

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم النسيير

الموضوع:

**نظرية الميزان التمويلي في إطار نظام المشاركة**

**دراسة تقييمية للميزان التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية**

من إعداد:

حططاش عبد السلام

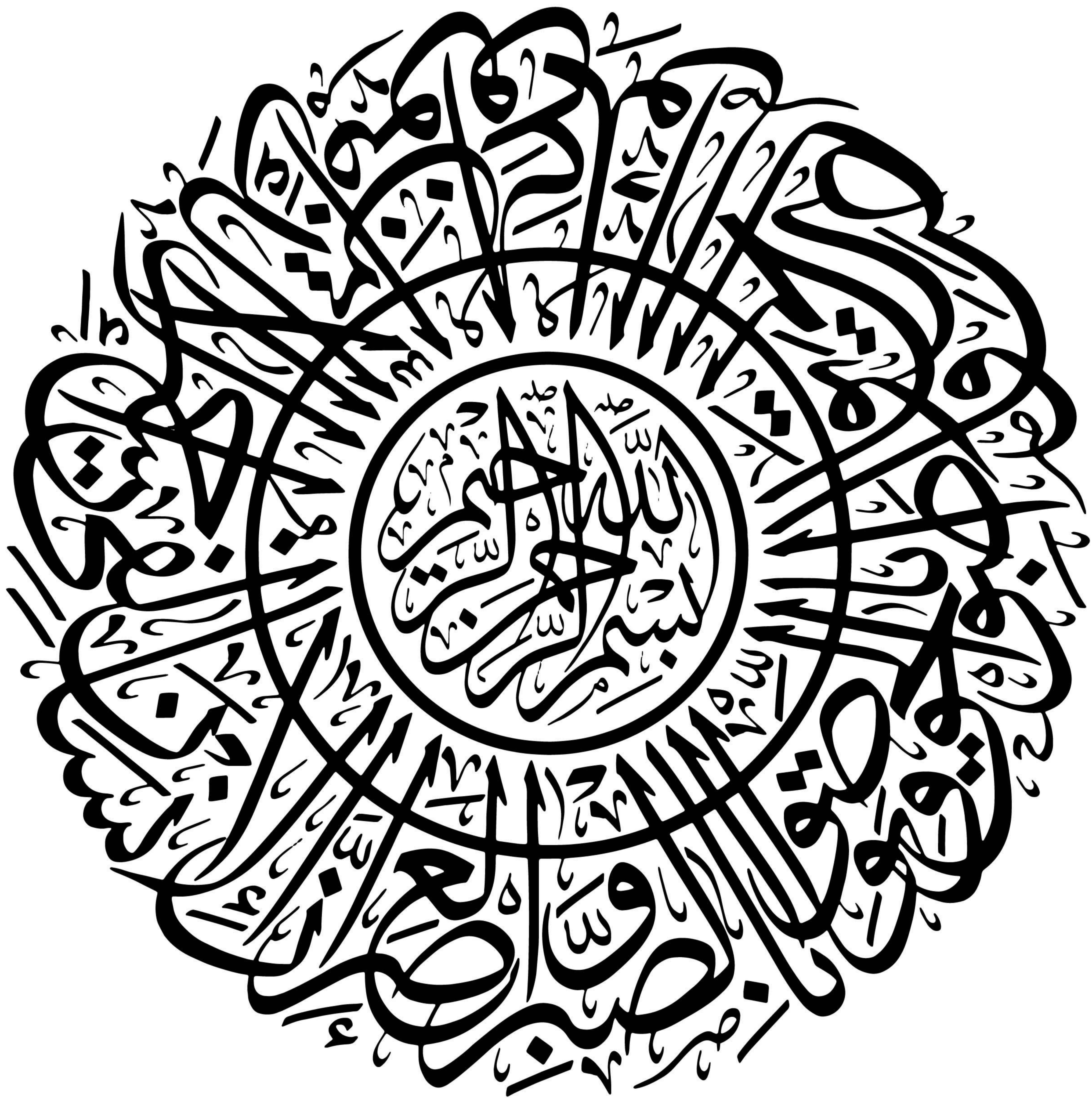
تحت إشراف:

أ.د. مقراني عبد الكريم

أعضاء لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الدرجة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د. ثابت محمد ناصر	أستاذ التعليم العالي	المدرسة العليا للتجارة	رئيسا
أ.د. مقراني عبد الكريم	أستاذ التعليم العالي	المدرسة العليا للتجارة	مشرفا ومقررا
أ.د. فرحي محمد	أستاذ التعليم العالي	المدرسة العليا للتجارة	عضوا مناقشا
أ.د. صالح صالح	أستاذ التعليم العالي	جامعة فرحات عباس، سطيف 1	عضوا مناقشا
أ.د. بالرقى تيجاني	أستاذ التعليم العالي	جامعة فرحات عباس، سطيف 1	عضوا مناقشا
د. بن منصور موسى	أستاذ محاضر أ	جامعة البشير الإبراهيمي	عضوا مناقشا

الموسم الجامعي: 2016 / 2017



إني رأيتُ أنَّه لا يكُفُّ إنسانٌ كُتُاباً في

يومه؛ إلا قال في غده: لو غيَّ هذا

لكان أحسن، ولو زيد كذا لكان

يُسَحَّسنُ، ولو قد مرَّ هذا لكان أفضل،

ولو تُركَ هذا لكان أجمل. هذا من

أعظم العيب، وهو دليلٌ على استيلاء

النقصِ على جملةِ البشرِ

عبد الرَّحيمِ بنِ عليِّ البَيْهَقانيِّ

# إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع:

إلى الوالدين الكريهين حفظهما الله و أطال في عمرهما

إلى زوجتي وولداي إياد ولؤي

إلى إخوتي و أخواتي

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل الأصدقاء

إلى كل من علمني ولو حرفا

إلى جميع زملائي وزميلاتي وكل من يعرفني.

# شكر و تقدير

الحمد لله الذي أنعم علينا بنعمة العلم، ووفقنا لإنجاز هذا العمل وإتمامه.  
أتقدم بالشكر الجزيل والتقدير الخالص والاحترام الفائق إلى كل من ساعدني من

قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل المتواضع، وأخص بالذكر:

✿ الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور مقراني عبد الكريم الذي لم يتوان في تقديم نصائحه وإرشاداته القيمة، وتفضل بالإشراف المتواصل على هذا العمل ومتابعته طيلة مدة إنجازه.

