهيكل المالي. (BAKER & WURGLER, 2002, p. 1)

ويشير (Baker & Wurgler) الى أن تشكيل الهيكل المالي يعتمد بالأساس على تراكمات نتائج القرارات التمويلية السابقة كما يستند الى الظروف السائدة في السوق المالي، حيث أن تقلبات الأسعار السوقية للأسهم تؤثر بشكل كبير. رغم أن هذه النظرية لم تحدد طريقة معينة لتشكيل الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الا انها تقدم بعض المؤشرات كتحديد مميزات سوق رأس المال والأوضاع الاقتصادية للبلد التي تساعد على اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة. (حركاتي، 2018، صفحة 121)

قدم (Baker & Wurgler) دليلا على أن توقيت السوق للأسهم يؤثر على الهيكل المالي حيث عرفا توقيت السوق للأسهم على أنه المتوسط المرجح لاحتياجات رأس المال الخارجي خلال السنوات القليلة الماضية.



كما توصلنا إلى أن التغيرات في معدل الاستدانة مرتبطة ارتباطاً موجباً وقويًا بتوقيت السوق وبالتالي فقرار تشكيل الهيكل المالي ما هو إلا محصلة لتراكمات نتائج المحاولات السابقة لتوقيت السوق. (Luigi & Sorin, 2009, p. 318)

### المبحث الثاني: مدخل إلى القيمة والربحية

غالباً ما يكون للهيكل المالي وتركيبته أثراً مباشراً على ربحية المؤسسة ومن ثم على قيمتها السوقية ولهذا جاء هذا المبحث الثاني ليشرح لنا ماهية التقييم وقيمة المؤسسة وأنواع القيمة ومختلف النماذج المستخدمة في هذه العملية إضافة إلى التعرّيج على مفهوم الربحية وسياسة توزيع الأرباح.

### المطلب الأول: ماهية القيمة والتقييم

#### الفرع الأول: تعريف القيمة، أنواعها

#### 1. تعريف القيمة

يوجد اختلاف كبير بين الاقتصاديين في تحديد مفهوم القيمة فهناك من قام بتحديددها وفقاً لتفاعل قوى العرض والطلب أو وفقاً لمنفعة الشيء أو وفقاً لتكلفته أو العمل ومن أجل ذلك سنقدم مجموعة من التعاريف التي تعطينا صورة شاملة حول مفهوم القيمة:

- ✓ القيمة لغة هي النوع من القيام وثمر الشيء الذي يقدر به وجمعها قيم.
- ✓ تنقسم القيمة عند الاقتصاديين إلى نوعين يتم من خلالهما تحديد مفهومها، الأولى هي القيمة التبادلية والتي تتحدد عند مبادلة السلع والخدمات وتعبر عن قدرة وحدة واحدة من سلعة ما على اقتناء عدة سلع أو عدة وحدات من سلعة ماثلة، في حين النوع الثاني هي القيمة الاستعمالية: والتي تتحدد بمقدار المنافع التي تحققها هذه السلعة للمستهلك.

✓ وقام منظري علم المالية والمحاسبة بإعطاء مفهوم آخر للقيمة من خلال قيامهم بترجمة مختلف عمليات المؤسسة الى أرقام وتقييدها في دفاتر وسجلات تعكس كل العمليات التي قامت بها المؤسسة إضافة الى اظهار طريقة الحصول على الأموال واستخداماتها من أجل تحديد المركز المالي للمؤسسة وعلى أساسه يتم تحديد القيمة. (خيرى، 2019، صفحة 4)

وأشار (Fisher 1907) بان "قيمة أصل ما هي مصدر إيرادات يعبر عنها بالقيمة الحالية للمبالغ المحصلة مستقبلا"، كما يرى (J.B. Williams 1938) أن قيمة أصل ما تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات النقدية المقدرة التي سيحققها أي أن قيمة الأصل لا تقاس بالعودة الى الماضي وانما بالعوائد المستقبلية التي سيحققها، ويعتبر (J.B. Williams) أول من قدم تعريفا متكاملا حول القيمة الحقيقية للسهم. (ارحاب، 2017، صفحة 12)

إضافة الى هذه التعاريف توجد تعاريف أخرى وهي:

✓ هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو هي ذلك الحق في الحصول على عوائد مستقبلية جراء استخدام هذا الأصل، تجدر الإشارة الى أن هناك فرق جوهري بين القيمة والسعر فهذا الأخير هو عبارة عن مبلغ مدفوع من أجل الحصول على أصل ما، أي أن القيمة كامنة في جوهر الأصل وعندما تتم عملية التبادل تترجم هذه القيمة الى سعر.

ويرى آخرون أن القيمة هي عبارة عن رأي (opinion) والسعر هو حدث (un fait) ويقصد به سعر الدفع الذي على أساسه تتم عملية البيع والشراء في البورصة.

كما أن القيمة تستند الى الرأي النظري الذي يعتمد على مفهوم المنفعة فالمستثمر يقوم بتقييم الأصل على أساس المنفعة التي يتوقعها منه بالنظر الى البدائل المتاحة أي أن القيمة موجودة في الأصل بحد ذاته، وعند توافق العرض والطلب على أصل ما تتحول القيمة الى سعر. (بكارى، 2010، صفحة 13)

وتعرف قيمة المؤسسة بأنها عبارة عن مبلغ نقدي عادل يخلص اليه خبير متخصص، والذي يعكس قيمة حاصل جمع قيم مختلف أصولها في ظل استمرارية النشاط. (راجي و بومزايد، 2018، صفحة 370)

من خلال ما سبق يمكن القول إن السعر ما هو الى تعبير فعلي عن قيمة الأصل يعكس مدى جودته، ومستوى الطلب عليه وكل المعلومات حوله للتعبير بشكل دقيق عن قيمته.

## 2. أنواع القيمة

توجد عدة أنواع للقيمة تختلف باختلاف من يقوم بعملية تقدير القيمة والهدف من هذه العملية ووقت القيام بها سيتم بيانها كما يلي:

### أ. القيمة السوقية العادلة:

هي من أبرز أنواع القيمة المتعارف عليها والأكثر استعمالا وتعرف حسب هيئة الإيرادات الداخلية الأمريكية بأنها: "السعر الذي يجعل الملكية تتبدل بين مشتري راغب في الشراء وبائع راغب في البيع حينما لا يكون الأول مكره على الشراء ولا يكون الثاني مكره على البيع وأن يكون لكلا الطرفين معرفة معقولة بالحقائق المرتبطة بالعملية". وعرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) على أنها: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية وله مطلق الحرية وبدون وجود اكراه على إتمام الصفقة".

ب. القيمة الاستثمارية:

هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، تختلف هذه القيمة من مشتري محتمل لآخر بسبب مجموعة من العوامل تتمثل في:

✓ فرص خلق القيمة المتصورة،

✓ رغبة المشتري في دخول سوق جديدة،

✓ سلوك المشتري اتجاه المخاطرة،

✓ وضعية المشتري تجاه الضرائب،

✓ مدى تفاؤل المشتري

ترتبط القيمة الاستثمارية بالقيمة السوقية العادلة، الا أنه من النادر أن يتساويا بسبب الاختلاف الكبير بين توقعات وافتراضات المشترين المحتملين، وبالتالي سيكون هنالك تباين في المبلغ الذي يكون المستثمرين على استعداد لدفعه مقابل الحصول على أصل ما.

ج. القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية:

تعتبر القيمة الاستعمالية عن طرف خاص تجرى في ظل افتراضات معينة عند تقدير قيمة الأصول، وتعرف بأنها قيمة أصل ما كجزء من المشروع الجاري فمثلا في حالة الاندماج تتأثر قيمة الأصول المكتسبة خاصة المادية منها باستعمالها، وعند تقدير قيمة أصول مستخدمة من طرف مؤسسة مستحوذة من المفترض أن تزال هذه الأصول في ذروتها الإنتاجية.

وعلى عكس القيمة الاستعمالية ترتبط القيمة التبادلية بقيمة الأصل المملوك بحد ذاته مستقلا عن أي جهة مستخدمة، والقيمة التبادلية في أغلب الأحيان تكون أقل من القيمة الاستعمالية حيث أن بيع المؤسسة لأصل ما لوحده تكون قيمته أقل مما لو بيع كجزء من المؤسسة بأكملها.

### د. قيمة شهرة المحل: Goodwill

تدرج ضمن الأصول في صنف التثبيتات المعنوية وهي تلك الصفات الغير قابلة للقياس بدقة التي تجذب العملاء الى مؤسسة ما دون غيرها وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب كان. ويتم حساب قيمة شهرة المحل غالبا في حالة الاندماج أو إعادة التقييم لغرض دخول ملاك جدد على اعتبار أنها ذلك الفرق بين السعر المدفوع نظير مؤسسة مكتسبة والقيمة السوقية العادلة للأصول المكتسبة مع اعفاء الخصوم من هذه العملية.

### هـ. قيمة المشروع المستمر:

هي عبارة عن أصل معنوي غير قابل للاستهلاك يمتلكه مشتري مؤسسة ما وتعكس هذه القيمة أن المؤسسة التي تم شراؤها بها موظفين وإدارة ولديها زبائن وموردين، تم استخدام هذا المفهوم عندما صعبت البرهنة على وجود شهرة المحل أو لا.

### و. القيمة الدفترية:

القيمة الدفترية هي عبارة عن مفهوم محاسبي وضريبي وليس اقتصادي أو تقييمي، ويطلق عليها محاسبا بالقيمة الصافية كما أنها تعبر عن التكلفة التاريخية لأصل ما ناقص الاهتلاك المتراكم والنسبة للمؤسسة فالقيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية.

ز. قيمة التصفية:

تعبّر عن هذه القيمة عن ظرف معين كحالة عرض أصل ما للبيع مثلا وتنقسم التصفية الى نوعين، تصفية اجبارية: هي المبلغ الصافي الذي يحققه أصل ما إذا عرض للبيع في السوق المفتوحة وفي هذ الحالة يكون كلا من البائع والمشتري على معرفة تامة بهذا الأصل ولكن البائع يكون مجبرا على البيع بينما المشتري غير مجبر على الشراء. تصفية منظمة: هي مثل التصفية الاجبارية مع اختلاف في اتاحة مدة زمنية معقولة أمام البائع لإيجاد مشتري حيث يكون البائع مضطر للبيع بينما المشتري راغب في الشراء وغير مضطر له.

ح. القيمة القابلة للتأمين:

وهي قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما والتي يتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة حدوث خسائر.

ط. قيمة الاحلال:

وهي قيمة اقتناء أصل جديد ذو منفعة مساوية، عادة ما تستخدم هذه القيمة في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرا كالأثاث والتجهيزات.

ي. القيمة المتبقية:

هي ذلك المبلغ الممكن الحصول عليه عند التنازل عن أصل ما أصبح عديم الفائدة بالنسبة للمالك الحالي. (حماد،

2008، الصفحات 12-20)

### 3. مسار عملية التقييم

من أجل تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة توجد مجموعة من الخطوات يجب على المقيم تتبعها، وهي كالآتي:

الشكل رقم 12-01: مسار عملية التقييم



المصدر: Arnaud Thauvrron ; Evaluation d'entreprise ; p18

قبل الشروع في عملية التقييم يتعين على خبير التقييم جمع المعلومات الضرورية حول المؤسسة محل التقييم وكذا حول محيطها، وهذا لكونها عملية صعبة ودقيقة وتتطلب وقتا وجهدا كبيرا من المقيم.

الفرع الثاني: تعريف التقييم وطرقه

### 1. مفهوم التقييم

هو عبارة عن ذلك الجهد المبذول من أجل قياس القيمة الحقيقية لأصل ما (مادي، مالي..). وبالنسبة لتقييم المؤسسة فانه عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة أي تحديد قيمة ثروة الملاك.

ويعرف أيضا بأنه الوصول الى تحديد السعر أي تحديد نقطة التلاقي بين العرض والطلب، كما أنه عبارة عن حصر لأصول وخصوم مؤسسة ما من أجل تحديد القيمة الصافية لهذه الأصول مهما كانت الطريقة المتبعة في التقييم. (بكارى، 2010، صفحة 14)

مما سبق يمكن القول بأن التقييم هو عملية تحديد القيمة الحقيقية لأصل ما باستخدام عدة أساليب رياضية ومحاسبية.

## 2. دوافع عملية التقييم

تقوم المؤسسات في غالب الأحيان بعملية التقييم لأسباب قد تكون استراتيجية أو تشغيلية وتمثل في:

✓ سيطرة مؤسسة على مؤسسة أخرى بامتلاك جزء كبير من رأسمالها،

✓ التنازل على شهرة المحل،

✓ تسعير أسهم البورصة تمهيدا لدخولها الى البورصة،

✓ عمليات الاندماج والاستحواذ ودخول المؤسسات في شراكة فيما بينها،

✓ رفع رأس المال لتحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة،

✓ طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام،

✓ قياس الأداء المالي ومدى خلق المؤسسة للقيمة،

✓ مردودية الأموال المستثمرة وتطور الذمة المالية للمؤسسة،

✓ قرار تداول الأسهم والسندات في إطار تسيير المحفظة الاستثمارية.

تعتبر عملية تقييم المؤسسة من أصعب المهام بسبب كثرة العوامل المؤثرة في قيمة المؤسسة لذلك يجب على المقيم

احترام مجموعة من المبادئ التي تمكنه من القيام بهذه العملية على أحسن وجه والتي سنوجزها فيما يلي:

✓ يجب أن تكون لديه معلومات كافية حول المؤسسة محل التقييم،



✓ استخدام بيانات رسمية مصادق عليها من طرف خبراء، كالقوائم المالية مثلا ينبغي أن تكون مصادق

عليها من طرف مدقق الحسابات.

✓ يتم التقييم في إطار نسبة مئوية محددة من القيمة المحاسبية أو السوقية وليس مبلغا محددًا،

✓ يجب مراعاة مدة التقييم وكذا الأخذ في الحسبان مستقبل المؤسسة،

✓ يجب ادراج تكلفة التقييم ضمن عملية التقييم ذاتها،

✓ يتم استخدام عملية المراجعة من أجل تحديد طريقة التقييم الملائمة. (بن الضب، 2009، صفحة

21)

### 3. مراحل عملية التقييم

من أجل تحديد قيمة المؤسسة يتبع خبير التقييم مجموعة من المراحل تتمثل في:

✓ جمع المعلومات: وهي أول خطوة يقوم بها المقيم عن طريق جمع مختلف البيانات المحاسبية، المالية، الجبائية

(الميزانية، جدول حسابات النتائج، تقرير محافظ الحسابات...) حول المؤسسة من عدة مصادر كالتقارير

السنوية التي تعدها المؤسسة، تقارير البورصة وكذلك بعض المصادر الخارجية الأخرى كمديرية

الضرائب.

✓ تشخيص وضعية المؤسسة: يقوم المقيم بإجراء تشخيص داخلي للمؤسسة من أجل تحديد نقاط القوة

والضعف، بالإضافة الى التشخيص الخارجي الذي يسمح له بتحديد الفرص والتهديدات كتحديد موقع

المؤسسة في السوق وكذلك الفرص المتاحة كإمكانية التوسع وانشاء أسواق جديدة.

✓ اختيار طريقة التقييم: من خلال ما سبق يقوم المقيم بعملية المراجعة بين عدة تقنيات متاحة للتقييم من

أجل اختيار طريقة أو أكثر لتقييم المؤسسة.

✓ تحديد قيمة المؤسسة: ليتوصل في الأخير خبير التقييم الى قيمة أو مجال من القيم يتم وفقا لها التفاوض

لتحديد السعر. (راجحي و بومزايد، 2018، صفحة 372)

### المطلب الثاني: طرق تقييم المؤسسة

توجد عدة طرق يتم استخدامها من اجل الوصول الى القيمة الحقيقية أو العادلة للمؤسسة وكل هذه الطرق

متعارف عليها دوليا ومصادقة من طرف خبراء دوليين، اذ يتوجب على خبير التقييم فقط المفاضلة بين هذه

الطرق واختيار الأنسب لمؤسسته

### الفرع الأول: مقارنة الذمة المالية

تعتبر من أبرز الطرق المستعملة في تحديد قيمة المؤسسة والتي تساعد في عمليات الاندماج أو الشراكة أو

البيع وغيرها من القرارات التي تحتاج الى معرفة قيمة المؤسسة، رغم أن هذه الطريقة تستخدم الميزانية المحاسبية

كأبرز وسيلة للتقييم التي ترصد لنا بيانات تاريخية مما يعني أنها تحمل المستقبل الا أنها تبقى واحدة من أبرز

الطرق التي اللجوء اليها في عملية التقييم، تتكون مقارنة الذمة المالية من عدة طرق (بكاربي، 2010،

صفحة 46) وهي:

### 1. طريقة الأصل المحاسبي الصافي (ANC)

غالبا ما تتأثر أصول المؤسسة بعدة عوامل اقتصادية كالتضخم، اهتلاك قيمة الأصول وطرق التسجيل

المحاسبي، لذلك تلجأ المؤسسة في بعض الأحيان الى عملية إعادة التقييم من أجل تحديد القيمة الحقيقية لها

التي من شأنها إعطاء نوع من المصادقية والواقعية لقيم هذه الأصول فمثلا نجد أن القيم المعنوية غير قابلة

للتقييم وكذا إزاحة بعض التكاليف الوهمية، وتحسب قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة بالمعادلة التالية (بن

الضب، 2009، صفحة 21):  $\text{قيمة المؤسسة} = \text{الأصل المصحح} - \text{الديون المصححة} \dots 15(1)$

## 2. طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)

تأخذ هذه الطريقة كل عناصر الأصول والخصوم ثم تقوم بإجراء مختلف التعديلات والتصحيحات اللازمة بغية الوصول الى تحديد القيم الحقيقية لعناصر الميزانية، حيث نحصل على قيمة الأصل الصافي المصحح من خلال الفرق بين الأصل المصحح والديون المستحقة المصححة، (Duplat, 2007, p. 104) ويتم حسابه من ميزانية واحدة وفق الصيغة التالية:

$$\text{ANCC} = \text{الأصل الصافي للميزانية} - \text{الديون الحقيقية} - \text{أصول وهمية أي لا قيمة لها} + \text{الخصوم الوهمية أي فارق تحويل الخصوم} \pm \text{فرق إعادة التقييم} \dots 16(1)$$

كما يمكن حساب قيمة الأصل المحاسبي الصافي المصحح من منظور قيمة الاستعمال والذي يعني في هذه الحالة رأس المال المستثمر من طرف المساهمين في المؤسسة، من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الأصل الصافي المصحح} = \text{قيمة الاستعمال للأصل الاقتصادي} - \text{الديون} \dots 17(1)$$

نادرا ما تتعلق قيمة الأصل المصحح بالقيمة الاستعملية الحالية لأصول مستعملة من طرف المؤسسة وهذا راجع لعدة عوامل نذكر منها:

- ✓ طبيعة التسجيل المحاسبي والتي تتم على أساس التكلفة التاريخية،
- ✓ الأصول خارج الاستغلال والخصوم المخفية،
- ✓ قيمة سندات المساهمة،
- ✓ قيم الأصول المعنوية المسجلة في الميزانية. ولهذا يجب القيام بتحليل شامل لعناصر الميزانية من أجل التمكن من تقدير قيمة الأصل الصافي المصحح، هذا ما يبين صعوبة التقييم وفق هذه الطريقة والتي تتم عن طريق قيام خبير التقييم بتعديل الميزانية مجموعة بعد مجموعة في بداية الأمر الأصول المادية خارج

الاستغلال التي يسهل تقييمها اما عن طريق قيمتها السوقية أو عن طريق خبر، ليبدأ بتقييم الأصول

المادية للاستغلال التي يصعب تقييمها، ويتم إعطاء قيمة الأصل الصافي الصحيح كما يلي:

تتطلب عملية التقييم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح مراعاة بعض العوامل وهي:

✓ في بعض الأحيان نجد بعض الأصول المسجلة في الميزانية قد تم التنازل عنها وأخرى لا تظهر في

الميزانية، لذلك يجب بداية التأكد من الوجود الفعلي لكل عناصر الميزانية قبل التقييم،

✓ تمييز العناصر المرتبطة والغير مرتبطة بالاستغلال من خلال تقدير الاستعمال الحقيقي لها،

✓ السير الحسن للاستغلال فمن منظور استمرارية الاستغلال تأخذ قيمتها التي يتعكس وظيفتها،

✓ أحيانا نجد بعض الأصول التي لا يتم استعمالها في الوقت الحالي لكن سيبدأ العمل بها مستقبلا فيجب

أن تأخذ بعين الاعتبار قبل الشروع في عملية التقييم،

✓ الأصول الغير مستعملة حاليا والتي لا حاجة للمؤسسة بها إذا ستعتبر كخردوات،

✓ مراقبة الوضعية الحالية للأصول من جميع الجوانب (العمر، الصيانة، الطاقة الإنتاجية...).

بعد التأكد من هذه المعلومات والتحقق من عناصر الذمة المالية تتحدد قيمة المؤسسة كما يلي:

قيمة الذمة المالية للمؤسسة = الأموال الخاصة المحاسبية ± تصحيحات الأصول ± تصحيحات

الخصوم...19(1)

نظرا للقصور والانتقادات العديدة لطريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح كان من الضروري البحث عن طرق أكثر

كفاءة وفعالية في تقدير الذمة المالية للمؤسسة وهو ما أثمر عن ظهور طريقتي القيمة الجوهرية والأموال الدائمة

الضرورية للاستغلال. (بكارى، 2010، الصفحات 47-75)

### 3. طريقة القيمة الجوهرية

تمثل القيمة الجوهرية مجموع الأصول المادية المستخدمة والمنظمة من طرف المؤسسة من أجل تحقيق هدف ما دون الأخذ بعين الاعتبار طريقة تمويل هذه الأصول، وبالرجوع الى ما ورد في هذا التعريف فان القيمة الجوهرية هي مجموع الأصول بعد القيام بالتعديلات التالية:

- ✓ ادراج كل التثبيتات داخل الاستغلال التي تستعملها المؤسسة ولكن لا تمتلكها (المؤجرة)،
- ✓ تحذف كل العناصر خارج الاستغلال من التثبيتات،
- ✓ حذف قيمة شراء المحل التجاري،
- ✓ يتم تقييم وادراج باقي عناصر التثبيتات المعنوية (براءات الاختراع، علامة تجارية...)،
- ✓ أما الأصول المتداولة فيرى بعض الخبراء بوجود دمجها في عملية التقييم، اما البعض الآخر لا يرى في ذلك أهمية بسبب تغيرها الدائم. (روابحي، 2006، صفحة 179)

ويعود الفضل في اكتشاف مفهوم القيمة الجوهرية الى مجموعة من الخبراء الألمان سنة 1960 وتعرف كذلك على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) المكونة للذمة المالية للمؤسسة. تختلف هذه الطريقة عن الطريقة السابقة (ANCC) في أن العناصر المشكلة لها مستقلة عن نمط تمويلها ووضعيتها القانونية كما انها موجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة. والعلاقة التالية توضح طريقة حساب القيمة الجوهرية:

القيمة الجوهرية = الأصول الاجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار  
الضرورية للاستغلال غير المملوكة + المصاريف الضرورية للاستثمار لاستكمال وتجديد والحفاظ على  
المعدات

قام بعض الخبراء بالأخص منهم المنتمون للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين بإضافة تقسيمات جديدة للقيمة الجوهرية بإضافة صنفين جديدين حسب معيار مكونات تمويل الأصول كما يلي:

✓ القيمة الجوهرية المخفضة: تقوم على أساس استبعاد الديون بدون فوائد من القيمة الجوهرية الاجمالية (كديون الموردين)،

✓ القيمة الجوهرية الصافية: تساوي القيمة الاجمالية مطروح منها اجمالي الديون، وبهذا فهي تقترب في مفهومها من مفهوم الأصل الصافي المصحح (ANCC) الا أن هذه الأخيرة تأخذ بعين الاعتبار الأصل المستأجر. (بن الضب، 2009، صفحة 25)

#### 4. طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)

جاءت هذه الطريقة على أنقاض الانتقادات التي وجهت الى طريقة القيمة الجوهرية خاصة فيما يتعلق بتمويل العناصر الضرورية للاستغلال على يد كل من (A. Barnay & G. Calba)، يتلخص مضمون هذه الطريقة بالأساس في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، أي الموارد المالية المتعلقة بدورة الاستغلال والاستثمار والتي تقوم على أساس مفهوم التوازن المالي الذي يتم فيه تغطية الأصول الثابتة باستخدام الأموال الدائمة والأصول المتداولة عن طريق الخصوم المتداولة. ولحساب الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال نستخدم المعادلة التالية:

$$\text{CPNE} = \text{القيم الثابتة للاستغلال} + \text{احتياج راس المال العامل للاستغلال} \dots 22(1)$$

تعتبر طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال أكثر نجاعة عندما تستخدم من أجل التنبؤات المستقبلية لأنها ملائمة لحركية الاستثمارات واحتياجات راس المال العامل الواجب تمويلها.

من خلال المعلومات السابقة يمكن القول بأن مدخل الذمة المالية يعتمد على فحص وتحليل مختلف عناصر الأصول الظاهرة في ميزانية المؤسسة والتحقق منها وهذا من أجل تقدير قيمتها بشكل موضوعي ودقيق يعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة.

### الفرع الثاني: الطرق المرتكزة على مقارنة العائد

تدرج ضمن هذه الطريقة المفاهيم التالية:

#### 1. قيمة المردودية

تعد طريقة قيمة المردودية من بين الطرق الأكثر استخداما من طرف الخبراء ويتم تحديد قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة من خلال رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، كما توضحه المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t} \dots\dots 23(1)$$

حيث:  $V$  = قيمة المؤسسة،  $n$ : عدد السنوات،  $B$ : المتوسط الحسابي للربح المتوقع،  $I$ : معدل الاستحداث.

وفيما يلي سنقوم بشرح جانب من عناصر هذه المعادلة المتمثلة فيما يلي:

✓ **الربح:** يتم التقييم حسب الطرق التقليدية من خلال الربح المحقق خلال الثلاث سنوات الماضية أو

الخمس كما يلي:

$$B_{3ans} = \frac{b(t-1) + b(t-2) + b(t-3)}{3} \dots\dots 24(1)$$

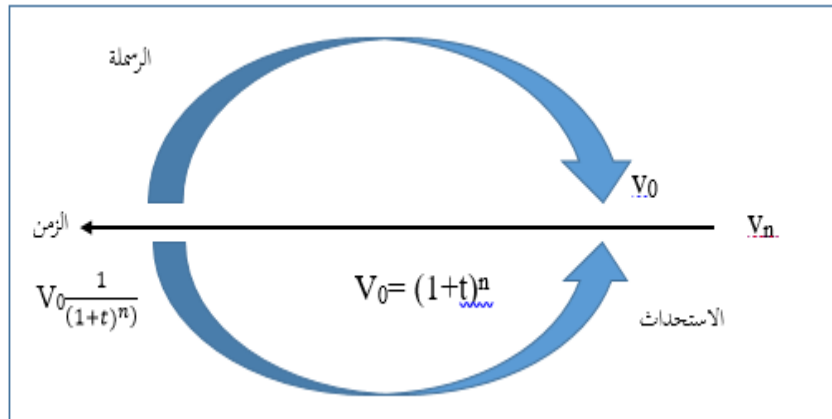
اذ تمثل:  $b(t-1)$ : الربح المحقق خلال السنة الماضية وهكذا  $(t-2)$  الخ،  $B_{3ans}$ : المتوسط الحسابي للربح

خلال 3 سنوات.

من خلال المعادلة السابقة يتضح أن هذه الطريقة مرتبطة بالنتائج المحققة سلفا وليس بما ستحققه مستقبلا أي أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، وبما أنه من المتعارف عليه أن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلا وبالتالي وجب البحث عن البديل وهو الربح الناتج عن التوقعات والذي يمثل حقيقة مردودية الأموال المستثمرة. (خيري، 2019، صفحة 21)

✓ **معدل الاستحداث:** هو ذلك المعدل الذي يمكننا من الحصول على قيمة مستقبلية انطلاقا من القيمة الحالية مع الاخذ بعين الاعتبار الانخفاض الخاص بالزمن، وهنا تجدر الإشارة الى أن معدل الاستحداث ومعدل الرسملة ما هما الا وجهان لعملة واحدة تتمثل في سعر الوقت، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم 13-01: العلاقة بين الرسملة والخصم



المصدر: (Vernimmen, Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2009, p. 294)

حيث:  $V_0$ : القيمة الحالية،  $V_n$ : القيمة المستقبلية،  $i$ : معدل الاستحداث،  $t$ : عدد السنوات.

✓ **مدة الاستحداث:** عادة ما تكون مدة الاستحداث قصيرة لا تتعدى الخمس سنوات مقارنة مع مدة حياة المؤسسة، وهذا من أجل التقليل من مشاكل عدم التأكد. (بكار، 2010، صفحة 93)



## 2. نسبة السعر الى الربح «PER»:

تحتوي هذه الطريقة بالاستخدام الواسع من طرف الخبراء الماليين، يشير هذا المؤشر الى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، ويتم التقييم وفق هذا المؤشر باستخدام الصيغة التالية:

$$V = \frac{p}{e} . B \dots 25(1)$$

مع:

$V$ : قيمة المؤسسة،  $\frac{p}{e}$ : معامل نسبة سعر السهم،  $B$ : الربح الإجمالي للمؤسسة.

يستخدم هذا المؤشر في البورصة اذ تشير الى كم من الربح تقبل المؤسسة دفعه على ورقة مالية، او كم مرة نقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما. (خيري، 2019، صفحة 23)

## 3. التقييم من خلال تحيين توزيعات الأرباح

وفق هذا المفهوم تستخدم عدة طرق لتقييم المؤسسة والتي سنعرضها فيما يلي:

أ. طريقة الأساس: تستخدم هذه الطريقة بكثرة في البورصة من أجل تقييم الأسهم ويتم حساب قيمة

السهم من خلال قسمة توزيعات الربح للسهم على معدل الاستحداث، كما تبينه المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \dots 26(1)$$

وتمثل  $V$ : قيمة السهم، و  $D_t$ : توزيعات الأرباح للسهم خلال السنة  $t$ ،  $K$ : معدل الاستحداث.

ب. نموذج الأساس لقسمة ربح ثابتة:

بافتراض أن توزيعات الأرباح ستظل ثابت الى ما لا نهاية سنتحصل على:

$$V = D \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K)^t} \dots 27(1)$$

$$\text{اما } V = \frac{D}{K}, \text{ بالأخذ في الحسبان للالتقاء نحو } \frac{1}{K} \text{ للتركيبية: } \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K)t}$$

قيمة السهم المحققة عند توزيعات الأرباح الثابتة تساوي الى مقلوب المردودية مضروبة في توزيع الربح

### ج. نموذج Fisher:

قدم فيشر معادلته في تقييم أسهم المؤسسة كما هو موضح فيما يلي:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{div}{(1+k)t} + \frac{Pt}{(1+k)n} \dots \dots 28(1)$$

حيث أن:

$V$ : قيمة المؤسسة،  $div_t$ : الأرباح الموزعة للسهم خلال الفترة  $t$ ،  $P_t$ : سعر التنازل عن السهم في نهاية السنة

$k$ : معامل التحيين (العائد المتوقع من طرف المساهمين)، والملاحظ أن هذه المعادلة يمكن تقسيمها الى شقين:

$$\sum_{t=1}^n \frac{div}{(1+i)t} \text{ تمثل القيمة الحالية لأرباح الأسهم الموزعة خلال الفترة } n \text{ والشق الثاني:}$$

$$\frac{Pt}{(1+i)n} \text{ : القيمة الحالية لسعر التنازل عن السهم في نهاية السنة } n.$$

الا أن هذا النموذج يعاني من مشكلة تقدير إعادة البيع عند انتهاء الفترة التي يصعب تطبيقها في أرض الواقع

إضافة الى صعوبة تقدير قيم الأرباح الموزعة في السنة  $n$  ومن أجل تدارك هذا المشكل نفترض أن  $n$  تؤول الى

ما لانهاية  $\infty+$  مما يجعل الشق الثاني من المعادلة أو قيمة  $Pt$  تؤول الى الصفر، الا انه يتبقى لدينا مشكل آخر الا

وهو طريقة تحديد قيمة الأرباح الموزعة  $div$  عبر الزمن وبدون توقف، مما يجعل من هذا النموذج غير قابل

للتطبيق العملي، وهذا ما أدى الى ظهور النموذج الموالي،

### ✓ نموذج Gordon & Shapiro:

قام هذا النموذج بإدراج فرضية جديدة ألا وهي النمو المتزايد لتوزيعات الأرباح وثباته على المدى الطويل مما يسمح لنا بتقدير القيمة المستقبلية لتوزيعات السنة المقبلة انطلاقاً من القيمة الحالية للسند مع الأخذ بعين الاعتبار معدل النمو، ومنه يمكن تقدير القيمة باستخدام المعادلة التالية:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left( \frac{Div}{(1+k)} + \frac{div(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{div(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{div(1+g)^n}{(1+k)^{n+1}} \right) \dots 29(1)$$

حيث g: معدل نمو توزيعات الأرباح للسند،

نلاحظ من خلال المعادلة أعلاه أن قيمة المؤسسة عبارة عن متتالية هندسية أساسها (1+g)، وعند فترة زمنية تؤول إلى +∞ تعطى قيمة المؤسسة بمعادلة نموذج معدل النمو الثابت الآتية:

$$v = \frac{div}{(k-g)} \dots 30(1)$$

بشرط أن تكون قيمة g (نسبة نمو الأرباح) أصغر من قيمة k (معامل التخصيم).

ما يعاب على هذا النموذج هو افتراضه للتزايد الدائم في توزيعات الأرباح، وهذا ما يصعب من تطبيقه في بعض المؤسسات كما أن هذه الفرضية تؤدي إلى تجاهل مراحل دورة حياة المؤسسة. (بن حمو م.، 2016، صفحة

(117)

### ✓ نموذج قسيمة ربح مستحدثة بمعدل نمو متعدد:

يسمى أيضاً نموذج Molodovski، وعلى عكس النموذج السابق يعتمد هذا النموذج استخدام معدل نمو متعدد والذي يأخذ بالحسبان المؤسسات التي تحقق معدل نمو مرتفع، لتطبيق هذا النموذج نقوم بتقسيم مستقبل

المؤسسة الى عدة مراحل حيث نفرض أن المؤسسة ستحقق معدل نمو قوي بمعدل  $g_1$  خلال المرحلة  $n$  وهكذا الى غاية ما لانهاية وتكتب الصيغة الرياضية له على الشكل التالي: (بكارى، 2010، صفحة 99)

$$V_0 = \frac{Dt}{(1+i)t} + \frac{Dm+2}{(1+i)m} \times \frac{1}{(i-g_2)} \dots 31(1)$$

✓ نموذج Bates:

يقدم هذا النموذج تحليلا واقعيًا حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح المستقبلية والتوزيعات ومعدل نموها، كما أنه يراعي دورة حياة المؤسسة التي تم تجاهلها في نموذج Gordon et Chapiro، والذي يعد هذا النموذج مكملًا له ويقوم نموذج Bates على فكرة استحداث التدفقات النقدية المستقبلية وفرضية عدم اختلاف نسبة السهم الى الربح للمؤسسة ( $PER_{n.entreprise}$ ) عن نسبة السهم الى الربح للقطاع ( $PER_{n.societe}$ ) ويتم ترجيحه بمعدل التوزيعات الحالية، ويتم حسابه بالمعادلة الآتية:

$$PER_{société} = PER_n + [(DPA_{encours} / 0.1) \cdot B] A \dots 32(1)$$

حيث أن:

$DPA$ : توزيعات السهم الواحد،  $A$  و  $B$  تمثلان معلمات للنموذج ويحددان انطلاقا من جدول Bates وحسابهما هو دالة ل في معدل نمو الأرباح على الفترة ومعدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين وكذا الفترة  $N$ .

يتم حساب قيمة  $PER$  باستخدام هذا النموذج والذي سيتم استخدامه في رسملة الأرباح الجارية من أجل تحديد قيمة المؤسسة، وتجدر الإشارة الى أن نموذج Bates يتم استخدامه بكثرة في الحياة العملية. (بن الضب، 2009،

صفحة 27)

## ✓ مؤشر Tobin's Q:

أخذ هذا المؤشر تسميته من اسم العالم جيمس طوبين الذي قام بتعديله سنة 1970 بعدما أسسه لأول مرة

(wikipedia (the free Encyclopédia), 1966 سنة Nicholas Kaldor

2021) فحسب هذا المؤشر يعتبر الفرق بين القيمة المحاسبية والقيمة السوقية لأصول المؤسسة عبارة عن

خلق القيمة للمساهمين وهذا بقسمة القيمة السوقية للأصول على القيمة المحاسبية لها، كما توضحه المعادلة

$$Q_{\text{tobin}} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{اجمالي الاصول}} \dots 33(1)$$

التالية:

حيث: اذا كانت قيمة Q اكبر من الواحد فهذا يعني أن المؤسسة تقوم بخلق القيمة للمستثمر وبالتالي يمكن

الاستثمار بها أما اذا كان اقل من الواحد فيدل على العكس أي لا يوجد خلق للقيمة. (ارحاب، 2017،

صفحة 59)

الفرع الثالث: طرق التقييم المعتمدة على التدفقات النقدية

### 1. طرق التقييم المعتمدة على فائض القيمة GoodWill

يطلق عليها اسم الطرق المهجينة، ويعبر فائض القيمة (goodwill) عن المردودية الغير عادية المحققة من طرف

الأصول المعنوية للمؤسسة كشهرة المحل، كفاءة العمال، سمعة المؤسسة، التكنولوجيا... الخ، ويعرف أيضا على

أنه تلك القيمة الاجمالية الزائدة، على القيمة الحقيقية للأصول والمعطاة للمؤسسة في وقت ما وهي ناتجة في

الأساس من الأصول المعنوية للمؤسسة، هذا ويعرف (GoodWill) بانه مدى قدرة المؤسسة على تعظيم

أرباحها عن طريق استغلالها استغلالا امثلا للعناصر الداخلية والخارجية المرتبطة بنشاط المؤسسة ولا يمكن تقييمها

مباشرة. (صالح، 2019، صفحة 197) يستخدم الخبراء طريقتين من أجل حساب قيمة فائض القيمة وهما:

الطريقة المباشرة والطريقة الغير مباشرة. (بن حمو و رمضاني ، 2015)

أ. الطريقة غير المباشرة (طريقة الممارسين):

وتعرف أيضا بالطريقة الألمانية ويتم حساب قيمة فائض القيمة استنادا الى القيمة الاجمالية، حيث يعتبر فائض القيمة ذلك الفرق بين القيمة الاجمالية للمؤسسة والقيمة المصححة لأصولها الصافية والفرق بين قيمتها الاجمالية وقيمتها الجوهرية، ويتم تقدير قيمة المؤسسة، وفي هذه الحالة توجد طريقتين لحساب قيمة فائض القيمة، الطريقة غير المباشرة الصافية ونستخدم العلاقة التالية (خيري، 2019، صفحة 29):

$$GW = \frac{1}{2i} [B - (i * ANCC)] \dots 34(1)$$

بعد حساب قيمة فائض القيمة يتم استخراج قيمة المؤسسة وفقا للعلاقة التالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} [B - (i * ANCC)] \dots 35(1)$$

حيث: V: قيمة المؤسسة، GW: فائض القيمة، ANCC: الأصل الصافي المصحح

$$\frac{1}{2} i (B - i * ANCC)$$

تمثل سعر الفائدة في الدولة محل النشاط.

ب. الطريقة غير المباشرة الاجمالية:

بنفس خطوات الطريقة السابقة يتم تحديد قيمة فائض القيمة استنادا الى القيمة الكلية والقيمة الجوهرية الاجمالية

وتعطى وفقا للمعادلة التالية:

$$V = \frac{1}{2} ( VSB + \frac{CB}{i} ) + A_{he} - E \dots 36(1)$$

وتتحصل على:

$$GW = \frac{1}{2i} (CB - i.VSB) \dots 37(1)$$

على اعتبار أن:

CB: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة تم استخدامها كبديل عن الربح الصافي المعدل B المتعلق بالقيمة الجوهرية (VSB)، i: معدل الفائدة السوقي

A<sub>HE</sub>: عناصر خارج الاستغلال، (صالحى، 2019، صفحة 199)

تعتبر طريقة الممارسين مزيجاً بين طرق التقييم المعتمدة على الذمة المالية والطرق الخاصة بالتدفقات المستقبلية فهي تجمع بين طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح وطريقة المردودية وهذا ما أدى إلى عدم وضوح في فرضياتها التي تقوم عليها ومنه لن تكون ملائمة في عملية التقييم. (بن حمو م.، 2016، صفحة 127)

ج. الطرق المباشرة:

توجد عدة طرق يمكن استخدامها من أجل تحديد قيمة المؤسسة بطريقة مباشرة كما سنوضحه فيما يلي:

✓ الطريقة الانجلوساكسونية:

تقوم هذه الطريقة على عملية رسملة الربح الاضافي (super profit) المحقق من طرف المؤسسة لأجل غير محدد من أجل تحديد قيمة فائض القيمة، الذي يساوي الفرق بين الربح الصافي وما يتم تحصيله من خلال عملية التوظيف بمعدل (i). ويتم تحديد فائض القيمة وقيمة المؤسسة مباشرة باستخدام العلاقة التالية: (Brilman

& Maire, 1990, p. 122)

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i.VSB) \dots 38(1)$$

كما تحدد قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V = ANCC \frac{1}{t} (CB - i \cdot VSB) \dots 39(1)$$

✓ طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة:

جاءت هذه الطريقة كحل للمشاكل التي واجهتها الطرق السابقة كاستمرارية تحقق فائض القيمة في الطريقة الانجلوساكسونية كما رأينا سابقا، اذ تستند هذه الطريقة في حساب فائض القيمة الى استحداث الربح الإضافي الناتج عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للاستغلال في السوق المالية لفترة محددة. ولحساب فائض القيمة لدينا حالتين:

✓ ثبات فائض القيمة:

$$V = ANCC + an (B - I \cdot ANCC) \dots 40(1)$$

حيث:

$an$ : القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية وتحسب بالعلاقة التالية:

$$an = 1 - \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \dots 41(1)$$

✓ عدم ثبات فائض القيمة:

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \frac{Bt - i \cdot ANCC}{(1+i')^t} \dots 42(1)$$

$i'$ : معدل الاستحداث (خيرى، 2019، صفحة 32)

✓ طريقة Calba & Bernay:

يرتكز حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال والمردودية المالية

بدلا من مفهوم القيمة الجوهرية وحساب قيمة المؤسسة وفائض القيمة نستخدم الصيغ الآتية:

$$V = ANCC + \frac{CPNE + a_n \cdot RF}{1 + (i \cdot a_n)} - CPNE \dots 43(1)$$



$$GW = \frac{CPNE + a_n \cdot RF}{1 + (i \cdot a_n)} - CPNE \dots 44(1)$$

حيث:

$a_n$ : القيمة الحالية لمبالغ متساوية مستقبلية -  $i$ : معدل الفائدة

$RF$ : المردودية المالية -  $CPNE$ : الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

توجد كذلك عدة مقاربات تندرج ضمن الطرق المباشرة لتقييم المؤسسات سنكتفي بذكرها فقط كطريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، طريقة استحداث لسلسلة محدودة لريوع فائض القيمة، طريقة شراء النتائج السنوية،

طريقة المعدلات بخطر وبدون خطر (Brilman & Maire, 1990, pp. 124-126)

#### ثانيا: خلق القيمة

ظهر هذا المفهوم مع منتصف التسعينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية كمفهوم استراتيجي لينتشر بعد ذلك استخدامه في باقي الدول الأوروبية والآسيوية نظرا لما يقدمه من إضافة كبيرة في توجيه قرارات المستثمرين نحو اختيار استثمارات ذات مردودية أكبر في السوق المالي حيث يقتضي العمل وفقا لهذا المعيار وضع الملاك (المساهمين) في مركز اتخاذ القرار أي جميع القرارات تتخذ من أجل تعظيم ثروتهم بسبب المخاطر الكبيرة التي يتحملونها مع مراعاة وعدم اهمال مصلحة الأطراف المعنية بالمؤسسة من: زبائن، عمال ومرددين وبقية الأطراف، والتي تكون مصلحتها مضمونة اذا ما تمكنت المؤسسة من خلق القيمة، ويمكن أن تمثل طريقة التسيير بالقيمة كنموذج رياضي في بحوث العمليات يضم دالة لتعظيم القيمة ومجموعة من القيود. هذا ما يقودنا الى القول بأن الربح المحاسبي ليس بالضرورة خلق للقيمة على الرغم من أن المؤسسة التي تخلق القيمة هي التي تستطيع

أن تحقق أرباحا مع الأخذ بالحسبان تكلفة الأموال. (حركاتي، 2018، صفحة 73)

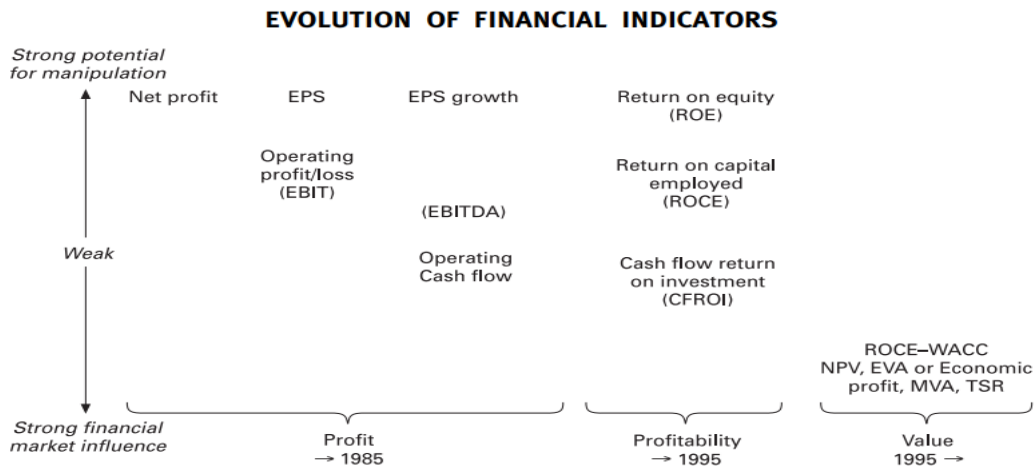
ويعرف مفهوم خلق القيمة للمساهم بأنه عملية زيادة أرباح حملة الأسهم أي قيمة المؤسسة بالنسبة لحملة الأسهم، ينتج من خلال حصر العوائد الفعلية المحققة لأصحاب الأموال بعد استبعاد تكلفة الأموال التي تعتبر كعائد طبيعي وبدليل عن المخاطرة التي يتحملونها.