كما أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى:

✿ الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بتحمل عناء قراءة وتقييم هذا الجهد المتواضع، فشكرا لهم مرة أخرى؛

✿ الأستاذ المشرف المساعد بماليزيا، الدكتور ناصر يوسف، الذي ساهم بدوره في متابعة إنجاز هذا العمل، ويسرني الاستفادة من تربيص طويل المدى بماليزيا مكثني من الوقوف على واقع الصيرفة الإسلامية بهذا البلد، مما سهل علي إتمام جزء كبير من الأطروحة؛

✿ الدكتور مقلاتي عاشور، بجامعة مالايا بماليزيا، الذي يسر لنا استغلال قواعد البيانات القيّمة لهذه الجامعة العريقة، التي مكنتنا من الحصول على بيانات الجانب التطبيقي، وكذا دعوته لنا لحضور مجموعة من الدورات التكوينية التي أفادتنا أيّما إفادة في التحكم بالجوانب المنهجية، وأدوات الدراسة التطبيقية؛

✿ الإطارات والكوادر الجزائرية بمركزي البحث INCEIF و ISRA بماليزيا، وبالخصوص الدكاترة: احسن لحساسنة، السعيد بوهراوة، ويونس صوالحي، لما قدموه لنا من إرشادات ودعوات لحضور الملتقيات التي ينظمها المركز، وكذا إتاحة استخدام المكتبة وقواعد البيانات بالمركزين؛

✿ الإطارات والكوادر الجزائرية بالجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، وبالخصوص الدكتور البشير صوالحي والبروفيسور برغوث، لما لقيناه منهم من مساعدة ومتابعة في الجوانب الإدارية والعلمية بالجامعة؛

✿ طاقم وزارة التعليم العالي والبحث العلمي المشرفين على تسيير برامج التكوين الإقليمي بالخارج، والذين أمدونا بيد المساعدة في تجاوز مختلف العقبات الإدارية والاجرائية طيلة فترة التكوين؛

✿ الزملاء الأساتذة الذين لم يتوانوا عن المشاركة الفعالة في إنجاز هذه الأطروحة من خلال إمدادي بالمراجع و الكتب والأفكار التي كانت كلَّها تخدم الموضوع وتساعد على الإحاطة بمختلف جوانبه؛

✿ كل طاقم المدرسة العليا للتجارة: أساتذة، مسؤولين، عمال وإداريين، والذين لقيناه منهم كل المودة الاحترام ولم يبخلوا بأي مساعدة؛

✿ كل الذين ساعدونا من موظفي المكتبة و قاعة الدوريات بكلية العلوم

الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير بجامعة فرحات عباس، سطيف.1.

فارس المذنبات

الصفحة

الفهرس

	إهداء
	شكر وتقدير
I	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
VIII	فهرس الملاحق
أ-ي	الإطار العام للدراسة

**الفصل الأول: نظرية الهيكل الهالي في إطار النظام التقليدي**

02	تمهيد
----	-------

**المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة والتمويل**

03	المطلب الأول: مقدمة حول القيمة وأنواعها
10	المطلب الثاني: الرفع التشغيلي، المالي والمضاعف
22	المطلب الثالث: تكلفة الأموال

**المبحث الثاني: أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل النظام التقليدي**

42	المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل كمال السوق
55	المطلب الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل عدم كمال السوق

**المبحث الثالث: تأثير نظريات الوكالة، الإشارة والتمويل السلمي في اعتبار الهيكل المالي**

73	المطلب الأول: نظرية الوكالة
79	المطلب الثاني: نظرية الإشارة
80	المطلب الثالث: نظرية التمويل السلمي
83	خلاصة الفصل الأول

**الفصل الثاني: أسس ووبادئ التمويل في الاقتصاد الإسلامي وصيفه**

86	تمهيد
----	-------



## المبحث الأول: التمويل في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه

- المطلب الأول: ماهية التمويل في الاقتصاد الإسلامي وأنواع عوائده ..... 87
- المطلب الثاني: ضوابط التمويل في الاقتصاد الإسلامي ..... 91
- المطلب الثالث: مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي ..... 97

## المبحث الثاني: صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي

- المطلب الأول: صيغ التمويل المالي ..... 101
- المطلب الثاني: صيغ التمويل التجاري ..... 110
- المطلب الثالث: صيغة الاجارة ..... 118

## المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية وصيغها المبتكرة

- المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية ومكانتها في الصيرفة الإسلامية ..... 124
- المطلب الثاني: مراحل تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة ..... 128
- المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية ..... 129
- المطلب الرابع: المشتقات المالية في الاقتصاد الإسلامي ..... 145
- خلاصة الفصل الثاني ..... 166

## الفصل الثالث: الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي

- تمهيد ..... 168

## المبحث الأول: الحسم الزمني، تكلفة الأموال، والعائد والمخاطرة في الاقتصاد الإسلامي

- المطلب الأول: الحسم الزمني (القيمة الزمنية) للنقود ..... 169
- المطلب الثاني: الخصم من منظور الاقتصاد الإسلامي ..... 178
- المطلب الثالث: العائد والمخاطرة من منظور الاقتصاد الإسلامي ..... 198
- المطلب الرابع: تكلفة الأموال، معدل العائد ودرجة عدم التأكد ..... 212

## المبحث الثاني: صياغة الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي

- المطلب الأول: التمويل بالديون مقابل الأموال المملوكة في الاقتصاد الإسلامي ..... 220
- المطلب الثاني: العناصر المحددة للهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي ..... 228
- المطلب الثالث: الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي ..... 240

## المبحث الثالث: نظريات التوكالة، خصم نماذج المعلومات، والإشارة في الاقتصاد الإسلامي

247	المطلب الأول: نظرية الوكالة .....
250	المطلب الثاني: نظرية عدم تماثل المعلومات .....
254	المطلب الثالث: نظرية الإشارة في الاقتصاد الإسلامي .....
256	خلاصة الفصل الثالث .....

### الفصل الرابع: الإطار النهجي للدراسة التطبيقية

258	تمهيد .....
	<b>المبحث الأول: فرضيات ومنغبرأت الدراسة</b>
259	المطلب الأول: فرضيات الدراسة حول خصوصية المزيج التمويلي الإسلامي .....
260	المطلب الثاني: فرضيات الدراسة حول محددات الهيكل التمويلي .....
270	المطلب الثالث: توصيف النموذج الرياضي محددات الهيكل التمويلي .....
	<b>المبحث الثاني: عينة الدراسة وطريقة جمع البيانات ومعالجتها</b>
273	المطلب الأول: عينة الدراسة .....
280	المطلب الثاني: طريقة جمع البيانات ومعالجتها .....
	<b>المبحث الثالث: نماذج الدراسة ونقبات نتائج البيانات</b>
284	المطلب الأول: طرق أو نماذج الانحدار للبانل .....
290	المطلب الثاني: أنواع المقدرات .....
294	المطلب الثالث: اختبارات جودة النماذج الإحصائية .....
296	المطلب الرابع: معاملات قياس جودة المعنوية الإحصائية .....
299	خلاصة الفصل الرابع .....