على ضوء ما تقدم يظهر دور مفهوم خلق القيمة في تحويل الربح المحاسبي الى ربح اقتصادي من خلال استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وهذا ما يبين أهميته بالنسبة للمستثمر وبقية الأطراف التي تربطها مصلحة بالمؤسسة. (لولو ، 2015، صفحة 44)

#### الفرع الرابع: مؤشرات قياس القيمة من منظور خلق القيمة

نظرا لوجود عديد الأبحاث والتطورات الحاصلة في هذا الموضوع منذ ظهوره لأول مرة مما أدى الى تقديم العديد من المؤشرات منها ما هو ذو طبيعة محاسبية يستخرج كل معطياته من الدفاتر المحاسبية، كما توجد مؤشرات مالية والتي تعتمد على المعطيات المالية بصفة كبيرة بالإضافة الى المؤشرات السوقية (البورصوية) كما توجد مؤشرات مختلطة (هجينة) محاسبية ومالية. (بن الضب، 2009، صفحة 6)

#### الشكل رقم 01-14: منحنى تطور مؤشرات الأداء وخلق القيمة



المصدر: (Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2005, p. 345)

## 1. مؤشرات ذات طبيعة محاسبية:

### أ. ربحية السهم (EPS): Earning per share

يعتبر أهم مؤشر من بين كل المؤشرات حيث يفضل معظم المسيرين الماليين استعماله رغم محدوديته، ويعود السبب في تفضيله الى ارتباطه المباشر بسعر السهم من خلال المؤشر سعر - ربح (P/E)، يمكن إيضاح بعض المعتقدات الخاطئة بشأن هذا المؤشر وهي:

✓ الاعتقاد بان ربحية السهم تؤثر في تكلفة حقوق الملكية وبالتالي تكلفة الخطر،

✓ الاعتقاد بان البيانات المحاسبية تؤثر في قيمة المؤسسة،

✓ الاعتقاد بان أي قرار مالي يرفع من ربحية السهم سيؤثر في قيمة المؤسسة، قد يدل هذا على بقاء نسبة

سعر - ربح كما هي قبل وبعد اتخاذ القرار المالي وهذا لا يحدث غالبا وبالتالي القيمة ليست مضاعف

لربحية السهم. (Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2005, p. 349)

ولحساب قيمة هذا المؤشر نستخدم المعادلة التالية: (حركاتي، 2018، صفحة 77)

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح - حقوق حملة الاسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للاسهم العادية القائمة}} \dots 45(1)$$

### ب. معدلات المردودية:

يوجد معدلين لحساب المردودية: المردودية المالية (Roe) والمردودية الاقتصادية المعبر عنها بالعائد على راس

المال العامل (Roce) وتعتبر أيضا على ربحية المؤسسة التي تقيس مدى قدرة الإدارة على تحقيق الأرباح اذ

تعتمد على الربط بين الأموال المستثمرة والارباح المحققة،

✓ العائد على حق الملكية (roe): أو المرادوية المالية وهي التي تقيس قدرة أموال الملاك على توليد الأرباح وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{حقوق الملكية}} \dots (1)46$$

✓ العائد على رأس المال العامل (ROCE)

أو المرادوية الاقتصادية تركز هذه النسبة على العلاقة بين الأموال المستثمرة (اجمالي الأصول) ونتيجة الاستغلال التي يعبر عنها بالنتيجة قبل الفوائد والضرائب، وتعطى العلاقة التالية لحساب هذه النسبة: (حركاتي، 2018،

صفحة 75)

$$\text{ROCE} = \frac{\text{النتيجة قبل الفائدة والضريبة}}{\text{مجموع الأصول}} \dots (1)47$$

ج. ربحية السهم الواحد (EPS):

يتم استخدامه من أجل قياس قيمة حملة الأسهم، لذلك من المفترض أن يكون هناك عامل يربط بين سعر السهم وحقوق الملكية للسهم الواحد وهو ما يسمى ب: price to book ratio (PBR) ويشبه إلى حد كبير مضاعف السعر - ربح P/R، حيث إذا تم قيمنا حقوق الملكية محاسبيا بالشكل الصحيح فسيبقى لنا مكاسب رأسمالية غير محققة على الأصول والمؤشر سيكون على الشكل الموالي:

د.  $EPS > 1$ : يعني العائد المتوقع على حقوق الملكية أصغر من العائد المطلوب من طرف المساهمين،

ه.  $EPS < 1$ : يعني العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب وبالتالي هناك خلق للقيمة كما أن السوق

يعطي إشارات جيدة عن هذه المؤسسة.

2. مؤشرات مالية:

أ. القيمة الحالية الصافية (NPV):

تركز الإدارة المالية دائما على تحديد القيمة الحالية الصافية لاستثمار، مشروع، مؤسسة أو مصدر تمويل، اذ لا يتم تخصيص الموارد من أجل الاستثمار الا إذا كانت القيمة الحالية الصافية أصغر من القيمة السوقية، حيث يعكس صافي القيمة الحالية خلق أو هدم القيمة من جراء تخصيص الموارد، والقيمة التي يتم خلقها في هذه الحالة نحصل عليها من خلال الفرق بين راس المال العامل وقيمتة المحاسبية ونكتب معادلة خلق القيمة كما يلي:

$$\text{خلق القيمة} = \text{قيمة المؤسسة} - \text{القيمة المحاسبية لرأس المال العامل} \dots 48(1)$$

يعكس خلق القيمة توقعات المساهمين. ويعتبر مصدر التمويل رخيصا إذا كانت قيمته الحالية الصافية سالبة وبالتالي المؤسسة ستعتمد عليه في تشكيل هيكلها المالي. كما تعتبر (NPV) المؤشر الوحيد ذي الطبيعة المالية، وتحسب وفقا للصيغة التالية: (Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2005, p. 353)

$$EVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA}{(1+WACC)^i} \dots 49(1)$$

### 3. مؤشرات اقتصادية

#### أ. القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

ظهر هذا المفهوم تماشيا مع التطورات التي حصلت في مجال الاعمال والإدارة المالية، حيث انبثق هذا المفهوم عما كان يعرف بالدخل المتبقي، اذ قامت شركة Stern Stewart سنة 1982 بإدخال تعديلات عليه لتقدم لنا هذا المصطلح الجديد القيمة الاقتصادية المضافة حقق نتائج باهرة في تلك الفترة خاصة عندما تبنته العديد من أكبر الشركات الامريكية كـ Coca Cola وغيرها من الشركات الضخمة.

تعرف (EVA) بأنها التغير في صافي الدخل الناتج عن الأنشطة التشغيلية بعد الضرائب، وعرفها 2005 (RAMANA) بأنها القيمة الدفترية الاقتصادية لرأس المال في بداية العام مضافا اليه الفرق بين عوائد

راس المال وتكلفته، كما عرفا 2007 (IRALA) بأنها الأداة التي تزود المستثمر بعوائد الوحدة النقدية في فترة زمنية معينة من خلال أرباح رأس المال المستثمر ناقص تكلفته. (المهتدي، 2014، صفحة 44) ويحسب هذا المعدل وفق المعادلة التالية: (Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2005, p. 354)

#### ب. عائد التدفق النقدي على الاستثمار (CFROI)

يتم حساب هذا المعدل باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{التدفق النقدي}}{\text{القيمة السوقية لراس المال العامل}} \times 100$$

يرتبط هذا المؤشر في حقيقة الامر بمؤشر العائد الداخلي للاستثمارات الحالية للمؤسسة، ويساوي الفرق بين القيمة الاجمالية للأصل أي قبل الاهتلاكات وتعديل التضخم وسلسلة التدفقات النقدية (سلسلة قيم الهامش الإجمالي للاستغلال بعد الضريبة) وتحسب على امتداد حياة الأصل الثابت (حركاتي، 2018، صفحة 78) نقوم بعد ذلك بمقارنة هذا المعدل مع تكلفة راس المال (WACC) ويكون على هذا الشكل:

- **CFROI أكبر من WACC** أي يوجد خلق للقيمة،
- **CFROI أصغر من WACC** أي لا يوجد خلق للقيمة.

#### 4. مؤشرات بورصية (سوقية)

##### أ. القيمة السوقية المضافة (MVA):

تم تقديم هذا المؤشر من قبل نفس الشركة التي قدمت لنا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وهي شركة Stern حيث يعتبران أبرز مؤشرات تقييم الأداء وخلق القيمة، خاصة في ظل تطور دور الإدارة المالية الحديثة التي أصبحت تركز بشكل كبير على تعظيم ثروة المساهمين، اذ يعتبر المساهم الرشيد في الفكر لمالي الحديث هو ذلك المستثمر الذي يركز على التدفقات النقدية المتوقعة (المستقبلية) بدلا من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل،

كما تبرز أهمية هذا المقياس في كونه يهتم بالأداء الخارجي للمؤسسة حيث الى جانب اهتمامها بتعظيم ثروة المساهمين هي تعكس تقييم السوق لقيمة الحالية الصافية للمؤسسة.

يمكن تعريف **MVA** بأنها القيمة الناتجة عن تجاوز القيمة السوقية لراس المال عن القيمة الدفترية، وبعبارة أخرى هي مقياس لتراكم عوائد راس المال المستثمر لذلك هي تظهر مدى كفاءة المسيرين في تسيير الموارد المالية للمؤسسة في المدى الطويل، فعندا تكون قيمة **MVA** دليل على قدرة المؤسسة على خلق القيمة والمؤسسة لديها تقييم إيجابي من طرف السوق مما ستنتج عنه ارتفاع في قيمة المؤسسة. (القويدر، 2013، صفحة 57) ومن أجل حساب قيمة هذا المؤشر لدينا العلاقة التالية:

$$MVA = \text{رسملة السوق} + \text{صافي الدين} - \text{القيمة الدفترية لراس المال المستثمر}$$

في أغلب الأحيان، إذا لم تتوفر لنا معلومات إضافية عن قيمة الدين الصافية نستخدم بدلها القيمة الدفترية للدين، ونتحصل على المعادلة التالية:

$$MVA = \text{رسملة السوق} + \text{القيمة الدفترية لصافي الدين} - (\text{القيمة الدفترية لأموال الملكية} + \text{القيمة الدفترية لصافي الدين}) \text{ لتصبح:}$$

$$MVA = \text{رسملة السوق} - \text{القيمة الدفترية لأموال الملكية} \dots 53(1)$$

كما يمكن التعبير عن القيمة السوقية المضافة انطلاقاً من القيمة الاقتصادية المضافة في سوق متوازن باستخدام

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA}{(1+WACC)^t} \dots 54(1)$$

العلاقة التالية:

رغم كل إيجابيات هذا المقياس إلا أن أنصار كفاءة السوق المالي يرون أن هذا المؤشر يشوبه بعض النقص بسبب اعتماده على القيم السوقية التي من طبيعتها التقلب وعدم الاستقرار. (Quiry, Dallochio, Lefur, & Salvi, 2005, p. 358)

### ب. العائد الكلي للمساهم (TSR):

قدم هذا المؤشر من طرف مجموعة بوسطن الاستشارية BCG، ويحسب هذا المؤشر وفقاً لأساس سنوي. بما أن حركة الأسواق غير منتظمة ومتذبذبة كي لا تتأثر عوائد المساهمين في المدى البعيد، وبالتالي حتى في حالة تحقيق عوائد سلبية في فترة ما فإن هذا لا يعني أن العوائد الكلية للمساهم ستكون سلبية. (حركاتي، 2018، صفحة 80) ولحساب قيمة TSR نستخدم توزيعات الأرباح الحالية ونرمز لها بالحرف D إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المتحققة من خلال فروقات الأسعار  $(P_1 - P_0)$  التي قد يجنيها المساهم جراء بيع الأسهم، لتصبح المعادلة على

الشكل الموالي:

$$TSR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0} \dots 55(1)$$

يتميز هذا المؤشر بكونه عبارة عن مرآة عاكسة للقرارات التي تتخذها إدارة المؤسسة كقرار توزيع الأرباح وكذا قرار التوسع... الخ وكذلك يظهر مدى فعالية هذه القرارات مع تلبية كافة احتياجات المساهمين كونه يجمع بين توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، ومن سلبياته تأثيره بتقلبات السوق. (بحري، 2014، صفحة 96)

### المطلب الثالث: الربحية وسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة

الفرع الأول: تعريف الربحية وسياسة توزيع الأرباح

#### 1. تعريف الربحية

عرفها (Hassan et all ; 2016) على أنها مقياس لقدرة الشركة على استخدام أصولها لتوليد



الإيرادات، وعرفها (Jean 2017) بأنها درجة تحقيق الأهداف المالية، أي هي انعكاس لتنتائج سياسات الشركة وعملياتها من الناحية النقدية كما تستخدم من أجل معرفة الوضعية المالية للمؤسسة عبر الزمن واجراء المقارنات بين المؤسسات المنتمية لنفس القطاع او نفس الصناعة لمعرفة الأداء الحقيقي للمؤسسة. (الكليبي، 2019، صفحة 35)

ومن خلال هذه التعاريف يمكن القول بأن الربحية هي ذلك المؤشر أو الانعكاس لمدى كفاءة المؤسسة في توظيف أموالها في أصول، ومدى نجاعة الإدارة في استخدام هذه الأصول استخداما أمثل أمكنها أن تولد عوائد مالية أكبر من تكاليفها.

## 2. الأرباح المحتجزة والأرباح الموزعة

أ. الأرباح المحتجزة: هي ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر إدارة المؤسسة اقتطاعه من أرباح السنة الماضية او السنوات السابقة والاحتفاظ به من أجل توسع استثماراتها لغرض زيادة نموها، اذ تعتبر من مصادر التمويل الذاتي المهمة جدا والتي تعتمد عليها المؤسسة بكثرة لتلبية احتياجاتها التمويلية طويلة الأجل، تساهم الأرباح المحتجزة بشكل كبير في تقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترتفع نسبة حقوق الملكية الى القروض وبالتالي المؤسسة تكون لديها قدرة أكبر على استخدام القروض ان ارادت ذلك. (بارودي و فيلاي، 2020، صفحة 538)

ب. الأرباح الموزعة: "هي ذلك الجزء من أرباح الشركة الذي يوزع على مساهميها ويعتبر بمثابة مكافأة لهم مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم الشركة"، كما تعرف أيضا بأنها جزء من أرباح السنة الحالية او السنوات السابقة يتم توزيعه على المساهمين اما بشكل نقدي أو أسهم وهذا بعد موافقة مجلس الإدارة على نسبة الأرباح التي سيتم توزيعها.

تعتبر توزيعات الأرباح بمثابة مؤشر يستخدمه المستثمرون في الحكم على مدى كفاءة الإدارة وقدرتها على تسيير المؤسسة، وهذا ما يؤدي أيضا الى إعطاء إشارة جيدة من طرف السوق المالي لمختلف المستثمرين على الوضعية الجيدة للمؤسسة وعلى قدرتها على توليد الأرباح مما يحفزهم الى الطلب على أسهمها وعند زيادة الطلب سترتفع القيمة السوقية للمؤسسة، وبالمقابل قد ينشأ عن التوزيعات المتكررة للأرباح تضييع لفرص استثمارية جديدة التي قد يتم تمويلها من خلال احتجاز الأرباح وهذا ما يخلق مشكلة بين الإدارة والملاك وهذا ما أدى الى ظهور نظرية الوكالة التي تسعى الى تنظيم العلاقة بين الوكيل (المدراء) والأصيل (الملاك) وهذا من أجل حماية حقوق كل الأطراف. (الحيلن، 2016، صفحة 12)

## الفرع الثاني: أشكال توزيعات الأرباح

### 1. توزيعات الأرباح المنتظمة **regular**:

وتعني قيام المؤسسة بتوزيع أرباحها بشكل دوري (ثلاثي، سداسي، سنوي) ويحدد تاريخ اجرائها والمؤسسة تكون مجبرة على احترام هذه المواعيد، غالبا ما تخدم هذه السياسة صغار المستثمرين خاصة في الأسواق الناشئة لأنها تعطي نوع من الأمان لهم بخصوص حصولهم على توزيعات الأرباح. (M. Kom, 2004, p. 337)

### 2. توزيعات الأرباح الثابتة **stable**:

فحوى هذه السياسة هو قيام المؤسسة بتوزيع دوري لقيمة معينة من الأرباح المحققة معبر عنها نقدا، ويتم

توزيع الأرباح وفقا لاحد الاشكال التالية:

✓ منح عائد ثابت لكل سهم،

✓ دفع نسبة تعويضات ثابتة،

✓ دفع قيمة ثابتة من الأرباح نقدا مع توزيعات أرباح إضافية.

### 3. توزيعات الأرباح الغير منتظمة **irregular**:

يتم تبني هذه السياسة في حالة عدم استقرار ربحية المؤسسة عند الدخول في أنشطة ذات مخاطرة عالية التي قد لا تضمن ربح المؤسسة على الدوام لهذا تستخدم مثل هذه السياسات من أجل مجابهة المشاكل المالية، وتناسب مع قيمة الأرباح المحققة ففي حالة تحقيق ربح كبير يحصل المساهمين على توزيعات أكبر والعكس صحيح.

### 4. لا توجد أي توزيعات للأرباح **no dividend**:

قد لا تلجأ المؤسسة الى تطبيق أي سياسة من سياسات توزيع الأرباح بسبب عدم كفاية راس مالها العامل والمبلغ المطلوب من أجل نموها مستقبلا. (C. Paramasivan & T. Subramanian, financial management, 2009, p. 116)

### الفرع الثالث: أنواع توزيعات الأرباح

توجد عدة أنواع من توزيعات الأرباح حيث تتنوع حسب رغبة المساهمين، ظروف المؤسسة وكذا وفقا لتوقيت إجراء

التوزيعات، ويمكن تمييز الأنواع التالية:

### 1. توزيعات نقدية

من أجل القيام بهذه العملية يجب على مجلس الإدارة أن يجتمع من أجل الاقتراع بهدف تحديد قيمة التوزيعات وعدد المساهمين وانهاء كل الترتيبات ليتم الإعلان عن التوزيعات وهذا قبل السداد الفعلي لها بـمدة زمنية معلومة، وتكون التوزيعات النقدية اما على شكل توزيعات أرباح ثابتة حيث يتم فيها اقتطاع نسبة

معينة من الأرباح من أجل تحديد قيمة الأرباح الموزعة وتحسب هذه النسبة بقسمة توزيعات الربح للسهم الواحد على صافي ربح هذا السهم. قد تكون أيضا توزيعات منتظمة والتي يتم من خلالها منح مبلغ ثابت من الربح المحقق حيث وفق هذا النوع يتم تحديد الوقت بانتظام، وهذا ما يشعر المستثمرين بنوع من الأمان على مستحقاتهم وتخفض حالة عدم التأكد لديهم. النوع الثالث والأخير وهو التوزيعات المختلطة وفيها تكون توزيعات الأرباح بشكل ثابت ولكن تتغير وفقا لتغير الربح المحقق من طرف المؤسسة، حيث ترتفع قيمة التوزيعات عند ارتفاع الربح المحقق وتنخفض في حالة انخفاض صافي الربح المحقق، يستخدم هذا النوع بكثرة في المؤسسات التي تعاني من تذبذب في أرباحها كحالة مؤسسات المشروبات الغازية التي ترتفع أرباحها في مواسم معينة.

## 2. توزيعات غير نقدية

يتمثل هذا النوع من التوزيعات في قيام المؤسسة بتوزيع أصول أخرى غير نقدية، فمثلا قد تكون في هيئة استثمارات يتم اقتناؤها من قبل مؤسسات أخرى وتكون على شكل أوراق مالية ويتم منحها للمساهمين.

## 3. توزيعات مؤجلة

تلجأ الى هذا النوع في أغلب الأحيان المؤسسات التي تعاني من قلة السيولة الموجودة لديها رغم وجود أرباح محتجزة، ولعلاج هذا الخلل تقوم بإصدار أذون دفع يتم توزيعها على المساهمين كبديل عن الأرباح الموزعة ويمكن لحامل الاذن أن ينتظر الى غاية تاريخ الاستحقاق لتلقي أمواله، كما أن له إمكانية خصمها وقت ما أراد ذلك للحصول على السيولة وقت الحاجة،

## 4. توزيعات الأسهم

يستخدم هذا النوع في حالة المؤسسات التي ترغب بإعادة الرسمة.

## الفرع الرابع: سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها

### 1. تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعرف على أنها: " كيفية التصرف في الأرباح المحققة في المؤسسة اما في شكل أرباح محتجزة بغية إعادة استثمارها،

او توزيعها على المساهمين اما نقدا أو في شكل أسهم". (موصو و محرز، 2021، صفحة 910)

يمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح هي تلك الإجراءات او القرارات المتخذة من طرف إدارة المؤسسة والتي تهدف الى توزيع الربح المحقق بشكل يرضي كل الأطراف التي لديها مصلحة بالمؤسسة.

### 2. نظريات سياسة التوزيع

#### أ. نظرية حيادية التوزيع

ترجع أصول هذه النظرية الى كل من **Modigliani miller** وقامت على مجموعة من الفرضيات (انظر المبحث الأول) حيث أوضحنا أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بطريقة توزيع الأرباح وانما بمدى جدوى المشاريع التي تقوم بها المؤسسة ومدى المخاطرة التي تتحملها، وقد تمت الإشارة في المبحث الأول الى الافتراضات التي قامت عليها هذه النظرية التي حاولنا من خلالها التبرير على أن سعر السهم يتأثر بقدره المؤسسة على توليد الأرباح ومقدار المخاطر التي تتحملها في سعيها لتحقيقه، فتوصلا الى العلاقة التالية:

$$N_a P_o = \frac{(N_a + N_b)p_1 - I + B}{1 + Ke} \dots 56(1)$$

حيث:  $P_0$  و  $P_1$ : تمثلان سعر السهم الحالي والمستقبلي على الترتيب،

**Ke**: تكلفة الاموال الخاصة، **Na, Nb**: تمثل عدد الأسهم القديمة والجديدة على التوالي، **A**: قيمة المبالغ المستثمرة، **B**: يمثل قيمة الأرباح الصافية للسنة الحالية.

يتضح من خلال هذه العلاقة عدم وجود أي أثر لسياسة توزيع الأرباح وكذا الهيكل المالي (كما أشرنا الى ذلك في المبحث الأول) على قيمة المؤسسة، ذلك لأن العلاقة أعلاه تظهر لنا أن القيمة الجديدة للأسهم ما هي الا حاصل لجمع القيمة الجديدة والقيمة القديمة للأسهم نضيف لها القيمة الحالية للأرباح نظرح منها المبلغ المستثمر، وهكذا برر (M-M) على موقفهما تجاه أثر توزيع الأرباح والهيكل المالي على قيمة المؤسسة. (J. Fabozzi & Drake, 2009, p. 307)

ب. **نظرية العصفور في اليد**: تم إطلاق هذه التسمية على نظرية جوردن ولنتنر من طرف مودغلياني وميلر بعد انتقادهما لهذه النظرية ذلك بسبب افتراضهم أن المستثمرين يخططون لإعادة استثمار ارباحهم سواء في أسهم نفس المؤسسة او في أسهم مؤسسة أخرى وبالتالي فان قيمة المؤسسة تتأثر بمدى فعالية الاستثمار ومدى قدرته على تحقيق الأرباح وليس بسياسة توزيع الأرباح وبالتالي المستثمر لا يفرق بين العائد الحالي والعائد المستقبلي، لكن بالمقابل يرى جوردن ولنتنر بان معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يتأثر بحجم التوزيعات النقدية بسبب حالة عدم التأكد التي تواجه المستثمر في إمكانية حصوله على عوائد الأرباح المحتجزة وبالتالي هو يسعى دائما الى الحصول على اكبر قدر من الأرباح خلال السنة الجارية، وبالتالي يرى رواد هذه النظرية أن المستثمر يتجه دائما الى الاستثمار في المؤسسة التي تقوم بتوزيعات الأرباح المرتفعة وعند زيادة الطلب على أسهمها سترتفع قيمتها السوقية والعكس صحيح.

(النعيمة، الساقى، سلام، و شقيري، 2008، صفحة 456)

ج. **نظرية التمييز الضريبي**: يعتبر المستثمر رشيدا في اتخاذ قراراته لذلك غالبا ما يسعى الى تعظيم أرباحه مقابل تدنية التكاليف الى اقصى حد ممكن، ومن هذا المنطلق يفضل المستثمرون إعادة استثمار ارباحهم

بدلاً من الحصول عليها (توزيعات الأرباح) حيث تعتبر الضرائب على الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من الضرائب على الأرباح الموزعة، وبالتالي عند اسقاط فرض عدم وجود الضرائب أي يصبح لدينا ضرائب سيسعى المستثمرون إلى المساهمة في المؤسسات التي لا توزع أكثر أي المؤسسة تقوم باستثمار هذه الأرباح من جديد مما يؤدي إلى نموها وزيادة أرباحها، ما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ومنه ارتفاع قيمتها السوقية وزيادة ثروة المساهمين وفقاً لنموذج Gordon. (بريش و بدروني، 2013، صفحة

(14)

د. نظرية تكاليف النفقات: تركز هذه النظرية على اهتمامها على تكلفة الصفقة في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي، حيث غالباً ما نجد علاقة عكسية بين المساهمين وإدارة المؤسسة فيما يتعلق بقرار توزيع الأرباح، إذ يترتب عن توزيع الأرباح تحمل المؤسسة لتكاليف إضافية وهي تكاليف الصفقات التي تقوم بها في حالة لجوئها إلى التمويل الخارجي كتكلفة الاكتتاب والتعاقد، تكلفة الضرائب وغيرها من أجل توسعة مشروعها أو قيامها باستثمارات جديدة حيث تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً منخفض التكلفة مقارنة بالتمويل الخارجي (الدين)، وبالمقابل المستثمر يريد الحصول على توزيعات الأرباح وتمثل التكلفة التي يتحملها في حالة احتجاز أرباحه واستعمالها في مشروع جديد أو توسعة المشروع الحالي في درجة مخاطرة هذا المشروع، وعند زيادة التكاليف الناتجة عن قرار توزيع الأرباح من عدمه ستأثر أسعار الأسهم وبالتالي تتأثر قيمة المؤسسة.

ه. نظرية الإشارة: وفق هذه النظرية يتم تفسير القرارات التي يتخذها كل من المستثمرين (أصحاب الفئات) والمؤسسات (أصحاب العجز) على أنها إشارات إلى السوق المالي وكل الجهات المهتمة بالمؤسسة يتم من خلالها اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه، خاصة القرارات المتخذة من طرف الإدارة نظراً لاملاكها للقدر الكافي من المعلومات على المركز المالي للمؤسسة، حيث أن أي تغيير في سياسة توزيع الأرباح

يؤدي الى التغير في الطلب على أسهم المؤسسة وبالتالي على قيمتها السوقية، فمثلا قيام المؤسسة بتوزيع نسبة عالية من الأرباح سيعطي إشارة للمستثمرين على أن المؤسسة في وضعية جيدة وتوجد بها فرص للربح وبالتالي سترتفع قيمتها بزيادة الطلب على أسهمها. (الحيلن، 2016، صفحة 21)

و. **نظرية الوكالة:** أدى التوسع الكبير للشركات خاصة بعد الثورة الصناعية الى ظهور شركات متعددة الجنسيات والتي من الضروري فيها الفصل بين المكية والإدارة (تم التفصيل فيها في المبحث الأول)، ووفق هذه النظرية فان توزيع الأرباح قد يكون وفق رغبة إدارة الشركة بفضل امتلاكهم لأكثر قدر من المعلومات، هذه الأفضلية يمكنها أن تدفع المسيرين الى خدمة مصلحتهم الشخصية، ولحل هذه المشكلة ينشأ لنا تكاليف إضافية تسمى تكاليف الوكالة من أجل خدمة مصلحة الملاك وحصولهم على القدر الكافي من توزيعات الأرباح.

وفقا لنظرية الوكالة يهدف المستثمرون الى الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح ولا يرغبون في احتجاز أرباحهم خاصة في الأسواق الناشئة باعتبارها لا توفر الحماية اللازمة لحقوق المستثمرين لذلك يعتمد المسيرين على مهارتهم في السيطرة على المؤسسة وخدمة المصلحة الشخصية لهم، تسعى هذه النظرية الى الموافقة بين أهداف الملاك والمؤسسة في نفس الوقت. (بريش و بدروني، 2013، صفحة

15)

### المبحث الثالث: التمويل الإسلامي وأدواته

حقق التمويل الإسلامي في السنوات الأخيرة اقبالا واسعا مما أدى الى انتشاره واجتياحه لأغلب المنظومات المالية العالمية، ومن أجل هذا حاولنا تسليط الضوء على هذا الاتجاه الجديد للفكر التمويلي من خلال التعريف به واهميته واقسامه ومختلف الصيغ التي يمنحها، وهذا ما سنراه في هذا المبحث.



## المطلب الأول: ماهية التمويل الإسلامي

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق الى التمويل الإسلامي من حيث مفهومه وطبيعة العلاقات فيه بين الممول والتمول، مع ابراز أهميته كبديل تمويلي للمؤسسات والأفراد التي تتفادى التعامل بالربا.

الفرع الأول: تعريف التمويل الإسلامي، أهميته وضوابطه

### 1. تعريف التمويل الإسلامي

يطلق العلماء تسمية المال في الإسلام على ثلاثة أشياء:

✓ الأعيان العروض: كالتجهيزات، المعدات والسلع... الخ،

✓ المنافع: كمنفعة السكن في بيت،

✓ العين: كالمعادن النفيسة من ذهب وفضة وما يقوم بدورها من أوراق نقدية في عصرنا هذا.

ومنه يمكن القول بأن المال في الإسلام يقابله المصطلح المحاسبي "الأصول" المستخدم بكثرة في وقتنا هذا ويشمل

على كل الأصول الثابتة والمتداولة. (قندوز ع.، المالية الإسلامية، 2019، صفحة 17)

يرى علماء الشريعة أن المال هو: " ما كان له قيمة عند الناس وجاز شرعا الانتفاع به في حالة السعة والاختيار،

أي أن المال ما يمكن حيازته والانتفاع به والتصرف فيه، ولا يشترط الجمهور في المال أن يكون له وجود مادي

ملموس، فالمنافع والحقوق المحضنة والديون تعتبر أموالا عندهم".

التمويل لغة هو: منح المال للغير والتمول هو الحصول على المال. أما اصطلاحا هو: " أن يقدم شخص لآخر

ثروة من نقود أو أشياء ليتخذ الآخر بشأها قرارات استثمارية أو أن يقدم شخص لآخر وسائل الإنتاج المتعارف

عليها أو جزء منها دون أن يطالبه بالسداد الفوري لقيمتها". كما عرف منذر قحف التمويل الإسلامي بأنه: "

التمويل الإسلامي أو المباح هو تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها أو يتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية". (حطاطاش، 2017، صفحة 87)

كما يمكن التمييز بين مفهومين للتمويل الإسلامي الأول له معنى واسع وشامل أما الثاني فهو ذو معنى ضيق حيث يعرف التمويل الإسلامي هو قيام شخص طبيعي أو معنوي بتقديم ثروة نقدية أو عينية ويكون هدفه من ذلك إما الربح أو التبرع في إطار ما تبيحه الشريعة الإسلامية وتتم هذه العملية باستخدام عقود التمويل المتعارف عليها كالمضاربة، المراجعة، الإستصناع وغيرها وهذا التعريف يشمل المعنى الواسع، أما المفهوم الضيق فهو ما يمكن القول بأنه علم الإدارة المالية الإسلامية والتي تعنى بدراسة أفضل الطرق للحصول على الموارد المالية واختيار أفضل بديل تمويلي وكيفية توظيف هذه الأموال في مشاريع مربحة.

## 2. ضوابط التمويل الإسلامي

يحتكم التمويل الإسلامي إلى مجموعة من الضوابط التي تميزه عن التمويل التقليدي، حيث لا يمكن اعتماد أي مصدر تمويلي متوفر إلا بعد إخضاعه لهذه الضوابط حتى يصبح مشروعاً ويحل التعامل به، وتمثل في:

### أ. تحريم الربا:

الربا هي أهم وأبرز ضابط للتمييز بين مصادر التمويل التي تبيحها الشريعة الإسلامية والمصادر التقليدية المحرمة سواء كانت هذه الربا ظاهرة في العقد أم مخفية. وتعرف الربا لغة بربا الشيء يربوا ربوا وربوا ورباء أي زاد ونما، أما اصطلاحاً فتوجد عدة تعاريف حسب اختلاف الفقهاء في إيضاح علة تحريمه عرفه بعض فقهاء المالكية بأنه: "الزيادة في الثمن أو الأجل"، أو: "الزيادة في العدد أو الوزن محققة أو متوهمة" (عيد، 2015، صفحة 10) تنقسم الربا إلى نوعين، ربا الفضل: يتعلق هذا النوع بالبيع، وهو الزيادة على أحد البديلين المتجانسين في عقد المبادلة مهما تفاوتت النوعية. فمثلاً يقوم شخص ما بمبادلة (1) كغ من التمر الجيد ب (2) كغ من التمر

الرديء، واقتداء بالحديث النبوي الشريف حيث يقول ﷺ: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، سواء بسواء، يدا بيد، فاذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"، ففيه توضيح لطريقة الابتعاد عن المعاملات الربوية. أما النوع الثاني فهو ربا النسئمة أو كما يعرف ربا الديون وهي التي يطلق عليها في وقتنا هذا مصطلح الفوائد البنكية وهي تلك الزيادة التي يمنحها المقرض للمقرض مقابل زيادة في أجل التسديد. (المصري، 2012، صفحة 8)

تعد الربا من أهم المعاملات التي شددت الشريعة الإسلامية على نبذها وترك التعامل بها لما فيها من ضرر اقتصادي واجتماعي حيث يعتبر الكثير من الاقتصاديين أنها مصدر للتضخم، أما في الجانب الاجتماعي فهي تؤدي الى ظهور فوارق اجتماعية والاعدالة في توزيع المداخل، لذلك قبل اتخاذ القرار التمويلي سواء من طرف الشخص أو المؤسسة طالبة التمويل أو البنك الاسلامي المانح للتمويل ينبغي التحقق والتأكد من خلو المصدر من الربا.

#### ب. يجب أن يكون المشروع الممول مشروعاً:

بعد حصول الشخص طالب التمويل على احتياجاته من الأموال بطريقة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية يتوجب عليه استخدامها في أنشطة استثمارية مشروعة لأنه في الشريعة الإسلامية يعد المال مال الله والانسان مستخلف فيه لذلك يتوجب عليه كسبه واستخدامه بطرق ترضي الله عز وجل لأنه هو المالك الأصلي لهذا المال، فمثلاً لا ينبغي استثمار هذه الأموال في مشاريع كإنتاج لحوم الخنازير أو بيع الخمر وغيرها من المحظورات، وينبغي على البنك الإسلامي الامتناع عن تمويل هذه الأنشطة.

إضافة الى كل هذا ينبغي على التمويل أن يوجه الى مشروعات ذات أهمية بالنسبة للمجتمع وتكون حاجة الناس اليها كبيرة، وهذا تماشياً مع قاعدة ترتيب الأولويات. كما ينبغي على الممول التيسير على المقرض ومنحه المدة الكافية من أجل دفع مستحقته. (عبد الرحمان و حساني، 2020، صفحة 482)

### ج. منع الغرر:

الغرر لغة بمعنى الخطر، أما اصطلاحاً فهو كما عرفه ابن تيمية رضي الله عنه: "هو المجهول العاقبة". (قندوز ع.، المالية الإسلامية، 2019، صفحة 43) يعتبر الغرر ثاني أهم ضابط في التمويل الإسلامي بعد الربا لما فيه من تضليل وتزوير قد يتعرض له المتعاملين وجاء في صحيح مسلم عن أبي هريرة رضي الله عنه: "نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر"، ويأتي هذا الحديث حماية لأموال المسلمين من المخاطر التي قد تواجهها ومن الأمثلة الشائعة عن بيع الغرر بيع ثمار في الشجر قبل نضجها أو بيع السمك في الماء. يختلف الغرر عن الربا في كونه ليس كله حرام عكس الربا المحرمة كلية، فالغرر الذي يكون في البيوع محرم إطلاقاً أما الغرر في عقود التبرعات فهو مغتفر لأن هذه العقود أصلها مبني على التسامح. يستخدم مصطلح عدم التأكد في المالية التقليدية وهو أقرب منه إلى مفهوم الغرر في المالية الإسلامية. (المصري، 2012، صفحة 28)

### د. قاعدتي الغنم بالغرر والخراج بالضمان:

القاعدة الأولى مفادها أنه لا يمكن للمستثمر الحصول على عائد من دون أن يتعرض للمخاطرة بقدر هذا العائد الذي سيحصل عليه وبالتالي في التمويل الإسلامي لا يحق للمدخر الحصول على ربح ثابت كما هو الحال مع الفائدة الربوية من دون تحمل مخاطر الاستثمار الذي عادة يعتريه عدم التأكد لأنه مرتبط بنتائج المشروع التي ستحقق. أما قاعدة الخراج بالضمان فتعني أنه من يضمن أصل الشيء يجوز له أن ينتفع بما تولد عنه من ربح مقابل تحمله لما ينجم عنه من خسارة. (حططاش، نظرية الهيكل التمويلي في إطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية، 2017، صفحة 95)

### ه. تحريم القمار:

حرمت الشريعة الإسلامية القمار لما فيه من ضرر للمقامر وللمجتمع لأنه يؤدي إلى ظهور الآفات والاجتماعية

والاقتصادية فهو مبني على المغامرة وكان الناس في العصور القديمة يقامرون بعائلاتهم حيث كان المقامر في حالة خسارته يفقد زوجته وأبناءه وهو ما أدى الى ظهور المشاكل في المجتمع. (المصري، 2012، صفحة 30)

### و. التركيز على تملك الأصل:

تلزم الشريعة الإسلامية الأشخاص على وجوب تملك الأصل وحيازته حتى يتمكن التصرف فيه، كذلك يجب أن يرتبط التمويل بالاقتصاد الحقيقي أي أن يمول مشروعاً حقيقياً تتم دراسته والتأكد من الجدوى الاقتصادية له وعدم مخالفته لمقاصد الشريعة وأن يساهم في خلق الثروة الحقيقية من خلال تقديم المنتجات والخدمات لتلبية الحاجيات، وهذا ما من شأنه التخفيض من التضخم الذي ينتج من خلال الفقاعات المالية التي تحدث في الدورة الاقتصادية. (حططاش، 2017، صفحة 96)

### 3. خصائص التمويل الإسلامي

يتمتع التمويل الإسلامي بمجموعة من الخصائص التي تجعله متميزاً عن التمويل التقليدي، وتمنحه قدرة كبيرة على تجاوز الازمات وحل المشاكل الاقتصادية والتمويلية.

#### أ. اشباع الرغبات:

أي انه يحقق منفعة الانسان بتلبية متطلباته وسد حاجياته المختلفة حتى يشعر بالرضا، وهذا ما ينبغي أن تعمل عليه مؤسسات التمويل الإسلامي من خلال قيامها بدور تمويلي، اقتصادي، تجاري وتنموي خدمة للإنسان الذي يعتبر الأساس لهذه الحياة، على أن تكون هذه الرغبات شرعية.

#### ب. يقوم التمويل الإسلامي على أصول مالية ومدعوم بها:

حيث يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمشاريع اقتصادية حقيقية اما عينية او معنوية وهذا من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية

من خلال جلب قيمة مضافة.

### ج. القابلية للضبط والتحديد:

أي أن يتمتع المال بالقابلية للقياس بأدوات القياس من أجل تسهيل المعاملات ودرء كل ما من شأنه أن يؤدي إلى عدم سلامة التمويل من غرر و جهالة.

### د. قيامه على القدرة على التملك

فهو يمنح للإنسان حق الاستفادة والتمتع بشيء ما، وله كامل الحرية في التصرف به باستغلاله أو تمكين غيره من الاستفادة منه بعوض أو بغيره، كما تجدر الإشارة إلى أنه في بعض المعاملات قد يقيد المستفيد في استعمال الأصل بنفسه فقط وليس له الحرية في تملكه لغيره.

### هـ. تحقيق الأهداف التنموية والاجتماعية

يسعى التمويل الإسلامي من خلال مختلف أجهزته (المصارف الإسلامية) إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في ضوء مقاصد الشريعة الإسلامية، فهو يحمل على عاتقه وظيفة إعمار الأرض وتحقيق عدالة في توزيع الثروة إلى جانب قيامه بدوره الأساسي كمصرف.

### و. الالتزام بالقيم والأخلاق الإسلامية

من أهم مميزات التمويل الإسلامي ارتباطه بالأخلاق والقيم الإنسانية والتي يستنبطها من مصادر التشريع الإسلامي القرآن الكريم والسنة الشريفة عكس التمويل التقليدي المفصول عن الاخلاق وهدفه الأساسي هو تحقيق الاطماع والاهداف الخاصة بشخص أو مجموعة أشخاص معينة، فالتمويل الإسلامي يسعى إلى خدمة المصلحة الفردية لكن وفق اطر وضوابط تجعل منه أداة لخدمة الصالح العام. (ابو مؤنس، غيث، و حريز، 2019،

الصفحات 341-348)

#### 4. أهمية التمويل الاسلامي

تبرز أهمية التمويل الإسلامي لما يحققه من مزايا للمجتمعات سواء من الناحية الاقتصادية أو الاجتماعية، نذكر بعضها فيما يلي:

✓ تحقيق تنمية اقتصادية حقيقية حيث أن التمويل الإسلامي يمنع الفوائد بل ويحرمها وهذا ما يؤدي الى انخفاض تكلفة التمويل التي بدورها تخفض من تكلفة الانتاج وبالتالي عرض السلع يكون بأسعار معقولة وعندئذ سيرتفع الطلب على هذه السلعة مما يؤدي الى زيادة الإنتاج والتوظيف الكلي لجميع المصادر المتاحة،

✓ زيادة الإنتاج وروج السلع يؤدي الى تحقيق قيمة مضافة كبيرة من قبل المؤسسات وبالتالي ارتفاع معدل النمو الاقتصادي الذي سينعكس على المستوى المعيشي للأفراد ويؤدي الى تحقيق الرفاهية في المجتمعات،

✓ بقاء الأسعار في مستوى ثابت وعدم تغيرها باستمرار يؤدي الى استقرار في قيمة العملة أي أن التمويل الاسلامي يجارب التضخم ويعمل على رفع القدرة الشرائية للمواطنين،

✓ لا يعتبر النقود كسلعة اذن تبقى فقط وسيلة دفع ومنه يعمل التمويل الإسلامي على المزج بين عنصري العمل والمال اذ يحقق العدالة بين صاحب المال وصاحب العمل وبالتالي تحقيق العدالة في توزيع المداخيل،

عكس التمويل التقليدي اين يكون صاحب المال دائما في حالة ربح،

✓ يحفز التمويل الإسلامي مختلف فئات المجتمع على عدم اكتناز أموالهم ويدفعهم الى توظيفها واستثمارها لما فيه من ضمان وحماية لمدخراتهم، اذ تلتزم البنوك الإسلامية بالقيام بالدراسات الكافية واللازمة من أجل تمويل واستخدام مدخرات الموكلين في مشاريع ذات جدوى اقتصادية في إطار ما تبيحه الشريعة

الإسلامية. (الجبوري، 2014، صفحة 46)

## الفرع الثاني: أقسام التمويل الإسلامي

ينقسم الباحثون الى صنفين في تقسيمهم للتمويل الإسلامي فمنهم من يرى أنه يتبع تقسيم العقود الى عقود تبرع وعقود معاوضة والصنف الثاني يرى بانه تتبع التقسيم الحديث كما في المالية التقليدية الى مالية عامة تهتم بإيرادات ونفقات الدولة، مالية المؤسسة التي تهتم بتمويل الاستثمارات والمشاريع ومالية شخصية تخص الأفراد ومداحيلهم وكيفية ادارتها. وفقا للمذهب الأول يقسم التمويل الإسلامي الى ثلاث فروع أساسية وهي:

### 1. تمويل مجاني

وهو أن يقدم شخص ما مبلغا من المال الى شخص آخر بدون أي مقابل وبلا عوض والهدف من هذا التمويل هو ابتغاء مرضاة الله تعالى وكذا انطلاقا من القيم والمبادئ التي يتربى عليها الفرد المسلم. يشمل التمويلات ذات الطبيعة الغير تعاقدية، مؤسسيا يتجلى هذا النوع من التمويل في مؤسسات الزكاة والمؤسسات الخيرية. هكذا وينقسم التمويل المجاني الى نوعين:

- ✓ الزامي: أي أن الشرع ألزمننا به وهو واجب علينا يعاقب تاركه ويثاب فاعله كالزكاة والوفاء بالنذر،
- ✓ تطوعي: وهو ما لسنا ملزمين به لكن يثاب فاعله اذ ترغبتنا الشريعة الإسلامية الى القيام به كالتكفل باليتامى واعانة المحتاج والتطوع في انشاء ودعم المشاريع التي لها بعد اجتماعي وانساني.

### 2. تمويل تبرعي

هو تمويل يدخ في باب الاحسان والرفق بالآخرين وهدفه هو إرضاء الله عز وجل ومساعدة الفقراء

والمحتاجين



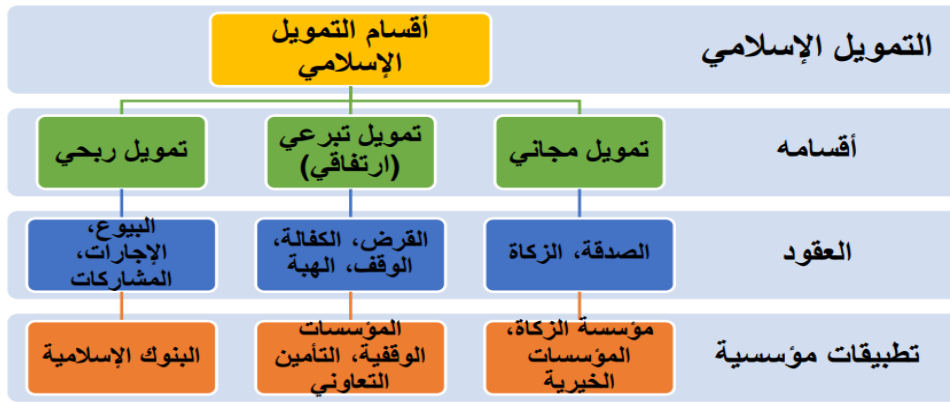
لمساعدتهم على سد حاجتهم اليومية وإرساء قيم الاخوة والتعاون من أجل تذليل الفوارق الاجتماعية وليس الغرض منه تحقيق الربح، تجسد هذا النوع من التمويل في عدة عقود من بينها القرض الحسن، الوصية، الهبة، الوقف والعارية. (قندوز ع.، المالية الاسلامية، 2019، صفحة 69)

### 3. تمويل بغرض الربح

يضم هذا القسم كافة صيغ التمويل الإسلامية المتجسدة من خلال عمل المصارف الإسلامية كصيغ التمويل القائمة على المشاركة في الربح والخسارة والصيغ القائمة على الدين كالمضاربة، المشاركة، المراجعة وغيرها من الصيغ التي سيأتي فيما يلي التفصيل فيها.

ويوضح الشكل الموالي أقسام التمويل الإسلامي:

الشكل رقم 15-01: أقسام التمويل الاسلامي



المصدر: (قندوز و فعملول، 2020، صفحة 9)

### المطلب الثاني: صيغ التمويل الإسلامي

يوفر التمويل الإسلامي بدائل عديدة ومتنوعة قادرة على منافسة التمويل بالقروض الربوية، كما أنها قادرة على جلب مدخرات المسلمين واستثمارها وتنميتها، سنقوم بعرض هذه الأدوات كما يلي:

## الفرع الأول: الصيغ القائمة على المشاركة

تعددت تصنيفات التمويل الإسلامي حيث يصنف من حيث مدة التمويل الى طويل وقصير الأجل وكذا هناك من صنفه من حيث طبيعة التمويل الى تمويل تشاركي، تمويل تجاري و تمويل مقاولاتي إضافة الى التمويل التبرعي كالقرض الحسن وغيره. (دلفوف س.، 2017، صفحة 40) سنعرض في هذا العنصر أدوات التمويل القائمة على المشاركة في الربح والخسارة والمتمثلة فيما يلي:

### 1. المضاربة (القرض)

تعد من أهم أدوات التمويل الإسلامي حيث توفر إمكانية التوفيق بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي اذ هنالك من لديه كفاءة في التسيير ولكن ليس له أموال، يوفر التمويل الإسلامي هذه الصيغة لحل هذه المشكلة.

أ. مفهومها:

توجد عدة تعاريف للمضاربة باختلاف المذاهب والآراء حولها ويمكن سرد بعض منها كما يلي:

عرفها ابن رشد عند المالكية بأنها: " أن يعطي الرجل المال على أن يتجر به على جزء معلوم يأخذه العامل من ربح المال، أي جزء كان مما يتفقان عليه ثلثا أو ربعا أو نصفا". كما توجد بعض التعريفات المعاصرة للمضاربة وهي:

عرفها حسن عبد الله الأمين كما يلي: " اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه وما يستطيع من وسائل الاستثمار في هذا المال، على أن يكون الربح بينهما حسب الشروط المتفق عليها، عند تحقيق الربح يتم توزيعه بين المضارب والممول حسب ما تم الاتفاق عليه، وإذا لم تربح الشركة لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله والمضارب يضيع جهده وعمله، أما في حالة تحقيق الخسارة فيتحملها صاحب المال ولا يتحمل العامل منها شيئا عدا ضياع جهده ووقته الا إذا ثبت تفريطه وخيانتة".

يمكن القول بأن المضاربة هي عقد شركة بين طرفين على القيام بمشروع أو استثمار في إطار ما تسمح به الشريعة الإسلامية، حيث يقدم الأول المال والثاني العمل على أن يتم تقاسم الربح في حالة تحقيقه حسب اتفاق مسبق ينص عليه عقد الشركة، وفي حالة الخسارة يتحملها صاحب المال والمضارب يخسر وقته وجهده الضائعين.

(الجبوري، 2014، الصفحات 92-94)

ب. أنواع المضاربة: يمكن تقسيمها من حيث شروطها الى نوعين كما يلي:

#### ✓ المضاربة المطلقة:

هي المضاربة التي لا يقيد فيها المضارب (العامل) من طرف صاحب المال حيث يتصرف في الأموال كما يشاء حسب قدرته ومهارته في التسيير، ولا يفرض رب المال أي قيد فيما تعلق بنوعية العمل أو مكانه وزمانه.

#### ✓ المضاربة المقيدة:

هي المضاربة التي يتم فيها تقييد المضارب من طرف رب المال من خلال فرض بعض الشروط التي ينص عليها العقد تأمينا لأمواله كأن يشترط عليه التعامل في نشاط معين أو قطاع معين أو ان يحدد المكان والزمان أو يفرض عليه التعامل مع شخص محدد. (الأقرع، 2013، صفحة 93)

كما يمكن تقسيم المضاربة الى نوعين من حيث عدد المشاركين فيها كما يلي:

#### ✓ المضاربة الثنائية:

تتميز باشتغالها على شخصين فقط، الأول رب المال والثاني المضارب ويشترط أن يكون الطرفين فردا واحدا فقط، يطلق عليها أيضا المضاربة الخاصة.