### الفصل الخامس: عرض، تحليل وتفسير نتائج الدراسة

301	تمهيد .....
	<b>المبحث الأول: عرض ونتائج الدراسة بالنسبة لمحددات المزيج التمويلي</b>
302	المطلب الأول: التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة .....
304	المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج نموذج الانحدار التجميعي .....
312	المطلب الثالث: عرض وتحليل نتائج نموذج التأثير العشوائي .....
322	المطلب الرابع: عرض وتحليل نتائج نموذج التأثير الثابت .....

## المبحث الثاني: تفسير النتائج والالجابة على فرضيات الدراسة

330 ..... المطلب الأول: تفسير النتائج الخاصة بالمتغيرات الداخلية

336 ..... المطلب الثاني: تفسير النتائج الخاصة بالمتغيرات الخارجية

340 ..... المطلب الثالث: تفسير النتائج الخاصة بخصوصية المزيج التمويلي الإسلامي

## المبحث الثالث: نتائج التحليل القطاعي لمكونات الهيكل التمويلي

345 ..... المطلب الأول: جودة نتائج النماذج القطاعية من الناحية الإحصائية

356 ..... المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج معاملات المعادلات الخاصة بكل قطاع

365 ..... خلاصة الفصل الخامس

368 ..... الخاتمة العامة

374 ..... قائمة المراجع

387 ..... ملاحق المذكرة

فارس الجبال

فهرس الجدول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01-1	بيان تأثير الديون في زيادة العوائد المتوقعة وزيادة المخاطر	16
02-1	مثال حول تحديد القيمة السوقية للأسهم وفق مدخل صافي ربح العمليات	48
03-1	القيمة السوقية للأسهم تبعا لتغير نسبة الديون وفق مدخل صافي ربح العمليات	49
04-1	بيانات شركة غير دائنة (E) وأخرى تعتمد على الديون (D)	51
05-1	بيانات مخطط تمويل بدون ديون (E) وآخر بديون (D)	56
06-1	عوائد الممولين بين مخطط تمويل بدون ديون (E) وآخر بديون (D)	69
07-1	عوائد المقرضين والمساهمين في ظل وجود ضرائب شخصية	70
08-1	عوائد المقرضين والمساهمين مع فرض $T_s < TB$	71
01-2	أهم الفروقات بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي	99
02-2	أهم الفروقات بين السندات، الصكوك والأسهم	140
03-2	التكييف الشرعي للعلاقة بين أطراف الصكوك	144
01-3	مخاطر خاصة بالخدمات المالية الإسلامية	206
02-3	الخصائص المميزة لصيغ التمويل الإسلامية	219
03-3	خصائص الصيغ الإسلامية لتمويل المؤسسات	243
04-3	التكاليف المختلفة لصيغ التمويل الإسلامية	244
01-4	فرضيات الدراسة الخاصة بمحددات الهيكل التمويلي والنموذج الرياضي المستخدم	271
02-4	عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة قطاعيا للفترة 2005 – 2015	276
03-4	عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة في عينة الدراسة	277
04-4	مقطع توضيحي لشكل البيانات النهائية في اكسل قبل عملية التحويل في ستاتا	282
05-4	مثال توضيحي لشكل البيانات بعد إعادة التشكيل في ستاتا	282
06-4	علاقة النماذج بالمقدّرات من حيث الاتساق	294
01-5	وصف إحصائي لمتغيرات الدراسة	303
02-5	نموذج الانحدار لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	304
03-5	نموذج الانحدار لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال	307
04-5	نموذج الانحدار لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال	318
05-5	نموذج الانحدار لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	309
06-5	نتائج اختبار بورش بيغن	311

312	نمذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	07-5
315	نمذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال	08-5
317	نمذج التأثير العشوائي لنسبة الديون ط. الأجل إلى إجمالي رأس المال	09-5
318	نمذج التأثير العشوائي لنسبة الديون ط. الأجل إلى إجمالي الأصول.	10-5
320	فوارق المعاملات نمذجي التأثير العشوائي والثابت حسب اختبار هوسمان	11-5
321	نتائج اختبار هوسمان لنسب الرفع المستخدمة لقياس المتغير التابع	12-5
323	نمذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	13-5
325	نمذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال	14-5
327	نمذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال	15-5
331	معاملات المتغيرات الداخلية في نمذج التأثير الثابت	16-5
337	معاملات المتغيرات الخارجية في نمذج التأثير الثابت	17-5
341	متوسط نسب الرفع المالي سنويا	18-5
343	توليفة التمويل بالديون بين الطويلة والقصيرة الأجل	19-5
344	توليفة الديون إلى إجمالي رأس المال لسنوات الدراسة	20-5
346	المعالم الإحصائية للنماذج القطاعية للمتغير التابع (Lev1)	21-5
347	نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev1)	22-5
348	نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الخارجية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev1)	23-5
350	المعالم الإحصائية للنماذج القطاعية للمتغير التابع (Lev2)	24-5
351	نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev2)	25-5
352	نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الخارجية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev2)	26-5
353	المعالم الإحصائية للنماذج القطاعية للمتغير التابع (Lev3)	27-5
354	نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev3)	28-5
356	نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الخارجية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev3)	29-5
357	معاملات المتغيرات الداخلية وفق نمذج التأثير الثابت	30-5
363	معاملات المتغيرات الخارجية وفق نمذج التأثير الثابت	31-5

فارس الإسلام

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
21	الرفع التشغيلي، المالي، والكلي	01-1
32	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)	02-1
44	علاقة تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض وفق مدخل صافي الربح	03-1
45	علاقة نسبة الاقتراض بقيمة المنشأة وفق مدخل صافي الربح	04-1
46	علاقة تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض وفق المدخل التقليدي	05-1
47	علاقة نسبة الاقتراض بقيمة المنشأة وفق المدخل التقليدي	06-1
49	تكلفة الأموال وفق مدخل صافي ربح العمليات	07-1
54	علاقة عائد حقوق الملكية بنسبة الاقتراض في ظل النظرية الأولى	08-1
58	قيمة المنشأة في ظل وجود الضريبة	09-1
60	تكلفة الأموال في ظل وجود الضريبة	10-1
62	معدلات العائد المطلوبة في ظل وجود الإفلاس	11-1
64	الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكلفة الإفلاس	12-1
78	الهيكل المالي المثالي في ظل وجود تكلفة الوكالة	13-1
177	مثال حول الحيل المفضية للربا	01-3
245	مراحل تطور الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية.	02-3
274	تصنيف Thomson Reuters لأكثر الدول اهتماما بالبحث في مجال المالية الإسلامية (2013-2015)	01-4
290	المفاضلة بين طرق الانحدار المستخدمة في لوحة البيانات	02-4



فَلَمَّا رَأَىٰ أَن يُضَلَّىٰ أَنزَلَ رَبَّهُ قَوْلًا لِّمَن كَانَ بِهَذَا قُرْآنٍ مُّحْتَسِبٌ

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
387	مخرجات برنامج ستاتا لنتائج التحليل القطاعي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	01
392	مخرجات برنامج ستاتا لنتائج التحليل القطاعي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال	02
397	مخرجات برنامج ستاتا لنتائج التحليل القطاعي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال	03

الإيمان بالله واليومنة

## مقدمة

تسعى المؤسسات لتحقيق أهدافها المختلفة، والتي من أهمها ضمان استمرارها ونموها، إلى توظيف الأموال في اقتناء مجموعة أصول بقصد الحصول على إيرادات مستقبلية في إطار ما يعرف بقرارات الإنفاق الرأسمالي. هذه الأخيرة تكتسي أهمية بالغة نظرا لطابعها الاستراتيجي وتأثيرها الكبير على مستقبل المؤسسة؛ بحيث تتميز قرارات الإنفاق الرأسمالي بكونها قرارات بعيدة المدى ويمتد تأثيرها للعديد من السنوات.

إلا أن مهمة المؤسسة لا تتوقف عند تحديد المشاريع الاستثمارية المناسبة، بل عليها كذلك أن تبحث عن الموارد المالية التي تمكنها من تمويل استثماراتها. وهنا تجد المؤسسة نفسها أمام بدائل تمويلية عديدة، مما يطرح مشكلة اختيار أفضل الصيغ التمويلية لنشاطاتها، وبالتالي وجب عليها معرفة العناصر التي على أساسها تصل إلى اتخاذ القرار المناسب.

وفي سعيها لتحديد المصادر التي تعتمد عليها لتمويل أنشطتها الاستثمارية، ينبغي للمؤسسة أن تجيب أولا عما إذا كان لتفضيلها لصيغة بدل أخرى أثر على قيمة المؤسسة أم لا، ومعرفة إن كان هناك معايير ينبغي أن تحيط بها لتحديد أفضل الصيغ التمويلية الملائمة.

يعد اختيار المصادر التمويلية المناسبة من المواضيع التي حظيت بعناية خاصة من قبل كتاب الإدارة المالية، خصوصا بعد الأعمال التي قدمها كل من موجيليانى وميلر سنة 1958 حول مسألة حيادية الهيكل المالي، إذ اعتبرا في البداية أن قيمة المؤسسة تتأثر أساسا بمروددية الاستثمارات وليس بطبيعة المصادر التمويلية التي أعتد عليها لتمويل هذه الأخيرة، وبالتالي لا فرق بين أموال الملكية والقروض، ليعودا بعد ذلك ليؤكدوا أن التمويل عن طريق الاقتراض أفضل للمؤسسة من اعتمادها على أموال الملكية (إصدار أسهم، الخ)، إذا تم إسقاط فرض كمال السوق، لتتواصل بعد ذلك الأبحاث المتعلقة بإبراز مختلف العناصر المؤثرة على صياغة الهيكل المالي، وتبرز نظريات أخرى في هذا الإطار (نظرية الوكالة، نظرية الخيارات، نظرية أفضلية ترتيب مصادر التمويل- النظرية السلمية للتمويل-، الخ)، كلها ساهمت في بلورة نظرية الهيكل المالي في إطار النظام التقليدي.

إلا أن الملاحظ، أن نظرية الهيكل المالي – ومنذ حوالي نصف قرن- ركزت أساسا على مصدرين تمويليين وهما التمويل عن طريق الاقتراض (بإصدار سندات أو الحصول على قروض بفوائد)، أو التمويل عن

طريق إصدار أسهم، فكان النقاش متمحورا أساسا حول مدى أفضلية الاعتماد على الاقتراض بدلا من أموال الملكية.

لقد ركزت غالبية المدارس والمذاهب المالية التقليدية على بيان أهمية الاقتراض بفوائد في بناء الهيكل المالي للمؤسسة باعتباره مصدرا منخفض التكلفة مقارنة بباقي البدائل التمويلية، وذلك رغم إقرارهم بأن زيادة نسبة المديونية في الهيكل التمويلي تؤدي دائما إلى مخاطر تزيد من احتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وبالتالي ظهور تكاليف جديدة للاقتراض.

إن الأزمات المالية المتلاحقة أظهرت جليا مدى خطورة الاعتماد على الاستدانة بفوائد على المؤسسات خاصة، وعلى الاقتصاد عامة، ولعل الأزمة المالية العالمية التي عانى ومازال يعاني منها الاقتصاد العالمي لأكبر دليل على مدى الخراب المالي والاقتصادي الذي قد ينجم نتيجة التوسع في الاستدانة.

لقد كشفت الأزمات المالية والاقتصادية المتلاحقة أيضا أن المؤسسات الأقل تأثرا بها كانت تلك التي لم تتبن خيار الاقتراض، بل اعتمدت على سياسات وسبل تمويلية بديلة، كان من أهمها صيغ التمويل بالمشاركة التي تربط دائما الجوانب المالية بالجوانب الاقتصادية، وتقف ضد أي فصل كلي بينهما، وهذا ما دفع بالعديد من قادة العالم ومفكري الاقتصاد في عز الأزمة إلى ضرورة دراسة هذه البدائل وتشجيع الاعتماد عليها، وكان أبرزهم الرئيس الفرنسي ساركوزي آنذاك، إذ دعا صراحة إلى اللجوء إلى الصكوك المالية الإسلامية للتخفيف من حدة الأزمة، وهو ما استجابت له الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية، وهي أعلى هيئة رسمية تعنى بمراقبة نشاطات البنوك؛ إذ أصدرت قرارا يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل بنظام الصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية. كما دعا مجلس الشيوخ الفرنسي إلى ضم النظام المصرفي الإسلامي للنظام المصرفي في فرنسا، وقال المجلس في تقرير أعدته لجنة تُعنى بالشؤون المالية في المجلس أن النظام المصرفي الذي يعتمد على قواعد مستمدة من الشريعة الإسلامية مريح للجميع، سواء كانوا مسلمين أو غير مسلمين، وأكد التقرير الصادر عن اللجنة المالية لمراقبة الميزانية والحسابات الاقتصادية للدولة بالمجلس أن هذا النظام المصرفي الإسلامي الذي يعيش ازدهارا واضحا قابل للتطبيق في فرنسا.