### ✓ المضاربة المشتركة:

هي المضاربة التي تتسم بتعدد الأطراف، سواء من ناحية الأطراف الممولة للنشاط (أرباب المال) أو من ناحية المضاربين (أرباب العمل) كما نلاحظ ذلك في عمل المصارف الإسلامية أين يتم جلب الودائع من مختلف الأشخاص الذين يرغبون في المضاربة فيكون المصرف وكيلا على أموالهم بدفعها الى مضربين (ارباب العمل) ذوي كفاءة ومهارة وتوجه الى تمويل مشاريع ذات جدوى ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. (دلفوف س..، 2017، صفحة 46)

### ج. شروط المضاربة:

توجد عدة شروط يجب توفرها في المضاربة حتى تكون مقبولة وجائزة، والشروط الأول يخص العقد في حد ذاته حيث ذهب فقهاء المالكية الى أن المضاربة لها أربعة اركان هي: العاقدان أي الوكيل والموكل يشترط فيهما الأهلية، المال والذي يجب أن يكون مصدره حلالا ويستخدم لتمويل نشاط حلال، الصيغة أي الايجاب والقبول من الطرفين وهي التي تدل على رضا كلا الطرفين بما يقومون به وموافقتهما على شروطه والركن الرابع يتعلق بالعمل. (الجبوري، 2014، صفحة 99)

توجد شروط أخرى يجب توافرها في المضاربة حتى تكون صحيحة والتي تخص المال والعمل والربح وهي:

### ✓ بالنسبة لرأس المال:

يجب أن يقدم نقدا في أغلب حالاته وتجدر هنا الإشارة الى أن بعض الفقهاء يميز تقديمه في شكل تشيئات عينية كالألات وغيرها، وان يكون معلوما من حيث القدر والجنس والصفة بالنسبة للمضارب ورب المال وان لا يكون دينا في ذمة المضارب عند بداية المضاربة، إضافة الى هذا يجب أن يقدم المال الى المضارب اما مناوله أو

بتمكينه من أخذه والتصرف فيه بسهولة وان يكون هذا المال معترفا به من قبل السلطات أي له صبغة قانونية ويكون مقبولا لدى الجميع.

### ✓ بالنسبة للعمل:

بما أن لرب المال شروط يجب عليه التقيد بها فان للمضارب أيضا شروط يجب عليه احترامها والتقيد بها وهي:

✚ أن يكون المضارب مستقلا وحرًا في تنفيذ العمل وإدارة المشروع وألا يتدخل رب المال في شؤون المضارب مما يؤدي الى عرقلة في اتخاذ القرار،

✚ قد تكون المضاربة مقيدة أو مطلقة كما رأينا سابقا، كما أنها قد تُحدد بأجل معين وقد تكون الى أجل غير محدود حسب الاتفاق،

✚ في حالة الخسارة لا يتحصل المضارب على أي عائد، كما أنه غير مطالب بتقديم ضمانات لأنه لا يمكنه علم الغيب أو توقع ما سيحصل مستقبلا وإنما يتحمل مسؤولية تقصيره وتفريطه،

✚ يعتبر المضارب وكيلا عن رب المال أي أنه أمين على المال لا ضامنا له. (حططاش، 2017، صفحة

(103)

### ✓ بالنسبة للربح والخسارة (نتيجة المضاربة):

الربح هو العائد الذي يجنيه المضارب ورب المال من جراء عملهما واستثمار الأول لماله والثاني لجهدته ووقته ويشترط

في الربح ما يلي:

✚ أن يكون معلوما لكلا الطرفين وأن يكون حصة شائعة ويشترط الفقهاء أن توضح حصة العامل في

الربح كأن يقول له لك ثلث ما نحققه من ربح أو ربع وغيرها وهذا لإزالة الجهالة التي تؤدي الى نزاع

أن يكون الربح مشتركاً بينهما: حتى يأخذ المالك بملكه والعامل بعمله فلا يختص أحدهما بالربح دون الآخر غير أن الملكية يرون بصحة المضاربة في شرط الربح كاملاً من حق المضارب وتطوع من رب المال واحسان منه،

أما الخسارة فيتحملها رب المال وحده إلا في حالة ثبوت التقصير والتعدي من طرف المضارب. (حططاش، 2017، صفحة 103)

## 2. المشاركة

تعتبر من الصيغ الفعالة والتي تلجأ إليها البنوك من أجل توظيف الأموال واستخدامها دون اللجوء إلى الربا.

### أ. مفهوم المشاركة:

المشاركة لغة مشتقة من الفعل شارك وتعني توزيع شيء بين اثنين فأكثر، أما اصطلاحاً فتوجد لها عدة تعاريف نذكر منها:

- ✓ عرفها علماء المالكية بأنها: "أذن من كل واحد منهما أو منهم للآخر في التصرف في مالهما"،
- ✓ كما عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "اتفاق اثنين أو أكثر على خلط ماليهما أو عمليهما أو التزاميهما في الذمة بقصد الاسترباح"، (Razak و Jalan، 2014، صفحة 286)

- ✓ تعرف بأنها: "تعاقد بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأموال أو الأعمال أو الوجاهة ليكون الغنم بالغرم بينهم حسب الاتفاق"، (حططاش، 2017، صفحة 106)

✓ تعرف أيضا بأنها: " اشتراك شخصين فأكثر بخصص من المال أو العمل أو منهما معا بهدف تحقيق الربح الذي سيوزع بينهما وفق ما هو متفق عليه، أما الخسارة فتحمل على كلا الطرفين كل حسب حصته

في رأس المال"، (دلفوف س.، 2017، صفحة 55)

من خلال هذه التعاريف نستخلص بأن المشاركة هي عقد بين شخصين أو أكثر يتفقون من خلاله على القيام باستثمار أموالهم فيشتركون في المال والعمل معا أو احدهما فقط من أجل تحقيق ربح يتم تقاسمه بينهم حسب ما تم الاتفاق عليه والخسارة يتم تحملها كل حسب حصته في رأس المال وهذا كله ضمن ضوابط الشريعة الإسلامية. وتجدر الإشارة الى أن المشاركة مشروعة في القران والسنة والاجماع حيث نص عليها القران في عدة آيات وكذلك وردت عدة أحاديث تنص على مشروعيتها.

#### ب. أقسام التمويل بالمشاركة:

توجد عدة أشكال أو تقسيمات للتمويل بالمشاركة بتعدد وجهات نظر الباحثين وهذا ما سنعرضه كما يلي:

#### ✓ المشاركة الثابتة:

هي مشاركة يساهم فيها البنك الإسلامي بتمويل جزء من رأس مال المشروع وتبقى حصص الشركاء ثابتة الى غاية نهاية المشروع أو المدة المتفق عليها، كما يكون البنك طرفا في إدارة المشروع والاشراف عليه ويتم تقاسم الأرباح حسب الاتفاق والخسائر حسب حصة كل طرف في رأس المال. (دلفوف س.، 2017، صفحة 57) كما يمكن التمييز بين نوعين من المشاركة الثابتة وهي: مشاركة ثابتة مستمرة ومشاركة ثابتة منتهية

#### ✓ المشاركة المتناقصة:

هي الشركة التي يعد فيها أحد الشريكين بشراء حصة شريكه بحيث يصبح بعدها مالكا للمشروع بأكمله وغالبا

ما يتنازل البنك على حصته للزبون الذي دفعته حاجته الى التمويل الى البحث عن شريك، المشاركة المتناقصة تتضمن عقد شركة وعقد بيع وشراء حيث في بداية الأمر يكون العقد عقد شركة مع وعد بالشراء ثم ينتج عنه عقد بيع وشراء وهان يجب أن يكون كلا العقدين منفصلا عن الآخر ولا يمكن أن ينص عقد الشركة على العقد الثاني. (Razak و Jalan، 2014، صفحة 290)

#### الفرع الثاني: عقود تمويل الأنشطة الفلاحية (المزارعة، المغارسة والمساقاة)

تعرف المزارعة بأنها: "عقد على الزرع بالخارج" أو هي تقديم الأرض الى من يزرعها وينتج غلاتها على أن يكون الربح موزعا بينهما، ويشترط في عقد المزارعة حتى يكون مقبولا من الناحية الشرعية أهلية المتعاقدين وبيان الأرض وتقديمها للعامل مع بيان مدة المزارعة، كما يجب أن يكون البذر من أحد الطرفين وان يكون معروف الجنس اما الربح فيجب أن ينص العقد على كيفية توزيعه ويجب أن يكون حصة شائعة في الغلة كالنصف أو الربع. (الأقرع، 2013، صفحة 77)

وتعرف المغارسة بأنها: "صيغة من صيغ استغلال الثروة الزراعية تجمع بين مالك الأرض والمزارع فيقدم الأول أرضه للثاني والذي يتولى غرسها بنوع معين من الأشجار حسب الاتفاق ويكون الثمر والشجر بينهما" وللمغارسة عدة شروط يجب توفرها حتى تصح وهي أن يكون الغرس شجرا ثابت الأصل، يجب أن تتفق أصناف الأجناس وأن تتقارب في مدة اطعامها أيضا يجب ان لا يكون اجلها طويلا وان لا يزيد عن مدة اثمارها وأخيرا يجب أن يحصل العامل على نصيبه من الشجر والأرض. (الأقرع، 2013، صفحة 80)

أما المساقاة فهي: "عقد بين مالك شجر معين وبين عامل له خبرة بمعالجة الشجر وخدمته ورعايته وسقيه وعنايته لمدة معلومة مقابل نسبة شائعة من الثمر الذي يتم جنيه"، ويجب توفر مجموعة من الشروط في هذه الصيغة بدءا من تسليم الشجر الذي يجب أن يكون مثمرا تزيد ثماره بالعناية الجيدة أي لا يكون كأشجار الصنوبر أو



الفيلين الى العامل والذي يجب أن يعرف نوع الأشجار التي سيعتني بها دفعا للغرر، كما يجب أن يتم العقد قبل بداية الثمر وفي حالة فسخ العقد يتقاضى العامل أجر تعبته وأما صاحب الشجر فيأخذ الثمر. (دلفوف س.،

2017)

كل هذه الصيغ مشروعة في الإسلام الا أنه قد يرى علماء بعض المذاهب بعدم جواز صيغة ما فمثلا صيغة المغارسة يرى جمهور العلماء بعدم جوازها في حين يجيزها المالكية ولكن بالشروط السالفة الذكر، عموما تعتبر هذه الصيغ مقبولة وجائزة شرعا طالما احترمت فيها الشروط التي حددها العلماء انطلاقا من القران والسنة، وهذه الصيغ موجودة لدى البنوك والنوافذ الإسلامية. (حططاش، 2017، صفحة 54)

### الفرع الثالث: صيغ التمويل الاستثمارية (الصيغ القائمة على الدين)

تعرف هذه الصيغ أيضا بصيغ التمويل التجاري وهي الأكثر انتشارا واستخداما من قبل البنوك الإسلامية خاصة صيغة المراجعة التي ساهمت بشكل كبير في تطور التمويل الإسلامي وانتشاره بشكل واسع، تضم هذه الصيغ: المراجعة، السلم، الإستصناع والتي سنتطرق اليها بالتفصيل في هذا الفرع.

#### 1. المراجعة

وهي من أبرز صيغ التمويل الإسلامي، تعتمد على البنوك الإسلامية بكثرة، سيتم التفصيل فيها كما يلي:

##### أ. مفهوم المراجعة:

تصنف المراجعة ضمن بيوع الأمانة، وهي بيع السلعة بمثل الثمن الأول الذي اشتراه البائع مع زيادة ربح معلوم

متفق

عليه بمبلغ مقطوع أو نسبة من الثمن الأول،

ويقصد بعقد المراجعة اتفاق بين طرفين بنك إسلامي مثلا ومؤسسة اقتصادية على شراء أصل ما (آلة، عتاد أو غيرها مما تحتاجه المؤسسة من سلع رأسمالية أو سلع النشاط العادي) فيقوم البنك بتملك الأصل ثم يبيعه الى المؤسسة بثمن الشراء الذي يكون معلوما لكلا الطرفين مضافا اليه هامش ربح يتم الاتفاق عليه. (قندوز ع.، المالية

الاسلامية، 2019، صفحة 112)

يمكن القول بأن المراجعة هي عقد بيع يتم من خلاله شراء سلعة وتملكها ثم بيعها الى طرف آخر مع بيان ثمن

شرائها والاتفاق بين الطرفين على هامش ربح معين قد يكون نسبة معينة من الثمن أو مبلغا مقتطعا يحدد حسب الاتفاق.

#### ب. شروط صحة عقد المراجعة:

توجد مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في عقد المراجعة حتى يعتبر مقبولا شرعا وهي:

- ✓ يجب أن يكون ثمن شراء السلعة معلوما لكلا الطرفين،
- ✓ الربح يجب أيضا معرفته مسبقا من قبل كلا الطرفين ويستحسن أن يكون نسبة معينة من ثمن الشراء، (قندوز ع.، 2019، صفحة 111)

✓ يجب تحديد السلعة وبيان مواصفاتها لدفع الغرر والجهالة، وألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلا بجنسه من الأموال الربوية فمثلا لا يجوز الزيادة عن ثمن الذهب والفضة وغيرها من السلع الربوية لأن أي زيادة على ثمنها تعتبر عين الربا ويصبح عقد المراجعة باطلا. (حططاش، 2017، صفحة 112)

- ✓ يشترط أن يكون رأس المال من المثليات لا من القيم كالمكيات والموزونات والعدييات المتقابلة لأن القيم ليس لها أمثال كالعروض الي لا يجوز بيعه مراجعة.

✓ يجب أن يكون البيع الأول سليماً وهذا لأن البيع الثاني مبني عليه ومرتبطة به فاذا فسد البيع الأول فسدت

معه المراجعة، (حلموس و كزاز، 2017، صفحة 101)

والمراجعة تعتبر من بيوع الأمانة التي يلتزم فيها البائع بذكر ثمن شرائه للسلعة وقد أجازها العلماء

بنصوص القران الكريم والسنة المطهرة وحتى في الاجماع.

ج. أنواع المراجعة:

تنقسم المراجعة الى نوعين:

✓ المراجعة العادية (البسيطة):

هي التي تتم بين طرفين فقط، حيث يقوم الطرف الأول (البائع) بشراء سلعة ما دون تلقي أي طلب أو وعد بالشراء، وبعد تملكه لهذه السلعة يأتي الطرف الثاني (المشتري) يرغب بشرائها مقابل الثمن الأول مع زيادة نسبة معلومة تمثل ربحاً للبائع وبعد الاتفاق على بيع السلعة يتفقان أيضاً على كيفية التسديد التي تكون إما نقداً أو على عدة أقساط حسب ما يتفقان عليه وحسب قدرة المشتري على التسديد.

✓ المراجعة للآمر بالشراء:

تعرف أيضاً بالمراجعة المصرفية هي المراجعة التي تتم بين ثلاثة أطراف البائع والمشتري والمصرف، هذا الأخير يكون وسيطاً بين البائع والمشتري فتتم العملية من خلال تقديم المشتري طلبه إلى المصرف الإسلامي يوضح في العقد مواصفات السلعة وكل ما يتعلق بها ويقدم وعداً بشرائها من المصرف الذي سيتولى شرائها من الطرف الثالث (البائع) ثم بعد حصوله عليها وتملكها يقوم ببيعها مجدداً للمشتري الذي وعد بشرائها مع زيادة ربح

معلوم. (خوجة ، 1998 ، صفحة 41)

د. مزايا التمويل عن طريق المراجعة المصرفية:

توفر هذه الصيغة مجموعة من المزايا بالنسبة للمصرف في حد ذاته وبالنسبة لطالبي التمويل والمجتمع ككل منها:

✓ تعزز الثقة بين المصرف والعميل اذ تعتبر من بيوع الأمانة التي تتطلب التمحيص الدقيق في السعر

والمواصفات، وهذا ما يدعم الشفافية ويدفع الغرر وبالتالي تحقيق سعر عادل،

✓ توفر التمويل اللازم لأصحاب العجز المالي وتدعمهم لتحقيق وتجسيد مشاريعهم،

✓ تكريس خبرة المصرف في اقتناء الأصول لعميله وتحمله للمخاطر الناجمة عن هذه العملية بدلا عن

العميل بما أنه سيتملك هذا الأصل لفترة ولو قصيرة،

✓ قد يكون دفع العميل لقيمة الأصل على أقساط وقد تكون من الأرباح المحققة من استغلال هذا الأصل

وبالتالي هي وسيلة فعالة لتحفيز ودعم المشاريع الناشئة،

✓ كما تؤدي الى تقليل التضخم لأنها تقوم على أساس التعامل في العروض من سلع وخدمات لا في

النقديات، كما تلعب دورا هاما في محاربة الغلاء وارتفاع الأسعار لأنها تقوم على أساس الإفصاح عن

السعر الأصلي وبيان هامش الربح. (حططاش، 2017، صفحة 115)

## 2. السلم:

وهو النوع الثاني بعد المراجحة وسيأتي التفصيل فيه كما يلي:

### أ. مفهوم بيع السلم:

السلم لغة بمعنى السلف، أما اصطلاحا فهو "بيع سلعة موصوفة في الذمة لأجل معلوم بثمن معجل"، (مصلح،

2019، صفحة 90). بمعنى أنه عملية يتم الاتفاق فيها بين المصرف والعميل، يشتري بموجبه المصرف سلعة

معينة بجودة وكمية معلومتين ويتم تحديد السعر ودفع الثمن من طرف المصرف عند ابرام العقد أو في أجل لا

يتعدى ثلاثة أيام من تاريخ التعاقد على أن يستلم بضاعته في تاريخ آجل حسب الاتفاق.

ب. شروط صحة السلم:

حتى يكون عقد السلم متوافقا مع الضوابط التي حددتها الشريعة الإسلامية يجب أن تتوفر فيه عدة شروط إضافة الى الصيغة (شروط تخص العقد) وهي:

- ✓ رأس المال: يجوز أن يكون نقدا، عينا أو منفعة، ويجب أن يكون معلوما قدرا وصفة دفعا للغرر، ويجب تسليم رأس المال (ثمن السلعة) في مجلس العقد ويمنع أن يكون دينا في ذمة البائع.
- ✓ الأجل والسلعة (المسلم فيه): يجب تبيان تاريخ تسليم السلعة ومكان تسليمها أثناء التعاقد، كما أنه ينبغي وصف السلعة وصفا دقيقا يمنع حدوث أي غرر أو جهالة. (لنصاري، محيريق، وفودوا، 2021،

صفحة 325)

ج. مزايا التمويل بالسلم:

- تتمتع هذه الصيغة بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي صيغ التمويل قصير الأجل وهي:
- ✓ يمكن اعتمادها في تمويل عدة قطاعات كالزراعة، الصناعة وغيرها مما يجعلها ذات مرونة وقدرة تمويلية عالية،
  - ✓ تستخدم من قبل المؤسسات بمختلف أنواعها في تمويل رأس المال العامل (دورة الاستغلال)،
  - ✓ تتيح هذه الصيغة للمصرف إمكانية توظيف أمواله من جهة ومن جهة أخرى يمكن للبائع أن يستغل تلك السيولة في إنتاج السلعة وتسليمها في الآجال المحددة،
  - ✓ يعتبر مصدرا جيدا لتوليد الأرباح في المصارف الإسلامية وتتحقق الأرباح من خلال الفرق بين سعر الشراء والبيع أثناء تسليم السلعة، (بن بلاط و مباركية، 2022، صفحة 598)

د. السلم الموازي:

وفيه يقوم البنك ببيع البضاعة التي قام بشرائها سلماً إلى طرف جديد وتكون هذه البضاعة إما

المشتريات

أو بضاعة أخرى يشتريها البنك بنفس المواصفات ومن نفس الجنس ويكون البيع الجديد أيضاً بصيغة

السلم أي يتسلم البنك ثمن البضاعة على أن يسلمها وقت حصوله عليها من البائع الأول

يكون سعر البيع الثاني أي الذي يبيع به البنك السلعة أكبر من السعر الأول الذي يشتري به البضاعة

وهذا من أجل تحقيق الربح. في حالة تأخر الطرف الأول الذي اشترى منه البنك البضاعة عن التسليم

يتوجب على البنك اقتناء بضاعة بنفس الجودة وب نفس المواصفات التي تم ذكرها في العقد من أجل

تسليمها عند حلول أجل التسليم ابراءاً لذمة البنك وحفاظاً على سمعته تجاه العملاء.

يتيح السلم الموازي العديد من المزايا من بينها: ضمان تصريف السلع وقت التسليم و ضمان الربح

في وقت مبكر وتجنب بيع المسلم فيه قبل قبضه خوفاً من اختلاف الأسعار.

✓ شرط صحته:

يرى غالبية الفقهاء أنه لا يجوز بيع المسلم فيه قبل قبضه حيث يعتبر بيعاً لما لا يملك، ولذلك في عقد السلم

يشترط أن يكون المبيع موصوفاً فقط أي ليست البضاعة التي تم شرائها في العقد الأول بالتحديد، ومنه يقوم

البنك بإبرام عقد سلم جديد على بيع بضاعة تحمل نفس مواصفات البضاعة التي اشتراها سلماً، يشترط الفقهاء

المعاصرون ألا يربط بين العقدين حتى لا يكون بيعاً لما لا يملك ضماناً لصحة السلم. في نفس السياق، ترى هيئة

المحاسبة والمراجعة المالية الإسلامية نفس هذه الشروط حيث يجب الفصل بين العقدين وهذا ضماناً لحقوق كل

طرف حيث في حالة اخلال البائع الأول بموعد العقد ولم يسلم البضاعة في الموعد يجب على البنك أن يقدم

البضاعة للطرف الثالث الذي يعتبر البنك بالنسبة له بائعاً، ولا يحق للبنك أن ينقل هذا الضرر إلى المشتري أما بفسخ العقد أو تأخر تقديم الطلبية. (صالح، 2014، صفحة 143)

### 3. الإستصناع

وهي الصيغة الثالثة من عقود البيوع و سنفصل فيها فيما يلي:

#### أ. مفهومه:

الإستصناع لغة هو طلب الصنعة، أما يعرف بأنه: "عقد لبيع أصل غير موجود سيتم بناؤه أو تصنيعه وفقاً للمواصفات المتفق عليها ويتم تسليمه في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد مسبقاً". يعتبر لدى المالكية والشافعية والحنابلة عقد سلم ويسمى بالسلم في الصناعات وفيه يتقدم المستصنع بطلبه إلى البنك من أجل الحصول على سلعة موصوفة، فإذا وافق البنك يتقدم هو الآخر إلى صانع بطلب نفس السلعة وعند استلامه لها يقوم ببيعها إلى المستصنع (العميل الأول)، يختلف عن بيع السلم في إمكانية قيام المشتري بدفع ثمن السلعة نقداً أو عبر دفعات عند استلامها. (لبوخ و بوشامة ، 2019، صفحة 312)

#### ب. شروطه:

توجد عدة شروط يجب توفرها في عقد الإستصناع حتى يعتبر مقبولاً وهي:

✓ يجب على البنك أن يلتزم بتسليم البضاعة للعميل في الوقت المحدد، كما يجوز للبنك توكيل طرف

ثالث من أجل عملية الصنع.

✓ يجب بيان نوع الشيء المصنع وجنسه وكل ما يتعلق به من أوصاف ومعلومات، وفي حالة ما إذا لم

يتم توافر هذه الشروط والمواصفات يمكن للمستصنع الامتناع عن تنفيذ العقد وله كامل الحرية،

✓ قد يحتوي العقد على خدمات ما بعد البيع كالضمان والصيانة،

✓ يمكن للعميل دفع مبلغ الشيء المصنع على دفعات لأجل محدد. (طلحي، عوام ، و بعلول، 2020،

صفحة 364)

#### 4. الاجارة

وهي الصنف الثالث من صيغ التمويل الإسلامي وهي من أهم الصيغ لما توفره من مزايا للمجتمع وتلبية حاجيات الأفراد من سكن، مركب وعديد الأمور، وتعتبر من بين الصيغ الشائعة الاستخدام من قبل المصارف الإسلامية وفيما يلي شرح لهذه الصيغة:

##### أ. مفهومها:

تعرف الاجارة بأنها: "بيع لمنافع الأصول كعقد مؤقت ومرتبب بالزمن حيث تستحق فيه الأجرة مقابل استخدام المنفعة". (دلفوف س.، 2017، صفحة 80) وتعرف أيضا بأنها: "عقد على المنافع بعوض والمنفعة قد تكون منفعة عين أو منفعة عمل". يستخدم لفظ الاجارة عند فقهاء المالكية عند الإشارة الى استخدام منافع البشر أو المنقولات كالأثاث، ويستخدم لفظ الكراء عند الإشارة الى منافع الأراضي والآلات وغيرها، وعموما المصطلحين لهما نفس المعنى. (حططاش، 2017، صفحة 119)

من خلال ما سبق يمكن القول بأن الاجارة هي بيع منفعة الأصل لا الأصل في حد ذاته، فيقتضي هذا العقد قيام البنك بشراء آلات أو مستلزمات ثم تأجيرها الى عميله لأجل محدد وعند انتهاء مدة الاجارة يقوم العميل برد هذا الأصل الى البنك وتعرف "بالإجارة التشغيلية" كما يمكن للبنك نقل ملكية الأصل للعميل من خلال ما يعرف "بالإجارة المنتهية بالتملك".

##### ب. شروط صحة الاجارة:

بالإضافة الى شروط العقد المتعارف عليها يجب أن تحقق الاجارة الشروط التالية:



- أن تكون منفعة الأصل المؤجر مشروعة وغير قابلة للاستهلاك (أي لا تندثر بالاستخدام)، وأن تكون موجودة أثناء التعاقد أو قابلة للوجود،
- يجب معرفة الشيء المؤجر منفعة تامة تمنع حدوث الغرر والجهالة،
- أن تكون الأجرة مالا معلوما ويمنع أن تكون من جنس المعقود عليه،
- يعتبر الأصل المستأجر أمانة عند المستأجر يستعمله لحاجته، ومنه إذا حدث ضياع للأصل لا يتحمل المستأجر مسؤوليته الا إذا حدث تقصير منه. (قندوز ع.، المالية الإسلامية، 2019، صفحة 131)

### المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية

كان لظهور وانتشار تكنولوجيا الاعلام والاتصال الأثر الكبير في ظهور الهندسة المالية الإسلامية التي دعت الحاجة اليها بعد تطور المعاملات المالية مما أدى الى ابتكار أدوات مالية جديدة تلي رغبات المستثمرين، وهذا ما سنعرض له من خلال هذا المطلب كما يلي:

### الفرع الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

أدى التطور الحاصل في المعاملات المالية الى البحث عن أدوات جديدة من أجل التحوط وإدارة المخاطر، إضافة الى بحث المستثمرين عن أدوات مالية جديدة من أجل التنويع في محافظهم الاستثمارية وبالمقابل يبحث طالبي التمويل عن مصادر تمويل أكثر مرونة وتناسب مع الطبيعة الخاصة لبعض المؤسسات، وهو ما أدى الى ظهور مصطلح جديد أو ميدان جديد في علم المالية الحديثة ألا وهو الهندسة المالية.

### 1. تعريف الهندسة المالية

تعددت مفاهيم الهندسة كتعدد الباحثين واختلاف وجهات النظر لديهم وبالتالي سنحاول عرض بعض منها:

✓ تعرف من وجهة نظر الإدارة المالية للمؤسسة بأنها: مصطلح يعبر عن العملية الكمية التحليلية المصممة

لتحسين العمليات المالية للمؤسسة وبالتالي تتضمن ما يلي:

✚ إدارة المحفظة المالية وتعظيم قيمة المؤسسة،

✚ دراسة واختيار مصادر التمويل،

✚ إدارة المبيعات والمشتريات بشكل يحفظ حقوق الزبائن والمؤسسة من جهة والموردين والمؤسسة من

جهة اخرى،

✓ وعرفتها أيضا الجمعية الدولية للمهندسين الماليين بأنها: "تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر

لنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية، فالهندسة

المالية ليست أداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات. (قندوز ع.، 2008، صفحة 41)

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن الهندسة المالية هي عبارة عن مجال يسعى الى خلق وابتكار أدوات مالية

جديدة وتطوير أدوات قديمة وجعلها مناسبة لمتطلبات العصر وهذا من أجل حل المشاكل التمويلية وتلبية

مختلف الاحتياجات التمويلية للمستثمرين من جهة ولطالبي التمويل من جهة أخرى، وتجدر الإشارة الى أن

الهندسة المالية التقليدية تختلف عن الهندسة المالية الإسلامية في كون هذه الأخيرة تحتكم الى الضوابط الشرعية

ويجب أن يكون المنتج المبتكر أو المطور موافقا لأحكام الشريعة الإسلامية ولضوابط التمويل الإسلامي التي

تم التطرق اليها سابقا.

## 2. اسهامات الهندسة المالية الإسلامية

مع ظهور الهندسة المالية الإسلامية شهدت عقود التمويل الإسلامي تطورا كبيرا يمكن تبيانه في النقاط التالية:

✓ تم تطوير صيغة الاجارة لتصبح كعقد معياري وتعرف باسم "الاجارة المنتهية بالتمليك" وتستخدم هذه الصيغة في مختلف التمويلات البنكية كتمويل الرعاية الصحية وتمويل السكن، كذلك تطبق في إصدارات الصكوك أين يكون عقد الاجارة هو العقد المالي الأساسي في الصكوك.

✓ تم تطوير عقد السلم وتطبيقه في البنوك وفي الأسواق المالية وأسواق رأس المال حيث تمت تسميته ب "السلم الموازي" وهذا ما أعطى للبنوك مجالاً أوسع لتمويل السلع والدخول الى سوق السلع.

✓ كذلك عقد الإستصناع تم تطويره الى ما يعرف ب "الإستصناع الموازي" ومن خلاله يمكن للبنك الإسلامي أن يأخذ نصيبه في دائرة المعاملات المالية المرتبطة بالإنتاج، التصنيع والمقاولات.

✓ مكنت الهندسة المالية أيضاً من تطوير صيغة المشاركة من عقد معياري الى عقد متطور يتم استعماله في البنوك وأسواق رأس المال. كما تم ادخال المشاركة المتناقصة واستعمالها في تمويل السكنات ونفس العقد يعتبر كقاعدة لإصدار الصكوك القائمة على الملكية. (Hassan & Michael, 2011, p.

25)

### 3. محددات الهندسة المالية الإسلامية

وهي الشروط التي يجب مراعاتها عند اصدار أي منتج مالي جديد وهي:

✓ المشاركة في الربح والخسارة وفقاً للقواعد الفقهية لصيغتي المضاربة والمشاركة،  
✓ لا يجوز التعامل بالأموال التي تم تحصيلها باستخدام الأدوات المالية المبتكرة في مشاريع أو مع مؤسسات تتعامل بالربا، إضافة الى تحريم الغرر.

✓ الأولوية في استثمار هذه الأموال في مشاريع تفيد الصالح العام. (يوسف اوي و مخلوفي، 2017، صفحة

(121)

#### 4. أهداف الهندسة المالية الإسلامية

تسعى الهندسة المالية الإسلامية الى تحقيق عدة أهداف سنذكرها فيما يلي:

- ✓ ابتكار منتجات مالية إسلامية ذات كفاءة عالية منافسة للمنتجات المالية التقليدية في حدود ما يسمح به الشرع الإسلامي،
- ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على خيارات عديدة لتوظيف أموالهم وتعظيم عوائدهم، وتوفير بدائل تمويلية للمؤسسات تساعد على تخفيض تكلفة الأموال،
- ✓ خلق قنوات استثمار جديدة للمسلمين الذين يمتنعون عن التعامل بالربا وجلب ودائعهم وهذا من شأنه تحقيق تنمية اقتصادية، والمساهمة في خفض معدلات التضخم،
- ✓ المساهمة في تطوير الأسواق المالية المحلية والعالمية وهذا من خلال عرض منتجات مالية جديدة،
- ✓ تمكين المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية وتقليل المخاطر، ومساعدة المؤسسات على إدارة السيولة وحل المشاكل التمويلية، (مرداسي، 2018، صفحة 28)

#### الفرع الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

##### 1. الصكوك الإسلامية

وهي من أهم وأبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية حيث تستخدم بشكل كبير في الأسواق المالية الإسلامية

اذ تعد بديلا عن الأسهم والسندات التقليدية.

##### أ. مفهومها

تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية في القيمة تمثل حصصا شائعة

في ملكية الأعيان أو منافع أو خدمات أو نشاط استثماري معين وبعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل عملية الاكتتاب يبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"، كما عرفت بأنها: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة الى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول". كما نشير أن المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار رقم 18، وكذا مجمع الأدوات المالية الإسلامية الماليزي قد أجازا التعامل بالصكوك ما دامت تصدر على أساس عقد شرعي. (الدماغ، 2010، صفحة 61)

ومما سبق يمكن القول بأن الصكوك عي عبارة عن أوراق أو وثائق تصدرها البنوك الإسلامية من أجل تمكين الجمهور من استثمار أموالهم من خلال تقسيم قيمة المشروع وتوزيعها بالتساوي في هذه الأوراق ويعتبر الأصل أو المشروع الممول كضمان لحاملي الصكوك التي يتم طرحها للاكتتاب وبعد ذلك يتم استخدام هذه الأموال المحصلة فيما أصدرت من أجله ضمن قواعد الشريعة الإسلامية.

#### ب. مراحل عملية التصكيك

يتم اصدار الصكوك الإسلامية من خلال ثلاث خطوات وهي:

#### ✓ مرحلة اصدار الصكوك (Issuance):

هي أول مرحلة حيث عندما ترغب المؤسسة في اصدار الصكوك فتبدأ أولاً بدراسة الجدوى لهذه العملية

والمقارنة

بين تكلفتها وتكلفة البدائل التمويلية المتاحة، ثم تقوم بتحديد الأصول المراد تصكيكها والتي قد تكون (سيارات،

عقارات... الخ) بعدها تتجه المؤسسة المصدرة للصكوك مباشرة الى شركات وسيطة (SPV) التي تقوم بتسويق

وبيع الصكوك للاتفاق حول سعر العملية، تتولى هذه الأخيرة مهمة طرح الصكوك للجمهور من أجل الاكتتاب والذي يعبر عنه بالإيجاب من قبل الجمهور والقبول من طرف مصدر الصكوك أو وكيله.

### ✓ مرحلة التداول (Trading):

وهي ثاني مرحلة يتم فيها بيع الصك وانتقاله من يد الى يد اما مباشرة أو عن طريق الوسيط وهذا ما يؤدي الى انتقال جميع الحقوق المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع أو رهن أو ارث، وله أن يبيع الصك بالقيمة المتراض عليها سواء بالقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر أو أقل منها مع مراعاة الأحكام الشرعية المتعلقة بها. (حططاش، نظرية الهيكل التمويلي في اطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية، 2017، صفحة 133)

### ✓ مرحلة إطفاء الصكوك (Repayment to Sukuk holders):

وهي آخر مرحلة وهي مرحلة استرداد الصكوك وعرفت هذه المرحلة حسب لجنة المعايير الشرعية بأنها: "شراء الحصة الاستثمارية في الصك من المستثمرين في تواريخ استحقاقها ثم ردها الى الوعاء الاستثماري ومن ثم خروج المسترد منه". كما أنه في بعض الأحيان قد تتعهد الجهة المصدرة للصكوك بإعادة شرائها عند الطلب بسعر التقييم في وقت ما، وتتم عملية الإطفاء وفق طريقتين: الإطفاء بالتنضيف وفيها يتم دفع القيمة الفعلية للصك وأرباحه دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق، والطريقة الثانية هي التي يتم فيها الدفع من خلال حصص أو بشكل دوري ويكون هنا الدفع مقسما الى جزأين جزء يتم دفعه لحامل الصك كربح والجزء الثاني يتم دفعه كجزء من قيمة اطفاء الصك وعند نهاية فترة الإصدار يكون حامل السهم قد تحصل على أرباحه إضافة الى قيمة الصك. (الدماغ، 2010، صفحة 83)

## الفرع الثالث: المشتقات المالية

وهي من أهم منتجات الهندسة المالية وتستعمل فيما يعرف بالتحوط وإدارة المخاطر والمضاربة أيضا تنتشر هذه المشتقات بكثرة في الأسواق المالية التقليدية ولذلك سعت الأسواق المالية الإسلامية مواكبة هذا التطور من خلال محاولة تقليد هذه الصيغ وتكييفها وفق ما تبيحه الشريعة الإسلامية فأثمر هذا الجهد عن بعض النتائج التي سنوضحها في هذا الفرع.

### 1. مفهوم المشتقات المالية

عرفها بنك التسويات الدولية كما يلي: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار والعوائد فان أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري". (الهرش و الهرش ، 2019، صفحة 260)

وعرفها سامي السويلم على انها: " عقود تهدف الى تبادل المخاطر المالية ومن أشهر صورها المستقبلات (Futures)، الخيارات (Options) والمبادلات (Swaps)" حيث يحصل الطرف المحب للمخاطرة على عوائد نتيجة تعرضه للمخاطرة بينما يتفرغ الطرف الكاره للمخاطرة للعملية الإنتاجية ولذلك تعتبر المشتقات وسيلة فعالة من أجل توزيع المخاطر. (السويلم، 2007، صفحة 29)

### 2. حكمها الشرعي

اتفق العلماء على حرمة المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية وفيما يلي أسباب هذا التحريم:  
✓ أصدر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة بجدة سنة 1992 في القرار رقم 7/6/65 بأن الخيارات هي عقود محرمة أصلا وبالتالي فتداولها أيضا غير جائز لكون الخيار التزام ببيع أو شراء أصل

معين خلال وقت معين أو فترة زمنية محددة مع وجود هيئة تضمن حقوق كلا الطرفين وكما نرى في الأسواق التقليدية فان محل التعاقد ليس مالا ولا منفعة ولا حتى حق مالي يجوز الاعتياض عنه وبالتالي فلا يجوز التعامل به،

✓ البيع الآجل هو عبارة عن بيع دين بدين آخر أي بيع الكالئ بالكالئ وهو أمر محظور في فقه المعاملات المالية الإسلامية،

✓ العقود المستقبلية ما هي الا تبادل للوعود بالبيع أو الشراء حيث انه أثناء التعاقد لا يحدد الثمن والسلعة وبالتالي لا توجد عملية بيع حقيقية، كما تجدر الإشارة الى أنه إذا كان الثمن معلوم والتسليم مؤجلا فهناك يكون البيع جائزا،

✓ تقوم العقود الآجلة على توقعات وشكوك وبالتالي تدخل ضمن القمار والغرر المحرمين شرعا. (مرداسي،

2018، الصفحات 40-41)

✓ تقوم عقود الخيارات على الغرر، كما أنها تعتبر قمارا وميسرا من كلا الطرفين خاصة في الحالة التي تنتهي بالتسوية النقدية،

### 3. أنواع المشتقات المالية الإسلامية

يتم استخدام المشتقات المالية في عمليات التحوط (Hedging)، المراجحة (Arbitrage) والمضاربة

(Speculation) حيث يستخدمها المتحوظون في تسيير المخاطر المالية المتعلقة بعدم التأكد وبالمقابل

يستخدمها المضاربين في تحقيق أرباح إضافية والاستفادة من مزايا المراجحة. (Khan, 2020, p. 94)

تنقسم الى المشتقات الى ثلاث أنواع رئيسية وهي العقود الآجلة، الخيارات والمبادلات.

### 1. المستقبلات



يمكن تعريف هذه العقود بأنها: "عبارة اتفاق بين طرفين (البائع والمشتري) بغرض تسليم أصل معين بتاريخ آجل يتم تحديده يوم التعاقد ويسمى بيوم التصفية، كما يتم تحديد السعر عند الاتفاق أيضا ويسمى سعر التنفيذ. (مرداسي، 2018، صفحة 74) ويتم تكييفها شرعا في ظل عقود بيع السلم حيث نجد تشابها كبيرا بين الصيغتين اذا في كلا الصيغتين نجد عقد بيع يتفق من خلاله الطرفين على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا دقيقا الى آجل معلوم الا، العقود الآجلة تختلف عن السلم من حيث السلعة تباع قبل قبضها كما أن راس المال لا يتم دفعه مسبقا وانما يدفع جزء منه فقط.

إضافة الى هذا تستخدم عقود الإستصناع كبديل عن المستقبلات لان الإستصناع كما تم شرحه سابقا هو عقد مع صانع من أجل صنع شيء موصوف في الذمة كالاتفاق مع حداد على صنع باب أو خياط لخياطة ثوب أو غير ذلك، وبالتالي هذا العقد سيحل عجز عقد السلم بإتاحة إمكانية التسديد اجلا خاصة إذا تعلق الأمر ببعض المنتجات الباهظة الثمن والتي لا يمكن انتاجها الا تحت الطلب. (قندوز ع.، 2008، صفحة 196)

## 2. الخيارات

تعرف عقود الخيار على أنها عقد يعطي لحامله الحق في البيع أو الامتناع ويسمى خيار البيع في هذه الحالة وبالمقابل اذا كان العقد هو خيار شراء فيعطي لصاحبه الحق في الشراء أو الامتناع عند تاريخ تنفيذ الصفقة وتحدد هذه العقود بتاريخ استحقاق. (حاج عيسى و حويو، 2009، صفحة 15) تم تكييف هذه الأدوات في بيع العربون لعقد خيار الشراء، وعقد خيار البيع للكفالة. ويعرف بيع العربون بأنه شراء رجل لسلعة ما بألف دينار مثلا فيدفع جزءا من ثمنها كأن يدفع مبلغ خمسين دينار ويقول للبائع ان لم اشترى منك السلعة غدا فلك الخمسون دينارا، هذا العقد تم اجازته عند الحنابلة عكس باقي المذاهب، يمنح هذا العقد حق الاختيار للمشتري أما البائع فيعتبر ملزما بتنفيذ العقد،

### 3. المبادلات

تعرف هذه العقود بأنها اتفاقيات خاصة بين طرفين من أجل تبادل التدفقات النقدية مستقبلا وفقا لصيغة محددة مسبقا ومن أشهر صيغها مبادلات أسعار الفائدة ومبادلة العملات. (عتروس و عتروس ، 2015، صفحة

98)

#### خلاصة الفصل:

تطرقنا من خلال هذا الفصل في مبحثه الأول الى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالهيكل المالي حيث تطرقنا الى أهم النظريات المفسرة له وتطورها التاريخي منذ الدراسة الرائدة لـ **M&M** وما تليها من نظرية الوكالة، الإشارة

ونظرية توقيت السوق وغيرها من النظريات، ثم عرجنا بعد ذلك من خلال المبحث الثاني الى تقييم المؤسسات والطرق المعتمدة في ذلك، إضافة تعريجينا على المفاهيم والنظريات المتعلقة بالربحية وسياسات توزيع الأرباح، وأخيراً، المبحث الثالث الذي سلطنا فيه الضوء على التمويل الإسلامي مفهومه وأهم الأدوات التمويلية التي يقدمها إضافة الى الهندسة المالية الإسلامية واسهاماتها في مجال التمويل الإسلامي.

## الفصل الثاني

الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية السابقة حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة

❖ المبحث الأول: دراسات حول أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

❖ المبحث الثاني: دراسات حول أثر الهيكل المالي على ربحية المؤسسة

❖ المبحث الثالث: دراسات حول محددات الهيكل المالي

❖ المبحث الرابع: التعليق على الدراسات السابقة وتحديد الفجوة العلمية

### مقدمة الفصل:

نظرا لأهمية الوظيفة المالية لا بد أن تكون قد لاقت حظها الوافر من الدراسات والأبحاث العلمية، ولعل من أبرز مواضيع الإدارة المالية موضوع الهيكل المالي، والذي لاق الكثير من الاهتمام من طرف الباحثين والمهتمين بمالية المؤسسة خاصة منذ دراسة Modigliani & Miller سنة 1958 التي ألفت الضوء على حيادية الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضرائب، تلتها بعد ذلك دراسة تصحيحية سنة 1963 من طرف Modigliani & Miller مع ادراج الضرائب الى نموذج الدراسة ثم بعد ذلك مقالة أخرى ل Miller سنة 1967 تطرقت الى أثر الضريبة على الدخل الفردي ومدى تأثير الوفورات الضريبية بذلك ومن ثم تتأثر قيمة المؤسسة.

من خلال هذا الفصل تطرقنا الى العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة ثم من زاوية الأرباح ومدى تأثيرها في قيمة المؤسسة وأخيرا تعرضنا الى محددات الهيكل المالي وعلاقتها بقيمة المؤسسة، هذا كله من خلال حصر وتحليل بعض الدراسات السابقة هذا الأمر الذي مكننا من تحديد متغيرات الدراسة وبناء خلفية حول الموضوع من ناحية النتائج المحققة وبالتالي الانفراد بدراسة جانب لم يتناول اليه الباحثون بكثرة وهو ما يعرف بتحديد الفجوة العلمية.