إن التطورات التي عرفتتها صيغ التمويل بالمشاركة، والرواج الذي لقيته بتوفيرها لصيغ تتيح للمشروعات إمكانيات تمويل بعيدا عن الأساليب التمويلية التقليدية التي تقوم أساسا على أسعار الفائدة، والتي تجلت سلبياتها، تشكل حافزا من أجل تناولها بالدراسة ومحاولة معرفة مدى تأثير القيمة

السوقية للمنشأة بصيغ التمويل بالمشاركة، مع محاولة إبراز المحددات التي على أساسها يتم تفضيل صيغة عن أخرى.

إن خطورة الاعتماد على الاقتراض بفوائد كأهم مصدر من مصادر التمويل حسب النظرية المالية التقليدية المتعلقة بالهيكل التمويلي، مقابل بروز صيغ تمويلية بديلة في إطار نظام المشاركة، تبين ضرورة أن يتم إعادة صياغة نظرية الهيكل التمويلي ومراجعتها بعيدا عن هذه الأولوية التي منحت سابقا لهذا المصدر التمويلي، وعليه ينبغي البحث عن إيجاد صياغة جديدة للهيكل التمويلي للمؤسسة في إطار نظام المشاركة، ومعرفة الأسس والمحددات التي على أساسها يتم المفاضلة بين صيغ التمويل في هذا النظام، وما إن كان لطبيعة هذه المصادر أثر على قيمة المؤسسة.

## إشكالية البحث

بناء على ما تقدم، يمكن صياغة إشكالية البحث من خلال طرح سؤال محوري أساسي وهو:

**كيف يمكن إعادة صياغة نظرية الهيكل التمويلي في ظل نظام المشاركة؟**

هذا التساؤل الرئيسي يقودنا إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ❖ ما هي العناصر والمحددات التي على أساسها يتم اختيار هيكل تمويلي محدد في إطار هذا النظام؟
- ❖ ما هي خصوصية عملية المفاضلة بين صيغ التمويل بالمشاركة مقارنة بما توصلت إليه نظرية الهيكل التمويلي التقليدية؟

## فرضيات البحث

للإجابة على التساؤلات السابقة، تم وضع مجموعة من الفرضيات:

- تسعى الإدارة المالية لتغطية احتياجاتها التمويلية اعتمادا على مصادر مختلفة في إطار نظام المشاركة؛
- يعد اختيار المزيج التمويلي الملائم من العناصر المؤثرة على قيمة المؤسسة، لذا فالهيكل المالي في إطار نظام المشاركة ليس حياديا؛
- لكل مؤسسة مزيج تمويلي مناسب في ضوء مجموعة من العناصر المحددة له، وذلك اعتمادا على صيغ التمويل في إطار نظام المشاركة؛
- يختلف المزيج التمويلي الملائم من مؤسسة لأخرى وليس معياريا لكل المؤسسات.

## أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تناول مسألة حيادية الهيكل التمويلي من عدمها في إطار نظام المشاركة الذي يعتمد على صيغ تمويلية بديلة لسياسات الاقتراض التقليدية القائمة على الاستدانة مقابل دفع فوائد، مع محاولة إبراز الأسس التي تحكم عملية بناء الهيكل التمويلي المناسب في هذا النظام. كما سيتم نقد تلك الآراء والنظريات التي كانت تعتبر أن القروض هي أفضل بديل تمويلي يمكن اللجوء إليه، وبيان أوجه القصور والخلل التي تشوب هذا الرأي. كما سيتم إجراء مقارنات بين الأسس والمحددات التي تحكم عملية التمويل في النظامين السابقين (النظام التقليدي ونظام المشاركة)، ل يتم استنباط نقاط التلاقح والاختلاف بينهما من حيث كيفية صياغة الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسات.

كما يهدف البحث كذلك إلى بيان الاختلافات الجوهرية بين نظرية الهيكل التمويلي التقليدية وما توصلت إليه، وبين نظرية الهيكل التمويلي في نظام المشاركة ومعرفة ما يميز كلا منهما.

## خطة البحث

للإلمام بعناصر هذا الموضوع تم تقسيمه إلى جزء نظري وجزء تطبيقي.

◇ الجزء النظري: تضمن ثلاثة فصول:

- تناول الفصل الأول نظرية الهيكل المالي وذلك في ظل النظام التقليدي القائم أساساً على الاقتراض مقابل فوائد، حيث تم بداية تناول المفاهيم الأساسية حول القيمة والتمويل، ثم تم عرض مختلف النظريات والآراء حول تأثير الهيكل التمويلي على القيمة السوقية للمنشأة، وبيان العناصر التي أثرت في صياغة نظرية الهيكل المالي التقليدية، كعنصر الضرائب، تكلفة الإفلاس، والضريبة على دخول الأفراد، الخ، مع إبراز النظريات المفسرة للهيكل التمويلي، من خلال عرض مختلف الآراء والحجج التي أسست عليها كل منها.
- أما الفصل الثاني فخصص لبيان أسس ومبادئ التمويل في الاقتصاد الإسلامي وصيغته، حيث تم فيه التطرق للتمويل وضوابطه في الاقتصاد الإسلامي، مع إبراز مختلف الصيغ التمويلية في هذا النظام، وكذا بيان التطورات الحديثة في مجال الصيرفة الإسلامية في إطار الهندسة المالية الإسلامية ببيان مختلف الصيغ المبتكرة.
- وخصص الفصل الثالث لموضوع الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي؛ حيث تم فيه بيان وجهات نظر منظري الصيرفة الإسلامية إلى مسائل على علاقة بالهيكل التمويلي، خصوصاً مسائل الحسم الزمني للنقود، تكلفة الأموال، العائد والمخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، مع السعي لمعرفة

وتبيان أسس ومحددات صياغة الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي، وكذا إبراز خصوصية تأثير بعض النظريات مثل الوكالة، عدم تماثل المعلومات، والإشارة في الاقتصاد الإسلامي.