## المبحث الأول: دراسات حول أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية

يتطرق هذا المبحث الى الأثر او العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، حيث سنقوم بالتمحيص في مجموعة من الدراسات التي سبقتنا في هذا الموضوع والتي تتنوع من حيث العينة، الفترة والمؤشرات المستخدم في قياس المتغيرات والطريقة المستخدمة في تقدير النماذج، وهذا ما سنقوم بعرضه فيما يلي:

### 01 دراسة (1958) Modigliani et Miller

#### The cost of capital corporation finance and the theory of investment

تعتبر هذه الدراسة حجر الأساس لكل الدراسات التي تهتم بالهيكل المالي اذ أحدثت ثورة في مجال مالية المؤسسة، وقد نال على أثرها Modigliani جائزة نوبل سنة 1985 ثم ميلر سنة 1990، قامت نظريتهما التي تعرف بنظرية حيادية الهيكل المالي على مجموعة من الافتراضات أهمها توفر المعلومات واطاحتها مجاناً لجميع المتعاملين، انعدام الضرائب وغيرها من الافتراضات التي تم التطرق اليها في الفصل الأول بالتفصيل حيث اعتبر  $M.M$  أن الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة، لكنها تتأثر بمدى قدرة الاستثمارات على توليد الأرباح. قام  $MM$  بتقسيم المؤسسات الى فئات مخاطرة متساوية حيث إذا تساوت المؤسسات في الحجم سيكون لهما نفس عائد السهم العادي، أما إذا اختلف الحجم سيختلف عائد السهم بين المؤسستين، وبالتالي المستثمر يمكنه اختيار مؤسسة منتمية لنفس فئة المخاطرة ونفس الحجم سيحصل على نفس العائد. (Modigliani & Miller, 1958)

### 02 دراسة ضيف وزوزي (2015)

تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي

خلال الفترة 2009-2012

تهدف هذه الدراسة الى اختبار مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات المسعرة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012 وتمثلت عينة الدراسة في 79 شركة تابعة الى عدة قطاعات صناعية خدمية ماعدا الشركات المالية. تم التعبير عن المتغير المستقل اي الهيكل المالي باستخدام مؤشرات معدل القروض الإجمالي، معدل القروض طويلة الأجل، معدل القروض قصيرة الأجل. أما المتغير التابع قيمة المؤسسة فقد تم التعبير عنه باستخدام مؤشر القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في حين تم استخدام بعض المتغيرات الأخرى كمتغيرات ثانوية أو مراقبة من أجل تقوية نتائج الدراسة وهي: المردودية الاقتصادية والمالية، حجم الشركة، معدل النمو والمخاطر النظامية تم استعمال أسلوب البيانات الطويلة panel data وتمثلت إشكالية البحث في: ما مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق المالي السعود خلال الفترة 2009-2013؟

خلصت الدراسة الى وجود علاقة قوية ومفسرة احصائيا بين الهيكل المالي ممثلا بنسبة اجمالي الديون الى الأموال الخاصة وقيمة الشركة ومنه توصلت الدراسة الى وجود أثر للهيكل المالي على قيمة الشركات عينة الدراسة. (ضيف و زوزي ، 2015)

03	دراسة Sutrisno (2016)
<b>Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia</b>	

تسعى هذه الدراسة الى تحقيق هدفين رئيسيين اذ حاول الباحث في بداية الامر التعرف على محددات الهيكل المالي، ومن ثم التحقق من العلاقة بينها وبين قيمة المؤسسة اعتمد الباحث في اجراء هذه الدراسة على بيانات 125 مؤسسة تنتمي الى القطاع الصناعي ومسجلة بالسوق المالي الاندونيسي خلال الفترة الممتدة من 2008-2011، وبالاعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد قام بتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة المتمثلة في: هيكل رأس المال والذي تم استخدامه كمتغير مراقب، محددات الهيكل المالي: الحجم، السيولة، الربحية، النمو، هيكل

الأصول، الرفع المالي كمتغيرات مستقلة في حين قيمة المؤسسة هي المتغير المفسر. توصل الباحث الى أن أهم محددات الهيكل راس المال التي تؤثر في اختيار التركيبة المثلى للأموال (الهيكل المالي) بالنسبة لمؤسسات القطاع الصناعي تتمثل في: الربحية، الرافعة التشغيلية، هيكل الأصول وحجم المؤسسة، حيث أن للمتغيرين الأولين أثر سلبي على هيكل المالي وأن نمو المؤسسة ليس له أي تأثير. كما توصل الى أن الهيكل المالي له أثر سلبي ومعنوي على قيمة المؤسسة. (Sutrisno, 2016)

دراسة Asif ; Aziz (2016) 04

### Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan

تهدف هذه الدراسة الى معرفة كيفية تأثير هيكل راس المال على قيمة المؤسسة حيث سعى الباحث الى الإجابة عن إشكالية تأثير هيكل راس المال على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية فقام باختيار عينة مكونة من 20 شركة مدرجة في بورصة كراتشي بباكستان تنتمي كلها الى قطاع الاسمنت وهذا خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2006 الى غاية 2015 وفي هذه الدراسة قدم الباحث للمؤسسات الاقتصادية نموذجاً عن كيفية خلق القيمة من خلال تبني هياكل تمويلية مختلفة، من اجل القيام بالدراسة تم استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (Eva) كمتغير تابع وبالمقابل استخدمت كافة مؤشرات الهيكل المالي للدلالة عن المتغير المستقل باستخدام نموذج الانحدار البسيط والاحصاء الوصفي. توصلت الدراسة الى أن الهيكل المالي يؤثر ايجابيا على قيمة المؤسسات الباكستانية خلال فترة الدراسة، كما ان استخدام المزيح التمويلي الأمثل بين الدين واموال الملكية يؤدي الى رفع قيمة المؤسسة. (Asif & Aziz, 2016)



05 دراسة خيرى عبد الكريم و بلعجوز حسين (2017)

أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة دراسة حالة  
"مؤسسة مطاحن الجلفة"

سعى الباحثان الى تفسير العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها السوقية في مؤسسة مطاحن الجلفة للفترة 2013-2016 وهذا من خلال طرح الاشكالية التالية: ما مدى تأثير اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية الغير مسعرة بالبورصة؟ وللإجابة على الإشكالية المطروحة تم تحليل مختلف مصادر تمويل المؤسسة وتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة إضافة الى تحديد أثر الرفع المالي وكذا قيمة المؤسسة، توصلت الدراسة الى أن مؤسسة مطاحن الجلفة تتبنى استراتيجية تمويلية جيدة في المدى البعيد، الأمر الذي ساعدها على الرفع من قيمتها خلال فترة الدراسة. (خيرى و بلعجوز ، 2017)

06 دراسة دلفوف سفيان (أطروحة دكتوراه) (2017)

دور القرارات المالية في قيمة المؤسسة من منظور إسلامي \_دراسة حالة عينة من المؤسسات\_

تتطرق هذه الدراسة الى معرفة أثر مكونات الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المتوافقة مع الشريعة حيث أن لهذه الأخيرة خصائص وضوابط تختلف عن المؤسسات الغير متوافقة، تم طرح الإشكالية التالية: هل لطبيعة القرارات المالية دور في تحديد قيمة المؤسسة من منظور إسلامي؟ حيث سعى الباحث للإجابة عن هذه الإشكالية من خلال دراسة أثر الهيكل المالي قيمة المؤسسة المتوافقة مع الشريعة باستخدام عينة مكونة من 387 مؤسسة ماليزية و108 مؤسسة سعودية خلال الفترة الممتدة من 2005-2016 تم استخدام مؤشرات الرفع المالي في تمثيل المتغير التابع الهيكل المالي كما تم اعتماد المتغيرات التالية: حجم المؤسسة، ملموسية الأصول، الربحية، مخاطر

الأعمال، نمو المؤسسة، السيولة، الأداء المالي، مخاطر الإفلاس، التضخم، الناتج المحلي والزكاة كمتغيرات تابعة، وبعد اجراء الدراسة القياسية التي استخدمت نموذج الأثر العشوائي الملائم لبيانات البانل، تم التوصل الى النتائج التالية:

- علاقة طردية بين حجم الشركة ودرجة الرفع المالي مما يعني أن الحجم له دور كبير في تحديد قرار التمويل، كذلك الأمر بالنسبة للربحية التي أظهرت وجود علاقة طردية،
  - لا توجد أي علاقة بين كل من ملموسية الأصول، مخاطر الأعمال، والناتج المحلي مع قيمة الرفع المالي،
  - توجد علاقة عكسية بين كل من السيولة، مخاطر الإفلاس، أداء السهم والزكاة مع الرفع المالي،
- تعزى نتائج التأثير الإيجابي للرفع المالي في حالة هذه المؤسسات الى كون الصيغ التي تعتبر بديلا عن التمويل بالقروض لها هامش معلوم كصيغة المراجعة أو الاجارة وغيرها وهذا الهامش غالبا ما يكون صغير مما أدى الى انخفاض في التكلفة المتوسطة للتمويل وبالتالي ترتفع قيمة المؤسسة. (دلفوف س.، 2017)

## 07 دراسة حركاتي نبيل (2018)

تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007 - 2015

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر محددات الهيكل المالي، أيضا اختبار أثر الهيكل المالي على قيمة وربحية المؤسسات عينة البحث، وهذا خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2015 تم الاعتماد على أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel data) لدراسة أثر الهيكل المالي ومحدداته المتمثلة في: العمر، الربحية، السيولة، الحجم، الوفورات الضريبية، وبنفس الأسلوب تم دراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة مكونة من 194 مؤسسة صناعية مدرجة في 13 سوق مالي عربي.

توصل الباحث الى وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي والربحية مقاسة بالعائد على الأموال الخاصة، ووجود علاقة طردية بين الهيكل المالي وقيمة الشركات مقاسة بنسبة سعر السهم الى قيمته الدفترية. (حركاتي، 2018)

08 دراسة عبد الكرم خيرى (أطروحة دكتوراه) (2019)

### أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

حاول الباحث تحليل قرارات التمويل ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة الاقتصادية، عن طريق وضع الإشكالية التالية: كيف يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية تحقيق اقصى ثروة للمساهمين وتعظيم قيمتها السوقية في ظل تداخل القرارات المالية والتأثير المتبادل بينها؟ تمثلت عينة الدراسة في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 2013-2016 باستعمال طرق تحليل المعطيات التحليلية بالتركيز على أسلوب التحليلي العاملي بالمركبات الأساسية، توصلت هذه الدراسة الى جملة من النتائج وهي:

- وجود علاقة عكسية بين القيمة السوقية للمؤسسة ونسبة الرفع المالي،
- وجود علاقة ضعيفة بين العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للمؤسسة،
- وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي ونصيب السهم من التوزيعات،
- ضعف أداء بورصة الجزائر الذي يعود الى نقص الخبرة إضافة الى خصوصية الاقتصاد الجزائري التي حالت دون إمكانية تطوير وتنشيط بورصة الجزائر، (خيرى ، 2019)

09 دراسة Chaleeda et all (2019)

### The effect of corporate financing decisions on firm value in bursa Malaysia

استخدمت هذه الدراسة مؤشرات الرفع المالي (الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الأصول، الديون طويلة الاجل الى اجمالي الأصول، اجمالي الديون الى اجمالي حقوق الملكية وكذا مؤشر استحقاقية الديون من أجل التحقق من أثر القرار المالي (الهيكل المالي) على قيمة الشركة ممثلة بمؤشر Tobin's Q وتم استخدام بعض المتغيرات المراقبة وهي: الربحية، ملموسية الأصول، السيولة، مخاطر الأعمال، عمر الشركة وهيكل الملكية. من خلال اختيار عينة مكونة من 256 شركة تنتمي الى تسعة قطاعات مختلفة ومدرجة ببورصة ماليزيا خلال الفترة من 2000-2015 تم اجراء مختلف الاختبارات الإحصائية المتعلقة بتحليل بيانات البانل، وبعد اختيار نموذج الأثر العشوائي وهو الانسب توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

- الديون قصيرة الاجل والديون طويلة الاجل الى اجمالي الأصول تظهر أثرا إيجابيا في قيمة الشركة ويفسر الباحثون هذا الأثر بسبب المزايا المحققة من استخدام الدين التي تساعد في تخفيض تكاليف الوكالة، في حين اجمالي الديون الى اجمالي الأصول واجمالي الديون الى حقوق الملكية أظهرت أثرا سلبيا لقرار التمويل على قيمة الشركة وذلك لان الافراط في الاستدانة يقود الى ارتفاع تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس مما يؤدي الى انخفاض في قيمة الشركة،

وجود علاقة إيجابية بين استحقاقية الديون وقيمة الشركة لكن غير معنوية، ومنه تمديد اجال استحقاق الدين لا يؤثر على قيمة الشركة. (Chaleeda, Aminul , Ahmed, & Ghazalet, 2019)

دراسة (2019) Dang et all

10

Study the impact of growth, firm size, capital structure and profitability on enterprise value: evidence of enterprises of Vietnam

تطرق هذه الورقة البحثية الى قيمة الشركة ومحاولة التعرف على العوامل المؤثرة فيها وكيفية تأثيرها، من خلال طرح الإشكالية التالية: ماهي العوامل المؤثرة في قيمة الشركة؟ وللإجابة عن هذه الإشكالية قام الباحثون باختيار عينة من الشركات المدرجة ببورصة "هوتشي منه" بدولة الفيتنام عددها 214 شركة غير مالية للفترة 2012-2016 تم استخدام مؤشري قيمة المؤسسة EV، و Tobin's Q للتعبير عن المتغير التابع قيمة الشركة، وبالمقابل تم استخدام المتغيرات: معدل النمو، حجم الشركة، الهيكل المالي والربحية كمتغيرات تابعة، وباستخدام نموذج الأثر الثابت لبيانات البانل تم تقدير الانحدار والتوصل الى النتائج التالية:

- توجد علاقة غير معنوية بين معدل نمو الشركة والقيمة عند كلا المقياسين EV, Toin's Q،
  - يوجد أثر إيجابي وذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على قيمتها عند كلا المقياسين، فكلما زاد حجم الشركة ارتفعت قيمة الشركة،
  - يؤثر الهيكل المالي مقاسا بحجم الرافعة المالية تأثيرا سلبيا في قيمة الشركة،
  - هناك أثر إيجابي لمستوى الربحية مقاسا بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على الأصول (ROA) على قيمة الشركة، ويقترح الباحث بأن استعمال مقياس (EV) يعطي نتائج أكثر تعبيرا حول قيمة الشركة.
- (Dang, Vu, Ngo, & Hoang, 2019)

دراسة (2020) Alfisah et all

11

**How capital structure and financial performance impact on food and beverage company leverage?**

تحاول هذه الدراسة التعرف على كيفية تأثير الهيكل المالي وأداء الشركة على قيمتها من خلال اختباره على عينة مكونة من 15 شركة مدرجة ببورصة اندونيسيا والتابعة لقطاع الغذاء والمشروبات في الفترة الممتدة من 2016-2020 حيث تم استخدام مؤشرات (ROE)، (ROA) ونسب الدين الى اجمالي الأصول، نسب الدين

الى حقوق الملكية للتعبير عن متغيري الربحية والهيكل المالي في حين أن المتغير التابع قيمة الشركة تم التعبير عنه باستخدام مؤشري السعر الى القيمة الدفترية (PBV) ونسب السعر الى الربح (PE) توصلت هذه الدراسة الى النتائج التالية:

- هناك أثر إيجابي بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، مما يعني ارتفاع الدين يؤدي في هذه الحالة الى ارتفاع قيمة الشركة ولكن يجب استخدام هذا الأثر الإيجابي في حدوده المثلى لأن ارتفاع استخدام الديون قد يؤدي بالشركة الى الوقوع في مشاكل العسر المالي،
- الهيكل المالي له أثر سلبي على الأداء المالي للشركة، مما يعني أن استخدام الدين قد فاق الحدود المثلى وبالتالي أدى الى ضعف وتراجع في أداء الشركة،
- أثر اختبار الأداء المالي والهيكل المالي معا الى اظهار أثر موجب على قيمة الشركة ولكن دائما يجب مراعاة استخدام الدين في حدوده المثلى. (Alfisah, Kurniyati, & Zulfikar, 2020)

دراسة Batisti et all (2020)

12

### The impact of leverage on the cost of capital and market value : evidence from shariah compliant firms

هذه الدراسة تسلط الضوء عن كيفية تأثير حجم الديون أو الرفع المالي في تكلفة رأس المال وحجم تأثيرهما على قيمة الشركة المتوافقة مع الشريعة، تم استخدام عينة مكونة من 514 شركة تنقسم الى شركات متوافقة وغير متوافقة مع الشريعة والمدرجة ببورصة جकारتا بإندونيسيا خلال الفترة من 2013-2015، قام الباحثون باستخدام مؤشرات  $K_e$ ،  $K_d$ ،  $WACC$ ،  $D/E$  هذه المتغيرات تعبر عن الرفع المالي وكذا تكلفة رأس المال ومؤشري قيمة المؤسسة الى النتيجة العملية  $EV/EBIT$ ، والسعر الى الربح  $P/E$  كمتغيرات تخص القيمة، توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

- بالنسبة للشركات المتوافقة مع الشريعة فإن حجم الرافعة المالية صغير لكن لديها مستوى أعلى في تكلفة التمويل الخاص بسبب ارتفاع تكلفة التمويل بالصكوك وهو ما أثر في التكلفة المتوسطة للأموال (WACC) ، عكس الشركات الغير متوافقة التي تتمتع بارتفاع حجم الديون في هيكلها المالي،
- يترتب عن عدم الاستدانة تخفيض للمخاطر المالية كخطر الإفلاس وخطر عدم القدرة على الوفاء مقارنة بالعائد المحقق وهو ما يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة، وبالنسبة للشركات الغير متوافقة تنخفض قيمة المؤسسة بسبب ارتفاع التكاليف. (Batisti, Bollani, Miglietta , & Antonio, 2020)

دراسة Faiza & Manzoor (2020) 13

### Determinants of firm value in shariah compliant companies

هذه الدراسة سلطت الضوء على محددات قيمة المؤسسة المتوافقة مع الشريعة وأثر كل محدد على القيمة، من أجل اعداد الدراسة قام الباحث بتحديد ثلاث مقاربات لقيمة المؤسسة تعكس المتغير التابع، حيث تم قياسها بواسطة مؤشر Tobin's Q، القيمة السوقية الى الدفترية، رسملة السوق وتم استخدام ثلاث مؤشرات معبرة عن متغير الربحية إضافة الى هيكله الأصول الثابتة، مؤشرات الدين، اجمالي راس المال وحجم المؤسسة كمتغيرات مستقلة، تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الباكستانية المتوافقة مع الشريعة والمرجة في مؤشر KMI30 خلال الفترة الممتدة من 2009-2016 قام الباحث بتقدير النماذج قياسيا والمفاضلة بين نماذج البنائ الثلاث تصلت الدراسة الى أن النموذج الثابت هو الأنسب في كل النماذج الثلاثة ومنه توصل الباحث الى النتائج التالية:

- أثر موجب توزيعات الأرباح ودوران الأصول على قيمة المؤسسة مقاسة بمؤشر  $tobin's\ q$  كما يوجد أثر سلبي لحجم المؤسسة ومؤشرات الدين على قيمة المؤسسة في حين إجمالي راس المال والربحية كانت غير معنوية،
- هناك أثر معنوي موجب لمعدل دوران الأصول وتوزيعات الأرباح، بالمقابل حجم المؤسسة ومؤشر الدين لهما أثر سلبي ومعنوي على قيمة المؤسسة، كما أن إجمالي راس المال وتوزيعات الأرباح توصل الباحثان الى أنها غير معنوية احصائيا.
- يوجد أثر معنوي موجب لمعدل دوران الأصول وتوزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة مقاسة برسمة السوق، وأثر سلبي لإجمالي راس المال وحجم المؤسسة، في حين مؤشر الدين وتوزيعات الأرباح غير دالة احصائيا وليس لها أي تأثير على قيمة المؤسسة. (Shah & Khalidi, 2020)

دراسة (2022) Deme et all

14

**The effect of capital structure and company size on company value  
with profitability as a moderating variables**

تحاول هذه الدراسة استخدام أثر الربحية كمتغير وسيط من أجل التحقق من العلاقة بين الهيكل وقيمة المؤسسة، حيث قام هذا البحث على اختبار العلاقة بين الهيكل المالي معبرا عنه بنسب الديون الى حقوق الملكية (DER) كمتغير مستقل وقيمة المؤسسة معبرا عنها بمؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) كمتغير تابع في حين تم استخدام مؤشر العائد على الأصول (ROA) مؤشر يفسر المتغير الوسيط ربحية الشركة، قام الباحثون بتطبيق نماذج الانحدار لبيانات البانل على عينة مكونة من 9 شركات صيدلانية مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من 2014-2019 مما انبثقت عنها النتائج التالية:



- يؤثر الهيكل المالي مقاسا بنسبة الديون الى حقوق الملكية بشكل سلبي في ربحية السهم الواحد (قيمة الشركة)،
- حجم الشركة لم يظهر أي تأثير في قيمتها هذا ما يفسره الباحثون على أن الشركات الكبيرة الحجم ليس لديها الرغبة في التوسع أكثر كما أن المستثمر سيأخذ عدة اعتبارات اخرى بالحسبان عند اتخاذ قرار الاستثمار،

يوجد أثر للربحية على قيمة الشركة مما يظهر قدرة هذا المتغير على تفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة الشركة، أي في حالة ارتفاع ربحية الشركة سينخفض اعتمادها على الديون مما ينبثق عنه ارتفاع في قيمة الشركة بسبب خفض تكلفة التمويل، كما أن متغير الربحية لا يمكن اعتماده كمتغير وسيط بين حجم الشركة وقيمتها لأن الحجم لا يمكنه أن يعكس قيمة الشركة صراحة. (Deme, Sunardi, & Yuniarti, 2022)

#### المبحث الثاني: دراسات حول أثر الهيكل المالي على ربحية المؤسسة الاقتصادية

نظرا للارتباط الكبير بين مدى ربحية المؤسسة وقيمتها السوقية لابد من المرور عبر هذا المتغير الأساسي كونه يتحقق قبل تأثر قيمة المؤسسة فحسب بعض النظريات ارتفاع ربحية المؤسسة يؤدي الى ارتفاع حجم الأرباح المحتجزة وبالتالي تلجأ المؤسسة الى التمويل الداخلي أكثر من الخارجي وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية بسبب انخفاض تكلفة الأموال هذا ما جاء في نظرية الترتيب السلمي للأموال Pot، أما البعض الآخر فيرى أن ارتفاع ربحية المؤسسة يعطي المقرضين نوعا من الأمان تجاهها وعلى قدرتها على الوفاء ويجعلها قادرة على الاستدانة بمعدلات أكثر ومنه ستنخفض قيمتها، وهذا ما سنحاول التطرق اليه من خلال عرض ما توصلت اليه الدراسات السابقة:

دراسة (Moid Ahmed 2012)	15
<b>Islamic finance: the capital structure and profitability perspective from MIDCAP</b>	

حاولت الدراسة التعرف على مدى تأثير الهيكل المالي على ربحية الشركات التي تعتمد على تمويل خالي من الفوائد أي تمويل إسلامي فقط، ومن أجل ذلك قام الباحث باختبار هذا الأثر على الشركات المنتمية لمؤشر MIDCAP 50 والذي يضم 50 شركة ومدرج ضمن بورصة مومباي بالهند خلال الفترة من 2005 - 2010 تم استخدام متغيرين تابعين هما النتيجة بعد الضريبة والنتيجة قبل الفوائد والضريبة، كما تم استخدام كل من إجمالي الدين، الأموال الخاصة، مؤشرات الدين والفوائد المدفوعة كمتغيرات مستقلة وهذا بغية الإجابة على الإشكالية التالية: هل آداء الشركة الغير معتمدة على الديون أفضل من آداء الشركة المعتمدة عليها؟ توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

- في 17 شركة تم استعمال مزيج من الدين والأموال الخاصة فتيين وجود أثر سلبي للدين وأثر ايجابي للأموال الخاصة على الربح بعد الضريبة،
- عند استخدام الديون بكثرة سيؤثر ذلك في حجم الأموال الخاصة ومن ثم يؤثر في الربح بعد الضريبة،
- وفقا للتمويل الإسلامي يجب أن يكون حجم الديون في حده الأدنى،
- المؤسسات التي تتبع تمويل إسلامي لا تدفع فوائد وهذا أوضحتها النتائج من خلال النسب المتدنية للفوائد الواجبة على الربح قبل الفوائد والضرائب (EBIT). (Ahmad, 2012).

دراسة Wan Shahzlinda (2012)	16
<b>Impact of firm leverage to performance : evidence from shariah and non shariah compliant companies in Malaysia</b>	

تعرض هذه الدراسة أثر الرفع المالي على أداء الشركات المتوافقة والغير متوافقة مع الشريعة من خلال عينة مكونة من 35 شركة متوافقة مع الشريعة و35 شركة غير متوافقة تنتمي الى قطاع البناء ومدرجة في السوق المالي الماليزي للفترة الممتدة من 2008 الى 2010، ولتحقيق أهداف البحث تم استعمال كل من الديون قصيرة الاجل، الديون طويلة الاجل واجمالي الديون كمؤشرات معبرة عن المتغير المستقل الرفع المالي والعائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، مؤشر القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (MTBV) كمغيرات تابعة في حين اعتمد الباحث حجم الشركة ومعدل النمو كمغيرات مراقبة وباستخدام نموذجي الأثر الثابت والعشوائي وكذا طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (POLS) قام البحث بتقدير النموذج وتوص الى النتائج التالية:

- يتأثر أداء الشركات المتوافقة مع الشريعة سلبا بالديون القصيرة والمتوسطة الأجل عند قياس الأداء باستخدام مؤشر القيمة السوقية الى الدفترية (MTBV)، في حين عند قياسه باستخدام مؤشري العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الأصول (ROA) نلاحظ عدم وجود أي أثر،
- لا تؤثر مؤشرات الدين على أداء الشركات الغير متوافقة مع الشريعة مقاسا بالقيمة السوقية الى القيمة الدفترية (MTBV).

دراسة عادلة حاتم ناصح وعبد الخالق البدران (2014)	17
علاقة هيكل التمويل بربحية المؤسسة العراق	

تبرز هذه الدراسة العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وربحيتها مقاسة بالعائد على الأصول، وهذا من خلال اجراء دراسة قياسية باستخدام الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط لعينة مكونة من 14 شركة تنتمي الى قطاع الصناعة وتمثل 56% من اجمالي الشركات المنتمية لهذا القطاع مسجلة بالسوق المالي العراقي في الفترة الممتدة ما بين 2004-2011 أين طرح الباحث الإشكالية التالية: هل هناك علاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للشركة ممثلا بالربحية.

توصلت الدراسة الى عدم وجود أثر للهيكل المالي على ربحية الشركة، كما ان هذه الشركات لا تعتمد على القروض بشكل كبير خاصة الديون طويلة الأجل. (عادلة و البدران، 2014)

جمال قدام ومحمد زيدان (2015)	18
اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة 2011-2013	

تهدف هذه الدراسة الى معرفة المزيج التمويلي الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض التكاليف في ضوء نظريتي العلاقة التوازنية t.o.t ونظرية ترتيب مصادر التمويل p.o.t وهذا من خلال اجراء دراسة قياسية على عينة مكونة من 04 مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 2011 الى 2013

توصلت الدراسة الى ان النموذج القياسي لنظرية العلاقة التوازنية t.o.t لديه قدرة معتبرة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة

- في ضوء نظرية p.o.t توصل الباحثان الى نتيجة عدم دراسة المؤسسات محل البحث للتدفقات النقدية الصافية عند عملية الافتراض، كما ان نسبة الديون لا تتأثر بتوزيعات الأرباح أيضا هناك علاقة عكسية بين نسبة الديون والتغير في احتياج راس المال العامل وهو عكس جاءت به p.o.t
- تشير النتائج الى تركيز المؤسسة على حجم الأصول الثابتة والتي تعد كضمانات إضافة الى الوفورات الضريبية التي تحصل عليها من جراء استعمالها للقروض.
- حسب p.o.t فان عجز المؤسسة عن تمويل الاستخدامات (الأصول) تمويلا ذاتيا يؤدي بها الى طلب القروض. عند تحليل الباحثين لتغير العجز التمويلي توصلوا الى عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وقدرة التمويل الذاتي ما يعني ان هذه المؤسسة تلجأ الى الاستدانة في حالة ضعف قدرة التمويل الذاتي ولا عند ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة ولكن تلجأ اليها في حالة زيادة الاستثمارات هذا لأنه الأكثر تفسيراً لسلوك الاقتراض لديها هذا لكونها تمثل ضمانات يمكن الاعتماد عليها في الحصول على قروض مستقبلا وأما حسب نظرية p.o.t تعد السبب الأساسي للاقتراض. (قدام و زيدان، 2015)

دراسة (2015) Awais et ALL	19
<b>Impact of capital structure on the firm performance: comprehensive of Karachi stock exchange</b>	

سعت هذه الدراسة الى تقييم والتحقق من أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للشركة، حيث تم اختبار هذا الأثر في عينة مكونة من أحسن 70 شركة مدرجة في بورصة كراتشي بباكستان للفترة الممتدة من 2004-

2012 حيث استخدم الباحثون في تقييم الأداء المالي مؤشرات سوقية وهي ربحية السهم (EPS) ومؤشر (Tobin's Q) إضافة الى مؤشرات محاسبية وهي العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) كما تم استخدام ثلاث مؤشرات للهيكل المالي وهي: اجمالي الديون، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، وحجم الشركة ومعدل نموها كمتغيرات مراقبة، وبعد اجراء تحليل الانحدار المتعدد لدراسة الأثر توصل الباحثون الى النتائج التالية:

- يوجد أثر سلبي للهيكل المالي مقاسا بالديون القصيرة والطويلة الأجل على الأداء المالي للشركات في كل المؤشرات (Tobin's Q), (EPS), (ROA), (ROE) هذا ما يعني أن الإفراط في استعمال الدين في الهيكل المالي من شأنه تخفيض الأداء المالي للشركة،
- يظهر مؤشر اجمالي الديون الى اجمالي الأصول وجود أثر سلبي للهيكل المالي على الأداء المالي لأقوى 70 شركة باكستانية شملتها الدراسة، مما يدل على أن هذه الشركات تلجا بكثرة الى الديون مما أدى الى ارتفاع تكاليفها وبالتالي اثرت على الأداء المالي. (Awais, Iqbaal, Iqbal, & Khursheed, 2015)

دراسة (2015) Nadeem et ALL	20
<b>Impact of capital structure on profitability in the manufacturing and non-manufacturing industries of Pakistan</b>	

تم اجراء هذه الدراسة بغية تحليل وفهم العلاقة بين الهيكل المالي وربحية المؤسسة، حيث تمحورت هذه الدراسة حول كيفية تأثير استخدام الديون على الربحية واجراء مقارنة بين مؤسسات القطاع الصناعي والقطاع

المالي، تم اجراء هذه الدراسة على مؤسستين صناعيتين ومؤسستين ماليتين (بنوك) في باكستان في الفترة من 2008-2013 تم استخدام مؤشرات الدين وحقوق الملكية كمتغيرات مستقلة، والعائد على الأصول، العائد

على حقوق الملكية، ربحية السهم، واطهرت نتائج التحليل الاحصائي للمتغيرات النتائج التالية:

- هناك أثر سلبي للدين على ربحية المؤسسات الصناعية مما يعني أن هذه الشركات مطالبة باستخدام الدين ضمن المجال الذي يسمح بتعظيم الأرباح، وأثار الإفراط في الاستدانة انعكست على ربحية هذه المؤسسات،

- مؤسسات القطاع المالي استفادت من الاستدانة حيث كان لهذه الأخير أثر إيجابي في ربحيتها. هذا التناقض ناشئ عن اختلاف طبيعة كلا الصنفين من المؤسسات. (Nadeem, Hafeez, & Aun, 2015).

دراسة (2015) A.Sultan ; M. Adam	21
<b>The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Iraq</b>	

تختبر هذه الدراسة أثر الهيكل المالي على ربحية الشركة ومحاولة اقتراح التركيبة المثلى للأموال التي تعظم من ربحية الشركة، قام الباحثان باختيار عينة مكونة من أربع شركات مدرجة بالسوق المالي العراقي هذا من أجل تحقيق أهداف الدراسة وامتدت فترة البحث من 2004-2013 تم استخدام لاث متغيرات للربحية وهي العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، العائد على المبيعات كمتغيرات تابعة في حين المتغير المستقل تمثل في مؤشرات الهيكل المالي هي نسب الدين الى حقوق الملكية وحركة رأس المال، تم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) من اجل تقدير العلاقة والتي أدت الى النتائج التالية:

- الهيكل المالي له أثر ايجابي ومعنوي على ربحية الشركات عينة الدراسة، مما يعني أن الشركات تستخدم تركيبة نوعا ما جيدة لمصادر التمويل،

يوجد أثر سلبي للربحية وحجم الشركة على الهيكل المالي وهو ما يتوافق مع ما تقترحه نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل (POT) هذا ما بينته نتائج الإحصاء الوصفي التي تظهر استخدام هذه الشركات لأموالها الخاصة بنسبة 56%. (Sultan & Adam, 2015).

دراسة (2017) M. Cheema et all	22
<b>Capital structure impact on financial performance of sharia and non-sharia compliant companies of Pakistan stock exchange</b>	

اظهرت هذه الدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي في الشركات المتوافقة مع الشريعة من جهة والغير متوافقة من جهة أخرى حيث تهدف الى معرفة الفرق بين هذين الصنفين من الشركات الذي تحدثه تركيبة الهيكل المالي المختلفة على ادائهما المالي، وهل يوجد أي اختلاف في الهياكل التمويلية باختلاف التصنيف؟ لذلك قام الباحثون باختيار عينة مكونة من 8 شركات منها 3 شركات متوافقة مع الشريعة و5 شركات غير متوافقة تنتمي كلها الى قطاع التكنولوجيا والاتصالات ومسجلة في بورصة باكستان في الفترة من (2009-2015)، وللتحقق من هذا الأثر تم استخدام المؤشرات: الديون طويلة الاجل (LTD)، الديون قصيرة الأجل (STD)، الوفورات الضريبية لغير الديون (NDTS) للتعبير عن المتغير المستقل الهيكل المالي، وبالمقابل تم اعتماد مؤشر العائد على الأصول (ROA) والعائد على الملكية (ROE) للمتغير التابع الأداء المالي، وبعد تقدير نموذج الانحدار تحصل الباحثون على النتائج التالية:



- يوجد أثر إيجابي للهيكل المالي مقاسا بمؤشر الوفورات الضريبية لغير الديون (NDTS) على الأداء المالي للشركات المتوافقة مع الشريعة مقاسا بالعائد على الملكية (ROE)، في حين باقي المؤشرات ليس لها أثر وبالتالي الهيكل المالي للشركات المتوافقة مع الشريعة لا يؤثر بشكل كبير على أدائها المالي،
- بالنسبة للشركات الغير متوافقة الهيكل المالي معظم مؤشرات الهيكل المالي كان لها أثر معنوي على الأداء المالي ماعدا الديون طويلة الأجل التي كان لها أثر غير معنوي ومنه هذه الأداء المالي لهذه الشركات يتأثر بهيكلها المالي،
- ترتبط الشركات المتوافقة مع الشريعة بالديون طويلة الأجل أكثر من الديون قصيرة الأجل وتعتمد بشكل كبير على أموالها الخاصة في هيكلها المالي،
- تعتمد لشركات الغير متوافقة على الديون قصيرة الأجل أكثر من الديون طويلة الأجل وتمثل الديون معظم هيكلها المالي. (Cheema M. H., Mahboob, Farook , & Yousaf, 2017)

دراسة (2017) A. Basit ; N. Irwan	23
<b>The impact of capital structure on firms performance: evidence from Malaysian industrial sector – case based approach-</b>	

تهدف هذه الورقة البحثية الى دراسة وعرفة أثر الهيكل المالي على أداء الشركات، حيث اختبر الباحث أثر الهيكل المالي كمتغير مستقل معبرا عنه بكل من: مؤشر الدين الى حقوق الملكية، مؤشر اجمالي الديون وكذا مؤشر اجمالي حقوق الملكية على أداء الشركات كمتغير مستقل معبرا عنه ب: العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول وكذا ربحية السهم الواحد، وهذا في عينة مكونة من 50 شركة صناعية مدرجة بالسوق المالي الرئيسي بماليزيا خلال الفترة من 2011-2015 وبعد القيام بتحليل الانحدار المتعدد توصل الباحثان الى النتائج التالية:

- الهيكل المالي مقاسا بنسب الدين الى حقوق الملكية له أثر سلبي ومعنوي على الأداء مقاسا بالعائد على الأصول في حين هذا الأثر لم يكن معنويا عند نسب اجمالي الديون، أما نسب الملكية فكان لها أثر إيجابي وغير معنوي ان هذه الشركات تعتمد بكثرة على الديون كما أن أي تغير في الأموال الخاصة او اجمالي الديون ليس له تأثير في الأداء (العائد على الأصول)،

- نسب الدين الى حقوق الملكية لها أثر سلبي ومعنوي في أداء الشركات مقاسا بالعائد على حقوق الملكية ما يعني ان الشركات التي تعتمد بكثرة على أموالها الخاصة ستحقق عوائد أكبر من الشركة المستدينة، نسب الدين لها أثر إيجابي ومعنوي والذي يفسر الوفورات الضريبية المتأتية من جراء الاستدانة، نسب اجمالي الأموال الخاصة لها أثر سلبي وغير معنوي بسبب ارتفاع التكاليف الناتجة عن استخدام هذا المصدر أدى الى تضييف أداء الشركات،

يتأثر أداء الشركات عند قياسه بنسبة ربحية السهم بارتفاع نسب الدين الى الأموال الخاصة مما يعني ارتفاع استخدام الديون في الشركة يؤدي الى انخفاض ربحية السهم، أما نسب اجمالي الدين فأظهرت وجود أثر إيجابي ومعنوي في ربحية السهم الواحد وهذا يعود حسب الباحث الى ما يترتب عنها من تخفيض لتكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات، يوجد أيضا أثر إيجابي ولكن غير معنوي لنسب الأموال الخاصة على ربحية السهم. تتوافق أغلب هذه النتائج مع كل من نظرية الموازنة (Trade-off theory) واقتراح (M-M 1958) الذي

ينص على عدم تأثير الهيكل المالي في ربحية الشركة. (Basit & Irwan, 2017)

دراسة (2018) Darmawati et all	24
<b>Dynamic performance of Indonesian public companies: an analysis of financial decision behavior</b>	

تتطرق هذه الدراسة الى أثر القرار المالي على أداء الشركات، حيث سعى الباحثون الى التحقق من سلوك أداء الشركة بعد اتخاذ قرار التمويل ومراقبة التغيرات خلال سنوات عديدة. تم استخدام عينة مكونة من 212 شركة اندونيسية للفترة 2003-2013 قام الباحثون بقياس الأداء باستخدام مؤشر العائد على الأصول (ROA)، وكذا (Tobin's Q) كمتغيرات تابعة في حين تم التعبير عن القرار المالي من خلال ثلاث متغيرات هي: الاستثمار، الهيكل المالي، توزيعات الأرباح، تم استخدام طريقة (dynamic GMM) ومن خلال نموذجي الأثر الثابت والعشوائي حيث أظهرت التقدير النتائج التالية:

- يؤثر قرار التمويل مقاسا بالاستثمار، الهيكل المالي وتوزيع الأرباح للسهم على أداء الشركات القطاع العمومي الاندونيسية،

- يؤثر قرار الاستثمار سلبيا في الأداء المالي للشركة مما يعني أن قرارات الاستثمار يجب إعادة النظر فيها لان عوائدها منخفضة،

- توزيع الأرباح للسهم له أثر إيجابي على أداء الشركات في كلتا الحالتين (Tobin's Q) ; (ROA)

الرفع المالي يؤثر سلبا في أداء الشركات مقاسا بالعائد على الأصول مما يعني استخدام هذه الشركات للديون بحجم كبير قد يفوق احتياجاتها المالية، وإيجابا عند قياسه باستخدام (Tobin's Q). (Muchtar, NOR, Albra, Arifai, & Ahmar, 2018)

دراسة (2019) Rehan et ALL	25
<b>The role of capital structure on firm's profitability of listed cement sector in Pakistan stock exchange</b>	

تطرقَت هذه الدراسة الى الهيكل المالي مقاسا بنسب الدين الى حقوق الملكية وعلاقتها بالربحية الكلية للشركة وربحية السهم الواحد (EPS)، هامش الربح الصافي (PE) إضافة الى علاقته بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، قام الباحثون باختبار هذه العلاقة من خلال عينة مكونة من عشر شركات تابعة لقطاع الاسمنت ومدرجة بالسوق المالي الباكستاني ضمن مؤشر (KSE100) خلال الفترة الممتدة من 2011-2018 تم استخدام نموذجي الأثر العشوائي والثابت لاختبار فرضيات الدراسة والتي أثمرت عن النتائج التالية:

- نسب الدين الى حقوق الملكية تؤثر سلبا في ربحية الشركات عند جميع المقاييس (ROE)، (PE)، (EPS) مما يعني أن ارتفاع الدين في الهيكل المالي يؤدي الى انخفاض ربحية الشركات. (Rehaan, Alvi, & Khatri, 2019)

دراسة فاطمة محمد عسيري (2020)	26
أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية	

تحاول هذه الدراسة الكشف عن مدى تأثير عناصر الهيكل المالي على العائد السوقي للسهم، حيث استخدمت الباحثة ثلاث مستويات لقياس المتغير المستقل الهيكل المالي وهي الديون طويلة الاجل، الديون قصيرة الأجل وأخيرا حقوق الملكية وأثرها على العائد السوقي للسهم، إضافة الى كل من الربحية، الحجم، النمو كمتغيرات ضابطة. تم اجراء الدراسة على عينة مكونة من 75 شركة سعودية مسجلة في السوق المالي السعودي وتنتمي

الى خمسة قطاعات مختلفة للفترة الممتدة ما بين 2013-2017، وبعد اجراء الانحدار تم استخدام نموذج (Driscoll-kray standard errors regression) توصلت الباحثة الى النتائج التالية:

- يتأثر العائد السوقي للسهم بحجم الديون قصيرة الاجل فكلما زاد الشركة من استخدام هذه الأخيرة تراجع العائد،
- انعدام تأثير الديون طويلة الأجل على العائد السوقي للسهم،
- حقوق الملكية لها أثر سلبي على العائد السوقي للسهم حيث اعتماد المؤسسة بشكل كبير يؤدي الى انخفاض عوائد السهم،
- حجم الشركة ومعدل النمو توصلت الباحثة الى أنه ليس لديهما أي تأثير على العائد السوقي، في حين كان لمؤشر العائد على الاصول أثر إيجابي على العائد. (عسيري، 2020)

دراسة (O. Musse ; F. Nor ; A. Ayedh (2020)

27

### Interest-bearing debt and islamic debt vs Shariah compliant firms performance: empirical evidence from Malaysia

جاءت هذه الدراسة من أجل التعرف على أثر الديون بفائدة والديون الإسلامية على أداء الشركات المتوافقة مع الشريعة، حيث قام الباحثان باختبار أثر الديون على الأداء المالي لعينة مكونة من (305) شركة ماليزية متوافقة مع الشريعة مدرجة في السوق المالي الرئيسي الماليزي خلال الفترة 2010-2017 وتم استخدام مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) كمتغير تابع، في حين المتغير المستقل تمثل في مؤشرين الديون بفائدة والتي تعتبر حسب المجلس الاستشاري الشرعي مقبولة في حدود (33%) والديون الإسلامية أي لا تحمل أي فائدة، كما تم اعتماد بعض المتغيرات الأخرى كمتغيرات مراقبة وهي الحسابات الدائنة، النسب

الحالية، دوران الأصول، النمو والحجم. استخدمت الدراسة نموذج الأثر الثابت المناسب لتحليل بيانات البانل (Panel Data analysis) بعد تقدير النموذج توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

- يؤثر كلا النوعين من الدين تأثيرا سلبيا وغير ومعنوي على مردودية الشركات لأن ارتفاع الدين ينشأ عنه ارتفاع تكلفة الوكالة ومخاطر عدم القدرة على التسديد وبالتالي فقدان السيطرة على المؤسسة،
- تتبع الشركات طريقة الترتيب السلمى للتمويل (Pecking order theory) مما يعني أنها تفضل الأموال الداخلية (أرباح محتجزة...)،
- وجود أثر إيجابي غير معنوي للحسابات الدائنة على أداء الشركات حيث استخدمتها الشركات بكثرة إذا تمثل (30%) من اجمالي الأموال، وهذا أمر واضح لأن هذا النوع من التمويل القصير الأجل بدون فوائد يتوافق مع خصوصية هذه الشركات. (Musse, Nor, & Ayedh, 2021)

دراسة Zia ; Iqbal (2022)	28
<b>The relationship between capital structure and firm performance: new evidence from Pakistan</b>	

تستعرض هذه الدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي حيث انطلق الباحثان من فرض وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي والأداء المالي، تسعى هذه الدراسة الى التحقق من مدى صحة هذه الفرضية من خلالها اختبارها على عينة مكونة من 285 شركة غير مالية مدرجة ضمن بورصة باكستان للفترة الممتدة من 1999 الى 2019 تم استخدام عدة مؤشرات للمتغير التابع الأداء المالي من بينها العائد على الملكية، القيمة السوقية الى الدفترية وغيرها، أيضا المتغير المستقل تم التعبير عنه باستخدام مؤشري الديون طويلة وقصيرة الاجل في حين كل من حجم الشركة، النمو، ملموسية الأصول وعمر الشركة استخدمت كمتغيرات مراقبة لتقدير هذا الأثر والتحقق منه استخدم الباحث مجموعة من النماذج وهي طريقة (FEM) ; (POLS)

(REM) ; Two-step system GMM وبعد تقدير الانحدار لهذه النماذج توصلت الدراسة الى النتائج

التالية:

- يؤثر الهيكل المالي تأثيرا سلبيا في الأداء المالي للشركات عند استخدام (ROE) ; (ROA) ; (ROS)

كمقاييس للأداء المالي، كما ان حجم الشركة يؤثر بنفس الطريقة،

- حاول الباحث تقديم إجابة للعلاقة العكسية بين الهيكل المالي والأداء المالي اذ يرجع سببها في استخدام

أغلب الباحثين لمقاييس الأداء السوقية بدل المقاييس المحاسبية فحسب الباحثين المقاييس الأولى تبني على

أساس التوقعات التي قد تخطأ أحيانا أيضا هذه الأخيرة تبدو قوية من الناحية النظرية لكن في الواقع نجد

أنها أصغر من المقاييس المحاسبية، وهذا هو سبب اختلاف النتائج في أغلب الدراسات كما أن كبر حجم

الشركة يسمح لها بالافتراض بسهولة وبشكل كبير أكثر من الشركات الصغيرة،

سبب الأثر السلي للهيكل المالي على الأداء هو تغير ذهنية المسيرين بسبب كبر حجم الشركة الذي يمكنه

من الحصول على الأموال بسهولة كبيرة وزيادة عوائد الشركة رغم ان معدل العائد سينخفض بسبب

ارتفاع الديون. (UI Islam & Iqbal, 2022)

المبحث الثالث: دراسات حول الهيكل المالي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة

نتطرق في هذا المبحث الى الدراسات التي عالجت موضوع الهيكل المالي في ظل بيئة تحتكم الى قواعد التمويل

الإسلامية، حيث تنوعت هذه الدراسات من حيث نوع المتغيرات وعددها وعينة الدراسة وغيرها من الجوانب

المختلفة.

<b>دراسة (2007) Habib Ahmed</b>	<b>29</b>
<b>Issues in islamic corporate finance: capital structure in firms</b>	

تعتبر كواحدة من أهم الدراسات التي تطرقت الى موضوع الهيكل المالي في ظل بيئة تتميز بتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث حاول إعطاء صيغة جديدة تستند عليها المؤسسات المتوافقة مع الشريعة عند اتخاذ قرار التمويل وتشكيل هيكلها المالي حيث اشتقت هذه الدراسة أهم المفاهيم من نظريات الهيكل المالي التقليدي محاولة بذلك إعطاء أساس نظري لمحددات الهيكل المالي في ظل مبادئ الشريعة الإسلامية، اذ يرى الباحث أن الهيكل المالي لهذه المؤسسات يمكن تحديده باتباع نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل للمفاضلة بين الديون والأموال الخاصة على أساس تكلفة الأداة المتاحة حيث تختار أقلها تكلفة ثم التي تليها فقام بترتيب هذه المصادر وفقاً لما يلي: يتم أولاً الاعتماد على المصادر الداخلية من أموال خاصة وارباح محتجزة ثم تليها الديون المستخدمة في المصارف الإسلامية عن طريق صيغة المراجعة والاجارة وغيرها والصكوك كآخر خيار وتضم صكوك المضاربة ثم صكوك المشاركة. يرتبط الهيكل المالي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة بمحددات داخلية وخارجية، داخلية تتمثل في الحجم والربحية اما الخارجية فترتبط بالأداة المستخدمة في التمويل والهيئات المانحة لها. (Ahmed, 2007)

<b>دراسة 2009 jasim Al-ajmi, Hameeda Abo Hussain, Nadhem Al-saleh</b>	<b>30</b>
<b>Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of riba the case of Saudi Arabia</b>	

حاول الباحثون في هذه الدراسة التعرف على أهم محددات القرار التمويلي في بيئة تحتكم الى قوانين الشريعة الإسلامية وتستعمل الزكاة بدلا عن الضرائب ومدى تأثير هذه المحددات على الهيكل المالي للمؤسسات، ومن اجل التعرف على هذه المحددات قام الباحث باختيار عينة مكونة من 53 شركة سعودية مدرجة في السوق



المالي السعودي (تداول) خلال الفترة (2003-2007) وباستخدام نموذج الأثر الثابت لبيانات البانل قام الباحثون بتقدير الانحدار للمتغير التابع الهيكل المالي ممثلاً بمؤشر إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، مؤشر الديون قصيرة الأجل على إجمالي الأصول وكذا مؤشر الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول، في حين تم استخدام المحددات التالية: الربحية، فرص النمو، حجم الشركة، ملموسية الأصول، هيكل ملكية الشركة، مخاطر الأعمال، توزيعات الأرباح و السيولة كمتغيرات مستقلة. توصلت الدراسة إلى ما يلي:

- توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للمحددات فرص النمو وحجم المؤسسة على الهيكل المالي فكلما اتاحت للمؤسسة فرص أكبر للنمو كلما زاد اعتمادها على الدين، وكذلك كلما كان حجم المؤسسة كبيراً كلما نقصت مشاكل عدم تناظر المعلومات وقلت معه مخاطر الإفلاس ومنه يمكن للمؤسسة الحصول على القروض بسهولة،

- وجود أثر سلبي لكل من الربحية، ملموسية الأصول والسيولة على الهيكل المالي حيث كلما حققت المؤسسة أرباحاً أكبر كلما زاد اعتمادها على أموالها الخاصة وكذلك بالنسبة للسيولة وهذا ما نصت عليه نظرية الترتيب السلمي للأموال (POT)،

- القرار المالي للشركات عينة البحث يتبع نظريات الترتيب السلمي (POT)، نظرية الموازنة (Tradeoff) ونظرية الوكالة، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات السعودية ترتبط أكثر بالديون قصيرة الأجل ومعظم الشركات لم يتعدى حجم الاستدانة فيها عتبة (33%) وهو شرط مهم يمكن الشركات من أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية. (Al-Ajmi , Abo Hussain, & Al-Saleh,

2009)

دراسة (2010) Nagano Mamoru	31
<b>Islamic finance and the theory of capital structure</b>	

حاول الباحث في هذه الدراسة اجراء مقارنة بين المؤسسات التي تعتمد على التمويل الإسلامي والغير معتمدة على التمويل الإسلام في ماليزيا والشرق الأوسط وهذا من أجل تتبع ومعرفة أثر أدوات التمويل الإسلامي على هذه المؤسسات.

توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

- تلجأ بعض الشركات الخليجية الى البنوك الإسلامية من أجل تمويل استثماراتها لكن في بعض القطاعات فقط،
- وجود علاقة غير معنوية بين حجم الأموال الداخلية والصكوك الإسلامية أي نجد في بعض الحالات شركات تمتلك أموال خاصة مرتفعة الا أنها تقوم بإصدار صكوك مجددا،
- تفضل هذه المؤسسات اصدار سندات التمويل الإسلامي على اللجوء الى الاقتراض والأدوات الأخرى المتاحة. (Nagano, 2010)

دراسة (2011) Dzolkarnain ; Minhat	32
<b>In search of a theory of corporate financing and islamic financial instruments</b>	

تهدف هذه الدراسة الى اختبار مدى اعتماد المؤسسات عينة البحث على أدوات التمويل الإسلامي في تشكيل هيكلها المالي في 16 دولة تنشط بها البنوك الإسلامية حيث من المفروض أن وجود صيغ إسلامية من

شأنه أن يؤثر على القرار التمويلي للمؤسسة وبالاعتماد على القوائم المالية لأفضل عشرين مؤسسة في كل دولة خلال الفترة من 2005 إلى 2009. توصل الباحثان إلى أن نصف الدول عينة البحث تعتمد بعض مؤسساتها على أدوات تمويل إسلامية في هيكلها المالي وهي: السعودية، ماليزيا، الامارات، باكستان، إندونيسيا، قطر، كويت، مصر، وخلص الباحثان إلى أن صيغ التمويل الإسلامي لا يتم الاعتماد عليها بشكل كبير ولم تتغلغل بعد في تشكيل الهياكل المالية لهذه المؤسسات ويرجع الباحثين ذلك إلى أن صيغ التمويل الإسلامية أقل جذبا للمؤسسات. (Dzolkarnain & Minhat, 2011)

دراسة Omer Bin Thabet ; Mustafa Hanefah (2014)	33
Capital structure in islamic capital markets: evidences from bursa Malaysia	

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل راس المال ومحدداته في الشركات المتوافقة مع الشريعة وهذا من خلال اجراء دراسة على عينة مكونة من 263 شركة ماليزية في الفترة ما بين 2006 و2011 تم الاعتماد على نموذج الأثر الثابت FEM.

توصل الباحثون إلى أن هيكل راس المال للشركات المتوافقة مع الشريعة يتأثر بالعوامل التالية: الوفورات الضريبية، الربحية، الخطر. كما أنه لا يوجد أي أثر للموسمية الأصول والضرائب عليه.

يتأثر اختيار هيكل راس المال بالعوامل التالية: السيولة والخطر كما أنه يتأثر أحيانا بالربحية، الزكاة، الضرائب وفي حالة الملكية الإدارية يتأثر اختيار هيكل رأس المال فقط بعاملين وهما الربحية والضرائب. (Bin

Thabet & Haneefah, 2014)

دراسة Razali Haron (2016)	34
<b>Islamic capital market and debt financing of shariah-compliant firms in Indonesia</b>	

سعت الدراسة الى التعرف عل أهم محددات التمويل بالدين في الشركات المتوافقة مع الشريعة والى التحقق من كيفية اختيار هذه الشركات لمصادر التمويل، تمثلت عينة الدراسة في 290 شركة متوافقة مع الشريعة مدرجة في السوق المالي الاندونيسي وامتدت فترة الدراسة من سنة 2000 الى 2014، كما تم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) ونموذج الأثر العشوائي وهي النماذج الملائمة لطبيعة البحث المعتمد على لوحة البيانات (panel data) ومن اجل قياس أثر بعض المحددات على قيمة الدين تم

استخدام المؤشرات: الربحية، حجم الشركة، النمو، ملموسية الأصول، مخاطر الأعمال، السيولة، عمر الشركة، كمؤشرات متعلقة بالشركات في حد ذاتها إضافة الى محددات مستوى الصناعة والتي اعتمد الباحث فيها على ثلاث مستويات لقياسها وهي: اتساع النشاط (Munificence) أي كلما توسع نشاط الشركة كلما كانت لديها سيطرة على السوق وبالتالي تكون لديها ربحية مرتفعة، ديناميكية الصناعة والتي يقصد بها الباحث مدى استقرار الصناعة وبالتالي يتناقص الخطر وكلما زادت تقلبات وحركية الصناعة كلما زاد الخطر طرديا، كمتغيرات مستقلة في حين تم استخدام نسبة اجمالي الديون على اجمالي الأصول كمتغير مستقل معبر عن قيمة الرفع أو الدين وبعد القيام باختبار الانحدار توصل الباحث الى النتائج التالية:

- يوجد أثر معنوي لكل من الربحية، حجم الشركة، معدل النمو وعمر الشركة، اتساع الصناعة وديناميكيته على مستوى الدين للشركات عينة الدراسة. حيث تؤثر الربحية بشكل سلبي على استخدام

الديون لأن الشركات ذات عمر أكبر واتساع الصناعة تكون أكثر ربحية وبالتالي ستلجأ الا الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل داخلي بدلا عن الديون وهذا ما تنص عليه نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل (POT)، كذلك توصل الباحث الى وجود أثر إيجابي لمعدل النمو على مستوى الدين وهذا ما نصت عليه نظرية الوكالة أيضا.

- توصل الباحث الى أن الشركات ذات الحجم الكبير ولديها سرعة في النمو تكون لديها تقلبات في الصناعة وبالتالي تلجأ الى الاستدانة بشكل كبير متبعة في ذلك نظرية التوازن (Trade off theory).
- تلعب السوق المالية الإندونيسية دور كبير في توفير أدوات تمويلية تستخدم الديون وتكون متوافقة مع الشريعة من خلال اصدار الصكوك بمختلف أنواعها. (Haroon, 2016)

دراسة (2017) Yildrim R ; Masih M ; Basha O	35
<b>Determinants of capital structure -Evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms-</b>	

الهدف من هذه الدراسة هو تشخيص محددات الهيكل المالي في المؤسسات المتوافقة والغير متوافقة مع الشريعة باستخدام بيانات البانل المتعلقة بمؤسسات في سبعة دول وسبعة صناعات مختلفة، خلال الفترة ما بين 2004-2014. توصلت الدراسة أن محددات الهيكل المالي تختلف من الشركات المتوافقة مع الشريعة الى الغير متوافقة كما أن كلا الصنفين يعتمد على نظرية الترتيب التدريجي لمصادر التمويل للرافعة الدفترية ونظرية التوازن للرافعة السوقية. (Yildrim, Masih, & Bacha, 2017)

36	دراسة حططاش عبد السلام (2017)
	نظرية الهيكل التمويلي في اطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية

تطرق الباحث في هذه الدراسة الى نظرية الهيكل المالي للشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وسعى الى معرفة أهم محددات الهيكل المالي في ظل بيئة تحتكم لضوابط الشريعة الإسلامية وكيف يتم المفاضلة واختيار المصادر التمويلية ضمنها، قام الباحث باختبار أثر البعض محددات الهيكل المالي على مستوى الرفع المالي من خلال أربع مستويات للديون كمتغير تابع واستخدام بعض محددات داخلية وخارجية للهيكل المالي كمتغيرات مستقلة وهذا من خلال عينة مكونة من 406 شركة ماليزية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتطبيق نموذج الأثر الثابت لثلاث مستويات للديون من جهة وتطبيق نموذج الأثر العشوائي بالنسبة للديون طويلة الأجل الى اجمالي الأصول كمستوى رابع للرفع المالي من جهة أخرى توصل الباحث الى النتائج التالية:

- اعتماد هذه الشركات في تشكيل هيكلها المالي على أموالها الخاصة بالدرجة الأولى وبنسب كبيرة، كما تبين أنها في حالة لجوئها الى الديون تعتمد بكثرة على الديون قصيرة ومتوسطة الأجل بكثرة،
- يوجد أثر إيجابي لمتغيرات: الحجم، ملموسية الأصول، فرص النمو على استخدام الدين في الهيكل المالي، في حين أن متغيرات: الربحية، السيولة، الوفورات الضريبية لغير الديون لها أثر سلبي، ووجود أثر ضعيف بالنسبة لمتغير مخاطر الأعمال.

- تهتم الشركات عينة الدراسة بمحددات الهيكل المالي الداخلية أكثر من الخارجية وهذا ما اظهرته النتائج حيث نجد أن للتضخم ومستوى تطور السوق أثر ضعيف في حين نجد أن معدل الإقراض يؤثر إيجاباً وسلباً

لكن بمستوى ضعيف. (حططاش، 2017)

دراسة شودار وحططاش (2018)	37
تحليل ظاهرة الرفع بين المؤسسات المتوافقة والغير متوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة حالة ماليزيا	

تهدف هذه الدراسة الى تحليل ظاهرة الرفع المالي في المؤسسات المتوافقة مع الشريعة ومقارنتها مع نظيرتها الغير متوافقة وكان ذلك بالاعتماد على عينة مكونة من 406 مؤسسة متوافقة و447 مؤسسة غير متوافقة مع الشريعة تنتمي الى عدة قطاعات ومدرجة ببورصة ماليزيا وقد تم اختيارها وفقا للتقارير الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي وهذا خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 الى 2016. من اجل اجراء الدراسة استخدم الباحثان أربعة متغيرات تعتبر كنسب الهيكل المالي للدلالة عن الرفع المالي وهي: اجمالي الديون الى اجمالي الأصول، اجمالي الديون الى اجمالي راس المال، الديون طويلة الاجل الى اجمالي الأصول، الديون طويلة الاجل على اجمالي راس المال، توصلت هذه الورقة البحثية الى أن كلا الصنفين من المؤسسات يسعى للاستفادة من مزايا الرفع المالي الذي يهدف الى تعظيم عوائد الملاك مع ملاحظة انخفاض طفيف في درجة اعتماد الديون لدى المؤسسات المتوافقة مع الشريعة وهذا بسبب التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية التي تنص على وجوب عدم المبالغة في استخدام الديون، كما توصلت الدراسة الى أن درجة الاستدانة أو معدل الرفع المالي يختلف من مؤسسات قطاع معين الى قطاع آخر ويختلف أيضا بين المؤسسات المنتمية لنفس القطاع لكن تصنيفهما يختلف من متوافقة وغير متوافقة مع الشريعة. (شودار و حططاش، 2018)

دراسة سفيان دلفوف (2018)	38
اثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي	

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من خلال عينة من المؤسسات المدرجة في

بورصة ماليزيا، حيث يعالج الباحث الإشكالية التالية: هل لطبيعة محددات الهيكل المالي تأثير على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة في بيئة تحكم للشريعة الإسلامية؟

تمثلت عينة الدراسة في 406 مؤسسة مسجلة في بورصة ماليزيا قام الباحث باختيار المؤسسات المنتمية إلى قطاعات صناعية وتجارية واستبعاد القطاع المالي من بنوك وشركات تأمين وهذا خلال فترة زمنية قدرها 15 سنة امتدت من 2005 إلى 2016 توصل الباحث إلى أنه وفي ظل الاقتصاد الإسلامي تبتعد جميع المؤسسات عن القروض المعروفة في النظام التقليدي لارتكازها على الفوائد الربوية المحرمة شرعا ولكنها تعتمد على صيغة المراجعة من اجل الحصول على الأموال خاصة في القطاع التجاري كما يمول الإنتاج الزراعي من خلال صيغة السلم ويعتمد على صيغة الإستصناع لتمويل القطاع الصناعي، وتعتبر صيغة المشاركة من اهم الصيغ لقدرتها على تمويل اكثر من نشاط وهذا لكونها تركز على تكوين رؤوس أموال الشركات في شتى المجالات. (دلفوف س.، 2017)

دراسة (2019) Sahudin et all	39
Capital Structure Determinants of Shariah-compliant Firms	

حاول الباحثون التعرف على محددات هيكل رأس المال للشركات المتوافقة مع الشريعة والمسجلة ببورصة ماليزيا حيث تم اعتماد عينة مكونة من 305 شركة منتمية الى خمسة قطاعات مختلفة للفترة 2002-2011 باستخدام نماذج المربعات الصغرى الاعتيادية، الأثر الثابت، الأثر العشوائي لبيانات البانل.



توصلت الدراسة الى أن قرارات التمويل في هذه الشركات تتأثر بعوامل البيئة العامة كالناتج المحلي وعوامل متعلقة بطبيعة القطاع الذي تنتمي اليه الشركة المتمثل في تركيز الصناعة كما أنها تتأثر بعوامل متعلقة بالمؤسسة في حد ذاتها كالفعالية، السيولة، الحجم، الربحية وخطر الإفلاس، كما أن كل قطاع يختلف عن الآخر في طريقة اختيار مؤسساته لمصادر التمويل الا أن الدراسة توصلت الى أن نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل ونظرية الوكالة هي الأكثر استعمالاً من طرف الشركات الماليزية المتوافقة مع الشريعة. (sahudin, Ismail, Sulaimain, Abd rahman, & Jaafar, 2019)

دراسة (2019) Faisal Alqahtani ; Faisal Seraj Alnori	40
<b>Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: does sharia compliance matter? evidence from Saudi Arabia</b>	

تطرق الباحثان الى مدى تأثير توافق الشركة مع مبادئ الشريعة الإسلامية على قرار تشكيل الهيكل المالي الأمثل وسرعة التعديل وهذا من خلال رصد بيانات عينة مكونة من 130 شركة متوافقة مع الشريعة مدرجة في السوق المالي السعودي (TASI)، خلال الفترة الممتدة من 2005 الى 2016 تم استخدام مؤشر الرافعة المالية الدفترية والسوقية للتعبير عن الهيكل المالي، وكل من مطابقة مبادئ الشريعة كمتغير مستقل والربحية، الحجم، مؤشر القيمة السوقية للسهم الى القيمة الدفترية للأصول، تم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية وكذا نموذج الأثر الثابت من أجل تقدير العلاقة بين المتغيرات، وتوصلت الى النتائج التالية:

- الشركات المتوافقة مع الشريعة لا تعتمد بشكل كبير على الديون، كما أن نسبة سرعة تعديل الهيكل المالي لديها بطيئة مقارنة بنظيرتها الغير متوافقة،

- تفسر المستويات المثلى للرفع المالي بالنسبة للشركات المتوافقة والغير متوافقة المشمولة في الدراسة عن طريق نظرية الموازنة (Trade-off theory) حيث أن الشركات المتوافقة مع الشريعة التي حققت أكبر ربحية

تلجأ الى الدين أولاً عكس ما تنص عليه نظرية (POT)

يتم استخدام الفائض المحقق في تسيير المخاطر المالية بحكم أن هذه الشركات المتوافقة لديها ضوابط شرعية تمنعها

من تجاوز الدين لنسب معتبرة. (Alnori & Alqahtani, 2019)

دراسة Arif Imam Akbar ; Mai Muhammed Umar (2020)	41
<b>The Determinants of Capital Structure: A Comparative Study between Sharia and Non-Sharia Manufacturing Companies on Indonesia Stock Exchange (IDX)</b>	

تهدف هذه الدراسة الى المقارنة بين محددات الهيكل المالي المتمثلة في الديون، الحجم، الناتج المحلي، ملموسية الأصول والربحية على الرافعة المالية الدفترية في المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة اندونيسيا والمكونة من مؤسسات متوافقة و غير متوافقة مع الشريعة في الفترة 2011-2017. توصل الباحثان الى وجود أثر للرفع المالي في المؤسسات الغير متوافقة أكبر منه في المؤسسات المتوافقة، إضافة الى وجود أثر ذو دلالة معنوية للربحية، ملموسية الأصول وكذا حجم المؤسسة على الرافعة المالية في كلا النوعين، كما أن الناتج المحلي له أثر فقط على

المؤسسات الغير متوافقة مع الشريعة. (Arif & Mai, 2020)

دراسة Muncif Guizani (2020)	42
<b>The capital structure of Islamic-compliant firms: is there a financing hierarchi</b>	

وفقا لنظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل تلجأ المؤسسات الى ترتيب مصادر الأموال حيث تكون المصادر الداخلية مفضلة أكثر من المصادر الخارجية وهذا الترتيب يناسب الى حد ما المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا ما سعى الباحث الى التحقق منه في هذه الدراسة، حيث قام باختيار عينة مكونة من 93 شركة متوافقة مع الشريعة ومدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2006-2016، كذلك حاول الباحث التعرف على الأدوات التمويلية الأكثر استخداما من طرف هذه الشركات أو بالأحرى تركيبة الهيكل المالي لديها. اعتمد الباحث في ذلك على تقدير معادلة الانحدار لنموذج الأثر العشوائي لبيانات البانل وتوصل الى النتائج التالية:

- استخدام أدوات الدين الإسلامية (المراجحة والاجارة) بشكل كبير خلال الأزمة المالية 2008 والسبب في ذلك يعود الى انخفاض تكلفة هذه الصيغ مقارنة بباقي المصادر إضافة الى أنها لا تؤثر في ملكية الشركة،
- ترتب المصادر التمويلية في هذه الشركات كما يلي: بداية تلجأ المؤسسات الى أموالها الخاصة ثم ان لم تكفي جميع احتياجاتها تنتقل الى استخدام أدوات الدين (المراجحة والاجارة) لكن بنسب محددة لان استخدام الديون لديه عتبة لا يمكن تجاوزها كما نص على ذلك قرار المجلس الاستشاري الشرعي وهيئة AOOIFI، وأخيرا وكمصدر تمويلي أخير تلجأ الى اصدار الصكوك.
- عدم اعتماد الشركات في اختيار وترتيب المصادر التمويلية على نظرية الترتيب السلمي (POT) خلال

الأزمة المالية. (Guizani, 2020)

دراسة 2020 Mamunir Rashid; Siti Khoirunnisaa ; Selma Izad	43
<b>National culture and capital structure of the shariah compliant firms: evidence from Malaysia; Saudi Arabia and Pakistan</b>	

حاول الباحثون من خلال هذه الدراسة التعرف على أثر البعد الثقافي والأخلاقي في قرار اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث يرى الباحث أن المجتمع الإسلامي لديه مميزات خاصة به في إطار الامتثال للشريعة الإسلامية (القرآن والسنة) والتي قد تؤثر في قرارات هذه المؤسسات عن طريق الملاك والإدارة على حد سواء. قامت هذه الدراسة على اختيار عينة مكونة من 342 مؤسسة متوافقة مع الشريعة تنتمي إلى ثلاث دول هي: ماليزيا، السعودية وباكستان خلال الفترة 2013-2017، قام الباحثون باختبار أثر البعد الثقافي ممثلاً بأربع متغيرات: مسافة السلطة، الفردانية (الوحدانية)، استبعاد مشاكل عدم التأكد، الذكورة على الهيكل المالي ممثلاً بثلاث مستويات للرفع المالي: الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، إجمالي الديون بالإضافة إلى إدراج أثر بعض محددات الهيكل المالي وهي: ملموسية الأصول، الربحية، السيولة، مخاطر الأعمال، الزكاة، الضرائب، فرص النمو، حجم الشركة، التضخم، الناتج الداخلي الخام. من أجل التحقق من هذا الأثر قام الباحثون بتقدير الانحدار لبيانات البانل فأظهرت نتائج التقدير أن نموذج الأثر العشوائي وطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية هي المناسبة لبيانات الدراسة. توصل الباحثون إلى النتائج التالية:

- وجود أثر سلبي لكل من السيولة والربحية ومخاطر الأعمال على كل مستويات الرفع المالي الثلاث وهذا ما يعني أن الشركات ذات السيولة والربحية المرتفعة تلجأ بالدرجة الأولى إلى أموالها الخاصة، كذلك عندما ترتفع المخاطر تقل حظوظ الشركة في الحصول على القروض،
- بالنسبة لأثر البعد الثقافي فإن الشركات التي تنشط في دول تتمتع بمستوى عالي من الفردانية، الذكورية ومسافة السلطة، تفضل استخدام الديون طويلة الأجل، في حين الشركات الناشطة في بيئة بها مستوى عالي

من عدم التأكد تعتمد بشكل كبير على الديون قصيرة الأجل. (Rashid , DK Siti, & Izadi, 2020)

#### المبحث الرابع: مناقشة الدراسات السابقة وتحديد الفجوة العلمية

نسعى في هذا المبحث الى تحليل الدراسات السابقة التي تم عرضها سابقا من خلال حصر أوجه الاختلاف والتشابه بينها ومختلف الجوانب من هدفها العام والعينات المدروسة وكذا الأدوات المستخدمة في التقدير وصولا الى أهم النتائج المتوصل اليها بشكل عام، وهذا من أجل تحديد ما يميز دراستنا عن هذه الدراسة وبالتالي معالجة الفجوة العلمية.

#### المطلب الأول: مناقشة الدراسات السابقة

كما سبق وأشرنا فان هذا الفصل تم تقسيمه الى ثلاثة مباحث وبالتالي سنقوم بمناقشة هذه المباحث مع بيان أوجه التشابه والاختلاف بينها. يتضح من خلال ما تقدم أن كل الدراسات المشمولة في البحث تطرقت الى موضوع مشترك ألا وهو الهيكل المالي للاختلافات كانت في ربطه اما بقيمة المؤسسة او بالأداء، الربحية أو محدداته حيث كانت أغلب الدراسات على عينة من المؤسسات المنتمية الى دول اسيوية وهذا نظرا لكون هذه الدول رائدة في مجال المالية الإسلامية وهذا ما يتماشى مع طبيعة الموضوع المراد دراسته فكانت معظم العينات من أسواق مالية بإندونيسيا على غرار دراسة (Alfisah, Kurniyati, & Zulfikar, 2020)، (Deme, Sunardi, & Yuniarti, 2022)، (Sutrisno, 2016)، (Haroon, 2016)، (Muchtar, NOR, Albra, Arifai, & Ahmar, 2018)، (Shah, Asif & Aziz, 2016) وباكستان وماليزيا كدراسة (Chaleeda, Aminul , Ahmed, & Ghazalet, 2017)، (دلفوف س.، 2017)، (Khalidi, 2020) كما (Awais, Iqbaal, Iqbal, & Khursheed, 2015)، (Ul Islam & Iqbal, 2022) كما

اشتملت بعض الدراسات على عينات من المؤسسات السعودية (عسيري، 2020)، (Al-Ajmi , Abo Hussain, & Al-Saleh, 2009)، (Guizani, 2020).

أغلب هذه الدراسات استخدمت متغيرات الهيكل المالي متمثلة في نسب الرفع المالي اجمالي الديون الى اجمالي الأصول، الديون طويلة الاجل الى اجمالي الأصول، الديون قصيرة الأجل الى اجمالي الأصول، الديون طويلة الأجل الى اجمالي راس المال، اجمالي الديون الى حقوق الملكية والتكلفة المتوسطة المرجحة، كما استخدمت في معظمها المؤشرات التالية للتعبير عن متغير القيمة السوقية والربحية: القيمة السوقية الى الدفترية (MTBV)، مؤشر Tobin's Q مؤشر السعر الى الربح (P/E)، رسملة السوق (market capitalization) العائد على الملكية (ROE) العائد على الأصول (ROA)، ربحية السهم الواحد (EPS)، كما تم ادراج بعض المتغيرات الضابطة في أغلب نماذج الدراسات السابقة المذكورة أعلاه والمتمثلة اجمالاً في: حجم المؤسسة، معدل النمو، عمر المؤسسة، ملموسية الأصول، الزكاة، التضخم، معدل النمو الاقتصادي على اعتبار أن هذه المتغيرات على علاقة مباشرة بالهيكل المالي للمؤسسة وبقرار التمويل أساساً. اعتمدت جل الدراسات اثناء تقدير النماذج على اختبار نماذج البائل الثلاث (POLs) ; (REM) ; (FEM) ومن ثم اختيار النموذج الأنسب وتحليل النتائج.

توصلت هذه الدراسات الى نتائج متباينة فمنذ الدراسة الأولى التي تعد دراسة رائدة ومرجعية ل (Modigliani & Miller, 1958) التي أثبتت عدم وجود أي تأثير بين قيمة المؤسسة والهيكل المالي في ظل عدم وجود الضرائب، لكن بعد ادخال الضرائب تغيرت النتائج فأصبح هناك تأثير للهيكل المالي على القيمة السوقية بحيث أضحت المؤسسات قادرة على تحقيق وفورات ضريبية وهو ما تم التوصل اليه في المقالة الثانية والتي تعتبر كتصحيح لما جاء في المقالة الأولى ل (Modigliani & Miller, 1963) بعدها قدم (Miller) برهاناً جديداً الا وهو الضريبة على الدخل الشخصي حيث يدفع المستثمر ضريبة على توزيعات الأسهم المحققة ومنه بالنسبة للمستثمر ليس هناك أي وفر ضريبي ومنه هنا تأثير، بعد ذلك توالت الكثير من الدراسات التي

استخدمت مؤشرات تقييم جديدة مع ادخال عدة متغيرات أخرى وهذا كله من أجل تحديد أثر الهيكل المالي على قيمة وربحية المؤسسة بشكل دقيق الا أنها فشلت في ذلك وهو ما توصلت اليه هذه الدراسة بعد استعراضها لبعض الدراسات السابقة حيث نجد بعضها توصل الى وجود أثر موجب للهيكل المالي على قيمة المؤسسة نذكر منها دراسة (حركاتي، 2018)، و (ضيف و زوزي، 2015)، (Alfisah, Kurniyati, & Zulfikar, 2020)، (Asif & Aziz, 2016)، في حين توصلت بعض الدراسات الأخرى الى وجود علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة والهيكل المالي من بينها دراسة (خيري، 2019)، دراسة (Deme, Sunardi, & Yuniarti, 2022)، دراسة (Chaleeda, Aminul , Ahmed, & Ghazalet, 2019)، دراسة (Dang, Vu, Ngo, 2019) & Hoang, 2019). كما توصلت بعض الدراسات الى وجود علاقة موجبة بين الهيكل المالي وربحية المؤسسة وادائها خاصة عند استخدام حقوق الملكية كمؤشر للهيكل المالي مثل دراسة (Ahmad, 2012) واثمرت نتائج بعض الدراسات الأخرى عن وجود اثر سلبي للهيكل المالي على ربحية المؤسسة على غرار دراسة (Cheema M. H., Mahboob, Farook , & Yousaf, 2017)، دراسة (Ul Islam & Iqbal, 2022) دراسة (عسيري، 2020) يرجع هذا التفاوت في النتائج الى التفاوت في اختيار عينة الدراسة وبعض الخصائص النوعية للشركات المتوافقة مع الشريعة عكس الغير متوافق، الفترة إضافة الى المتغيرات المستخدمة في النموذج المدروس

ساعدتنا الدراسات السابقة في تحديد متغيرات الدراسة والتي كانت كما يلي:

**المتغير التابع:** قيمة المؤسسة تم استخدام متغير رسملة السوق Market capitalization

**المتغيرات المستقلة:** تم استخدام مؤشر اجمالي الديون الى اجمالي الأصول والديون طويلة الأجل الى اجمالي راس المال،

**المتغيرات الضابطة:** من اجل الإحاطة بالموضوع قمنا بإضافة متغيرات ضابطة تؤثر في قيمة المؤسسة وتتمثل في: ربحية المؤسسة، حجم المؤسسة، معدل النمو وملموسية الأصول.

### المطلب الثاني: تحديد الفجوة العلمية

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة توصلنا الى أن موضوع الهيكل المالي قد نال حظه بالدراسة من خلال عديد الدراسات التي تطرقت الى هذا الموضوع، لكن في ظل التمويل الإسلامي التمسنا نقصا كبيرا في الدراسات حيث ركت اغلبها على دراسة أدوات التمويل الإسلامي من وجهة المصارف من خلال تعريف صيغ التمويل الإسلامي وشرحها وطريقة التعامل بها أما من ناحية المؤسسات طالبة التمويل فهي قليلة جدا وهذا ما قادنا الى التفكير في دراسة الهيكل المالي من وجهة نظر المؤسسات طالبة التمويل وبما أن السوق المالي الإسلامي المالىزى شهد تطورا كبيرا قمنا بربط هذا الموضوع بموضوع لا يقل أهمية ألا وهو قيمة المؤسسة، وسنحاول من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية باستخدام عينة مكونة من 247 مؤسسة متوافقة مع الشريعة ومسجلة في السوق المالي المالىزى مستخدمين في ذلك متغيرات لم يتم استخدامها مجتمعة في الدراسات السابقة إضافة الى استخدام طريقة العزوم المعممة في تقدير النموذج وهو ما لم تتطرق له الدراسات السابقة أيضا بخصوص هذا الموضوع كذلك فترة الدراسة كانت جد حديثة مقارنة بباقي الدراسات الأخرى وهذا ما يميز هذه لدراسة عن باقي الدراسات ويظهر أن الدراسة الحالية انفردت ببعض الجوانب التي لم يتم التطرق اليها بنفس الطريقة من قبل.



### خلاصة الفصل:

سلطنا الضوء في هذا الفصل على بعض الدراسات السابقة التي توصل اليها الباحث واستطاع جمعها من خلال مختلف قواعد البيانات ومختلف المجالات العلمية الوطنية والدولية، وهذا من خلال تحليل هذه الدراسات تحليلاً شاملاً والتعرف على العينات المدروسة فيها وكذا الطرق الكمية المستخدمة في تقدير النماذج المدروسة، فتوصلنا الى أن المؤسسات التي تعتمد على التمويل الإسلامي تتواجد بشكل كبير في الدول الآسيوية كالسعودية، ماليزيا، اندونيسيا، باكستان كما أن معظم العينات المدروسة في هذا الموضوع شملت عدد كبير من المؤسسات وهذا ما يحتم علينا استخدام طرق البيانات المقطعية (البانل) اثناء تقدير النموذج، كما أن النتائج المتوصل اليها كانت متضاربة فمنها من توصل الى وجود علاقة عكسية ومنها من توصل الى وجود علاقة طردية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

## الفصل الثالث

### الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية

- ❖ المبحث الأول: تقديم عينة الدراسة
- ❖ المبحث الثاني: أدوات الدراسة
- ❖ المبحث الثالث: تطبيق الاختبارات الإحصائية وتحليل النتائج

### مقدمة الفصل:

تطرقنا في الفصل الأول الى أهم الجوانب النظرية من أجل تكوين خلفية نظرية حول الدراسة، ثم عززنا ذلك بتحليل عدة دراسات سابقة مكنتنا من تحديد متغيرات الدراسة وصياغة النموذج العام للدراسة، يأتي هذا الفصل كتطبيق ومحاولة لاختبار النموذج المحدد من خلال تطبيق اختبارات إحصائية باستخدام نماذج البائل الساكن ثم الانتقال الى طريقة البائل الديناميكي باستعمال مقدر الفروق لطريقة العزوم المعممة one step difference

.GMM

## المبحث الأول: طريقة اجراء الدراسة

يوضح هذا المبحث الإطار النظري للطريقة القياسية المستخدمة في اجراء الدراسة التطبيقية حيث نستعرض فيه مفاهيم حول بيانات البانل، خصائصها ومختلف طرق تقديرها ونماذجها والاختبارات الإحصائية الخاصة بها.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول نماذج البانل

سنتطرق في هذا المطلب الى تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (البانل) وخصائصها وأنواعها إضافة الى أهميتها.

### الفرع الأول: طبيعة نماذج بيانات البانل

#### 1. مفهوم بيانات البانل

تعرف أيضا بالبيانات الطولية تتكون بيانات البانل من مشاهدات لعدد من الوحدات الاقتصادية الفردية خلال فترتين زمنيتين أو أكثر، عادة تسمى هذه الوحدات بالوحدات المقطعية وقد تكون على شكل دول، افراد، شركات، العائد على سهم معين أو غيرها. (Hashem, 2015, p. 633)

يمكن تعريفها أيضا على انها مجموعة من البيانات تجمع بين خصائص السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية حيث تبين السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة معينة أما البيانات المقطعية فتظهر سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية خلال فترة زمنية واحدة. (حطاب، 2020، صفحة 216)

#### 2. خصائص بيانات البانل

تتمتع بيانات البانل بمجموعة من الخصائص تجعلها متميزة عن تحليل السلاسل الزمنية لوحدها، سنعرض خصائصها في النقاط التالية:

✓ التحكم في التباين الفردي وهو الذي ينشأ بالضرورة في استخدام البيانات المقطعية او الزمنية مما يؤدي

الى نتائج متحيزة وهو ما تطرقت اليه دراسة (Baltagi & Badi, 'Baltagi and levin 1992

2005, p. 5)

✓ استخدام بيانات البانل يعزز الحصول على نتائج ذات كفاءة عالية وتقديرات عالية الثقة وتكون مشكلة

الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون اقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، إضافة الى هذا تتميز بيانات

البانل بدرجات حرية أكبر من بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية،

✓ تتميز بيانات البانل بالديناميكية عكس البيانات المقطعية حيث تكون ملائمة لدراسة الحالات الاقتصادية

عبر الزمن إضافة الى إمكانية الربط بين سلوكيات العينة من فترة زمنية الى أخرى،

✓ عادة ما ينشأ عن سلوك الوحدات او الافراد عبر الزمن اهمال بعض الخصائص وهذا ما يؤدي الى عدم

الدقة في النتائج، لذلك جاءت بيانات البانل لتعالج هذه المشكلة حيث تأخذ بعين الاعتبار تصرفات

وسلو كيات الافراد عبر الزمن، (كنيفاتي، 2020، صفحة 87)

✓ استخدام بيانات البانل يأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الذي يخص مفردات العينة لأنه في حالة اهمالها

تكون النتائج متحيزة. (siao, 2014, p. 10)

### 3. أنواع بيانات البانل

يمكن التمييز بين الحالات التالية:

✓ تكون بيانات البانل متوازنة (Balanced panel data) إذا كانت كل المفردات مشاهدة طيلة فترة

الدراسة، أما إذا اختلفت فترة الدراسة بين المفردات فهنا تسمى بيانات البانل غير متوازنة

(Unbalanced panel data)

✓ إذا كان لدينا عدد قليل من الأفراد وفترة الدراسة طويلة تسمى بيانات البانل في هذه الحالة بيانات البانل الطويلة (Long panel)، وتسمى بيانات البانل القصيرة (Short panel) في حالة عدد الافراد كبير بينما الفترات الزمنية قليلة. (Cameron & Trivedy, 2022, p. 560)

#### 4. نماذج البانل

كما أسلفنا الذكر فان نماذج البانل تقوم بدمج نماذج البيانات المقطعية مع نماذج بيانات السلاسل الزمنية ونتحصل على النموذج الخطي العام لبيانات البانل كما يلي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots 1(3)$$

حيث تمثل:

$Y_{it}$  المتغير التابع،  $X_{it}$ : مصفوفة المتغيرات المستقلة

$t = 1, 2, 3, \dots, T$  تعبر عن الفترات الزمنية،  $n = 1, 2, 3, \dots, N$  تعبر عن الوحدات المفردة

$\alpha$  و  $\beta$  الثوابت، تمثلان معاملات النموذج وتمثل  $\varepsilon_{it}$  الخطأ العشوائي للوحدة  $i$  في الزمن  $t$  أي يبرز بعض العوامل التي تؤثر في المتغير التابع ولم يتم ادراجها في النموذج. (مجاهد، 2016، صفحة 153)

ترتب البيانات في هذا النوع من النماذج غالبا وفق بعدين، يمثل البعد الأول الأثر الفردي والذي يعبر عن الشركات او الدول، ويرمز لها بالمؤشر  $i$  وهو يتغير من  $1, i_1, \dots, N$  والبعد الثاني هو البعد الزمني، المرتبط بالفترة التي يتم فيها مشاهدة الأفراد، وعليه في كل فترة  $t$  يتم ملاحظة  $N$  فرد، أي لدينا مقطع لحظي لـ  $N$  مشاهدة، و  $T$  مقطع و  $N^*T$  مشاهدة كلية. (Bourbannais, 2015, pp. 347-348)

#### المطلب الثاني: أنواع نماذج البانل

عند استخدام بيانات البانل سنكون امام نوعين من التحليل اما البانل الساكن او البانل الديناميكي سنتطرق

أولا الى البائل الساكن ثم الديناميكي في الفرع اللاحق.

### الفرع الأول: البائل ساكن

تحليل بيانات البائل الساكن يسمح لنا بالمفاضلة بين ثلاثة نماذج أساسية حسب طبيعة الأثر الفردي للوحدات بحيث إذا كان الأثر الفردي متماثل عبر جميع الوحدات المقطعية فإن نموذج البائل يعتبر في هذه الحالة نموذج كلاسيكي مدمج ويمكن تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وهنا يمكن الحصول على نموذج الانحدار التجميعي (Model Pooled Regression)، وفي حالة اختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات نتحصل على نموذجين أساسيين وهما نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)، ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model). (Trognon, 2003, p. 730)، وسيتم عرض هذه النماذج فيما يلي:

#### 1. نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البائل اذ يفترض تجانس المعلمات اي الثابت  $\alpha$  يكون نفسه في جميع المفردات ( $\alpha = \alpha_i$ ) في جميع الفترات أي فعمل تأثير الزمن، وتكتب رياضيا وفق الصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots 2(3)$$

يتم التقدير وفق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية التي تساعد على إعطاء تقديرات متناسقة وكفؤة للمعلمات.

(Hashem, 2015, p. 636)

#### 2. نموذج التأثيرات الثابتة

من اجل علاج مشكلة تحيز القيم المقدرة للمعلمات التي تظهر عند استخدام طريقة (OLS) خاصة عند وجود اختلافات بين افراد العينة يتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة الذي يأخذ بعين الاعتبار هذه الاختلافات والتي

تعتبر آثار غير ملاحظة في النموذج ومن أجل تقدير الثابت  $\alpha$  يتم استخدام متغيرات صورية بقدر (N-1) لتمثيل المقاطع و (T-1) لتمثيل الزمن حتى يظهر أثرها الفردي في النموذج والذي يصاغ في المعادلة التالية:

$$y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots 3(3)$$

بحيث يكون:

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

في أغلب الأحيان يرتبط نموذج الأثر الثابت بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الوهمية (Least square dummy variables) ومن ثم نكتب الصيغة الرياضية التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{D=2}^N \alpha_d D_d \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots 4(3)$$

و يمثل المقدار  $\sum_{D=2}^N \alpha_d D_d$  التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة الثابت  $\alpha$  كما تمثل المتغير الصوري (الوهمي) لكل وحدة. (بدر اوي، 2015، الصفحات 209-211)

### 3. نموذج التأثيرات العشوائية

في هذا النموذج تعامل الآثار الخاصة بكل وحدة مفردة على أنها معالم عشوائية وليست ثابتة لأنه يعتبر العينة المستخدمة في الدراسة مسحوبة عشوائياً، حيث يفترض هذا النموذج أنه لا يوجد ارتباط بين الآثار العشوائية ومتغيرات النموذج التفسيرية، أيضاً يفترض أن الآثار المتعلقة بكل وحدة مفردة هي عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة بوسط حسابي يساوي الصفر وتباين محدد نضيفها كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، يتم التعامل مع الثابت  $\alpha$  على أنه متغير عشوائي له مقدار  $\mu$  ومنه يكون لدينا:

$$\alpha_i = \mu + V_i ; i = 1, 2, 3 \dots N$$



ونكتب رياضيا النموذج كالتالي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + (V_i + \varepsilon_{it}) \dots 5(3)$$

حيث  $V_i$ : حد الخطأ لمجموعة البيانات الفردية  $i$  ولذلك يسمى نموذج التأثيرات العشوائية أيضا بنموذج مكونات

الخطأ لاحتوائه على مركبين للخطأ هما:  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$  بحيث:

$$Var_{V_i} = \sigma_V^2 ; E(V_i) = 0 ; Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

### الفرع الثاني: نماذج البائل الديناميكية

تقدم نماذج البائل الديناميكية الكثير من الايجابيات حيث تسمح بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل

في نفس الوقت، حيث تستند بشكل أساسي إلى نماذج الانحدار الذاتي، أي الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير

المتغيرة الداخلية وإدخالها في النموذج، ونكتب الصياغة التالية لهذا النموذج:

$$y_{it} = \gamma y_{i,t-1} + x'_{it} \beta + v_{i,t} \dots \dots \dots (6)$$

$$v_{i,t} = \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad i=1 \dots N \quad t=1 \dots N$$

حيث:

$\gamma$ : ثابت ويمثل معلمة المتغير الداخلي المبطئ زمنيا.

$\beta$ : تمثل متجه معلمات المتغيرات التفسيرية  $x_{it}$ . (Baum, 2006, p. 233)

إن تقدير المعلمات الخاصة بالنماذج الديناميكية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية يؤثر بشكل كبير على

الخصائص الإحصائية للمقدرات المستخدمة (التحيز وعدم التقارب) بالنسبة للمعلمات المقدر، وتعود هذه النتائج

بشكل أساسي إلى الارتباط بين المتغيرات الداخلية وبصفة خاصة بين المتغير المبطئ وحد الخطأ، ونتيجة لذلك

هناك طرق تقدير بديلة تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص وتستخدم للحصول على مقدرات متقاربة

للمعلمات ومن أجل تقدير هذا النوع من النماذج يتم استعمال ما يسمى بطريقة العزوم المعممة

(GMM Moments of Method Generalized) حيث أن هذه الطريقة تجمع ما بين طريقة المربعات

الصغرى شبة المعممة والطريقة التي تأخذ بالمتغيرات المساعدة. (Baum, 2006, p. 233)

المطلب الثالث: الاختبارات الإحصائية المستخدمة في المفاضلة بين النماذج

سنتطرق في هذا المطلب الى ثلاثة اختبارات مستعملة للمفاضلة بين نماذج تقدير البائل وهي اختبار فيشر المقيد،

اختبار هوسمان واختبار بروش باقان كما يأتي:

الفرع الأول: اختبار Hausman، Fisher، LM

### 1. اختبار Hausman

يتم استخدام هذا الاختبار (Hausman 1978) من اجل المفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات

العشوائية، حيث يساعدنا في اختيار التأثيرات الأكثر ملائمة لتقدير النموذج، تنص الفرضية العدمية ( $H_0$ ) على

عدم وجود ارتباط بين الأثر الفردي والمتغيرات المستقلة وتكون مقدرات التأثيرات العشوائية والثابتة متناسقة

ولكن التأثيرات العشوائية تكون أكثر كفاءة، وبالمقابل في حالة وجود الارتباط تركز الفرضية البديلة ( $H_1$ )

على أن التأثيرات الثابتة منسقة والأكثر كفاءة وبالتالي نختار نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarets, 2004, p.

634) ومنه يمكن كتابة ما يلي:

$H_0$ : نموذج الأثر العشوائي هو المناسب ومنه نستخدم طريقة OLS

$H_1$ : نموذج الأثر الثابت هو الأنسب ونستخدم طريقة GLS، وتكتب الصيغة الرياضية لهذا الاختبار كما يلي:

$$H = (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})' [Var(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})]^{-1} (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$$

بحيث  $(\beta_{OLS} - \beta_{GLS})$ : تعكس الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية،

$VAR(\beta_{OLS} - \beta_{GLS})$ : الفرق بين مصفوفة التباين لكل مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية،

$\beta_{OLS}$ : متجه التباين لمعلمت نموذج التأثيرات الثابتة،  $\beta_{GLS}$ : متجه التباين لمعلمت نموذج التأثيرات العشوائية،

في ظل الفرضية العدمية تتبع  $H$  توزيع كاي تربيع مع درجة حرية  $K-1$  أي عدد المتغيرات المستقلة ماعدا الحد الثابت، إذا تحصلنا على قيمة  $H_{cal}$  أي المحسوبة أكبر من الجدولية نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي نختار نموذج التأثيرات الثابتة. (Hausman, 1978)

## 2. اختبار فيشر المقيد

يستخدم هذا الاختبار من أجل اختيار النموذج الأنسب ما بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات

الثابتة بحيث تكون:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم

$H_1$ : نموذج الأثر العشوائي هو الملائم، يتم تطبيق الاختبار من خلال الصيغة التالية:

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2)/(N-1)}{(1-R_{FEM}^2)/(NT-N-K)} \dots\dots 6(3)$$

حيث:

$R_{FEM}^2$ : معامل التحديد لنموذج الأثر الثابت،

$R_{PRM}^2$ : معامل التحديد لنموذج الانحدار التجميعي، عندما تكون القيمة المحسوبة ( $F_{CAL}$ ) أكبر من القيمة

الجدولية نرفض الفرضية العدمية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  أي النموذج الملائم هو نموذج الأثر الثابت، وفي

حال ما إذا كانت القيمة المحسوبة ( $F_{CAL}$ ) أصغر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية البديلة  $H_1$  ونقبل الفرضية

العدمية  $H_0$  وبالتالي نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب (Green, 2012, p. 363)

### 3. اختبار مضاعف لاغرانج Breush-Pagan LM

نلجأ إلى هذا الاختبار عندما نريد المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الأثر العشوائي، حيث يصاغ

وفق المعادلة التالية:

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[ \frac{T^2 \bar{e}' \bar{e}}{e'e} - 1 \right]^2 \sim \chi^2(1)$$

حيث:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم

$H_1$ : نموذج الأثر العشوائي هو الملائم

ومنه بعد تطبيق الاختبار إذا تحصلنا على قيمة (LM) المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع نرفض الفرضية العدمية

$H_0$  ويكون نموذج الأثر العشوائي هو الأنسب، أما في الحالة الثانية إذا كانت قيمة (LM) أصغر من قيمة كاي

تربيع فنرفض الفرضية البديلة  $H_1$  وبالتالي نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب. (Park, 2011, p. 12)

#### الفرع الثاني: اختبار تجانس (Hsiao)

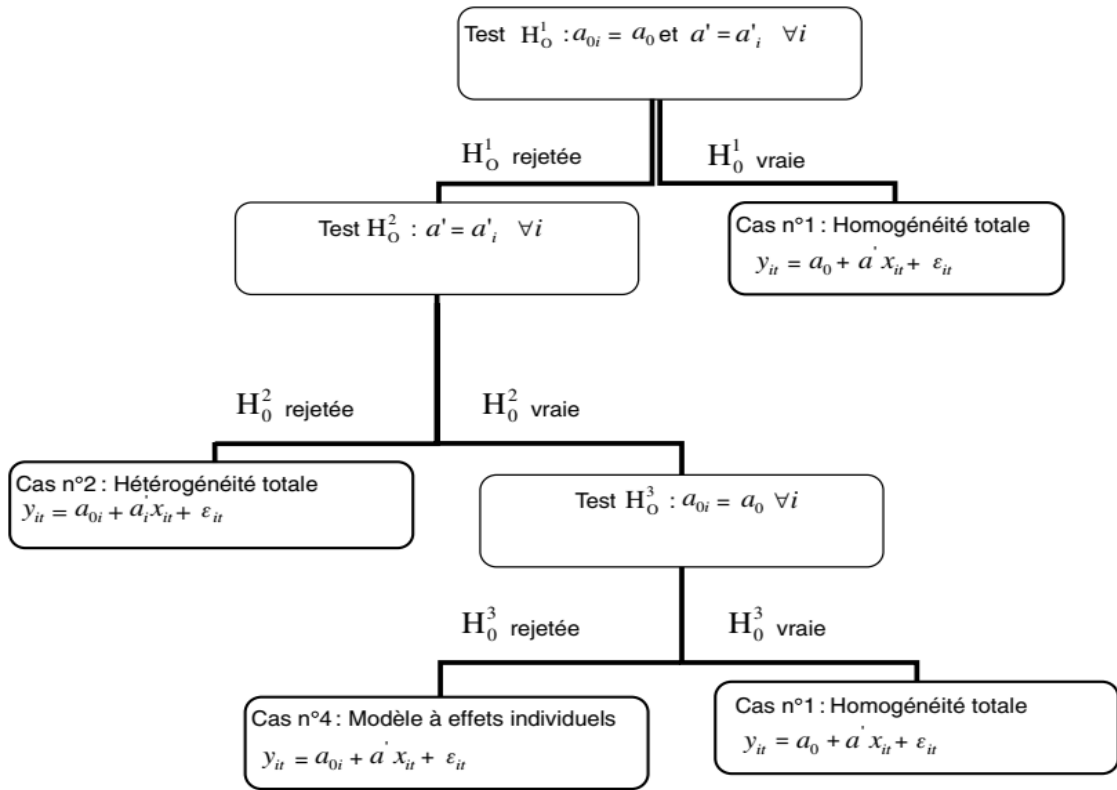
بعد اختيار النموذج الملائم للدراسة لابد من اجراء اختبارات التجانس أو عدم التجانس

(homogeneity & heterogeneity) التي تعتبر جد مهمة وضرورية في تحديد هيكل بيانات البانل لأنه

يساعد في معرفة جدوى النموذج المستعمل، حيث قدم لنا (Hsiao 1986) اختبارا لتحديد مدى تجانس

البيانات وهو ما سيلخصه الشكل الموالي:

الشكل رقم 1-03: مخطط اختبار التجانس hsiao



المصدر: (Bourbonnais, 2015, p. 349)

## 1. مراحل اجراء اختبار التجانس (Hsiao)

### 1. المرحلة الأولى: اختبار التجانس الكلي

نقوم باختبار فرضية بنية التجانس العام القائمة على تطابق الثوابت  $\alpha_i$  وتمثيل شعاع المعلمات  $\beta_i$

بحيث:

$$H_0^1: \alpha_i = \alpha, \beta_i = \beta$$

هذه الفرضية تستند الى إحصائية Fisher ويرمز لها بـ  $F_1$  المستعملة في اختبار التجانس الكلي للنموذج

ونكتبها بالصيغة التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{C1} - SCR) / [(N-1)(k+1)]}{SCR / [(N \times T - 1)(k+1)]} \dots\dots 8(3)$$

حيث  $SCR$ : تمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد وفق الفرضية  $H_0^1$  ويتم تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية درجة الحرية  $df$  تساوي عدد المشاهدات  $(N \times T)$  ناقص  $(k + 1)$  وهي عدد المعاملات المراد تقديرها.