◇ أما الجزء التطبيقي فاحتوى على فصلين:

- خصص الفصل الأول منه (الفصل الرابع) للإطار المنهجي للدراسة التطبيقية؛ حيث تم فيه عرض فرضيات ومتغيرات الدراسة، وكذا توصيف النموذج الرياضي لمحددات الهيكل التمويلي، مع بيان طريقة جمع البيانات ومعالجتها وضبط عينة الدراسة، وكذا إبراز نماذج الدراسة وتقنيات تحليل البيانات، والاختبارات التي تسمح بمعرفة جودة النماذج الإحصائية والمفاضلة بينها.
- أما الفصل الأخير فخصص لعرض وتحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية؛ حيث تم فيه القيام بدراسة تحليلية تقييمية للهيكل المالي لعينة من الشركات الماليزية المتوافقة مع الشريعة، والتي تعتمد على صيغ التمويل في إطار نظام المشاركة، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2015، مع محاولة إبراز طبيعة العلاقة بين كل عنصر من العناصر المحددة للهيكل التمويلي ودرجة استنادة المؤسسة، وكذا تحديد العوامل الأكثر دلالة وتأثيراً على الهيكل التمويلي، مع إبراز التأثير القطاعي على النتائج.

## أهمية البحث

تتجلى أهمية هذا البحث في كونه من البحوث القليلة التي تحاول أن تتناول بالدراسة والتحليل مسألة حيادية الهيكل المالي من عدمها في إطار نظام المشاركة القائم على بدائل تمويلية تختلف من حيث المبدأ عن السبل التمويلية التقليدية، والتي كانت تتمحور أساساً حول الاقتراض بأشكاله المختلفة. هذا الخيار التمويلي لا نجده متاحاً في إطار نظام المشاركة؛ مما يعني أن أهم عنصر دار حوله النقاش منذ خمسينات القرن الماضي يُستثنى كخيار تمويلي ممكن، وفي ظل توفر صيغ تمويلية بديلة، وهو ما يستوجب إعادة صياغة نظرية الهيكل التمويلي من جديد لتتلاءم وخصوصية هذا النظام الذي بدأ يفرض نفسه مستفيداً من الانتكاسات المتوالية التي شهدتها، ولا يزال، النظام المالي العالمي بسبب المبالغة في الاستدانة واعتبار القروض أفضل الصيغ التمويلية التي تساهم في رقي وازدهار الاقتصاديات المعاصرة.

كما أن التطور والتوسع الملحوظ الذي شهدته صيغ التمويل في إطار نظام المشاركة يجعل من الضروري أن تواكب الدراسات النظرية والتطبيقية هذا النسق حتى يتم التحكم في مختلف جوانبه، بما يكفل لهذا النظام الاستمرارية والديمومة، من خلال توفير أسس وقواعد نظرية متينة، وهو ما يسعى إليه هذا البحث من خلال تغطية العجز المسجل في تناول مسألة حيادية صيغ التمويل في إطار نظام المشاركة



من عدمها، وكذا حصر المعايير والأسس التي يتم الاعتماد عليها في اختيار أفضل الصيغ التمويلية الممكنة في هذا النظام.

## الدراسات السابقة

لقد شهد موضوع نظرية الهيكل المالي اهتماماً بالغاً من قبل كتاب الإدارة المالية، كانت أبرز بداياته مع الأعمال التي قدمها كل من موجيليانى وميلر سنة 1958 حول حيادية الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وأن لا تأثير لقرارات التمويل على قرارات الاستثمار، ثم تلتها دراسة أخرى لهما في 1962 أقرت بوجود هيكل مالي أمثل، وأنه ينبغي لكل مؤسسة أن تبحث عن التركيبة الأفضل لمزيجها التمويلي وهذا بعد إسقاط فرض كمال السوق، والإقرار بأن وجود ضريبة على الدخل تلغي مسألة حيادية الهيكل المالي على قيمة المؤسسة بسبب انخفاض تكلفة الاقتراض، ليعود بعد ذلك ميرتون ميلر سنة 1977 ليؤكد مرة أخرى في مسألة وجود هيكل مالي أمثل والتي توصل إليها هو وزميله موجيليانى سنة 1962 بعدما أخذ بعين الاعتبار تأثير الضريبة على الدخل الفردي. ثم تلتها بعد ذلك مساهمات العديد من كتاب الإدارة المالية حاولت إبراز تأثير بعض العناصر والنظريات على صياغة الهيكل المالي المناسب ومنها نظرية الوكالة، الخيارات، الإشارة، نظرية أفضلية ترتيب مصادر التمويل، الخ.

لكن ما يلاحظ في هذا السياق هو قلة الكتابات التي تسعى لبلورة إطار نظري يتناول الموضوع في ظل نظام المشاركة القائم أساساً على استبعاد الاقتراض بفوائد كمصدر من مصادر التمويل، والذي تمحورت حوله أغلب الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، أما الكتابات التي تناولت الموضوع في إطار الاقتصاد الإسلامي، فركزت معظمها على جانب البنوك الإسلامية مانحة التمويل مقابل عدم تناول الموضوع من جانب المؤسسات طالبة التمويل في حدود علم الباحث. ومن هذه الدراسات نذكر:

- دراسة طارق القائد (Lama Tarek Al-Kayed)، سنة 2012، تحت عنوان: "Capital Structure and

### "Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality

الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه تناول صاحبها محددات الهيكل المالي والأداء في البنوك الإسلامية مركزاً على بيان الخليط المناسب بين الدين وحصص المساهمين. ومن خلال استخدام عينة مكونة من 85 بنك إسلامي والتي تغطي 91 نظام بنكي، توصل إلى أن أداء البنوك الإسلامية (ربحيتها) تستجيب إيجاباً للزيادة في حصص المساهمين متلائمة مع نظرية الإشارة، كما توصل إلى أن البنوك الإسلامية التي تتمتع بربح أكثر تعتمد على نسب دين أعلى.

وعليه فإن الدراسة ركزت على جانب البنوك الإسلامية مانحة التمويل بينما تتناول هذه الأطروحة مسألة الهيكل التمويلي من زاوية المؤسسات طالبة التمويل.

- دراسة فهيم خان (Fahim Khan)، سنة 1991، تحت عنوان: "Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques"

الدراسة عبارة عن مقال تناول العائد والمخاطرة للمفاضلة بين مختلف الصيغ التمويلية، وتوصل خان إلى أن المؤسسات التي تتميز مداخيلها بالنمو بثبات تميل إلى صيغ التمويل ذات العوائد الثابتة مما يمكنها من استثمار فائض العائد في تحفيز النمو. وعليه يعتبر موضوع هذا المقال جانب يسير مما تحاول هذه الدراسة التطرق إليه.