$SCR_{C1}$ : يمثل مجموع مربعات بواقي النموذج الغير مقيد،

بعد حساب قيمة إحصائية فيشر  $F_1$  نقوم بمقارنتها مع قيمة فيشر الجدولية، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الجدولية نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي ننتقل الى المرحلة الثانية وهي اختبار تجانس المعلمات  $\beta_i$ ، أما في حالة القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية نقبل الفرضية العدمية والتي مفادها وجود تجانس كلي للنموذج العام. (Bourbannais, 2015, p. 350)

## 2. المرحلة الثانية: اختبار تجانس المعلمات $\beta_i$

في هذه المرحلة نعلم على إحصائية فيشر ( $F_2$ ) نقوم باختبار الفرضية التالية:

$H_0^2: \beta_i = \beta$  ،  $\forall i$  وتكتب الصياغة الرياضية لإحصائية فيشر كما يلي:

$$F_2 = \frac{(SCR_{C2} - SCR) / [(N-1)k]}{SCR / [(N \times T - N)(k+1)]} \dots\dots 9(3)$$

حيث:

$SCR$ : يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد في ظل الفرضية الثانية  $H_0^2$ ، ويتم تقدير نموذج التأثيرات الثابتة الفردية. تكون درجة الحرية  $(N \times T) - (K+N)$  حيث يتم تقدير  $k$  كمعاملات و  $N$  ثوابت.

$SCR_{C2}$ : يمثل مجموع مربعات بواقي النموذج الغير مقيد في ظل نموذج الأثر الفردي عند درجة حرية تساوي  $(N-1) \times k$

نقوم بإجراء المقارنة بين إحصائية فيشر المحسوبة والجدولية فإذا تم رفض الفرضية العدمية  $H_0^2$  التي تنص

على أن المعلمات  $\beta_i$  متجانسة ورفضها يعني رفض بنية نموذج البانل ومنتقل أعلى المرحلة الموالية وهي اختبار

الثوابت  $\alpha$  (Bourbonnais, 2015, pp. 350-351)

### 3. المرحلة الثالثة: اختبار تجانس الثوابت $\alpha_i$

في هذه المرحلة يتم حساب إحصائية فيشر من أجل التحقق من صحة الفرضية التالية:

$$H_0^3 : \alpha_i = \alpha \quad \forall_i \in [1; N]$$

يتم كتابة معادلة فيشر وفق الصيغة التالية مع درجة حرية  $(N - 1)$  و  $N(T - 1) - K$ :

$$F_3 = \frac{(SCR_{C2} - SCR_{C1}) / (N - 1)}{SCR_{C2} / [N \times (T - 1) - k]} \dots\dots 10(3)$$

حيث:

$SCR_{C1}$ : مجموع مربعات البواقي لنموذج الأثر مع افتراض  $\beta_i = \beta$

$SCR_{C2}$ : مجموع مربعات البواقي للنموذج المقيد

إذا تم رفض فرضية العدم لتجانس الثوابت  $\alpha_i$  نحصل على نموذج البانل مع التأثيرات الفردية. (Hurlin, p.

16)

### الفرع الثالث: اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك لبيانات البانل

قبل تقدير النموذج في أي دراسة قياسية لابد أولاً أن نقوم باختبار الاستقرارية واختبارات التكامل المشترك

والتي سنشرحها فيما يلي:

### 1. اختبارات جذر الوحدة Unit root test

من أجل تحديد طبيعة النموذج المستخدم لقياس العلاقة بين المتغيرات نستخدم اختبارات جذر الوحدة أو

كما تسمى اختبارات الاستقرارية والمصنفة إلى جيلين من الاختبارات، الجيل الأول يركز على فرضية استقلالية

الأفراد (cross-sectional independency) أي وجود معلومات خاصة بكل فرد  $n$  في الفترة  $t$ ، ومن بين

هذه الاختبارات نجد اختبار (Hadri 2000) ; (Levin & all 2002) ; (Levin & Lin 2003) في حين اختبارات الجيل الثاني تفترض عدم استقلالية الأفراد حيث يكون هناك ارتباط بين أفراد العينة مما يؤثر في دقة اختبارات الجيل الأول، ومن بين هذه الاختبارات نجد اختبار (Pesaran (Bai & Ng 2001, 2004) ; (Chang 2002, 2004) ; (Hurlin & Mignon , 2007, p. 2). 2003) وسنعرض من خلال الجدول التالي الاختبارات الخاصة بكلا الجيلين:

الجدول رقم 1-03: اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل

اختبارات الجيل الأول: استقلالية المفردات	
اختبارات عدم الاستقرار <b>Non stationarity tests</b>	اختبار Levin & Lin 1992 ; 1993
	اختبار Levin , Lin & Chu 2002
	اختبار Harris & Tzavalis 1999
	اختبار Im, Pesaran & Shin 1997
	اختبار Maddala and Wu 1999
	اختبار Choi 1999, 2001
اختبارات الاستقرار <b>Stationarity tests</b>	اختبار Hadri 2000
اختبارات الجيل الثاني: ارتباط المفردات	
اختبارات مبنية على عوامل هيكلية <b>Factor structure</b>	اختبار Bai & Ng 2001, 2004
	اختبار Moon and Perron 2004
	اختبار Phillips and Sul 2003
	اختبار Pesaran 2003
	اختبار Choi 2002
طرق أخرى	اختبار O'connell
	اختبار Chang 2002, 2004



المصدر: (Hurlin & Mignon , Second generation panel unit root tests, 2007, p. 3)

## 2. اختبارات التكامل المشترك :Cointegration test

بعد التأكد من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات وأنها متكاملة من نفس الدرجة يتم اختبار وجود علاقة توازنية بين السلاسل الزمنية في المدى الطويل عن طريق اختبارات التكامل المشترك، وتعرف علاقة التكامل المتزامن من قبل

Pedroni و kao باختبار فرضية جدر الوحدة لبواقي التكامل المشترك.

### أ. اختبار Pedroni:

قدم Pedroni مجموعة من الاختبارات للتحقق من فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك  $(r_i = 1)$  مع وجود فرضيتين بديلتين وهما فرضية التجانس الكلي  $(r_i = r) < 1 \forall i$  وتعرف باختبارات البعد الداخلي وتضم أربعة اختبارات، وفرضية عدم التجانس  $(r_i < 1) \forall i$  وتسمى باختبارات البعد البيئي وتضم ثلاث اختبارات. يتم تطبيق هذا الاختبار في حالة كانت كل جل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى ومنه نتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. (رتيبة، 2014، الصفحات 265-266) من خلال تقدير العلاقة التالية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \beta_i X_{j(it)} \delta_{it} + \varepsilon_{it}$$

تفترض هذه المعادلة وجود تكامل من الدرجة الأولى بين المتغيرات  $I(1)$  و  $\beta_{0(i)}$  و  $\delta_{it}$  تمثل الاثار الفردية والزمنية تواليا. (Pedroni, 2002)

## ب. اختبار Kao:

يرتكز هذا الاختبار على اختبارات جذر الوحدة لديكي فولر وبيديكي فولر المطور (ADF) ويعتبر من أهم اختبارات التكامل المشترك تم تقديمه سنة 1999 من قبل Kao حيث اعتبر Kao أن اختبار (ADF) لا يأخذ بالحسبان عدم التجانس الفردي الموجود في ظل الفرضية البديلة كما ان الاحصائية تخضع الى التوزيع الطبيعي المختصر المركز، ولدراسة فرضيات هذا الاختبار اعتمد على خمسة اختبارات إحصائية. (Kao, 1999)

### المطلب الرابع: طرق تقدير البائل الديناميكي

#### الفرع الأول: طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS):

اقترح Pedroni استخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS) على مبدأ تصحيح العلامات من خلال التكامل المشترك لبيانات البائل، بغرض التخلص من التحيز من الدرجة الثانية عن طريق الحصول على متوسط غير متحيز ومقارب للتوزيع الطبيعي. (Pedroni, 1999)

#### الفرع الثاني: طريقة المربعات الصغرى العادية الديناميكية (DOLS):

اقترح Mark & Sul طريقة أخرى لتقدير علاقة التكامل المشترك تتمثل في طريقة المربعات الصغرى العادية الديناميكية (DOLS) والتي تستند على تصحيح الارتباط بين  $\varepsilon_{it}$  و  $\nu_{i,t}$  بإدخال درجات التقدم والتباطؤ الزمني  $\Delta x_{it}$  كمتغيرات مفسرة إضافية في معادلة أنحدار التكامل المشترك (Mark & Sul, 2003)

#### الفرع الثالث: طريقة العزوم المعممة (GMM)

تم استخدام طريقة العزوم المعممة من قبل (Arellano & Bover, 1995) وتم تطويرها من قبل (Blundell و Bond, 1998) وتعتبر هذه الطريقة من نماذج البائل الديناميكية المستخدمة بكثرة لما لها من عدة مزايا، حيث تعالج المشاكل القياسية مثل عدم تجانس سلوكيات مفردات العينة و مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض

المتغيرات المستقلة، إضافة الى حل مشكلة احتمال أن تكون هذه المتغيرات متغيرات داخلية Endogeneity وتجنب آثار جذر الوحدة في كل من اختيار المتغيرات المساعدة، واستخدام متغيرات تابعة مبطنة (Arellano & Bover, 1995) وتفترض هذه الطريقة بأن المتغيرات المفسرة تعد متغيرات خارجية و بشكل عام يمكن أن تكون كل المتغيرات التفسيرية مرتبطة مع التأثيرات الخاصة الفردية، حيث إذا كانت بعض الأدوات غير مرتبطة مع التأثيرات الفردية فان المتغيرات التفسيرية الأصلية تحتوي على معلومات وتعطي مقدرات أكثر فعالية. في هذا السياق يقترح Arellano و Bover دمج الأدوات الأولى والثانية باستخدام الأدوات عند المستوى والأدوات الأخرى، ونتيجة لذلك، تكون كل المتغيرات الخارجية أدوات صحيحة. (جبوري، 2013، صفحة 341)

فتم التقدير وفق هذا النموذج عبر إدراج المتغير التابع كمتغير تفسيري بعد تباطؤه وتكون صيغة النموذج كما يلي: (Arellano & Bover, 1995, p. 39)

$$y_{it} - y_{it-1} = \alpha_i + \beta_0 y_{it-1} + \beta'_i X_{it} + \gamma Z_{it} + \varepsilon_{it} \dots 11(3)$$

عند إجراء الفروق الأولى للمعادلة تصبح على الشكل الموالي:

$$\begin{aligned} & (y_{it} - y_{it-1}) - (y_{it-1} - y_{it-2}) \\ & = \alpha + \beta_0 (y_{it-1} - y_{it-2}) + \beta'_i (X_{it} - X_{it-1}) + \gamma (Z_{it} - Z_{it-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}) \end{aligned}$$

يترتب على هذه المعادلة إلغاء الآثار الفردية للدول في النموذج محل الدراسة ( $\alpha_i$ ) لكن يصبح هناك تحيز جديد في التقدير يرتبط بالحد العشوائي ( $\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$ ) (مباركي، 2015، صفحة 170)

وتصبح شروط العزوم على الشكل التالي:

$$\begin{aligned} E[y_{it-s}(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})] &= 0, \quad s \geq 2, \quad t = 3, \dots, T \\ E[X_{it-s}(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})] &= 0, \quad s \geq 2, \quad t = 3, \dots, T \end{aligned}$$

في المرحلة الأولى تكون الأخطاء العشوائية مستقلة ومتجانسة عبر المفردات (المؤسسات) والزمن، وفي المرحلة الثانية نقوم باستخدام البواقي المتحصل عليها في المرحلة الأولى لتكوين مصفوفة المتغيرات، التباين والتغاير مع إهمال فرضيات المرحلة الأولى (الاستقلالية وتجانس الأخطاء) ومنح نتحصل على المقدر الذي يعرف بنموذج العزو المعممة ذي الفروق (GMM-dif)، ويعاني هذا التقدير من بعض المشاكل أهمها إلغاء الفروق للتأثيرات الخاصة بالمفردات كما أن هذه العملية من شأنها أن تزيد في التحيز.

من بين الحلول المقترحة التي توصل إليها (Blundell and bond,1998) لتجاوز هذه المشاكل وهو تقدير مجموعة من معادلات البنائل تدمج بين المعادلات ذات الفروق والمعادلات العادية وهو ما يتيح لنا إمكانية التقدير بكفاءة أكبر وتزيد من التقارب بين المعلمات المقدرة، وتسمى هذه الطريقة بنظام طريقة العزوم المعممة (GMM-sys). (مباركي، 2015، صفحة 170)

### المبحث الثاني: نظرة حول السوق المالي الإسلامي الماليزي

سنتطرق من خلال هذا المبحث الى السوق المالي الإسلامي بماليزيا من حيث المفهوم، تطوره والهيئات الشرعية التي تضبط نشاط السوق من خلال الرقابة على مختلف عملياته.

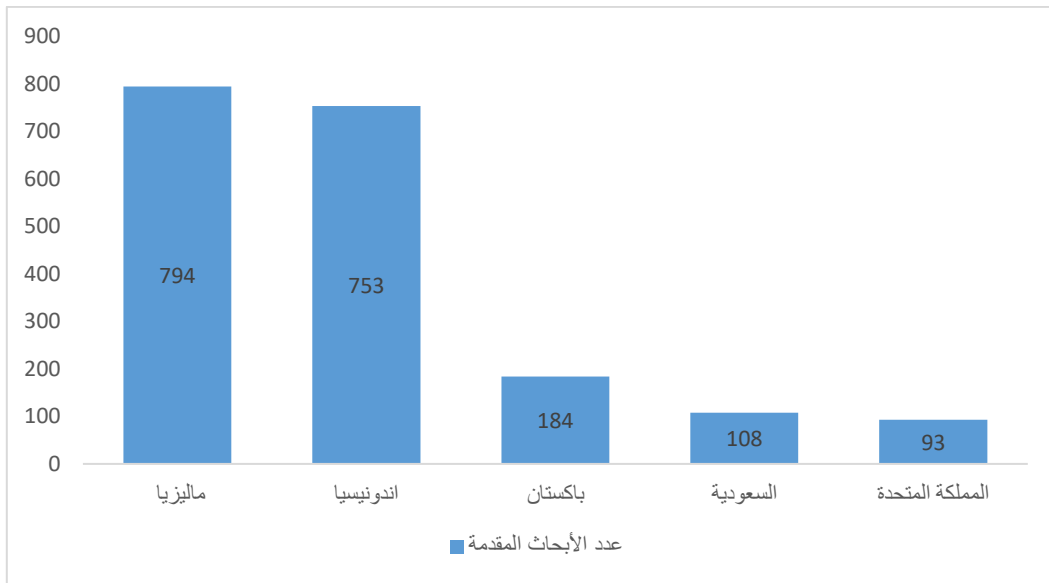
### المطلب الأول: السوق المالي الإسلامي الماليزي

#### الفرع الأول: مجتمع الدراسة

يعرف مجتمع الدراسة بأنه "مجموعة الافراد أو المنشآت أو الاحداث أو المشاهدات أو الظواهر التي تشكل موضوع للدراسة أو البحث" (بن عوالي، 2022، صفحة 137) يتمثل مجتمع البحث في دراستنا في الشركات الناشطة في السوق المالي الماليزي والموزعة على قطاعات عديدة.

كما تجدر الإشارة الى أن اختيار هذا المجتمع لم يكن عشوائيا بل تم اختياره بسبب المكانة المرموقة التي تمتلكها دولة ماليزيا في مجال التمويل الإسلامي وضخامة السوق المالي الإسلامي حيث يعتبر من بين الأقوى في العالم، كما أنها تدعم وتشجع البحث العلمي في هذا المجال كما يظهره التقرير الصادر عن (Thomson reuters) لسنة 2020 حول حجم الأوراق البحثية في مجال التمويل الإسلامي:

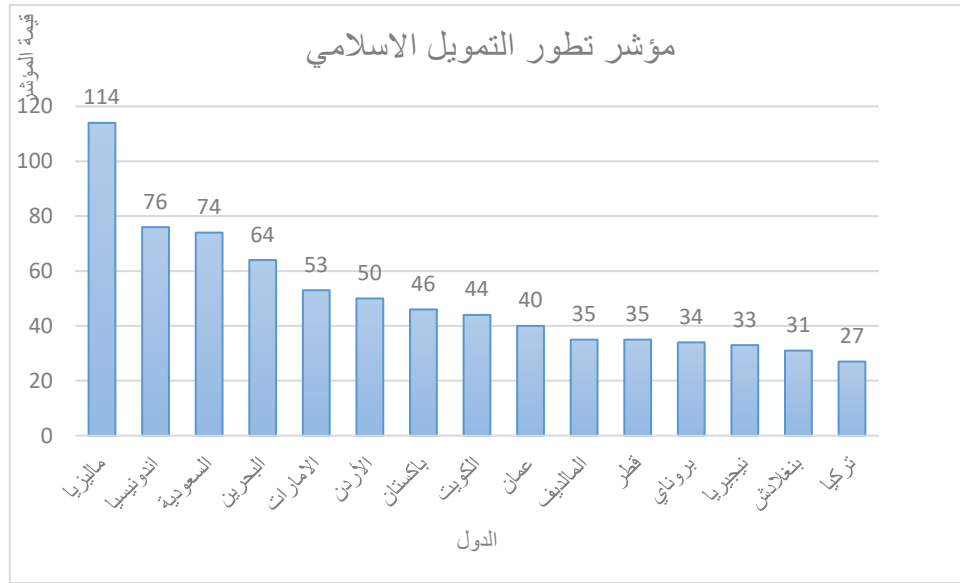
الشكل رقم 2-03: الدول الأكثر اهتماما بالبحث في مجال التمويل الإسلامي سنة 2020



المصدر: من اعداد الباحث استنادا الى تقارير (Thomson reuters , 2021, p. 67)

إضافة الى تحقيقها لأعلى مستوى من حيث تطور التمويل الإسلامي وهذا ما اظهره تقرير (Thomson reuters) من خلال المؤشر العام لتطور التمويل الإسلامي لسنة 2021 والذي كان كما يلي:

الشكل رقم 3-03: مؤشر تطور التمويل الإسلامي لسنة 2021



المصدر: من اعداد الباحث استنادا الى تقارير (Thomson reuters , 2021, p. 13)

وهذا ما يدفعنا الى الاطلاع على السوق المالي الإسلامي بماليزيا للتعرف أكثر عليه وعلى نشأته ومختلف هيئاته عن كذب وهو ما سنعرضه في هذا المطلب الموالي.

#### أولاً: مفهوم السوق المالي الإسلامي

السوق المالي الإسلامي لا يختلف في مفهومه العام عن السوق المالي التقليدي لكنه يكون ضمن اطر وقواعد الشريعة الإسلامية، وفي هذا السياق نذكر تعريفاً لأحمد السعيد الذي عرف السوق المالية الإسلامية بأنها: "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة اذ تهدف الى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية". (بوزمارن و ناصر، 2017، صفحة 42) كما قدمت هيئة الأوراق المالية الماليزية السوق المالي الإسلامي بأنه: "سوق تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط وطويل الأجل المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة

المحرمة شرعا كالتعامل بالربا المقامرة وبيع الغرر وغيرها اذن هو سوق لتجميع الموارد المالية واستثمارها في تمويل الأنشطة الاقتصادية الحقيقية وفق ما تبيحه الشريعة الإسلامية". (بدروني و قريش، 2015، صفحة 194)

مما سبق يمكن القول بأن السوق المالي الإسلامي هو ذلك السوق الذي يلي الاحتياجات التمويلية بالنسبة لأصحاب العجز (مؤسسات وغيرها) من جهة ومن جهة أخرى يلي الحاجات الاستثمارية لأصحاب الفائض، ويطرح هذا السوق أدوات مالية للتداول متوافقة مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، تمارس الرقابة الشرعية من قبل هيئات مختصة ويشرف عليها علماء في الفقه الإسلامي والتمويل، اذن هذا التمويل موجه بالدرجة الاولى الى المتعاملين المسلمين وبدرجة اقل الى أي متعامل كان.

#### الفرع الثاني: تطور السوق المالي الإسلامي الماليزي

تعتبر هيئة صندوق الحج اللبنة الأساسية للتوجه نحو فكرة الاستثمار الإسلامي والتي انطلقت في شهر نوفمبر 1962،

من أجل إدارة أموال الحجاج وفق ما تقتضيه أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكانت البداية الفعلية والتي أبانت عن نية الحكومة الماليزية في التوجه نحو تفعيل التمويل الإسلامي في السابع من شهر أبريل سنة 1983 عند اصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وطرح مجموعة من الخدمات المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية، ليتم بعدها تأسيس أول مصرف إسلامي ماليزي ويليه انشاء شركة التامين التكافلي الإسلامي سنة 1984.

(زرار، 2018، صفحة 38)، أما الانطلاقة الفعلية لأنشطة السوق المالي الإسلامي الماليزي فكانت سنة 1990 عند قيام شركة (Shell MDS SDN BHD) بإصدار اول صكوك إسلامية، ونظرا لعزم الحكومة على التوجه نحو التمويل الإسلامي تم تأسيس اول شركة سمسة إسلامية لتجارة الأسهم من طرف (BIMB securities SDN BHD) وتأسيس وحدة متخصصة في تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية، توالى بعد ذلك عديد الإصدارات للسندات الإسلامية وهو ما أدى الى انتشارها على نطاق أوسع ونمو حجم التعاملات. ولعل أهم

وأبرز خطوة قامت بها هيئة الأوراق المالية الماليزية هي قيامها بإنشاء المجلس الاستشاري الشرعي (Sharia advisory council) سنة 1996 وهو أبرز هيئة من حيث المساهمة في تطوير السوق المالي الإسلامي وتلاها إطلاق مؤشرين إسلاميين يضمنان كافة الشركات المتوافقة مع الشريعة والمدرجة في السوق المالي الماليزي وهذا في نهاية القرن الماضي بهدف مراقبة تحركات أسعار الأسهم المتوافقة مع الشريعة (براني و بركات ، 2015، صفحة 352)، المؤشر الأول حمل اسم البنك المصدر له رشيد حسين المحدودة مؤشر داوجونز سنة 1996 يقيس تقلبات الأسعار الخاصة بالأسهم الشرعية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة كما تم اخضاع هذا المؤشر لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي منذ سنة 2005. المؤشر الثاني هو مؤشر كولاالمبور الإسلامي الذي كان استجابة للطلب المتزايد من طرف المستثمرين واقبالهم على الاستثمار في السندات الشرعية (بوعبد الله، 2015، صفحة 21) كل هذه الإجراءات قامت الحكومة الماليزية باتخاذها من اجل الاستفادة من مزايا السوق المالي الإسلامي ودوره الكبير في جلب المدخرات من قبل شريحة كبيرة في المجتمع الا وهي المجتمعات المسلمة ومن هنا تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا والتي سيتم ذكرها في هذا الفرع الموالي.

### الفرع الثالث: أهمية السوق المالي الإسلامي

يوفر السوق المالي العديد من المزايا للاقتصاد القومي ولذلك تتجلى أهميته على عدة أوجه يمكن ذكرها كما يلي:

➤ توفير فرص الاستثمار والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: اذ يعتبر السوق المالي الإسلامي ملاذا

آمنا للمستثمرين المسلمين لما يوفره من ضمانات في توظيف أموالهم بطرق شرعية ويشرف على التحقق من

شرعية الانشطة المجلس الاستشاري الشرعي والذي يعتبر هيئة تضم علماء في الفقه الإسلامي وخبراء في

المالية مما يعطيه مصداقية وقبول من طرف المستثمرين وهذا ما يحفزهم أكثر للاستثمار من جهة، ومن جهة

أخرى يلبى احتياجات الشركات من الأموال من خلال الأسهم والصكوك العادية وتداولها بطرق قانونية

ومقبولة شرعا.



**تنشيط الاقتصاد وتنميته:** يلعب السوق المالي الإسلامي دورا حيويا في تنمية الاقتصاد الماليزي من خلال توفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع سواء حكومية او خاصة عن طريق تعبئة المدخرات من أصحاب الفائض ومنحها لأصحاب العجز من شركات وحكومة من اجل توظيفها في مشاريع جديدة أو تطوير مشاريع قائمة وكل هذا يكون في إطار ما تسمح به وتبيحه الشريعة الإسلامية وهذا ما جعل ماليزيا قطبا كبيرا في التمويل الإسلامي يسعى كل مستثمر مسلم الى توظيف أمواله في هذا السوق وهذا ما ساهم بشكل كبير في رفع الناتج المحلي الإجمالي. (بدروني و قريش، أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية \_دراسة قياسية\_، 2015، صفحة 195)

**الرقابة على العمليات في السوق:** يتولى البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية الماليزية من خلال المجلس الاستشاري الشرعي مهمة الاشراف والرقابة القانونية والشرعية على عمليات السوق المالي الإسلامي من خلال التدقيق في الصكوك والأسهم المتداولة ومراقبة مدى مطابقتها لمقتضيات الشريعة الإسلامية ويتم اصدار تقرير كل سداسي يضم كافة الشركات المتوافقة مع الشريعة وهذا ما يسهل للمستثمر عملية اتخاذ القرار في توظيف أمواله. (زرار، 2018، صفحة 40)

**العمل على تحقيق الاستقرار المالي:** اذ يساهم هذا السوق في ابتكار منتجات مالية جديدة تعمل على تنويع الاستثمار وبالتالي تقليل المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر اثناء تشكيل محفظته، كما ان هذه الأموال المحصلة يتم استثمارها في مشاريع حقيقية، هذا ما يجعل من السوق المالي الإسلامي أكثر صلابة في مواجهة الازمات المالية وبالتالي أكثر استقرارا. (براني و بركات ، 2015، صفحة 355)

#### الفرع الرابع: الأدوات المتداولة في السوق المالي الإسلامي

يطرح السوق المالي الإسلامي امام المتعاملين مجموعة من البدائل التمويلية تمكنهم من اختيار استثماراتهم بكفاءة عالية وتمثل هذه البدائل في الأدوات التالية:

أولاً: أدوات الملكية: تتشكل من العناصر التالية:

- **الأسهم العادية:** هي الأسهم المدرجة في القائمة الرئيسية للسوق المالي الماليزي وهي موضوعة تحت المراقبة الشرعية للمجلس الاستشاري الشرعي الذي يقوم خلال كل سداسي بوضع تقرير ينشر في موقع البورصة وهيئة الأوراق المالية يتضمن كافة الأسهم الشرعية، حيث عند اخلال السهم بأحد الشروط يتم اقصاءه من التصنيف ويتم إضافة السهم الذي يحترم الشروط المستنبطة من احكام الشريعة الإسلامية. (مفتاح و سلطان، 2013، صفحة 283)

- **صناديق الاستثمار الإسلامية:** هي صناديق تتيح الفرصة امام صغار المستثمرين وحتى الأشخاص العاديين لتوظيف مدخراهم على شكل وحدات استثمارية يتم تقديمها الى جهات ذات كفاءة وخبرة من اجل توظيفها وفق صيغ التمويل الإسلامي المتعارف عليها وفي شركات متوافقة مع الشريعة بعيدا عن الربا والغرر والتدليس. (زرار، 2018، صفحة 42)

ثانياً: الصكوك الإسلامية:

هي عبارة عن أوراق مالية تمثل قيمة معينة في أصل ما (انظر الفصل الأول) وتكون متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية، يمكن التمييز بين صنفين منها وهي:

- **صكوك حكومية:** قامت الحكومة الماليزية سنة 1983 بإصدار شهادات دون فائدة وتدعى شهادات الاستثمار الحكومي لها نفس مبادئ القرض الحسن وهذا لدعم العمل المصرفي الإسلامي من جهة ومن جهة أخرى تمويل المشاريع التنموية والعائد في هذه الصكوك لا يحدد مسبقاً، كما قامت الحكومة الماليزية بطرح شهادات استثمارية حكومية مستندة الى الربح وفقاً الى البيع بالثمن الاجل والتي لعبت دوراً كبيراً في تطوير الصكوك المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية وتنشيط السوق المالي الإسلامي.

- صكوك الشركات (خاصة): تمثل احدى صيغ التمويل الإسلامي المتوسطة وطويلة الاجل تم إصدارها من طرف الشركات الماليزية لأول مرة سنة 1990 وتكون على شكل صكوك مضاربة، صكوك مراجعة... الخ (زرار، 2018، صفحة 45)

### المطلب الثاني: الرقابة الشرعية في السوق المالي الإسلامي بماليزيا

#### الفرع الأول: مفهوم الرقابة الشرعية

وهي التحقق من مدى توافق أعمال المؤسسات المدرجة بالسوق المالي الإسلامي الماليزي لأحكام الشريعة الإسلامية التي يتم إصدارها من اجل ضبط عمليات السوق المالي الإسلامي، إضافة الى العمل على إيجاد حلول وبدائل شرعية لتعويض الأدوات التقليدية. وفي ماليزيا لجأت الحكومة الى هيئة الأوراق المالية التي تعنى بمراقبة كل أنشطة السوق المالي بصفة عامة، وتم تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي المنوط بمراقبة أعمال السوق المالي الإسلامي.

#### الفرع الثاني: هيئات الرقابة الشرعية للسوق المالي الإسلامي

تتولى مهمة الاشراف على سوق راس المال بماليزيا هيئة الأوراق المالية عموما وقامت هذه الهيئة باستحداث اقسام ولجان مكلفة بمراقبة أنشطة السوق المالي الإسلامي وهي: قسم سوق راس المال الإسلامي والمجلس الاستشاري الشرعي. (نصبة، 2013)

#### 1. قسم سوق راس المال الإسلامي:

يمثل الجانب الإداري لهيئة الأوراق المالية عند اجرائها للدراسات المتعلقة بعمل السوق المالي الإسلامي ويضم إطار ذات كفاءة وخبرة كبيرة في مجال التمويل الإسلامي والاقتصاد ويسعى هذا القسم الى الاهتمام بالبحث العلمي فيما يتعلق بمختلف إصدارات الأوراق المالية والابتكارات المالية والتي تهدف الى تعزيز السوق المالي الإسلامي، إضافة الى اصدار القوانين المتعلقة بتنظيم السوق المالي الإسلامي والحرص على تطبيقها تطبيقا تاما من

خلال معاقبة المخالفين، بعدها يقوم هذا القسم برفع تقاريره الى المجلس الاستشاري الشرعي من أجل مساعدته في كتابة التقارير الخاصة بالشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا كله يكون في خدمة المستثمرين المسلمين وحرصا من المجلس على عدم خلط أموالهم بالمال الحرام ولهذا تتم هذه العمليات بصرامة عالية ورقابة شديدة. (نصبة، 2013، صفحة 271)

## 2. المجلس الاستشاري الشرعي (The shariah advisory council securities comission :Malaysia)

يتبع هذا المجلس الى بنك نيقارار الماليزي (البنك المركزي) تم تأسيسه سنة 1997 كأعلى سلطة شرعية في مجال التمويل الإسلامي. بماليزيا وتم منحه مسؤولية التدقيق والتحقق من كافة التعاملات المالية ومدى موافقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية، إضافة الى أنه أوكلت اليه مسؤولية التحقق من أدوات التمويل الإسلامي التي تعرضها المصارف الإسلامية وخدمات التكافل والتأمين والموافقة عليها. كما يقدم المجلس الاستشاري الشرعي النصيحة والتوجيه لبنك نيقارار حينما يتعلق الامر بإصدار الأوراق المالية وكافة أنواع المعاملات المالية الأخرى. وبحلول سنة 2009 تم تعزيز دور المجلس بشكل أكبر حيث أصبح الهيئة الرسمية الوحيدة المسؤولة عن القضايا الشرعية المتعلقة بالخدمات المصرفية والتأمين والتمويل الإسلامي. يتكون المجلس من أهم علماء الشريعة، رجال القانون والعاملون في السوق المالي، حيث يتمتع هؤلاء بمعارف واسعة وخبرات كبيرة في مجال الصيرفة الإسلامية، والاقتصاد، القانون وبالخصوص في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلامي. (Bank Negara, 2022)

## 3. منهجية التصفية الشرعية المعتمدة من قبل المجلس: sharia screening methodology

يتبنى المجلس المنهجين الكمي والكيفي في تحديد قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة من خلال معيارين اثنين

هما معيار النشاط والمعيار المالي، ويتم اعتبار الشركة متوافقة مع الشريعة في حالة احترامها لما ينص عليه هذين المعيارين وهذا بعد فحص مختلف البيانات المتعلقة بها من تقارير المدققين والقوائم المالية وقد يتطلب الأمر استفسارات كتابية وغيرها من أجل إصدار احكام دقيقة، وستتعرف على هذه المعايير فيما يلي:

### أ. معيار النشاط الاقتصادي (business activities benchmark):

في هذا المعيار يتم حساب مساهمة الأنشطة الغير متوافقة مع الشريعة في الدخل الكلي أو في الربح قبل الضريبة للشركة المراد فحصها وبعدها يتم مقارنته مع معايير النشاط التي سيتم ذكرها فيما يلي:

✓ معيار 5%: حسب هذا المعيار يجب أن تقل مساهمة الأنشطة الغير متوافقة مع الشريعة في الدخل أو الدخل قبل الضرائب عن نسبة 5% ويتم تطبيق هذا المعيار في الأنشطة التالية:

البنوك التقليدية والقروض،

التأمين التقليدي،

القمار،

الخمر والأنشطة المرتبطة بها،

لحم الخنزير وكل ما له علاقة به،

المأكولات والمشروبات المحرمة بكل أنواعها،

أنشطة الترفيه الغير متوافقة مع الشريعة،

التبغ والأنشطة المرتبطة به،

الفوائد المالية المتأتية من حسابات بنكية تقليدية أو سندات غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية،

توزيعات الأرباح المحققة من الاستثمارات الغير متوافقة مع الشريعة،

بعض الأنشطة الأخرى التي تعتبر غير متوافقة مع الشريعة.

✓ معيار 20%: حسب هذا المعيار يجب أن تقل مساهمة الأنشطة الغير متوافقة مع الشريعة في الدخل

الكلي أو الدخل قبل الضرائب عن نسبة 20 % ويتم تطبيق هذا المعيار في الأنشطة التالية:

- تداول الأسهم،
- تجارة الأوراق المالية،
- الدخل المحصل من عمليات الاجارة المرتبطة بأنشطة غير متوافقة مع الشريعة،
- أنشطة أخرى غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية.

ب. معيار النسب المالية: يتم اعتماد المؤشرات التالية:

✓ نسبة النقدية الى اجمالي الأصول: في حساب النقدية يتم الاخذ بالسيولة الموضوعه في حسابات وأدوات

مالية غير متوافقة مع الشريعة،

✓ نسبة الديون الى اجمالي الأصول: الديون تشمل فقط على الديون التي تنتج عنها فوائد ربوية ويتم

استثناء التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية عند حساب هذه النسبة.

تهدف كل نسبة الى حساب قيمة الربا او الأنشطة الربوية في القوائم المالية للشركات، ويجب أن تقل كلا النسبتين

33 %

إضافة الى هذه النسب الكمية يعتمد المجلس الاستشاري الشرعي على البعد الكيفي من خلال راي الجمهور

وسمعة الشركة في المجتمع ونظرتهم لها وفقا لتعاليم الإسلام. (securities comission malaysia,

2022)، هذا بالإضافة الى الهيئات والمنظمات الدولية التي تعتبر كصمام امان لضبط كل العمليات وإصدار

الاحكام فهي بمثابة المرجع الذي تعود اليه كل المؤسسات من اجل التحقق من نشاطها وفي هذا الصدد نجد:

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)

السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)

مركز إدارة السيولة (LMC)

المنظمة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية (ILIMC)

المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (GCIBAFI)

الوكالة الدولية الإسلامية للتنقيط (IIRA) (شرون ، 2016 ، صفحة 45)

### المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

من اجل دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة قمنا باختيار المتغيرات الملائمة لإجراء هذه الدراسة وبعد الاطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة التي لها علاقة مباشرة بموضوعنا تمكنا من اختيار بعض المؤشرات التي سنستخدمها من اجل التعبير عن المتغيرات والتي كانت كما يلي:

#### المطلب الأول: أدوات الدراسة

سنعرض من خلال هذا المطلب عينة الدراسة والمتغيرات التي سنعتمد عليها في دراستنا لهذا الموضوع، ومن ثم نذكر النموذج الرياضي الذي سيتم تقديره واختباره.

#### الفرع الأول: عينة الدراسة

العينة هي: "جزء من المجتمع الاحصائي الذي يتم اختياره وفق أساليب المعاينة الإحصائية ويشترط أن تكون ممثلة للمجتمع المراد دراسته" (بن عوالي، 2022، صفحة 137)، تعتمد هذه الدراسة على عينة مكونة من الشركات الماليزية المتوافقة مع الشريعة (Sharia compliant firms) والتي تتناسب مع طبيعة الموضوع المراد بحثه، حيث تضمنت الدراسة الشركات المدرجة بالسوق المالي الإسلامي خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 الى 2021، يتم تصنيف هذه الشركات من قبل هيئة شرعية مختصة الا وهي المجلس الاستشاري

الشرعي (The shariah advisory council securities comission Malaysia) الذي يصدر تقارير دورية (شهر نوفمبر من كل سنة) يتم نشرها في الموقع الرسمي للسوق المالي الإسلامي الماليزي، والتي ساعدتنا في حصر وتصفية الشركات اذ أن بعض هذه الشركات قد تكون متوافقة مع الشريعة في السنة الحالية ولكن بسبب قيامها ببعض التجاوزات يتم الغائها في السنة الموالية.

وبعد اجراء عديد التصنيفات التي يأتي ذكرها بالتفصيل فيما بعد تحصلنا على البيانات الموضحة في الجدول الموالي، والتي تظهر توزيع المؤسسات عينة الدراسة حسب القطاع الذي تنتمي اليه:

الجدول رقم 2-03: توزيع المؤسسات عينة الدراسة على مختلف القطاعات المنتمية لها

القطاع Main market	عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة
منتجات المستهلك consumer products	40
منتجات صناعية industrial products	70
تعدين minning	1
البناء constuction	30
تجارة / خدمات trading /services	56
العقار properties	16
زراعة plantation	13
تكنولوجيا technologie	16
منشآت قاعدية infrastructure	5
المجموع	247

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقرير السداسي الثاني لهيئة الأوراق المالية 2010



## الفرع الثاني: مصادر جمع البيانات وطرق تبويبها

### 1. مصادر جمع البيانات

من أجل جمع بيانات الدراسة وهي البيانات المالية للمؤسسات الماليزية المتوافقة مع الشريعة بحسب التصنيف تم الاستعانة بقاعدة البيانات Thomson Reuters Datastream والتي تضم عدد هائل من المؤشرات المالية يتم اعدادها بغية التحليل المالي حيث قمنا بتحميل المؤشرات التي نحتاجها كمتغيرات الهيكل المالي ومتغيرات رسمة السوق للمتغير التابع إضافة الى بيانات أخرى تم استعمالها كمتغيرات ضابطة في نموذج الدراسة منها متغير الربحية، حجم المؤسسة والمعبر عنه بحجم الأصول وكذا ملموسية الأصول إضافة الى معدل النمو الذي تم حسابه يدويا، قمنا بتحميل الملف الكامل في ملف Excel يضم بيانات مقطعية للمتغيرات المذكورة سابقا وهذا خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2010 الى غاية سنة 2021 أين كانت البيانات شاملة لكل المؤسسات الماليزية سواء كانت متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية فتحصلنا على البيانات الخاصة بـ 984 مؤسسة.

### 2. طريقة تصفية البيانات وتبويبها

كإضافة لما سبق ذكره في المبحث الأول قمنا أيضا اثناء عملية تصفية البيانات واعدائها من أجل تقدير النموذج بما يلي: بعد الحصول على البيانات بدأنا عملية التصفية وتبويب البيانات حيث أنها كانت مختلطة كما أسلفنا الذكر وهذا عبر عدة خطوات سنذكرها في النقاط التالية:

✓ الولوج الى الموقع الرسمي للسوق المالي الإسلامي الماليزي حيث يقوم المجلس الاستشاري الشرعي بطرح تقرير دوري يصدر خلال كل سداسي يضم قائمة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة وتحميل كل التقارير منذ التقرير الخاص بالسداسي الأول لسنة 2010 الى غاية التقرير الأخير الصادر في شهر نوفمبر 2021 في صيغة pdf،

✓ فتح كافة التقارير وكذا ملف Excel الذي يحتوي قائمة المؤسسات والبيانات الخاصة بكل مؤسسة،

✓ بدأ التحقق من وجود اسم المؤسسة في ملف البيانات وكذا في التقرير الخاص بشهر ماي لسنة 2010

والتحقق من تكرار اسمها في كل التقارير الى غاية آخر اصدار (تقرير شهر نوفمبر 2021) مما يعني أن

هذه المؤسسة متوافقة مع الشريعة طيلة فترة الدراسة،

✓ تحديد كل المؤسسات المتوافقة مع الشريعة ووضعها في ملف Excel جديد،

✓ التأكد من وجود البيانات المالية الخاصة بكل مؤشر طيلة فترة الدراسة حيث قمنا بحذف أي مؤسسة

لديها بيانات مفقودة ولو لسنة واحدة، إضافة الى اقضاء المؤسسات التابعة للقطاع المالي نظرا لأنها تخضع

لقواعد مختلفة عن المؤسسات الغير مالية في هيكلها المالي،

✓ وهي آخر مرحلة حيث قمنا بترحيل البيانات في ملف Excel جديد يضم المؤسسات المتوافقة مع

الشريعة من سنة 2010 الى غاية سنة 2021 والتي لدينا كافة البيانات حولها، وتحصلنا بعد ذلك على

البيانات المرتبة وفق الجدول الموالي:

حرصنا في دراستنا على استيفاء الشركات للشروط التالية:

✓ أن تكون ضمن تصنيف المجلس الاستشاري طيلة فترة الدراسة،

✓ أن تتوفر البيانات الكاملة حولها طيلة فترة الدراسة،

✓ اقضاء جميع الشركات التابعة للقطاعات المالية (بنوك وشركات تأمين) نظرا لخصوصية الهياكل التمويلية

لهذه الشركات،

✓ ألا تكون أي شركة من هذه الشركات مرتبطة بحالة اندماج.

## الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

### 1. المتغير التابع

يتمثل في قيمة المؤسسة وكذا الربحية والذي سيتم اختياره في نماذج مختلفة

أ. قيمة المؤسسة (**firm value**) المتغير التابع في نموذج الدراسة، والذي سنستخدم مؤشر رسملة السوق من اجل التعبير عنه.

✓ رسملة السوق (**Market capitalization**): تعبر عن القيمة السوقية لشركة ما معبر عنها بقيمة

نقدية في لحظة ما كما انها تستخدم كمقياس بسيط من اجل معرفة حجم الشركات والتفرقة بينها

فمن خلاله يمكن التمييز بين شركات عملاقة، كبيرة، متوسطة، صغيرة ومتناهية الصغر، يتم حساب

قيمة الشركة او رسملة السوق عن طريق الأسهم القائمة والسعر الحالي في السوق كما هو موضح في

العلاقة التالية:

رسملة السوق = السعر السوقي للسهم X عدد الأسهم القائمة (أي الأسهم المملوكة حاليا من

قبل جميع المستثمرين) (Seth, 2022)

تعتبر القيمة السوقية لسهم ما بمثابة مرآة تعكس وضعية الشركة وتساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات المناسبة

في تشكيل محفظتهم المالية أيضا يمكن الإشارة الى بعض الدراسات السابقة التي استخدمت رسملة السوق كمؤشر

لقياس قيمة الشركة كدراسة (Faiza Maqbool and Manzoor Anwar Khalidi ; 2020) ودراسة

ب. الربحية: يتعلق هذا المتغير بالنموذج الثاني للدراسة والذي يسعى الى التحقق من أثر الهيكل المالي على

ربحية المؤسسة، اذ تفترض هذه الدراسة ان المؤسسات التي تكون ربحيتها مرتفعة ستعتمد على المصادر

الداخلية في التمويل بدلا من اعتماد المصادر الخارجية وبما اننا نهتم بالشركات المتوافقة مع الشريعة فانه

يجب ألا يتعدى فيها الدين عتبة 33% من اجمالي الأصول، استخدمنا مؤشر

ربحية السهم الواحد (EPS) أي نصيب السهم الواحد من الربح المحقق بعد طرح التوزيعات الخاصة

بالأسهم الممتازة ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \text{صافي الربح} \div \text{عدد الأسهم المتداولة}$$

## 2. المتغيرات المستقلة

بعد الاطلاع على الأساس النظري والدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع تمكنا أيضا من تحديد المتغيرات المستقلة

الخاصة بدراستنا والتي كانت كما يلي:

أ. الهيكل المالي: سنعمد على مؤشرات الرفع المالي من اجل التعبير عن هذا المتغير ويمكن الإشارة الى ان

هناك عدة مؤشرات للرفع المالي سنأخذ منها مؤشرين حسب البيانات الممكنة والمتحصل عليها وكذا

الدراسات السابقة وهي:

✓ اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (TD/TA): يظهر هذا المؤشر مدى اعتماد المؤسسة على الديون

بصفة عامة (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) في تغطية أصولها وبعبارة أخرى يظهر وزن الديون في

الهيكل المالي للشركة،

✓ الديون طويلة الاجل الى اجمالي راس المال (LTD/TC): يسمح لنا هذا المؤشر بقياس حجم الديون

طويلة الاجل ومدى اعتماد المؤسسة عليها مقارنة بباقي المصادر التمويلية.

## 3. المتغيرات الضابطة

أ. حجم المؤسسة (Firm size): كما سبق وأشرفنا في الفصل الأول فان حجم المؤسسة من المحددات

الرئيسية للهيكل المالي وهذا الأخير يفترض ان يكون له تأثير على قيمة المؤسسة لأنه كلما كبر حجم

المؤسسة كلما أصبح من السهل الحصول على أموال داخلية وخارجية ومنه تأثر في قيمة المؤسسة وهذا

ما سنعرفه بعد اجرائنا للدراسة القياسية،  $\ln(TA)$

ب. معدل النمو (**Growth rate**): كنا قد تطرقنا أيضا في الفصل الأول الى هذا المحدد الاخر للهيكل

المالي للمؤسسة فيفترض أن المؤسسات ذات معدلات النمو العالية تكون لديها قيمة مرتفعة هذا ما سنتحقق

من صحته بعد اجراء الدراسة.  $Ta(n) - Ta(n-1) / Ta(n-1)$

ج. ملموسية الأصول: تمثل الأصول كل ما تمتلكه المؤسسة في لحظة زمنية معينة وتنقسم الى نوعين هما الأصول

الثابتة والأصول المتداولة كما يعرف هذا المؤشر أيضا بمادية او ملموسية الأصول (**Asset tangibility**)

تستخدم العلاقة التالية في حسابه: (Alslehat, 2020, p. 110) صافي الأصول الثابتة / اجمالي

الأصول وبما ان المؤسسات المعتمدة على التمويل الإسلامي مطالبة بعدم تجاوز الدين لعتبة معينة من قيمة

الأصول فانه من المتوقع ان تكون قيمة الأصول الثابتة فيها كبيرة وهذا ما سنختبره في هذه الدراسة.