- دراسة شودري والسكران (Choudhury & Al-Sakran)، سنة 2001 بعنوان: "Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia"

الدراسة عبارة عن مقال تم فيه التركيز على بيان مزايا التمويل عن طريق الملكية في ظل الاقتصاد الإسلامي، باعتبارها الأفضل لهيكل تمويل المؤسسات، ليس لكونها تتوافق مع الشريعة الإسلامية فحسب، ولكن أيضا لكونها تحفز على تحريك عجلة النمو والانتاج وتسخير الموارد لتعود بالفائدة على المجتمع مركزين على الجانب القيمي للتمويل عن طريق صيغ الملكية من حيث كونها تخدم المجتمع ككل لا فئة الممولين فقط لكونها تضمن استقرار أسواق رأس المال وتقيها من الهزات العنيفة التي يتسبب فيها الإفراط في الاستدانة.

يتضح بذلك أن هذه الدراسة تتطرق لبعض العناصر التي سيتمحور حولها هذا البحث.

- دراسة نازم ذو القرنين ومريزة منحت (Nazam Dzolkarnaini & Marizah Minhat) سنة 2011، بعنوان: "In Search of a Theory of Corporate Financing and Islamic Financial Instruments"

الدراسة عبارة عن مقالة تطرق أصحابها لمدى استخدام صيغ التمويل الإسلامية في الهيكل المالي للمؤسسات غير المالية في عينة من 16 دولة يتم فيها التعامل بصيغ التمويل الإسلامية إلى جانب الصيغ التقليدية، وذلك بالاعتماد على التقارير المالية للفترة بين 2005-2009 لـ 20 مؤسسة الأولى في كل دولة شملتها الدراسة. وخلصا إلى بطء تغلغل صيغ التمويل الإسلامي في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية بحيث أن المؤسسات التي شملتها الدراسة لجأت للتمويل الإسلامي في نصف دول العينة فقط، كما أن نسب الاعتماد على التمويل الإسلامي في هذه المؤسسات مقارنة بالاعتماد على التمويل التقليدي ضعيفة، وذلك حسبهم

لأن صيغ التمويل الاسلامي أقل جاذبية للمؤسسات مقارنة بصيغ التمويل التقليدية داعين إلى ضرورة أن تركز الأبحاث على جانب طالبي الأموال لمعرفة أسباب ذلك.

إلا أن هذه الدراسة لم تركز على بيان المزيج من صيغ التمويل الاسلامي واكتفت بتصنيفها إلى صيغ تمويل إسلامية وغير إسلامية. بينما اهتمامنا منصب على معرفة طبيعة المزيج التمويلي الاسلامي المعتمد وفهم تركيبته ومحدداته.

- دراسة أحمد حبيب (Ahmed Habib) سنة 2007 بعنوان: " Issues in Islamic Finance: Capitals Structure in firms":

تعد أبرز مساهمة في مجال بناء الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تتمول بصيغ التمويل الإسلامي، حيث توصل أحمد حبيب إلى أن الهيكل التمويلي للمؤسسة في إطار الاقتصاد الاسلامي يتفاعل مع مجموعة من العوامل أبرزها: الحجم، قابلية النمو، نسبة الأصول الثابتة وبيانات المؤسسة، وخلص إلى ترتيب الحصول على الأموال بطريقة تتماشى مع النظرية السلمية للتمويل، حيث رتبها حسب الأولوية بدءاً بالأموال الخاصة والأرباح المحتجزة، ثم المصادر الخارجية بدءاً بالديون (عن طريق الاجارة أو المربحة) لتأتي بعدها أسهم المضاربة وبعدها أسهم المشاركة.

رغم ما قدمته هذه الدراسة من تأصيل نظري لبناء الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي إلا أنها لم تتناول بالدراسة كل النظريات المفسرة للهيكل المالي وركزت فقط على النظرية السلمية للتمويل، كما أنها دراسة نظرية لم يتم اختبارها من خلال دراسة تطبيقية. علاوة على أنها تضمنت بعض المحددات التي يمكن لها نظرياً التأثير على طبيعة المزيج التمويلي، بينما أهملت أخرى خاصة بالمحددات الخارجية، لذلك يمكن اعتبار محتوى هذه الدراسة كجزء من العناصر المراد تناولها في هذه الأطروحة.

انطلاقاً من هذا العرض للدراسات السابقة، يمكن اعتبار هذا البحث من البحوث القليلة النادرة التي تسعى للتأسيس النظري للموضوع، ومحاولة بلورة تصور لكيفية تحديد المزيج التمويلي للمؤسسات التي تستثنى الاقتراض بفوائد كمصدر يمكن الاعتماد عليه وتعتمد على صيغ تمويلية بديلة متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

## دوافع اختيار الموضوع

هناك العديد من الأسباب التي دفعت الباحث لاختيار هذا الموضوع، ولكن يمكن إبراز أهمها فيما

يلي:

- بحكم الاطلاع والإلمام المسبق بإشكالية الموضوع، إذ كانت محل دراسة وبحث في الماجستير، أين تم التركيز على الموضوع في إطاره التقليدي القائم على الاعتماد أساسا على الافتراض بفوائد كأهم مصدر تمويلي للمؤسسة، بينما اصطدم الباحث بغياب دراسات محكمة للموضوع في ظل اقتصاد المشاركة، وهو ما كان حافزا لمواصلة البحث فيه بالتركيز على نظام المشاركة والسعي لتوفير إطار نظري وعملي يغطي العجز المسجل في هذا الميدان؛

- لقد ركزت غالبية الكتب التي تناولت مختلف صيغ التمويل بالمشاركة على تعريف كل منها وبيان خصوصية كل منها، بينما لم تشر لا من قريب ولا من بعيد إلى بيان العناصر المحددة للتوليفة المثلى للتمويل وما إن كان لطبيعة المصادر المعتمد عليها تأثير على قيمة المؤسسة السوقية أم لا، كما لم تتناول بالدراسة والبحث المحددات والأسس التي ترشد المؤسسة إلى الاتجاه لتفضيل صيغة تمويلية معينة بدلا من أخرى، لذلك سيسعى الباحث إلى محالة التأسيس النظري لهذا الموضوع، ومحاولة تحديد قواعد وأسس تعتمد عليها المؤسسات في توفير احتياجاتها التمويلية في إطار نظام المشاركة.