والجدول الموالي يظهر اسم وطريقة حساب كل متغير:

الجدول رقم 3-03: متغيرات الدراسة وطريقة حسابها

اسم المتغير	طريقة الحساب	مصدر البيانات
قيمة المؤسسة: رسملة السوق	السعر السوقي للسهم * عدد الأسهم المتداولة	تم استخراج كل متغيرا الدراسة من قاعدة البيانات Thomson Reuters data stream
الهيكل المالي : المؤشر 1	$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الاصول}}$	
الهيكل المالي: المؤشر 2	$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{اجمالي راس المال}}$	
الربحية: ربحية السهم الواحد	$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم المتداولة}}$	
حجم المؤسسة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول In (total assets)	
معدل نمو المؤسسة	$\frac{\text{Ta}(n) - \text{Ta}(n - 1)}{\text{Ta}(n - 1)}$	
ملموسية الأصول	$\frac{\text{صافي الاصول الثابتة}}{\text{اجمالي الاصول}}$	

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على ما سبق ذكره

#### الفرع الرابع: نموذج الدراسة

من أجل القيام بدراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية قمنا بصياغة

المتغيرات وكتابتها في نموذج رياضي لكي تصبح قابلة للقياس والتقدير، وهذا ما تظهره المعادلة التالية:

$$Y_{it} \text{ cap} = \beta_1 + \beta_2 tda_{it} + \beta_3 lt dc_{it} + \beta_4 Prof_{it} + \beta_5 size_{it} + \beta_6 growth_{it} + \beta_7 tang_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث:

12; .....; 2; 1 = t: ويمثل الفترة الزمنية للدراسة الممتدة من سنة 2010 الى غاية 2021

$\beta_1$ : الثابت، بحيث يمثل قيمة المتغير التابع اذا كانت قيمة جميع المتغيرات المستقلة معدومة،

$\beta_2; \beta_3; \beta_4; \beta_5; \beta_6; \beta_7$ : معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة

$lcap_{it}$ : تمثل المتغير التابع الذي يعبر عن قيمة المؤسسة للمؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$tda_{it}$ : وتمثل المتغير المستقل اجمالي الديون الى اجمالي الأصول للمؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$ltdc_{it}$ : وتمثل المتغير المستقل الديون طويلة الأجل الى اجمالي راس المال للمؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$prof_{it}$ : وتمثل المتغير الضابط ربحية السهم الواحد للمؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$lsize_{it}$ : وتمثل المتغير الضابط حجم المؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$growth_{it}$ : وتمثل المتغير الضابط معدل نمو المؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$tang_{it}$ : وتمثل المتغير الضابط ملموسية الأصول في المؤسسة  $i$  في اللحظة  $t$ ،

$\varepsilon_{it}$ : يمثل حد الخطأ

### المطلب الثاني: تطبيق الاختبارات الإحصائية

بعد التعرف على الطريقة التي سنتبعها في اجراء الدراسة القياسية الا وهي طريقة البانل الديناميكي سنقدم في

هذا المطلب عملية تقدير النموذج وهذا عن طريق القيام بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية أولاً ثم اختبار التكامل

المشترك بعدها تقدير نماذج البانل الساكن ثم الانتقال الى البانل الديناميكي.

### الفرع الأول: الإحصاء الوصفي ودراسة الارتباط بين المتغيرات

#### 1. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يعرض الجدول أدناه النتائج المتحصل عليها من جراء استخدام اختبارات الإحصاء الوصفي

الجدول رقم 4-03: نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	اصغر قيمة	اعلى قيمة
<b>lcap</b>	2946	12.50959	1.721716	8.727454	17.98385
<b>Tda</b>	2946	18.69344	15.0178	0	70.91
<b>Ltdc</b>	2946	12.22227	14.74271	0	101.62
<b>Prof</b>	2946	0.1378036	0.8127854	0	41.87
<b>Lsize</b>	2946	13.16123	1.487355	9.67269	18.09484
<b>Growth</b>	2946	0.062057	0.2074	-0.8219913	4.424697
<b>tang</b>	2946	1.977192	7.784418	0.0000715	87.99689

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على برنامج stata 15

يظهر الجدول رقم 2 (3) نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وهذا من خلال أربع مقاييس وهي المتوسط الحسابي (Mean) وكذا الانحراف المعياري (Std.Dev) إضافة الى القيمة الصغرى والقيمة العظمى لكل متغير التي تظهر على التوالي (Min) و (Max) من خلال المشاهدات الخاصة بكل متغير (Obs)، فنلاحظ أن القيمة المتوسطة لقيمة المؤسسة من خلال مؤشر رسملة السوق بلغت قيمة (270923.0) مليون وحدة نقدية عند تحويلها من اللوغاريتم الطبيعي،

كما نلاحظ أن قيمة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول (tda) بلغت نسبة (18.69%) ونسبة اجمالي الديون طويلة الأجل الى اجمالي راس المال (Ltdc) بلغت نسبة (12.22%) مما يعني أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة لا تلجأ بشكل كبير الى الصيغ القائمة على الدين وهي تميل أكثر الى الأموال الخاصة التي بلغت نسبتها حوالي (81.31%) وهذه الميزة تعد من أبرز سمات المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية،



نسبة الربحية (prof) تظهر بمستوى منخفض قدره (0.13%) كما أن أعلى قيمة كانت في حدود (41.87%) سبب هذه النسبة المنخفضة هو استخدامنا لمؤشر ربحية السهم الواحد لذلك تعتبر هذه النسبة جيدة وتعني أن السهم الواحد يمنح لحامله ربح معتبرا، أيضا الربحية الجيدة تساعد المؤسسات على رفع قيمة الأرباح المحتجزة وهو ما يثبت صحة العلاقة في المتغير السابق،

حجم المؤسسة (lsize) بلغ متوسطه الحسابي نسبة (13.61%) مع قيمة عظمى قدرها (09.18%) وقيمة دنيا قدرها (9.67%) حيث تعتبر نسب لا بأس بها تعبر عن حجم الأصول التي تمتلكها المؤسسات إلا أنها غير كافية بشكل كبير يمكن المؤسسات من التوسع في الديون لأن الضمانات ليست بالقدر الكبير،

تظهر النتائج متوسط حسابي بمقدار (0.06%) لمعدل نمو المؤسسة (growth) أي معدلات النمو كانت ضعيفة نسبيا، كما نلاحظ في متغير ملموسية الأصول (tang) بلغ متوسطه الحسابي نسبة (1.97%) مع تسجيل قيمة عظمى ب (87.99%) حيث تميل المؤسسات المتوافقة مع الشريعة إلى الأصول الملموسة بشكل كبير حتى تستخدمها كضمانات للحصول على التمويل لكن ضعف هذه النسبة في دراستنا يعود ربما إلى صغر حجم المؤسسات عينة البحث.

## 2. الارتباط بين المتغيرات

سنوضح من خلال الجدول الموالي نتائج اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة

الجدول رقم 5-03: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	Cap	Tda	Ltdc	Prof	Size	Growth	Tang
Cap	1.0000						
Tda	0.0590	1.0000					
Ltdc	0.2473	0.7501	1.0000				
Prof	0.1535	-0.0623	-0.0212	1.0000			
Size	0.8427	0.3423	0.4263	0.0897	1.0000		
Growth	0.1175	0.0125	0.0365	0.0004	0.0525	1.0000	
Tang	-0.1582	-0.0631	-0.0661	-0.0194	-0.1837	-0.0191	1.0000

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 10

تظهر نتائج الجدول أن متغيرات الدراسة لا تعاني من مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغير التابع والمتغير المستقلة حيث لم تتعدى أي قيمة لنسبة 0.9، كما يتضح من خلال الجدول أعلاه وجود علاقة ارتباط سالبة بين كل من قيمة اجمالي الديون الى رأس المال Ltdc وكذا متغير ملموسية الأصول tang مع قيمة المؤسسة، في حين هناك علاقة موجبة بين كل من اجمالي الديون الى اجمالي الأصول، الربحية وكذا معدل النمو تأتي هذه النتائج متوافقة مع بعض الدراسات السابقة وكذا النظريات الاقتصادية.

#### الفرع الثاني: اختبارات الاستقرار (جذر الوحدة)

من أجل دراسة استقرار السلاسل الزمنية سنقوم باعتماد الاختبارات الأكثر استعمالا في الدراسات السابقة المتمثلة في ثلاثة اختبارات وهي FISHER-ADF، Levin – Lin – Chu، Im - Pesaran - Shin والتي تم ذكرها سابقا، حيث قمنا بتطبيق هذه الاختبارات في كل متغير على حدى وتوصلنا الى النتائج التالية:

الجدول رقم 6-03: نتائج اختبارات الاستقرار لسلاسل الزمنية

المتغيرات	الاختبار المطبق	مستقرة عند المستوى I(0)	مستقرة عند الفرق الأول I(1)
<b>Lcap</b>	LLC	-8.12080 (0.9900)	/
	IPS	-0.98614 (0.1620)	-12.2767 (0.000)
	ADF	-0.81308 (0.2081)	-14.0388 (0.0000)
<b>TDA</b>	LLC	-13.2711 (0.0000)	/
	IPS	-6.95104 (0.0000)	/
	ADF	-5.66854 (0.0000)	/
<b>LTDC</b>	LLC	-17.9491 (0.0000)	/
	IPS	-8.60231 (0.0000)	/
	ADF	-6.10168 (0.0000)	/
<b>PROF</b>	LLC	-10.6151 (0.0000)	/
	IPS	-6.2105 (0.0000)	/
	ADF	/	/
<b>LSIZE</b>	LLC	-10.9390 (0.0000)	/

-8.83886 (0.0000)	0.67187 (0.7492)	IPS	
-10.1711 (0.0000)	1.50569 (0.9339)	ADF	
/	-16.2558 (0.0000)	LLC	<b>GROWTH</b>
/	-10.4893 (0.0000)	IPS	
/	-11.0251 (0.0000)	ADF	
-19.3096 (0.0000)	2.85828 (0.9979)	LLC	<b>TANG</b>
/	/	IPS	
-5.60724 (0.0000)	11.5621 (1.0000)	ADF	

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Stata15

يظهر الجدول أعلاه نتائج الاختبارات الإحصائية لكل متغير حسب الاختبار المطبق إضافة الى قيمة الاحتمالية لكل إحصائية وتم توضيحها بين قوسين، حيث نلاحظ أن هناك أربع متغيرات وهي TDA, LTDC, PROF, GROWTH كانت مستقرة عن المستوى I(0) بينما المتغير LCAP كان مستقرا في المستوى عند تطبيق اختبار LLC وعند تطبيق باقي الاختبارات IPS و ADF استقرت عند الفرق الأول I(0)، نفس الشيء بالنسبة للمتغير LSIZE حيث كان مستقرا عند المستوى في اختبار LLC وغير مستقر في اختبائي IPS و ADF ولكن بعد تطبيق اختبارات عند الفرق الأول أصبحت مستقرة، وأخيرا متغير TANG لم يكن مستقرا عند المستوى في اختبار ADF و IPS وبعد اجراء الاختبارات عند الفرق الأول أصبحت مستقرة ومنه يمكن القول بأن بيانات البانل غير مستقرة من نفس الدرجة.

في هذه الحالة لا نستطيع الانتقال الى اختبار التكامل المشارك لأنه يطبق في حالة المتغيرات المتكاملة من نفس الدرجة والتي تنمو بنفس وتيرة الاتجاه في المدى الطويل.

### الفرع الثالث: تقدير نماذج البائل الساكن

الجدول رقم 7-03: نتائج تقدير نماذج البائل الساكن

المتغير التابع: قيمة المؤسسة cap T=12 N= 247 عدد المشاهدات: 2964						
نموذج الأثر العشوائي		نموذج الأثر الثابت		نموذج الانحدار التجميعي		المتغيرات
Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	
-0.0247	0.000	-0.0227	0.0000	-0.3756	0.000	<b>TDA</b>
0.0024	0.597	0.0010	0.451	0.0126	0.000	<b>LTDC</b>
0.0175	0.098	0.0125	0.228	0.1156	0.000	<b>PROF</b>
0.9925	0.000	0.9479	0.000	1.0124	0.000	<b>SIZE</b>
0.2928	0.000	0.2949	0.000	0.5831	0.000	<b>GROWTH</b>
-0.0007	0.743	-0.0010	0.697	-0.0009	0.638	<b>TANG</b>
-0.1398	0.481	0.4266	0.192	-0.6966	0.0000	<b>C</b>
<b>0.7748</b>		<b>0.7738</b>		<b>0.7822</b>		<b>R<sup>2</sup></b>

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج STATA 15.1

### 1. المفاضلة بين نماذج البائل الساكن

أ. المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت

من اجل تحديد النموذج المناسب للدراسة لابد من المفاضلة بين النماذج الثلاث المذكورة في الجدول أعلاه

وهذا عن طريق مجموعة من الاختبارات التالية:

➤ المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت: نستخدم اختبار فيشر F والذي يفترض ما

يلي:

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : \text{النموذج التجميع} \\ H_1 : \text{النموذج الثابت} \end{array} \right\}$$

باستخدام اختبار Fisher توصلنا الى النتيجة التالية:

الجدول رقم 8-03: نتائج اختبار Fisher

الاختبار المطبق	القيمة المحسوبة	القيمة الاحتمالية
اختبار فيشر	32.76	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج ستاتا 15.1

تظهر مخرجات برنامج stata 15.7 بان قيمة P-value اقل من 5% وبالتالي نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$

ومنه نختار نموذج الأثر الثابت.

ب. المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي

في هذه الحالة يتم الاعتماد على اختبار بروش باقان وتحصلنا على ما يلي.

الجدول رقم 9-03: نتائج اختبار LM

الاختبار المطبق	قيمة chi square	القيمة الاحتمالية
اختبار LM	7940.02	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج ستاتا 15.1

تظهر مخرجات برنامج stata 15.7 بان قيمة Prob اقل من 5% وبالتالي نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  ومنه نختار

نموذج الأثر العشوائي،

### ج. المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي

من أجل تحقيق هذه الغاية نستخدم اختبار Hausman ونتحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم 10-03: نتائج اختبار Hausman

الاختبار المطبق	قيمة Chis quare	القيمة الاحتمالية
Hausman test	13.57	0.0348

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

يتضح من خلال اختبار هوسمان أن قيمة الاحتمالية أصغر من 5% وبالتالي نرفض الفرضية البديلة ونقبل الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج الثابت هو المناسب.

#### 1) التعليق على نتائج نموذج الأثر الثابت:

⇐ نلاحظ أن قيمة  $R^2$  بلغت 0.7738 أي أن ما نسبته 77.38% من المتغير التابع قيمة المؤسسة يتم

تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة المدرجة في نموذج الدراسة، في حين ما تبقى أي 22.12%

تفسرها متغيرات أخرى لم يشملها نموذج دراستنا،

⇐ هناك أثر سالب وذو دلالة معنوية لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (TDA) على قيمة المؤسسة حيث

كلما ارتفعت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ب (1%) تنخفض قيمة المؤسسة ب (2.27%)،

وهذا نظراً لما يترتب عن الدين من تكاليف ثابتة وجاءت هذه النتيجة متوافقة مع نظرية الموازنة،

⇐ يوجد أثر موجب طفيف جداً وغير معنوي للديون طويلة الأجل إلى إجمالي راس المال (LTDC) على

قيمة المؤسسة،

⇐ هناك أثر إيجابي غير معنوي للربحية (EPS) على قيمة المؤسسة،

← يوجد أثر ذو دلالة معنوية وإيجابي لحجم المؤسسة على القيمة حيث زاد حجم المؤسسة بوحدة واحدة ارتفعت قيمة المؤسسة ب (0.9479) وحدة، وهذا ما يمنح المؤسسة فرصة أكبر في الحصول على الأموال الخارجية لأنها تعتبر كضمانات للغير وهذا ما نصت عليه نظرية الترتيب التدريجي للأموال، كما توصلت له عديد الدراسات السابقة.

← يوجد أثر موجب ومعنوي لمعدل نمو المؤسسة على القيمة حيث كلما ارتفع معدل النمو ب (1%) ارتفعت قيمة المؤسسة ب (0.2937 %)، فتحقيق المؤسسة لمعدل متزايد يجعل المساهمين وكل اصحاب المصلحة بالمؤسسة على ثقة تامة بكفاءة إدارة المؤسسة على المحافظة على تحقيق الأرباح وهذا ما يؤدي الى ارتفاع قيمتها،

← هناك أثر سلبي وغير معنوي للموسمية الأصول (Tang) على قيمة المؤسسة.

### المطلب الثالث: تقدير نموذج البائل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM)

بعد تقدير العلاقة باستخدام نماذج البائل الساكنة والتي تساعدنا على دراسة العلاقة في المدى الطويل، توصلنا الى أن النموذج الثابت هو الأنسب لدراستنا، وفي هذه المرحلة سنتقل لدراسة هذه العلاقة وتبعها عبر الزمن أي بشكل ديناميكي نظرا لما تقدم ذكره من عيوب في استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية التي تؤدي أحيانا الى نتائج

متحيزة لقيم معلمات النموذج، إضافة الى أهم سبب وهو أن حجم العينة  $N$  أكبر من عدد السنوات  $t$ .

### الفرع الأول: تقدير النموذج باستخدام مقدر الفروق

قمنا بتقدير النموذج باستخدام طريقة العزوم المعممة باستخدام مقدر الفروق والذي لا يأخذ بعين الاعتبار

أثر المتغير الثابت، وكانت النتائج كما يلي:



الجدول رقم 11-03: نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة GMM ذات الفروق

المتغيرات	المعامل	قيمة Z	قيمة الاحتمال
<b>Lcap(-1)</b>	0.4139	6.39	0.000
<b>Tda</b>	-0.0112	-3.62	0.000
<b>Ltdc</b>	-0.0028	-1.31	0.189
<b>Prof</b>	0.0085	1.77	0.077
<b>Lsize</b>	0.4365	5.35	0.000
<b>Growth</b>	0.2365	3.03	0.002
<b>Tang</b>	0.0027	1.70	0.089
<b>Wald</b>	—	—	0.000
<b>AR (2)</b>	—	0.15	0.881

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على برنامج stata 15

الفرع الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

تظهر نتائج التقدير وفقا لطريقة العزوم المعممة باستخدام مقدر الفروق (one step difference gmm) والمبينة في الجدول رقم (11-03) أن المتغيرات المدرجة في نموذج الدراسة ذات معنوية إحصائية عند 1% و10% ماعدا الديون طويلة الاجل الى اجمالي راس المال (ltdc) فليست له أي دلالة إحصائية، كما نلاحظ من خلال القيمة الاحتمالية لاختبار wald أن النموذج ككل لديه معنوية إحصائية عند 1%.

أيضا من خلال نتيجة اختبار (Arellano & Bond) نلاحظ عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وهذا ما يعني أن النموذج مقبول احصائيا ويمكن اعتماده في تحليل العلاقة بين المتغيرات، ويمكن حصر هذه النتائج في النقاط التالية:

✓ توجد علاقة معنوية وموجبة بين قيمة المؤسسة في الفترة السابقة وقيمتها في الفترة الحالية وهذا ما يمكن تفسيره على أن المؤسسات حافظت على ارتفاع قيمتها وهذا أمر جد مهم وإيجابي خاصة بالنسبة لأصحاب المصالح في المؤسسة، خاصة المستثمرين بحيث محافظة المؤسسة على ارتفاع قيمتها سيشرعهم بالأمان ويفزهم أكثر نحو توظيف المزيد من الأموال. حيث أن ارتفاع قيمة المؤسسة بنسبة 1% في الفترة السابقة أدى الى ارتفاع قيمتها في الفترة الحالية ب 0.92%.

✓ وجود تأثير سلبي ومعنوي للهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية معبرا عنه بكل من (اجمالي الديون / اجمالي الأصول) حيث كلما ارتفعت نسبة الديون الى اجمالي الأصول بوحدة واحدة تنخفض قيمة المؤسسة ب (1.12%) في حين (الديون طويلة الأجل / اجمالي راس المال) فتظهر وجود أثر سلبي وغير معنوي للهيكل المالي على قيمة المؤسسة تتوافق هذه النتيجة مع نتائج عدة دراسات من بينها (خيري ، 2019) و (Chaleeda, Aminul , Ahmed, & Ghazalet, 2019) ودراسة (Deme, Sunardi, & Yuniarti, 2022) ودراسة (Shah & Khalidi, 2020) كما أنها تتوافق مع ما نصت عليه نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل (POT) حيث أن المؤسسات الراجعة تفضل دائما استعمال أموالها الداخلية من أرباح محتجزة واهتلاكات وغيرها نظرا لانخفاض تكلفتها هذا من جهة ومن جهة أخرى فان المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية (المتوافقة مع الشريعة) فإنها تميل الى استعمال أموالها الخاصة بشكل كبير فمن خلال ما توصلنا اليه في الجدول رقم (4-03) الإحصاء الوصفي نجد أن الهيكل التمويلي لهذه المؤسسات يتشكل بنسبة 78% من الأموال الخاصة مما يؤكد ما جاءت به هذه النظرية، ويمكن أن يعود السبب في هذه النتائج الى أن التمويل الإسلامي يمنع التمويل مقابل فوائد (القروض الربوية) وكما رأينا من خلال ما جاء في معايير تصنيف المؤسسات المتوافقة مع الشريعة التي يصدرها المجلس الاستشاري

الشرعي المالي أن المؤسسات مطالبة بأن لا تتعدى عتبة 33% كدين من إجمالي قيمة الأصول، كما توصلنا الى أن المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة تلجأ الى استخدام الديون قصيرة الأجل من خلال الصيغ المتاحة كالمراجحة، الاجارة، الإستصناع والسلم حيث كان لها تأثير معنوي على قيمة المؤسسة عكس الديون طويلة الأجل والتي كانت غير دالة احصائيا ويمكن أن يرجع السبب الى ضعف الاهتمام بصيغ التمويل القائمة على المشاركة والتي تعتبر طويلة الأجل كالمضاربة والمشاركة لأنها تتطلب ضمانات أكبر هذا من جهة، كما أن المصارف الإسلامية في هذه الحالة تكون عرضة لمخاطر عديدة كخطر عدم نجاح المشروع لأن المصرف في هذه الحالة يعتبر كشريك وبالتالي فخسارة المشروع تعني خسارة المصرف وهذا ما يعرف بارتفاع تكلفة الافلاس، مما يجعله امام خيار اجراء دراسات السوق والدراسات التقنية للمشروع بشكل دقيق مما يؤدي الى ارتفاع تكلفة المشروع من جهة أخرى، ولهذا نرجح أن هذا هو العائق أمام استخدام الصيغ طويلة الاجل بكثرة والانتواء تحت الصيغ القائمة على الدين نظرا لانخفاض درجة المخاطرة فيها.

✓ أثر موجب لربحية المؤسسة ممثلة بمؤشر ربحية السهم الواحد (EPS) على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية حيث اذا زادت ربحية المؤسسة بوحدة واحدة ترتفع قيمة المؤسسة ب (0.0085%) وهذا ما يثبت صحة النتيجة التي توصلنا اليها فيما يخص الهيكل المالي فان تحقيق المؤسسة للأرباح سيجعلها تتجه نحو استخدام أموالها الخاصة بدلا عن الأموال الخارجية، تتبع هذه النتيجة أيضا ما نصت عليه نظرية الترتيب السلمي لمصادر التمويل (POT) ومن خلال النتائج السابقة يمكن القول بأن أسهم المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية تحقق معدل ربح لا بأس به وهذا الأمر الذي يمكنها من احتجاز جزء كبير من أرباحها، إضافة الى أن تحقيقها لهذه المعدلات من الأرباح ساهمت في

رفع قيمتها وجعلتها أكثر جاذبية واستقطابا للمستثمرين حيث أن المساهم يرى من مصلحته أن يستثمر أمواله في مؤسسات رابحة وبالتالي الطلب على أسهم المؤسسة ومنه سترتفع قيمتها.

✓ حجم المؤسسة أظهر تأثيرا موجبا مع قيمة المؤسسة، فعند زيادة الحجم بوحدة واحدة ترتفع قيمة المؤسسة ب (43.65%) وهذا ما يتوافق مع نتائج أغلب الدراسات السابقة خاصة ما توصل اليه (Rajan & Zingales 1995)، حيث أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تكون لديها اريحية مالية فاحتمال حصولها على الأموال الخارجية يكون مرتفع لما تمنحه من ضمانات للمولين وهذا ما يوفر لها خيارات عديدة امام متخذ القرار التمويلي، إضافة الى أن كبر حجم الأصول يؤدي الى رفع الطاقة الانتاجية للمؤسسة ومنه تحقيق أرباح أكبر وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، كما يعتبر كبر حجم أصول المؤسسة من مميزات الاقتصاد الإسلامي اذا من أهم خصائصه أنه يربط القطاع المالي بالقطاع الحقيقي أي أن الأموال يجب أن توظف في مشاريع اقتصادية حقيقية تساهم في خلق الثروة،

✓ هناك أثر إيجابي لمعدل نمو المؤسسة على قيمتها السوقية، حيث زيادة معدل النمو بوحدة واحدة سيؤدي الى ارتفاع قيمة المؤسسة (23.65%) وهذا أمر منطقي نظرا لأن المؤسسات التي تحقق معدلات نمو بانتظام يعني أنها في وضعية جيدة وهذا ما يدفع المستثمرين الى الاقبال على أسهمها وبالتالي ارتفاع الطلب سيؤدي الى ارتفاع قيمتها السوقية، كما أنه في ظل وجود فرص نمو كبيرة تكون مصالح المساهمين والإدارة متماثلة وهذا ما يدفعها الى استخدام أموالها الخاصة بدلا عن المصادر الخارجية هذا حسب ما نصت عليه نظرية الوكالة، وأيضا توصلت اليه هذه الدراسة نظرا للنسبة الكبيرة من الأموال الخاصة في الهياكل التمويلية للمؤسسات عينة الدراسة وهذا من شأنه أن يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة وبالتالي ارتفاع الأرباح ومن ثم ترتفع القيمة السوقية مجددا،

✓ ملموسية الأصول أظهرت تأثيراً موجباً عند مستوى معنوية (10%) على قيمة المؤسسة حيث وجود عدد كبير من الأصول الملموسة يؤثر في القرار التمويلي للمؤسسة وهذا ما من شأنه أن يؤثر في تكلفة التمويل المتوسطة ومنه التأثير في الربحية وقيمة المؤسسة، لكن بالنظر إلى النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة نلاحظ أن ملموسية الأصول لم يكن لديها أثر كبير على قيمة المؤسسة حيث أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة تلتزم باحترام عتبة 33% من الديون وكذا لاحظنا أن أغلب تمويلها كان من الأموال الخاصة وهذا ما لم يجعل للملموسية الأصول أثراً كبيراً في قيمتها السوقية حسب رأينا.

### خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات التمويل الإسلامية على عينة من المؤسسات الماليزية المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة 2010-2021، حيث تطرقنا الى السوق المالي الاسلامي والمليزي ومختلف هيئاته التي تسعى الى توفير كل الدعم الى المستثمر الإسلامي الذي يتجنب الاستثمار في المؤسسات الغير متوافقة مع الشريعة بحكم عقيدته.

سعى هذا الفصل الى الاجابة عن إشكالية البحث من خلال اختبار الفرضيات ميدانيا بتطبيق بعض الاختبارات الإحصائية، من خلال التطرق الى نماذج البائل الساكنة والديناميكية متمثلة في طريقة العزوم المعممة والتي تم التطرق لها في شقها النظري ثم تطبيقها باستخدام بعض البرامج الإحصائية متمثلة في برنامج Stata حيث توصلنا الى أن متغيرات الدراسة تفسر وبشكل كبير المتغير التابع إضافة الى وجود أثر سلبى للهيكل المالي ممثلا بكل من اجمالي الديون الى اجمالي الأصول والديون طويلة الأجل الى اجمالي رأس المال على قيمة المؤسسة، كما توصلت الدراسة الى وجود أثر إيجابي لكل من حجم المؤسسة، معدل النمو وملموسية الأصول على قيمة المؤسسة.

الخاتمة العامة

سعت هذه الدراسة الى معرفة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، حيث قمنا باختبار هذا الأثر على عينة مكونة من 247 مؤسسة متوافقة مع الشريعة مدرجة في السوق المالي الإسلامي الماليزي، اذ تناولنا هذه الدراسة في ثلاثة فصول الفصل الأول قمنا من خلاله بإلقاء الضوء على نظريات الهيكل المالي وعلاقتها بقيمة المؤسسة، حيث كان هذا التأثير موضع الجدل لدى الكثير من الباحثين، حيث توصل بعضهم الى أن الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة نظرا لأن دفع فوائد ثابتة يحقق وفورات ضريبية تمكن المؤسسة من تخفيض تكاليفها وبالتالي سترتفع قيمتها، هذا الجدل حاولنا دراسته في بيئة مغايرة تحتكم الى ضوابط وأطر خاصة الا وهي الشريعة الإسلامية التي تمنع بل وتحرم التعامل بالفائدة ومن أجل هذا قد تطرقنا الى تقييم المؤسسة وأحطنا بعدد جوانبه إضافة الى ربحية المؤسسة لما لها من علاقة وطيدة بالموضوع، إضافة الى التمويل الإسلامي حيث تعرفنا على مختلف صيغه التي تعتبر كبديل تمويلي للمؤسسات التي ترغب في تشكيل هيكل مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية.

أيضا قمنا من خلال الفصل الثاني بمحصر عدة دراسات تطبيقية سبقتنا الى هذا الموضوع وهي التي مكنتنا من تشكيل فكرة واضحة حول الموضوع ومحاولة البحث عن الجوانب التي تم اهمالها مشكلين بذلك فجوة علمية سنحاول دراستها من خلال الفصل الثالث الذي كان عبارة عن فصل تطبيقي تضمن فكرة عامة حول السوق المالي الإسلامي الماليزي إضافة الى تحديد عينة البحث والشروع في تطبيق الاختبارات الإحصائية بداية من الإحصاء الوصفي ودراسة علاقات الارتباط بين المتغيرات، تليها دراسة استقرارية السلاسل الزمنية ثم تقدير نموذج الدراسة باستخدام نماذج البائل الساكن ثم انتقلنا الى تقدير العلاقة الديناميكية بين المتغيرات استعانة بطريقة العزوم المعممة GMM التي مكنتنا من الحصول على النتائج التالية:

✓ نلاحظ وجود علاقة معنوية وسلبية بين إجمالي الديون وقيمة المؤسسة وهذا ما يتوافق مع نظرية التوازن التي تنص على أن ارتفاع الديون يؤدي الى انخفاض قيمة المؤسسة، لكن حسب نتائج دراستنا نلاحظ



وجود أثر ضئيل لإجمالي الديون على قيمة المؤسسة بحيث إذا ارتفعت قيمة إجمالي الديون الى إجمالي الأصول بنسبة 1% ستخفض قيمة المؤسسة بنسبة 0.0112%،

✓ هناك علاقة سلبية وغير معنوية بين الديون طويلة الاجل الى إجمالي راس المال وقيمة المؤسسة، مع ملاحظة أن هذا الأثر يكاد يكون منعدم ويمكن تفسير هذا الأمر على أن المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية لا تميل الى التمويل طويل الأجل وهذا ما أكدته نتائج التقدير، وهذا ما توصلت اليه دراسة يتبين أن هناك علاقة موجبة ومعنوية بين مؤشر الربحية وقيمة المؤسسة، إذ أن ارتفاع مؤشر الربحية ب 1% ينبثق عنه ارتفاع في قيمة المؤسسة ب 0.0085% وهذا ما يتوافق مع معظم الدراسات السابقة حيث أن المؤسسات التي تحقق أرباحا أكبر سترتفع قيمتها بسبب الاقبال على شراء أسهمها في السوق المالي،

✓ تظهر علاقة موجبة لكل من حجم المؤسسة وقيمة المؤسسة، بحيث تؤدي الزيادة في حجم المؤسسة ب 1% الى ارتفاع في قيمة المؤسسة مقداره 0.4365% وهذا ما يعني أن ارتفاع حجم المؤسسة يعني زيادة في حجم أصولها وهذا ما من شأنه أن يرفع من قدرتها على توليد الأرباح وبالتالي سترتفع قيمتها، وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية لمتغير معدل نمو المؤسسة مع قيمة حيث تظهر نتائج التقدير أن ارتفاع معدل النمو ب 1% يؤدي الى ارتفاع القيمة ب 0.2365%،

✓ هناك علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى (10%) للموسمية الأصول مع قيمة المؤسسة، فارتفاع ملموسية الأصول ب 1% سيؤدي الى ارتفاع قيمة المؤسسة ب 0.0027%، هذا الأثر تم التوصل اليه من قبل الكثير من الباحثين كما تم اثباته في معظم نظريات الهيكل المالي حيث وجود أصول ملموسة يعطي نوع من الثقة للمستثمرين اذ يعتبر كضمان لهم.

✓ تميل المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية الى تفضيل الأموال الخاصة بدلا عن الأموال الخارجية نظرا لارتفاع مستوى الربحية فيها وهذا ما يساعدها على حجز الأرباح،

✓ لحد الان لا يزال التمويل الإسلامي بعيدا عن تمويل المشاريع من خلال صيغ المضاربة والمشاركة التي تستخدم لتمويل الاستثمارات في المدى الطويل نظرا للتكاليف الكبيرة التي تنتج عنها أثناء دراسة المشروع وارتفاع درجة المخاطرة حيث خسارة المشروع هي خسارة المصرف وهذا ما يجعل هذه الصيغ ضعيفة الى حد الان.

✓ تقتصر المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل الإسلامي على استخدام الصيغ القائمة على الدين كالمراجحة والسلم والاجارة والتي تستخدم في المدى القصير الا انها لا تزال ضعيفة نوعا ما، ولا تزال غير قادرة على منافسة القروض خاصة طويلة الأجل.

انطلاقا من هذه النتائج سيتم نفي الفرضية الأولى للدراسة التي مفادها أن الهيكل المالي مقاسا بإجمالي الديون الى إجمالي الأصول يؤثر إيجابيا على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية، أيضا الفرضية الثانية التي مفادها أن الهيكل المالي مقاسا بالديون طويلة الأجل الى إجمالي راس المال يؤثر إيجابيا على قيمة المؤسسة المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية تم نفيها والاجابة عن الإشكالية المطروحة في بداية البحث كما يلي:

يؤثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة بشكل سلبي نظرا لأن الهيكل المالي في دراستنا تم قياسه اعتمادا على إجمالي الديون والديون طويلة الأجل ونظرا لأن المؤسسات المعتمدة على أدوات تمويل إسلامية لا تفضل صيغ الدين خاصة المؤسسات التي تنشط في مجال الاستثمار والتي تتطلب أموالا وهي التي لا يمكن توفيرها من خلال صيغ المراجحة أو حتى الاجارة التي يصعب في كثير من الأحيان الاستفادة منها نظرا لأنها تتطلب الكثير من الضمانات وبالتالي تكون المؤسسة أمام حتمية الاعتماد على صيغ قائمة على المشاركة مثل صيغة المضاربة هذه الأخيرة

تتطلب من البنك القيام بدراسات معمقة للمشاريع وهذا ما يجعل المصارف الإسلامية تحجم عنها وهذا ما أدى الى وجود أثر سلبي للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

#### توصيات الدراسة:

- ✓ ضرورة تفعيل آليات وطرق لتمويل المؤسسات المتوافقة مع الشريعة وفق صيغ تمويل إسلامية بحتة وتشكيل هيكل مالي إسلامي مئة بالمئة،
- ✓ العمل على ادراج هذه الصيغ في بنود الميزانية حتى يتمكن الباحث من دراسة أثر كل صيغة على حدى،
- ✓ على المصارف الإسلامية العمل على التوسع في تمويل المشاريع الكبرى من خلال تعزيز عمل الصيغ الاستثمارية من مضاربة ومشاركة التي من شأنها خلق الثروة وحل المشاكل الاقتصادية،
- ✓ المؤسسات الجزائرية مطالبة باتباع هذا النهج الجديد في تمويل المؤسسات حتى تتمكن من توفير فرص أكبر للاستثمار الحقيقي لتحقيق الثروة وتوفير مناصب شغل من جهة إضافة الى تحفيز أصحاب الفائض على توظيف أموالهم وعدم اكتنازها،
- ✓ ضرورة استحداث هيئات شرعية جزائرية تعمل على مراقبة نشاط المؤسسات الاقتصادية وإصدار تقارير دورية باسم قائمة الشركات المتوافقة مع الشريعة حتى تكون كحافز للمواطن الجزائري المتمسك بتعاليم دينه الإسلامي والذي لديه هاجس في توظيف أمواله الا وهو المعاملات الربوية، وبالتالي يكون على ثقة تامة من مشروعية معاملاته ومنه تنشيط الاقتصاد الوطني.

#### أفاق البحث:

بعد تطرقنا لهذا الموضوع والتوصل الى مجموعة من النتائج، دائما من ميزات البحث العلمي وجود فجوات علمية قد يكتشفها الباحث أثناء دراسته للموضوع، وفي هذا الصدد نقترح مجموعة من المواضيع قد تكون أساسا للبحث في دراسات لاحقة:

- ✓ دراسة أثر صيغ التمويل الإسلامي على قيمة المؤسسة بشكل منفرد، أي دراسة أثر الصيغ القائمة على المداينة مثلا أو دراسة أثر الصيغ القائمة على المشاركة،
- ✓ اقتراح نموذج لتشكيل الهيكل المالي الإسلامي،
- ✓ دراسة تكلفة صيغ التمويل الإسلامي وتحديدتها بشكل دقيق.
- ✓ أثر التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال على قيمة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

# قائمة المراجع

1. Baltagi, & Badi. (2005). *econometric analysis of panel data* (3 ed.). England: John Wiley & Sons Ltd.
2. Bourbannais, R. (2015). *Econométrie: cours et exercices corrigée* (éd. 9). Duond.
3. Bourbonnais, R. (2015). *économétrie* (éd. 9ème). Paris, France: Duond.
4. Brillman, J., & Maire, C. (1990). *manuel d'évaluation des entreprises*. les éditions d'organisation.
5. C. Paramasivan, & T. Subramanian. (2009). *financial management*. India: New age international publishers.
6. Cameron, C., & Trivedy, P. (2022). *microeconometrics using stata* (Vol. 1). Texas, USA: Stata press.
7. Cavalier , B. (1994). *Evaluation et financement des entreprises applications à l'activité de capital risque*. (t. e. pantheon-assas, Éd.) PARIS 2: droit –économie-sciences sociales.
8. Duplat, C. (2007). *évaluez votre entrprise*. Paris: librairie vuibert.
9. Edenhofer Ottmar, R. P. (2012). *Renewable energy sources and climate change mitigation*. Special report of the intergovernmental panel on climate change, CAMBRIDGE University press.
- 10.Green, W. (2012). *Econometric analysis* (7th ed.). U.S.A: Pearson education
- 11.Gujarets, D. (2004). *basic economics* (éd. 4 ème). (B. Bernier, Trad.) Université de Bruxelles.
- 12.Hashem, P. (2015). *time series and panel data econometrics*. UK : Oxford university press.
- 13.Hassan , K., & Michael, M. (2011). *Islamic capital markets products and strategies* (1st ed.). United Kongdom: John Wiley & sons; Ltd.

- 14.J. Fabozzi, F., & Drake, P. (2009). *Finance: capital markets; financial management and investment management*. New jersey: John Wiley & sons.
15. M. Kom. (2004). *financial management*. Rohtak, Maharshi Dayanand university : directorate of distance education.
16. Raja Laut Jalan و Munara Tun Razak (2014). *النظام المالي الاسلامي المبادئ والممارسات*. (لطفني عامر بن جديدة ، بن متعب عبد العزيز الرشيد ، عماد الهادي المديوب، و محمد بن ابراهيم السحيباني، المترجمون) الرياض: كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية.
- 17.Park, M. H. (2011). *Practical guides to panel data modeling: a step by step analysis using stata. tutorial working paper*. International university of Japan, Japan.
- 18.Quiry, P., Dallochio, M., Lefur, Y., & Salvi, A. (2005). *Pierre Vernimmen Corporate finance theory and practice* (6e ed.). (P. Vernimmen, Ed.) England: John Wiley and Sons, Ltd.
- 19.siao, C. (2014). *Analysis of panel data*. New york, USA: Cambridge university press.
- 20.Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Lefur, Y., & Salvi, A. (2009). *Corporate finance theory and practice* (2e ed.). John Willey & Sons, Ltd.
- 21.Watson, D., & Head, A. (2007). *Corporate finance principales and practices* (4 ed.). pearson education limited.
- 22.Watson, D., & Head, A. (2007). *Corporate finance principles and practices* (4 ed.). England: Pearson education limited.
23. ابو عجيله, ع. م. (2013). *التمويل الإسلامي ودوره في تمويل المنشآت الصغيرة* (01 ed.). الاسكندرية, مصر: دار الفكر الجامعي.
24. القهيوي, ب. م. (2012). *المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية* (01 ed.).الأردن: دار حامد.

25. الهام جهاد صالح. (2014). بيع السلم كأداة تمويل في المصارف الإسلامية. الأردن: دار وائل للنشر.
26. الياس بن ساسي ، و يوسف قريشي. (2006). التسيير المالي الادارة المالية دروس وتطبيقات (الإصدار 1). الاردن: دار وائل.
27. بلال محمود الوادي، و ليث عبد الله القهوي. (2012). المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية (الإصدار 01). الاردن: دار الحامد.
28. بن الضيف محمد عدنان. (2013). مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية (الإصدار الطبعة الأولى). دار النفائس.
29. خالد مصطفى قاسم. (2007). إدارة البيئة و التنمية المستدامة في ظل العولمة المعاصرة. الاسكندرية: الدار الجامعية.
30. رفيق يونس المصري. (2012). التمويل الاسلامي. دمشق: دار القلم.
31. سامي السويلم. (2007). التحوط في التمويل الاسلامي. جدة: البنك الاسلامي للتنمية.
32. صلاح عباس. (2010). التنمية المستدامة في الوطن العربي. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
33. ضياء الناروز. (2015). المشروعات الصغيرة والمتناهية الصغر بين وسائل التمويل التقليدية والإسلامية -دراسة مقارنة- (الإصدار 01). الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
34. طارق عبد العال حماد. (2008). التقييم واعادة هيكلة الشركات. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- 35.
36. عادل عبد الفضيل عيد. (2015). الربا والفائدة المصرفية دراسة مقارنة. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
37. عاطف وليم اندوراس. (2007). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.



38. عبد الرزاق جليبي علي، و دهاني خميس أحمد عبده. (2009). علم اجتماع التنمية (رؤى نظرية وتجارب إنسانية). الاسكندرية: دار المعرفة الجامعية .
39. عبد الكريم احمد قندوز. (2008). الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق (الإصدار e1). بيروت، لبنان: مؤسسة الرسالة ناشرون.
40. عبد الكريم أحمد قندوز. (2019). المالية الاسلامية. صندوق النقد العربي.
41. عبد الكريم أحمد قندوز، و سفيان حمده قعلول. (2020). الصناعة المالية الاسلامية بدول المغرب العربي: الواقع والتحديات والافاق. دراسات معهد التدريب وبناء القدرات(1).
42. عثمان محمد غنيم ، و ماجدة ابو زنط. (2010). التنمية المستدامة: فلسفتها وأساليب تخطيطها وأدوات قياسها. عمان: دار الصقا.
43. عدنان النعيمي، سعدون الساقى، اسامة سلام، و موسى شقيري. (2008). الادارة المالية النظرية والتطبيق. عمان، الاردن: دار المسيرة.
44. عدنان، ب. ا. (2013). مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية (01 ed.). الأردن: دار النفائس.
45. عز الدين خوجة . (1998). الدليل الشرعي للمراجعة (الإصدار 1). مجموعة دلة البركة قطاع الأموال شركة البركة للاستثمار والتنمية.
46. علاء مصطفى عبد المقصود ابو عجيبة. (2017). التمويل الاسلامي ودوره في تمويل المنشآت الصغيرة (الإصدار 01). الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
47. فارس ناصيف الشبيري، و غسان سالم الطالب. (2013). مبادئ الادارة المالية(2). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
48. فارس، م . (2007). التمويل الإسلامي من الفقه الى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية . الجزائر: دار هومة.

49. كامل ال شبيب دريد. (2010). الادارة المالية الشركات المتقدمة (الإصدار العربية 2010). عمان، الاردن: دار اليازوري.
50. محمد عدنان بن الضيف. (2013). مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية (الإصدار 01). الاردن: دار النفائس.
51. محمد مصطفى محمد الخياط . (2006). كتاب "الطاقة: مصادرها، أنواعها و استخدامها". القاهرة.
52. محمد امين لزعر. (2014). سياسات التنويع الاقتصادي: تجارب دولية وعربية. المعهد العربي للتخطيط.
53. محمد براق، و حمزة غربي. (2015). مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة (الإصدار 1). المكتب الجامعي الحديث.
54. محمد مكاوي. (2009). البنوك الاسلامية الناشئة، التمويل، التطوير (الإصدار الاولى). مصر: المكتبة العصرية.
55. محمود عبد الكريم إرشيد . (2007). الشامل في عمليات المصارف الإسلامية (الإصدار 02). عمان: دار النفائس.
56. مصطفى عبد المقصود أبو عجيلة علاء . (2017). التمويل الإسلامي ودوره في تمويل المنشآت الصغيرة (الإصدار 01). الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
57. منذر قحف. (2004). مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي تحليل فقهي واقتصادي. البنك الاسلامي للتنمية.
58. منير ابراهيم هندي. (2007). الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (الإصدار الطبعة السادسة). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
59. منير ابراهيم هندي. (2005). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات (الإصدار 2). الاسكندرية: منشأة المعرف.

60. يعرب احمد الجبوري. (2014). دور المصارف الاسلامية الاسلامية في التمويل والاستثمار.

عمان: دار الحامد

### الاطروحات:

1. Anso, A. (2014, august). Dimensions of Capital Structure of Companies: Evidence from Sub-Saharan Africa. *doctoral thesis*. South africa.
2. Danso, A. (2014). Dimensions of Capital Structure of Companies: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Phd Thesis* . york management school: University of York.
3. Kartobi, S. (2013, 04). Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement : cas des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca. *Thèse de doctorat*. Marrakech, Université Nice Sophia Antipolis; université Kadi Ayyad, Maroc.
4. أحلام زواوية. (2013). دور اقتصاديات الطاقات المتجددة في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة في الدول المغاربية -دراسة مقارنة بين الجزائر و تونس والمغرب. اطروحة دكتوراه. جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
5. احمد رشاد مرداسي. (2018). اطروحة دكتوراه. دور الهندسة المالية في انشاء ودعم السواق المالية الاسلامية (دراسة حالة السوق المالية الماليزية). جامعة خنشلة، الجزائر .
6. أشرف عادل محمود إسماعيل. (2016). محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير. غزة، جامعة الأزهر، فلسطين.
7. الجليلي بن عوالي. (2022). القياس والافصاح المحاسبي عن التكاليف البيئية وفق ابعاد التنمية المستدامة -دراسة قياسية استخدام نمذجة المعادلات الهيكلية لعينة من المؤسسات الصناعية الكبرى على مستوى الغرب الجزائري-. اطروحة دكتوراه . جامعة تلمسان، الجزائر.

8. سعدية خاطر. (2015). لتمويل الاسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية . رسالة ماجستير. جامعة وهران.
9. السمانى, ع. م. (2019). دور التمويل الإسلامي وفقا لصيغة المشاركة في الحد من مخاطر الائتمان المصرفي-دراسة تطبيقية بنك ام درمان الوطني- (رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل). جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا, السودان.
10. امجد سالم القويدر. (2013). اثر مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وهيكل الملكية على كلفة راس المال والقيمة السوقية المضافة للشركات . اطروحة دكتوراه. كلية الاعمال - قسم التمويل، جامعة عمان العربية.
11. امين صالحى. (2019). أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016. رسالة ماجستير. جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر.
12. بلخير بكاري. (2010). أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمة الأبار ensp-. اطروحة دكتوراه. جامعة الجزائر 3، الجزائر.
13. حدة عطا الله. (2014). دور مؤسسات التأمين التكافلي في تحقيق التنمية المستدامة. رسالة ماجستير. جامعة سطيف، الجزائر.
14. حميد اثر نصر. (2019). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على دعم التنويع الاقتصادي في الدول النفطية، دراسة قياسية للفترة 2016 - 2000 لحالتي الجزائر والمملكة العربية السعودية . اطروحة دكتوراه. مستغانم، جامعة عبد الحميد ابن باديس، الجزائر.
15. خاطر سعدية. (2015). التمويل الاسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008 . رسالة ماجستير في الاقتصاد الدولي. جامعة وهران، الجزائر.

16. خيرة حطاب. (2020). اثر تغيرات اسعار البترول على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض دول الخليج خلال الفترة (1980-2015). اطروحة دكتوراه. جامعة زيان عاشور الحلفة ، الجزائر.
17. دعاء خلقي خنفر. (2017). محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية للفترة الزمنية 2005-2014. رسالة ماجستير. جامعة الخليل.
18. ربا محمد مأمون كنيفاتي. (2020). دراسة تحليلية قياسية لمحددات صافي صادرات دول مجموعة البريكس وامكانية الاستفادة منها في سورية. اطروحة دكتوراه. جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سورية.
19. رزان محمود الحيلن. (2016). اثر احتجاز الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية . رسالة ماجستير. جامعة آل البيت قسم التمويل والمصارف.
20. زروق بن موفق. (2019). استراتيجية تنويع الاقتصاد الجزائري في ظل المتغيرات الاقتصادية المعاصرة. اطروحة دكتوراه. الحلفة، جامعة زيان عاشور، الجزائر.
21. زياد جلال الدماغ. (2010). أطروحة دكتوراه. الصكوك الاسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية "نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الاسلامية". معهد البنوك الاسلامية والتمويل ، ماليزيا: الجامعة الاسلامية العالمية.
22. سامي مباركي. (2015). تأثير الاسواق المااية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي. اطروحة دكتوراه. جامعة باتنة، الجزائر.
23. سعدية, خ. (2015). التمويل الاسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008 (رسالة ماجستير). 52. وهران الجزائر.
24. سفيان دلفوف . (2017). دورالقرارات المالية في قيمة المؤسسة من منظور اسلامي -دراسة حالة عينة من المؤسسات-. اطروحة دكتوراه. جامعة بسكرة، الجزائر.

25. سمير بن محاد. (2009). استهلاك الطاقة في الجزائر-دراسة تحليلية وقياسية-. رسالة ماجستير. جامعة الجزائر، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية، التسيير والعلوم التجارية.
26. سمير هربان. (2015). صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة مجموعة البنك الإسلامي للتنمية. رسالة ماجستير في الاقتصاد الدولي. جامعة سطيف، الجزائر.
27. شعبان محمد لولو . (2015). قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم. رسالة ماجستير. الجامعة الإسلامية غزة ، الجزائر .
28. شعبان فرج. (2012). الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام و الحد من الفقر. اطروحة دكتوراه. جامعة الجزائر، الجزائر.
29. شهيناز بدر اوي. (2015). تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012). اطروحة دكتوراه. جامعة تلمسان، الجزائر.
30. صالح قايد الأقرع. (2013). سياسة التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: اليمن أنموذجاً - دراسة تحليلية. اطروحة دكتوراه. الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا: المعهد العالمي للمصرفية والمالية الإسلامية.
31. عبد الجليل جباري . (2018). أهمية تطوير الطاقة الشمسية في تحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة - الجزائر و مصر-. اطروحة دكتوراه. جامعة بسكرة، الجزائر.
32. عبد السلام حططاش. (2017). نظرية الهيكل التمويلي في اطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية. اطروحة دكتوراه. المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.

33. عبد السلام حططاش. (2008). محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة مدخل مقارنة دراسة تشخيصية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية. رسالة ماجستير. جامعة سطيف، الجزائر.
34. عبد الكريم خيرى . (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. اطروحة دكتوراه . جامعة محمد بوضياف المسيلة ، الجزائر.
35. عبد الله الحرتسي حميد. (2005). السياسات و دورها في تحقيق التنمية المستدامة. رسالة ماجستير. جامعة الشلف، الجزائر.
36. علي بن الضب. (2007). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008. رسالة ماجستير. جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر .
37. عمر محمد أحمد علي السمانى. (2019). دور التمويل الإسلامي وفقا لصيغة المشاركة في الحد من مخاطر الائتمان المصرفي-دراسة تطبيقية بنك ام درمان الوطني-. رسالة ماجستير. جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
38. عمر شريف. (2007). استخدام الطاقات المتجددة و دورها في التنمية المحلية المستدامة(دراسة حالة الطاقة الشمسية في الجزائر. اطروحة دكتوراه. جامعة باتنة ، الجزائر.
39. عمر محمد أحمد علي السمانى. (2019). دور التمويل الإسلامي وفقا لصيغة المشاركة في الحد من مخاطر الائتمان المصرفي-دراسة تطبيقية بنك ام درمان الوطني-. رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل. جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
40. غدير محمود المهدي. (2014). استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للاسهام (دراسة حالة بنك فلسطين). رسالة ماجستير. الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين.

41. غنية بوربيعة. (2012). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز. رسالة ماجستير. جامعة الجزائر 3، الجزائر.
42. كمال مطهري. (2012). دراسة مقارنة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بنك البركة والقرض الشعبي الجزائري. رسالة ماجستير. جامعة وهران.
43. كمال مطهري. (2019). تقييم العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية في ظل هيمنة البنوك التقليدية على الساحة المصرفية\_ دراسة حالة بنك البركة الجزائري\_. اطروحة دكتوراه. تلمسان، جامعة ابوبكر بلقايد.
44. كتزة مجاهد. (2016). تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال panel data analysis. اطروحة دكتوراه. جامعة تلمسان، الجزائر.
45. محمد اليميني قاسمي. (2011). الإستراتيجيات الطاقوية البديلة لتحسين مبادئ التنمية المستدامة. رسالة ماجستير. جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
46. محمد بوشوشة. (2016). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية. اطروحة دكتوراه. جامعة بسكرة، الجزائر.
47. محمد جبوري. (2013). تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. اطروحة دكتوراه. جامعة تلمسان، الجزائر.
48. محمد عصمت بن حمو. (2016). طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة- دراسة حالة مؤسستي صيدال و الاوراسي. اطروحة دكتوراه. جامعة تلمسان، الجزائر.
49. مداحي، م. (2012). الطاقات المتجددة كخيار إستراتيجي في ظل المسؤولية عن حماية البيئة - دراسة حالة الجزائر. رسالة ماجستير. جامعة الشلف، الجزائر.



50. مسعودة نصبة. (2013). نحو نموذج اسلامي لسوق راس المال تجربة ماليزيا انموذجا. اطروحة دكتوراه. جانعة بسكرة، الجزائر.
51. نبيل حر كاتي. (2018). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007 - 2015. اطروحة دكتوراه . جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
52. نسيم رعد علي الكليابي. (2019). أثر هيكل الدين على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير . جامعة آل البيت ، الأردن.
53. هادي صادق. (2014). دور التنوع الاقتصادي في تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاديات النفطية، دراسة مقارنة بين الجزائر والنرويج للفترة 2000-2012. رسالة ماجستير . سطيف، جامعة فرحات عباس، الجزائر.
54. هربان, س. (2015). صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة مجموعة البنك الإسلامي للتنمية (رسالة ماجستير في الاقتصاد الدولي) . جامعة سطيف, الجزائر.
55. هلال وسام ارحاب. (2017). دور الإدارة بالقيم في خلق القيمة بالمؤسسة الاقتصادية دراسة لعينة من المؤسسات للفترة ما بين 2011 و2015. اطروحة دكتوراه. جامعة غرداية، الجزائر.

#### المقالات:

1. Alrabb, M. H., Ahmad, A. M., & Hamadne, M. (2019, 10). Capital Structure And Firm Performance: Evidence From Jordanian Listed Companies. *INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH*, 08(10). Retrieved from www.ijstr.org
2. Elhassan , O. M. (2016). the development of islamic finance mechanism for the financing of small and medium enterprises : study case in sudan islamic banks. *journal of finance and accounting*, 5(4).
3. Rehan, M., Alvi, J., & Khatri, S. (2019, 03). The Role of Capital Structure on Firm's Profitability of Listed Cement Sector in Pakistan

- Stock Exchange. *Saudi Journal of Economics and Finance*. Retrieved from <http://saudijournals.com/sjef/>
4. Shubita, M., & Alsawalhah, M. J. (2012, novembre). The Relationship between Capital Structure and Profitability. *International Journal of Business and Social Science*, 03(15). Retrieved from [/www.researchgate.net/publication/337317550](http://www.researchgate.net/publication/337317550)
5. خميف رجا ثامر، و فائز هميل الصبيحي. (2020). اثر هيكل راس المال في الاداء المالي للمصارف العراقية الخاصة 3128. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية، 12(29).
6. رفيقة موساوي، و زهية موساوي . (2017). دور الطاقات المتجددة في تحقيق التنمية المستدامة. *المالية و الأسواق*، 4(1)، الصفحات 391-410.
7. Obay, L. (2018). THE CAPITAL STRUCTURE CHOICE: EVIDENCE OF DEBT MATURITY SUBSTITUTION BY GCC FIRMS. *Asian Economic and Financial Review*, 8(11), pp. 1298-1312.
8. ROSS, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell journal of economics*, pp. 23-40.
9. ACARAVCI, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), pp. 158-171.
10. Aduda, J., & Kalunda, E. (2012). Financial Inclusion and Financial Sector Stability With Reference To Kenya: A Review of Literature. *journal of applied finance and banking*, 2(6), pp. 95-120.
11. Ahmad, M. (2012). Islamic finance: the capital structure and profitability perspective from the MIDCAP companies. *economic and business research*, 4(4), pp. 437-458.
12. Ahmed, H. (2007). Issues in islamic corporate finance: capital structure in firms. *research paper series*(70).
13. Al-Ajmi , J., Abo Hussain, H., & Al-Saleh, N. (2009). Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of Riba: the case of Saudi Arabia. *The journal of risk finance*, 10(5), pp. 460-476.

14. Alfisah, E., Kurniyati, & Zulfikar, R. (2020). How capital structure and financial performance impact on food and beverage company leverage? *International journal of science, technology & management*, pp. 104-112. Retrieved from [ijstm.inarah.co.id](http://ijstm.inarah.co.id)
15. Alnori, F., & Alqahtani, F. (2019). Capital structure and speed of adjustment in non financial firms: does sharia compliant matter evidence from Saudi Arabia. *Emerging markets review*(39(2019)), pp. 50-67.
16. Alslehat, Z. A. (2020). Impact of financial leverage; size; and asset structure on firm value: evidence from industrial sector; JORDAN. *International business research*, 13(1), pp. 109-120.
17. Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error components model. *Journal of econometrics*, 68, pp. 29-51.
18. Arif, I. A., & Mai, M. U. (2020). The Determinants of Capital Structure: A Comparative Study between Sharia and Non-Sharia Manufacturing Companies on Indonesia Stock Exchange (IDX). *INTERNATIONAL JOURNAL OF APPLIED BUSINESS RESEARCH*, 2(1), pp. 73-85.
19. Aristovnik, A. (n.d.). Impacts of the COVID-19 Pandemic on Life of Higher Education Students: A Global Perspective.
20. Asif, A., & Aziz, B. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6(6(june 2016)), pp. 231-245.
21. Awais, M., Iqbaal, W., Iqbal, T., & Khursheed, A. (2015). Impact of capital structure on the firm performance: comprehensive of Karachi stock exchange. *Sci.int.(Lahore)*, 28(1), pp. 501-507.
22. BAKER, M., & WURGLER, J. (2002, February). Market timing and capital structure. *the journal of finance*, 57(1), pp. 1-32.
23. Basit, A., & Irwan, N. F. (2017). The impact of capital structure on firms performance: evidence from Malaysian industrial sector -a case

- based approach-. *International journal of accounting & business management*, 5(2), pp. 131-148.
24. Batisti, E., Bollani, L., Miglietta, N., & Antonio, S. (2020, february 10). The impact of leverage on the cost of capital and market value evidence from sharia compliant firms. *management research review*. doi:10.1108/MRR-01-2019-0007
25. Baum, C. (2006). An Introduction to Modern Econometrics Using Stata. *Stata Press*.
26. Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), pp. 115-143.
27. Bouchekima, B. (2010). Opportunités et challenges de la promotion des énergies renouvelables en Algérie. *Annales des sciences et technologie*, 5(1).
28. Chaleeda, Aminul, I., Ahmed, T. S., & Ghazalet, A. N. (2019). The effect of corporate financing decisions on firm value in bursa Malaysia. *international journal of economics and finance*, 11(3), pp. 127-135.
29. Cheema, M. H., Mahboob, H., Farooq, N., & Yousaf, A. (2017, 01). CAPITAL STRUCTURE IMPACT ON FINANCIAL PERFORMANCE OF SHARIA AND NONSHARIA COMPLAINT COMPANIES OF PAKISTAN STOCK EXCHANGE. *International Journal of Business and Management Review*, 05(01), pp. 54-70.
30. Dang, H. N., Vu, V. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. (2019, January). Study the impact of growth, firm size, capital structure and profitability on enterprise value: evidence of enterprises of Vietnam. *The journal of corporate accounting & finance*, pp. 146-167.
31. Daouah, R., & Ziki, M. (2019). ; Exploring small and medium enterprises' perceptions towards islamic banking products in Morocco. *international journal of economics and finance*, 11(10).
32. Deme, M. Y., Sunardi, & Yuniarti, S. (2022). The effect of capital structure and company size on company value with profitability as a moderating variables. *journal EDUVEST*, 2(1), pp. 75-80.

33. Dzolkarnain, N., & Minhat, M. (2011, 05 12). In search of a theory of corporate financing and islamic financial instruments. *8th International Conference on Islamic Economics and Finance*. School of Accounting, Financial Services and Law, Edinburgh Napier University, Scotland, UK.
34. Elhassan, O. M. (2016). the development of islamic finance mechanism for the financing of small and medium enterprises : study case in sudan islamic banks. *journal of finance and accounting*, 4(5).
35. Gelb. A. (2010). Diversification de l'économie des pays riches en ressources naturelles. *Contribution préparée pour le séminaire de haut niveau de FMI Ressources naturelles, fiance et développement*. Alger.
36. Guizani, M. (2020). The capital structure of islamic compliant firms: is there financing hierarchy. *accounting and finance*, 16(2), pp. 123-144.
37. Haroon, R. (2016). Islamic capital market and debt financing of shariah compliant firms in indonesia. *Islamic thought and civilization*(special issue: islamic banking and finance).
38. Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), pp. 297-355.
39. Hausman, J. (1978, november). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), pp. 1251-1271.
40. Hurlin, C., & Mignon, V. (2007). Second generation panel unit root tests. *Hal science*, pp. 1-25. doi:halshs-00159842
41. Kao, C. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of Econometrics*, 90(1), pp. 1-44.
42. Karacaer, s., Temiz, H., & Gulek, O. (2016, 1). Determinants of Capital Structure: An Application on Manufacturing Firms in bursa Istanbul. *International Academic Journal of Accounting and Financial Management*, 3(2), pp. 47-59.
43. Khan, M. D. (2020). Sharī'ah Evaluation of Financial Derivatives and Developing - Sharī'ah Compliant Hedging Instruments-. *Islamic banking and finance review*, 7: 1441-42H /2020, pp. 93-115.

44. Luigi, P., & Sorin, V. (2009, May). A REVIEW OF THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES. pp. 314-320. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/41163549>
45. Mark, & Sul. (2003). Cointegration Vector Estimation by Panel DOLS and Long-run Money Demand. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 65(5), pp. 655-680.
46. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital; corporation finance and the theory of investment. *the American economic review*, 48(3), pp. 261-297.
47. Modigliani, F., & Miller, M. (1963, June). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443(3), pp. 261-297.
48. Muchtar, D., NOR, F. m., Albra, W., Arifai, M., & Ahmar, A. S. (2018). Dynamic performance of Indonesian public companies: an analysis of financial decision behavior. *cogent economics and finance*, 6(1488343), pp. 1-14.
49. Muhammad , A., & Kainat, A. (2020). Online learning amid the COVID-19 pandemic: Students' perspectives. *Journal of Pedagogical Sociology and Psychology*, 2(1,2020). doi:<http://www.doi.org/10.33902/JPSP.2020261309>
50. Musse, O. S., Nor, F. M., & Ayedh, A. M. (2021). Interest-bearing debt and islamic debt vs shariah-compliant firms performance: empirical evidence from Malaysia. *psychology and education*, 58(2), pp. 10577-10587.
51. N. Kapasia, , P. Paul, A. Roy, J. Saha, A. Zaveri, R. Mallick, . . . P. Chouhan. (2020). Impact of lockdown on learning status of undergraduate and postgraduate students during COVID-19 pandemic in West Bengal, India. *Children and Youth Services Review*. doi:<https://doi.org/10.1016/j.childyouth.2020.105194>
52. N. Kapasia, P. Paul, A. Roy, J. Saha, A. Zaveri, R. Mallick, . . . P. Chouhan. (2020). Impact of lockdown on learning status of undergraduate and postgraduate students during COVID-19 pandemic

- in West Bengal. *Children and Youth Services Review*.  
doi:<https://doi.org/10.1016/j.childyouth.2020.105194>
53. Nagano, M. (2010). Islamic finance and the theory of capital structure. *discussion paper in economics(501)*. Nagoya university, Japan.  
Retrieved from <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/24567/>
54. Pedroni, P. (1999, December). Fully modified OLS for heterogenous cointegrated panels.
55. Pedroni, P. (2002). Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61 , pp. 653-670.
56. Popescu , L., & Visinescu , S. (2009, 05). A REVIEW OF THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/41163549>
57. Rahman, A., Sarker, S. I., & Uddin, J. (2019, 03). The Impact of Capital Structure on the Profitability of Publicly Traded Manufacturing Firms in Bangladesh. *Applied Economics and Finance*, 06(02).  
Retrieved from <http://aef.redfame.com>
58. Rajaa , D., & Ziki, M. (2019). Exploring small and medium enterprises' perceptions towards Islamic banking products in Morocco. *international journal of economics and finance*, 11(10 2019).
59. Rashid , M., DK Siti, K., & Izadi, S. (2020). National culture and capital structure of the sharia compliant firms: evidence from: Malaysia; Saudi Arabia and Pakistan. *International journal of economics and finance*, pp. 1-16.  
doi:<https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.10.006>
60. Rehaan, M., Alvi, J., & Khatri, S. (2019, March). The role of capital structure on firm's profitability of listed cement sector in Pakistan stock exchange. *Saudi journal of economics and finance*, 3(3), pp. 107-116.
61. Sahudin, Z., Ismail, Z., Sulaimain, S., Abd rahman, H., & Jaafar, M. N. (2019). Capital Structure Determinants of Shariah-compliant Firms. *Journal of Emerging Economies & Islamic Research*, 7(1), pp. 65-75.

- 62.Sargan, J. (1958). The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables. *Econometrica*, 26(3), pp. 393-415.
- 63.Shah, F. M., & Khalidi, M. A. (2020, June). Determinants of firm value in shariah compliant companies. *market forces college of management sciences*, 1(15), pp. 86-100.
- 64.Sultan, A. S., & Adam, M. H. (2015). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Iraq. *European journal of accounting, auditing and finance research*, 3(2), pp. 61-78.
- 65.Sutrisno. (2016). capital structure and their impact on firm value: evidence from Indonesia. *economics world*, 4(4), pp. 179-186.
- 66.sutrisno. (2016). Capital Structure Determinants and Their Impact on Firm Value: Evidence From Indonesia. *Economics World*, 4(4), pp. 179-186.
- 67.Tilehnouei, M. H., & Boregowda, S. (2014). A Brief Review of Capital Structure Theories. *Research Journal of Recent Sciences*, 3(10), pp. 113-118.
- 68.Trognon, A. (2003). L'économétrie des panels en perspective. *revue d'économétrie politique*, 113(6).
- 69.Ul Islam, Z., & Iqbal, M. M. (2022). The relationship between capital structure and firm performance: new evidence from Pakistan. *journal of Asian finance economics and business*, 9(2), pp. 81-92.
- 70.Yildirim , R., Masih, M., & Bacha, O. (2017). Determinants of capital structure - Evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. (90280). Retrieved from //mpira.ub.uni-muenchen.de/90280/
71. احمد عدنان غناوي، و لورنس يجيى صالح. (2018). تحليل فاعلية الشمول المالي لمعالجة الفقر في العراق مع إشارة الى التجربة النيجيرية. مجلة دراسات محاسبية ومالية (عدد خاص بالمؤتمر العلمي الدولي الأول لعام 2018).
72. احمد صديقي، سعاد فريقي، و خديجة صبرو. (2016). تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة.



73. اسماء برهوم، و علي دبي. (بلا تاريخ). خصوصية الابتكار التكنولوجي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، 35(العدد الاقتصادي 01).
74. الأمين حلموس، و نسرين كراز. (جوان، 2017). بيع المراجعة للامر بالشراء: دراسة في (المفهوم، الاجراءات، الضوابط الشرعية). مجلة الامتياز لبحوث الادارة والاقتصاد، 1(1).
75. العياشي زرار. (ماي، 2018). سوق الاوراق المالية الاسلامية "تجربة سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا". ملفات الابحاث في الاقتصاد والتسيير(الملف الخاص الرابع)، الصفحات 34-54.
76. امال حاج عيسى، و فضيلة حويو. (2009). المشتقات المالية من منظور النظام المالي الاسلامي. الازكّة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الاسلامي نموذجاً، (الصفحات 1-23). خميس مليانة الجزائر.
77. أيمن بوزانة ، و وفاء حمدوش. (2020). مساهمة الحلول الرقمية في تعزيز درجة الشمول المالي - تجربة كينيا نموذجاً - . مجلة كلية الاقتصاد للبحوث العلمية (6 ) عدد خاص بالمؤتمر الدولي الاول الافتراضي)).
78. بطاهر , ب & ., عقون , ع , (2018). ديسمبر 5-6. (الشمول الماليوسبل تعزيزه في اقتصاديات الدول - تجارب بعض الدول . مداخلة ضمن المنتدى الوطني حول: تعزيز الشمول المالي في الجزائر . خميس مليانة ,جامعة الجليلي بونعامة.
79. بلال شيخي، و علي العبسي. (2012). الاستثمار في الطاقات المتجددة كخيار إستراتيجي لتحقيق التنمية المستدامة. ملتقى دولي حول "إستراتيجيات الطاقات المتجددة و دورها في تحقيق التنمية المستدامة. جامعة بومرداس، الجزائر.
80. جازية حسيني. (2020). تعميم الخدمات المالية الرقمية لدعم الشمول المالي في الدول العربية. مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، 16(23)، الصفحات 97 - 114.
81. جبار بوكثير، و كوثر سهايلية. (جوان، 2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية (1999-2014). مجلة ميلاف للبحوث والدراسات(05).

82. جليل مونية. (2018). الاستثمار في الطاقات المتجددة و تحقيق التنمية المستدامة. الفكر القانوني والسياسي(4).
83. حاتم ناصح عادلة ، و عبد الخالق ياسين البدران. (تشرين الثاني, 2014). علاقة هيكل التمويل برمجية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2011/2004. مجلة العلوم الاقتصادية، 10(37).
84. حدة فروحات. (2012). الطاقات المتجددة كمدخل لتحقيق التنمية المستدامة في الجزائر - دراسة لواقع مشروع تطبيق الطاقة الشمسية في الجنوب الكبير. مجلة الباحث(11).
85. حمزة الزبيدي، و حسين سلامة. (2014). اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (م2007-م2003). مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد والإدارة، 28(1)، الصفحات 27-70.
86. حمزة شودار ، و عبد السلام حططاش. (2018). تحليل ظاهرة الرفع بين المؤسسات المتوافقة والغير متوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة حالة ماليزيا. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، 05(01).
87. رانية كوثر راجحي، و ابراهيم بومزايد. (2018). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. مجلة الباحث الاقتصادي، الصفحات 367-395.
88. رائد نصري ابو مؤنس، ماجد علي غيث، و عبد المعز عبد العزيز حريز. (مارس, 2019). التمويل الاسلامي الماهية الخصائص المعيارية دراسة تحليلية. جامعة فلسطين للأبحاث والدراسات، 9(1).
89. رائد نصري جميل ابو مؤنس، عبد المعز عبد العزيز حريز، و علي غيث مجدي. (مارس, 2019). التمويل الاسلامي الماهية والخصائص المعيارية دراسة تحليلية. مجلة جامعة فلسطين للأبحاث والدراسات، 09(01).
90. رايس حدة. (2018). الطاقة المتجددة خيار إستراتيجي لتحقيق التنمية المستدامة، مشروع تطبيق الطاقة الشمسية الفوتوفولطية في الجنوب الكبير بالجزائر. التنمية الاقتصادية، 3(6).

91. رتيبة عروب، و تسعديت بوسبعين. (23 افريل, 2012). أهمية تأهيل وتثمين الموارد المتاحة في تفعيل الايتراتيحيات الصناعية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر: حقائق وآفاق. مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الإستراتيجية الصناعية الجديدة في الجزائر. مستغانم، جامعة عبد الحميد ابن باديس ، الجزائر.
92. رشيد بطرفة، و عماد صغري. (2020). واقع الشمول المالي في المملكة العربية السعودية و آفاق تطويره. مجلة الدراسات متقدمة في المالية والمحاسبة.
93. رضوان العمار، و دانيا ابراهيم غيا. (2018). نظريات الهيكل التمويلي و اثرها على قيمة المنشأة (عرض وتحليل). مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية \_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 40(06).
94. رفيقة حروش. (2013). نحو إستراتيجية جديدة لاستقطاب الاستثمار الأجنبي في الجزائر. مجلة دراسات اقتصادية 22(22).
95. رفيقة صباغ ، و سليمة غرزي. (2020). الشمول المالي في الدول العربية ... واقع وآفاق. مجلة أبعاد اقتصادية، 10(02)، الصفحات 510-527.
96. رقية شرون . (2016). دور هيئة الرقابة الشرعية في اسواق راس المال الاسلامية -التجربة الماليزية-. الاجتهاد القضائي، 8(11)، الصفحات 37-54.
97. رمزي بودرجه . (2017). الطاقات المتجددة و دورها في تحقيق التنمية المستدامة -تجربة ألمانيا-. ميلان للبحوث و الدراسات(5).
98. زاوية لزهاري. (2019). عرض التجربة الإماراتية في مجال تطوير الطاقة المتجددة لتحقيق التنمية المستدامة. علوم الإدارة و الاقتصاد، 3(1).
99. سراح موصو، و نور الدين محرز. (جوان, 2021). اثر السلوك التمويلي على سياسة توزيع الارباح للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي Djia. العلوم الانسانية، 8(2).

100. سعاد يوسف، و عبد السلام مخلوفي. (مارس، 2017). دور الهندسة المالية الاسلامية في ابتكار منتجات مالية اسلامية. مجلة البشائر الاقتصادية، 3(1)، الصفحات 118-131.
101. سليم مجلخ، و وليد بشيشي. (2019). محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي var. مجلة دراسات اقتصادية، 6(1 جوان 2019).
102. سليمان كعون، و أحمد جاية. (2015). تجربة الجزائر في استغلال الطاقة الشمسية وطاقة الرياح. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية(14).
103. سماح طلحي، نسرين عوام، و نوفل بعلول. (2020). دور عقد الاستصناع في تمويل الصناعات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر. مجلة المنهل الاقتصادي، 3(01)، الصفحات 361-372.
104. سماي، ع &، قاضي، ع. (2020). واقع الشمول المالي في البنوك الإسلامية الجزائرية\_ دراسة حالة فرع بنك البركة بالبليدة. الملتقى الوطني الأول حول: تعزيز الشمول المالي في الجزائر آلية لدعم التنمية المستدامة. خميس مليانة، جامعة الجليلي بونعامة، الجزائر.
105. سمير عبد الله. (2016). الشمول المالي في فلسطين. معهد اجاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية.
106. صالح مفتاح، و مونية سلطان. (2013). الادوات المستخدمة في سوق الاوراق المالية الاسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا). اجاث اقتصادية وادارية، 13، الصفحات 270-294.
107. صبرينة عتروس، و سهيلة عتروس. (ديسمبر، 2015). واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الاسلامية. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات(2).
108. صبيحة بوخدوني، و الزهرة بن عاشور. (2020). سياسة التعليم عن بعد/0 ظل جائحة كوفيد - 19 دراسة تحليلية لتعليمات والقرارات الصادرة من وزارة التعليم العالي والبحث العلمي الجزائرية. مجلة مدارات سياسية، 4(4)، (2020).

109. صبيحة قاسم هاشم. (2015). نظريات هيكل التمويل الحديثة : تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الاجنبية. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، 83(21).
110. ضيف البشير فضيل . (2020). واقع وتحديات الشمول المالي في الجزائر. مجلة ادارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، 06(01)، الصفحات 471 - 485.
111. عادل محمد الصغير. (2010). المضاربة المشتركة من اهم صيغ التمويل الاسلامي. المؤتمر الخدمات المالية الاسلامية الثاني. طرابلس: اكااديمية الدراسات العليا.
112. عادلة حاتم ناصح، و عبد الخالق ياسين البدران. (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2011-2014. مجلة العلوم الاقتصادية، 10(37).
113. عبد الحليم عمار غربي. (2020). نحو إطار مفاهيمي للشمول المالي والمصرفي الاسلامي دراسة تحليلية لأبعاده ومؤثراته وتأثيراته. المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، 06(01)، الصفحات 07-41.
114. عبد الرحمن محمد سليمان رشوان، و خليل ابراهيم عبد الله شقفه. (2020). تحديات ومعوقات استخدام التعليم المحاسبي الإلكتروني في الجامعات الفلسطينية في ظل جائحة كورونا. مجلة الباحث الاقتصادي، 08(02) ديسمبر (2020).
115. عبد القادر بريس ، و عيسى بدروني. (2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية 2013(10)، الصفحات 12-22.
116. عبد القادر عبد الرحمان، و بن عودة حساني. (جوان، 2020). التمويل الاسلامي بين الالتزام بالضوابط وتحقيق الإيرادات. مجلة الاحياء، 20(25)، الصفحات 475-500.
117. عبد القادر لنصاري، عدنان محيريق ، و محمد فودوا. (2021). تأثير التمويل بصيغة السلم على ربحية البنوك الاسلامية -دراسة قياسية للبنوك الاسلامية الناشطة في السودان خلال الفترة Q4 2019- Q4 2013. مجلة ايليزا للبحوث والدراسات، 06(02)، الصفحات 321-338.

118. عبد الناصر براني، و سمير بركات . (2015). دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الاوراق المالية"سوق راس المال الاسلامي نموذجاً". *الشريعة والاقتصاد*، 10، الصفحات 374-342.
119. عبد الناصر رواجي. (2006). أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية. *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير*(6)، الصفحات 184-165.
120. عبد الوهاب دادان . (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي. *مجلة الباحث*(04).
121. عصام بوزيد، و عبد المجيد قدي . (2015). واقع توجه البنوك الاسلامية نحو تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر \_دراسة حالة بنك البركة الجزائري\_. *مجلة الباحث*(2015/15).
122. علاء عبد الحسين صالح الساعدي. (2012). هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه. *مجلة الاقتصاد الخليجي*، 23 (2012).
123. علاء الدين محمد علي مصلح. (2019). بيع السلم في المصارف الاسلامية ودوره في تطوير القطاع الزراعي -زيت الزيتون نموذجاً-. *مجلة الحقوق والحريات*، 05(02)، الصفحات 85-118.
124. علي طالم. (بلا تاريخ). الاستثمار في الطاقات المتجددة ضرورة حتمية لتحقيق التنمية المستدامة في الجزائر - الإشارة إلى واقع الطاقة الشمسية -. *الاقتصاد والتنمية البشرية*(8).
125. علي بن محمد، و عمر قمان. (2019). واقع الشمول المالي في العالم العربي في ضوء المؤشر المالي global index خلال الفترة 2011-2017 مع التركيز على الجزائر. *revue des reformes économiques et intégration en économie mondiale*(03).
126. علي بوعبد الله. (2015). تطور اصدار الصكوك المالية الاسلامية في بورصة ماليزيا. *العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*(14)، الصفحات 31-18.

127. غيث, ر. ن. (2019, 03). التمويل الإسلامي الماهية والخصائص المعيارية دراسة تحليلية بمجلة جامعة فلسطين للأبحاث والدراسات. (01)09 ,
128. فاروق بن بلاط، و عبد المجيد مباركية. (2022). أدوات معالجة التمويل قصير الأجل في المصارف الإسلامية -التمويل بصيغة السلم انموذجا-. مجلة الاحياء، 22(30)، الصفحات 593-612.
129. فاطمة محمد عسيري. (2020 , 09 30). أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية والقانونية، 4(11)، الصفحات 58-76.
130. فائزة بوساحة، و نعيمة يحياوي. (2020). سياسات إدارة راس المال العامل والربحية: دليل من شركات قطاع التعدين المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2018). مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، 14(1)، الصفحات 471-490.
131. لافي، م. ع & .مكي، ع. ح. (2014). التنوع الاقتصادي: مفهومه وأبعاده في بلدان الخليج وامكانية تحقيقه في العراق بمجلة الغرب للعلوم الاقتصادية والادارية. (31)8 ,
132. محمد بوطلاعة ، بخوش حسينة ساعد، و كريمة بوقرة. (جوان، 2020). واقع الشمول المالي وتحدياته -الأردن والجزائر نموذجا-. مجلة الاقتصاد المال والأعمال، 04(02).
133. محمد راتول، و محمد مداحي. (2012). صناعة الطاقات المتجددة بألمانيا و توجه الجزائر لمشاريع الطاقة المتجددة كمرحلة لتأمين إمدادات الطاقة الأحفورية و حماية البيئة -حالة مشروع ديزيرتاك-. الباحث(3).
134. محمد رتيعة. (2014). محددات النمو الاقتصادي في الدول العربية دراسة قياسية باستخدام نموذج تصحيح الخطأ للبنان الديناميكي. *Economie et statistique appliquée* 22)décembre (2014)، الصفحات 256-274.

135. محمد طالي، و محمد ساحل. (2008). أهمية الطاقة المتجددة في حماية البيئة لأجل التنمية المستدامة عرض تجربة المانيا. مجلة الباحث(06).
136. محمد عصمت بن حمو، و محمد رمضاني . (ديسمبر، 2015). بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة دراسة حالة شركة NCA-Rouiba. دفاتر ميكاس(11)، 379-359.
137. مريم لبوخ، و مصطفى بوشامة . (2019). التمويل العقاري الاسلامي للسكن: عقد الاستصناع نموذجا. دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، 11(4 أكتوبر)، الصفحات 319-309.
138. مسعود امير معيزة. (2016). نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير(16(2016)).
139. مليكة كركار . (2019). الشمول المالي : هدف استراتيجي لتحقيق الاستقرار المالي في الجزائر. مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 10(3)، الصفحات 362-377.
140. موسى باهي، و كمال رواينية. (2016). التنوع الاقتصادي كخيار استراتيجي حقيقة التنمية المستدامة في البلدان النفطية: حالة البلدان العربية المصدرة للنفط. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية(5ديسمبر 2016).
141. ناسيم & قصري. (2018). تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ضوء القانون الجديد 2017. مجلة منازعات الأعمال . Retrieved from <http://frssiwa.blogspot.com/2017/04/17-02.html>
142. ناصر سليمان. (2006). تجربة البنوك الإسلامية في الجزائر الواقع والآفاق من خلال دراسة تقييمية مختصرة. مجلة الباحث(04).
143. ناصر سليمان، و عواطف محسن. (2011). تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية. تم الاسترداد من <http://dspace.univ->



msila.dz:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/9243/3.pdf?sequence=1  
isAllowed=y&

144. نافذ فايز الهرش، و احمد فايز الهرش . (2019). التحديات المعاصرة التي تواجه المشتقات المالية الاسلامية في الاسواق. *journal of islamic economics and finance*, 2(5)، الصفحات 251-282. تم الاسترداد من [dergipark.gov.tr/jief](http://dergipark.gov.tr/jief)
145. نبيلة نورية. (2018). التنوع الاقتصادي والنمو المستدام في الدول النفطية دراسة حالة الجزائر. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية*، 02(العدد الاقتصادي 35).
146. نجاة كورتل. (2018). الاقتصاد الجزائري بين واقع الاقتصاد الريعي ورهانات التنوع الاقتصادي-دراسة تطبيقية لحساب مؤشر هيرفندال هيرشمان للفترة 2011-2017. *مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية* (52).
147. نصري جميل أبو مؤنس رائد ، عبد المعز عبد العزيز حريز، و مجدي علي غيث. (2019, 03). التمويل الإسلامي الماهية والخصائص المعيارية دراسة تحليلية. *مجلة جامعة فلسطين للأبحاث والدراسات*، 09(01).
148. نعيمة بارودي، و يوسف فيلاي. (2020). أثر الرفع المالي على ربحية سهم شركة المراعي خلال الفترة : 2005-2019: دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL. *مجلة الباحث الاقتصادي*، 08(13)، الصفحات 533-552.
149. هدى بدروني. (1, 2020). الاستثمار في الطاقات المتجددة و دوره في تحقيق ثنائية حماية البيئة لتحقيق التنمية المستدامة في الجزائر. *الريادة لاقتصاديات الجزائر*، 6(3).
150. هدى بدروني، و نصيرة قريش. (2015). أهمية الصكوك الاسلامية في سوق الاوراق المالية الاسلامية الماليزية \_دراسة قياسية\_. *ابعاد اقتصاد*، 5(1)، الصفحات 186-211.
151. هشام بحري. (2014). تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم. *مجلة العلوم الانسانية*، ب(42 - ديسمبر 2014)، الصفحات 89-105.

152. هشام معزوز، مريم حجلة، خديجة ملاوي، و فاتح لسود. (2020). واقع التعليم الجامعي عن بعد عبر الانترنت في ظل جائحة كورونا (دراسة ميدانية على عينة من الطلبة بالجامعات الجزائرية). مجلة مدارات سياسية، 4(4)، (2020).
153. وسيلة بوزمارن، و المهدي ناصر. (2017). تقويم تجربة ماليزيا في الاوراق المالية الاسلامية. الاقتصاد الجديد، 01(16)، الصفحات 41-50.
154. ياسين ضيف، و محمد زوزي . (2015). تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية، الصفحات 101-117.

المواقع الالكترونية:

1. Hove, L. V., & Dubus, A. (2019). M-PESA and Financial Inclusion in Kenya: Of Paying comes saving? *MDPI*, 568(11). Retrieved from [www.mdpi.com/journal/sustainability](http://www.mdpi.com/journal/sustainability)
2. <https://www.fedecardio.org/Les-maladies-cardio-vasculaires/Les-pathologies-cardio-vasculaires/zoom-sur-le-syndrome-metabolique>. (n.d.).
3. Hurlin, C. (s.d.). Ecole doctorale edocif: séminaire méthodologique. *L'économétrie des données de panel modèles linéaires simple*, 1-68. France. Consulté le 01 18, 2023, sur [https://www.academia.edu/37501749/Ecole\\_Doctorale\\_Edocif\\_LEconom%C3%A9trie\\_des\\_Donn%C3%A9es\\_de\\_Panel\\_Mod%C3%A8les\\_Lin%C3%A9aires\\_Simples](https://www.academia.edu/37501749/Ecole_Doctorale_Edocif_LEconom%C3%A9trie_des_Donn%C3%A9es_de_Panel_Mod%C3%A8les_Lin%C3%A9aires_Simples)
4. *ministère de l'industrie* . (2020). Retrieved from bulletins d'information statistique de la pme: <http://www.mdipi.gov.dz/?Bulletin-de-veille-statistique>
5. *securities comission malaysia*. (2022, 08 19). Retrieved from <https://www.sc.com.my/development/icm/shariah-compliant-securities/shariah-compliant-securities-screening-methodology>

6. Seth, S. (2022, 04 07). *investopedia*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/investing/market-capitalization-defined/>
7. Wei, B. (2020). COVID-19 and online teaching in higher education:A case study of Peking University. doi:10.1002/hbe2.191
8. *wikipedia (the free Encyclopédia)*. (2021, 08 10). Retrieved from [https://en.wikipedia.org/wiki/Tobin%27s\\_q](https://en.wikipedia.org/wiki/Tobin%27s_q)
9. اسلام عتوم. (02 09 ,2019). *Eعربي*. تم الاسترداد من <https://e3arabi.com/%D9%85%D8%A7%D9%84-%D9%88%D8%A3%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%84/%D8%A7/%D9%84%D8%B1%D8%A8%D8%AD%D9%8A%D8%A9>
10. تسعديت كلاليش. (بلا تاريخ). التنمية المستدامة كهدف للاستثمار في الطاقات المتجددة – الطاقة الشمسية – نمو دجا-. ملتقى وطني. تم الاسترداد من <https://univ-blida2.dz/eco/wpcontent/uploads/sites/23/2018/04/%D8%AA%D8%B3-%D8%B9%D8%AF%D9%8A%D8%AA>
11. علاء زكي. (13 02 ,2021). بيت. تم الاسترداد من <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/q/272430/%D9%85%D8%A7-%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%B1%D9%82-%D8%A8%D9%8A%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%A8%D8%AD-%D9%88-%D8%A7%D9%84%D8%B1%D8%A8%D8%AD%D9%8A%D8%A9>
12. للطاقة, و. ا. (20 03 ,2020). وكالة الدولية للطاقة Retrieved 16/12/2021, from [www.iea.org](http://www.iea.org)
13. مجد جرععلي. (11 ,2011). أهمية اعتماد الطاقة المتجددة و دورها في المحافظة على صحة الإنسان و البيئة . تاريخ الاسترداد 15 12 ,2021، من دراسات خضراء: <http://green-studies.com/2011/11/%D8%A3%D9%87%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D8%A5%D8%B9%D8%AA%D9%85%D8%A7%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D8%B7%D8%A7%D9%82%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AA%D8%AC%D8%AF%D8%AF>

%D8%A9-%D9%88%D8%AF%D9%88%D8%B1%D9%87%D8%A7-  
/%D9%81

.14 . مديرية الصناعة والمناجم المسيلة (2015). Retrieved 18 02, 2021, from

<https://dim-msila.dz/?p=73>

.15 . موضوع. (2020). تاريخ الاسترداد 2021/12/12، من [www.mawdoo3.com](http://www.mawdoo3.com)

#### التقارير:

1. (2021, 09 25). Retrieved from <https://globalfindex.worldbank.org/>
2. (2021, 09 25). Retrieved from <https://globalfindex.worldbank.org/>
3. AFI. (2010). Alliance for financial inclusion .
4. Internationale, A. C. (2014). Les coopératives et les objectifs du développement durable. *Alliance Coopérative Internationale*. Geneve, Suisse: Organisation internationale de travail.
5. Thomson reuters . (2021). *islamic finance development report*. Refinitiv.
6. الدولي, م. ا. (2005). تعزيز التنمية المستدامة لتحقيق سبل عيش مستدامة . مكتب العمل الدولي, جنيف.
7. القرار, ق. ش. (2012). تقرير التطورات الاقتصادية والاجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة- 2010-2005 . الامارات العربية المتحدة: وزارة الاقتصاد.
8. برنامج الأمم المتحدة للبيئة. (20 03 ,2020). برنامج الأمم المتحدة للبيئة. تم الاسترداد من [www.unep.org](http://www.unep.org)
9. ماس. (2015). تشجيع الاعتماد على مصادر الطاقات المتجددة .معهد أبحاث السياسات الاقتصادية.
10. مركز الدراسات والبحوث. (بلا تاريخ). اقتصاديات الطاقة الشمسية في المملكة العربية السعودية.

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق:

الملحق رقم 01: نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
lcap	2,964	12.50959	1.721716	8.727454	17.98385
tda	2,964	18.69344	15.0178	0	70.91
ltdc	2,964	12.22227	14.74271	0	101.62
prof	2,964	.1378036	.8127854	0	41.87
lsize	2,964	13.16123	1.487355	9.67269	18.09484
growth	2,964	.0620577	.2074	-.8219913	4.424697
tang	2,964	1.977192	7.784418	.0000715	87.99689

الملحق رقم 02: نتائج الارتباط بين المتغيرات

	lcap	tda	ltdc	prof	lsize	growth	tang
lcap	1.0000						
tda	0.0590	1.0000					
ltdc	0.2473	0.7501	1.0000				
prof	0.1535	-0.0623	-0.0212	1.0000			
lsize	0.8427	0.3423	0.4263	0.0897	1.0000		
growth	0.1175	0.0125	0.0365	0.0004	0.0525	1.0000	
tang	-0.1582	-0.0631	-0.0661	-0.0194	-0.1837	-0.0191	1.0000

الملحق رقم 03: نموذج الانحدار التجميعي

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2,964
Model	6874.46813	6	1145.74469	F(6, 2957)	=	1774.95
Residual	1908.76791	2,957	.645508257	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.7827
				Adj R-squared	=	0.7822
Total	8783.23605	2,963	2.96430511	Root MSE	=	.80344

lcap	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tda	-.0375634	.0014919	-25.18	0.000	-.0404888 -.0346381
ltdc	.0126073	.0015745	8.01	0.000	.0095201 .0156945
prof	.115688	.0183245	6.31	0.000	.0797578 .1516181
lsize	1.041243	.0112204	92.80	0.000	1.019243 1.063244
growth	.583198	.0712993	8.18	0.000	.4433968 .7229992
tang	-.0009078	.0019294	-0.47	0.638	-.0046909 .0028753
_cons	-.69669	.1436587	-4.85	0.000	-.9783711 -.4150089

الملحق رقم 04: نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: id  
 R-sq:  
 within = 0.4084  
 between = 0.8117  
 overall = 0.7738  
 corr(u\_i, Xb) = 0.2329  
 Number of obs = 2,964  
 Number of groups = 247  
 Obs per group:  
 min = 12  
 avg = 12.0  
 max = 12  
 F(6,2711) = 311.94  
 Prob > F = 0.0000

lcap	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tda	-.0227052	.0015492	-14.66	0.000	-.0257428	-.0196675
ltdc	.0010878	.0014419	0.75	0.451	-.0017395	.003915
prof	.0125862	.01044	1.21	0.228	-.007885	.0330573
lsize	.9479358	.0250595	37.83	0.000	.8987982	.9970735
growth	.2949745	.04063	7.26	0.000	.2153055	.3746434
tang	-.0010018	.0025703	-0.39	0.697	-.0060417	.0040382
_cons	.4266742	.3267457	1.31	0.192	-.2140217	1.06737
sigma_u	.7346016					
sigma_e	.42098382					
rho	.75277506	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(246, 2711) = 32.76 Prob > F = 0.0000

الملحق رقم 05: نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي

Random-effects GLS regression  
 Group variable: id  
 R-sq:  
 within = 0.4082  
 between = 0.8128  
 overall = 0.7748  
 corr(u\_i, X) = 0 (assumed)  
 Number of obs = 2,964  
 Number of groups = 247  
 Obs per group:  
 min = 12  
 avg = 12.0  
 max = 12  
 Wald chi2(6) = 3084.28  
 Prob > chi2 = 0.0000

lcap	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tda	-.024768	.0014885	-16.64	0.000	-.0276855	-.0218505
ltdc	.0024349	.0014056	1.73	0.083	-.0003199	.0051898
prof	.0175388	.0105171	1.67	0.095	-.0030743	.038152
lsize	.9925886	.0194362	51.07	0.000	.9544943	1.030683
growth	.2928893	.0406119	7.21	0.000	.2132914	.3724871
tang	-.0007954	.0023779	-0.33	0.738	-.005456	.0038653
_cons	-.1398757	.256141	-0.55	0.585	-.6419029	.3621515
sigma_u	.63492566					
sigma_e	.42098382					
rho	.69462403	(fraction of variance due to u_i)				

الملحق رقم 06: نتائج اختبار فيشر

F test that all  $u_i=0$ :  $F(246, 2711) = 33.68$

Prob > F = 0.0000

الملحق رقم 07: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$lcap[id,t] = Xb + u[id] + e[id,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
lcap	2.964305	1.721716
e	.1771752	.4209218
u	.4161127	.645068

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 8168.09

Prob > chibar2 = 0.0000

الملحق رقم 08: نتائج اختبار Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
tda	-.0227052	-.024768	.0020628	.0004292
ltdc	.0010878	.0024349	-.0013471	.0003214
prof	.0125862	.0175388	-.0049527	.
lsize	.9479358	.9925886	-.0446528	.0158181
growth	.2949745	.2928893	.0020852	.0012138
tang	-.0010018	-.0007954	-.0002064	.0009756

b = consistent under  $H_0$  and  $H_a$ ; obtained from xtreg

B = inconsistent under  $H_a$ , efficient under  $H_0$ ; obtained from xtreg

Test:  $H_0$ : difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 13.57$$

$$\text{Prob}>\chi^2 = 0.0348$$

( $V_b-V_B$  is not positive definite)



الملحق رقم 09: نتائج تقدير البانل الديناميكي باستخدام مقدر الفروق

Dynamic panel-data estimation, one-step difference GMM

Group variable: id	Number of obs	=	2470
Time variable : years	Number of groups	=	247
Number of instruments = 16	Obs per group: min	=	10
Wald chi2(6) = 301.78	avg	=	10.00
Prob > chi2 = 0.000	max	=	10

lcap	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lcap						
L1.	.4139316	.064767	6.39	0.000	.2869906	.5408727
tda	-.0112577	.0031121	-3.62	0.000	-.0173573	-.005158
ltdc	-.0028049	.0021353	-1.31	0.189	-.0069901	.0013803
prof	.0085252	.0048221	1.77	0.077	-.000926	.0179764
lsize	.4365594	.0816219	5.35	0.000	.2765835	.5965354
growth	.2365834	.0779616	3.03	0.002	.0837814	.3893854
tang	.00279	.0016397	1.70	0.089	-.0004237	.0060037

Instruments for first differences equation

Standard

D. (tda ltdc prof lsize growth tang)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/.) .L.lcap collapsed

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z =	-7.12	Pr > z =	0.000
Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z =	0.15	Pr > z =	0.881