## منهج البحث

لمعالجة مختلف جوانب الموضوع بشكل جيد، سيتم الاعتماد على مناهج مختلفة حسب طبيعة العناصر المراد معالجتها، بحيث سيستخدم المنهج الوصفي التحليلي في التعريف بالموضوع والإحاطة بمختلف الجوانب التي تسهل فهمه واستيعابه، المنهج الاستنباطي من خلال العرض والتحليل لما هو متوفر من معلومات، ومحاولة بناء واستخلاص نتائج من خلال استنباط الأحكام والقواعد التي تحكم عملية اختيار الصيغ التمويلية المناسبة، إضافة إلى المنهج المقارن المستخدم من أجل بيان أوجه التشابه والاختلاف بين النظام التقليدي ونظام المشاركة. كما تم الاعتماد كذلك على منهج دراسة الحالة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي.

## صعوبات البحث

رافق إنجاز هذه الدراسة جملة من الصعوبات يمكن حصر أهمها فيما يلي:

بالنسبة للجانب النظري فهناك مشكلة قلة الكتب والمراجع التي تتطرق إلى الإشكالية المدروسة في ظل اقتصاد يستثني الاقتراض بفوائد كمصدر تمويلي ممكن، ويعتمد أساساً على صيغ التمويل بالمشاركة. ففي حين كانت هناك العديد من الكتابات في الموضوع بالنسبة للاقتصاد التقليدي، نجد أن أغلب من كتبوا في التمويل بالمشاركة ركزوا على تعداد الصيغ المختلفة وبيان خصائص كل منها، في حين لم يتطرقوا إلى قضية أسس ومحددات المفاضلة بينها كما أن الدراسات القليلة التي تناولت مسألة محددات الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامية تناولته من زاوية البنوك الإسلامية مانحة التمويل وليس من جانب المؤسسات طالبة التمويل.

أما في الجانب التطبيقي، فتميز بصعوبات في الحصول على كافة المعلومات التي تسمح بإجراء تقييم دقيق للهيكل المالية للمؤسسات المشمولة بالدراسة، مع صعوبة في تحديد المؤسسات المصنفة ضمن المتوافقة مع الشريعة طيلة فترة الدراسة، حيث تطلب ذلك معالجة بيانات الإصدارات الدورية للمجلس الاستشاري الشرعي التابع للبنك المركزي الماليزي نظراً لورودها بصيغة لا تسمح باستخلاصها مباشرة.

الفصل الأول : نظرية الأبطال المألوف في إطار

النظام النقابي

## الفصل الأول: نظرية الهيكل المالي في إطار النظام التقليدي

### تقديم

إنّ أيّ دارس لموضوع الهيكل التمويلي ومحدداته وأثره على قيمة المنشأة في إطار نظام المشاركة مطالب بالإلمام أولاً بالخلفية النظرية للموضوع في إطار النظام التقليدي، على اعتبار أن أول ما طرح الموضوع كان في تتبع أثر تغيير المزيج التمويلي بين الاقتراض بفوائد بصيغه المختلفة والأموال المملوكة على قيمة المؤسسة، لتتوالى الإسهامات النظرية من مختلف كتاب الإدارة المالية خلال القرن الماضي بعدما أثار موجيليانى وميلر لأول مرة سنة 1958 مسألة حيادية الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

سيتم من خلال هذا الفصل التطرق للمفاهيم الأساسية المتعلقة بالقيمة وطرق قياسها، وكذا الخصائص المميزة التمويل، ثم التطرق لمختلف النظريات التي تناولت مسألة حيادية الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من عدمه بمعنى إن كان لتغير طبيعة المزيج التمويلي أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وكذا بيان المحددات التي تؤثر في طبيعة هذا المزيج وهذا في ظل النظام التقليدي القائم على الاقتراض مقابل فوائد كبديل تمويلي لنشاط المؤسسة.

وعليه سيتضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث، يخصص الأول للمفاهيم الأساسية حول القيمة والتمويل وعناصر الهيكل المالي، بينما سيخصص الثاني لبيان أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل النظام التقليدي، أما الثالث فيتم فيه بيان إسهامات بعض النظريات في تفسير وصياغة المزيج التمويلي.

بناء على ما تقدم، ستكون خطة الفصل كما يلي:

**المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة والتمويل**

**المبحث الثاني: أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل النظام التقليدي**

**المبحث الثالث: تأثير نظريات التكلفة، الإشارة والتمويل السليم في اعتبار الهيكل المالي**

## البحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة والتمويل

تعد قيمة المؤسسة من المسائل الجوهرية لمسيرها، ذلك أن تعظيم القيمة للملاك يعتبر الهدف الأول الذي يسعون لتحقيقه، مما يستوجب معرفة العناصر التي تؤثر في تحديدها، بما فيها طبيعة الخيارات والبدائل التمويلية المعتمد عليها. وعليه سيتم في هذا المبحث تناول القيمة وأهميتها وأنواعها في مطلب أول، بينما سيتم في المطلب الثاني تناول كل من الرّفْع المالي، التشغيلي، والمضاعف مع بيان تأثيرها على القرارات التمويلية، أما الثالث فيتعلق بتكلفة الأموال وكيفية حسابها.

وعليه يتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

المطلب الأول: مقبلة حول القيمة وأنواعها

المطلب الثاني: الرّفْع التشغيلي، المالي، والمضاعف

المطلب الثالث: تكلفة الأموال

### المطلب الأول: مقبلة حول القيمة وأنواعها

تعتبر قدرة وقابلية المنشآت على خلق القيمة لملاكها ومقدار هذه القيمة من أهم المعايير على الإطلاق في الحكم على أدائها، وهذا لكونها تأخذ بعين الاعتبار الاهتمامات المستقبلية بعيدة المدى لحملة أوراقها المالية، كما أن المنافسة بين مختلف المنشآت والقائمة على القيمة تضمن أن رأس المال البشري والموارد الطبيعية وغيرها تستخدم بفعالية في الاقتصاد مؤدية بذلك لتحقيق مستوى الرفاهية المنشود لكافة الأفراد.

ينص مبدأ خلق القيمة على أن تقوم المنشآت باستثمار رؤوس الأموال لخلق تدفقات نقدية مستقبلية بمعدلات عائد تفوق تكلفة الأموال (معدل العائد المطلوب من الممولين لقاء توظيف أموالهم). وتعد المزاجية بين النمو والعائد على رؤوس الأموال المستثمرة (Return on Invested Capital ROIC) بالمقارنة مع تكلفتها من أهم محددات القيمة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Tim Koller, Marc Goedhait, David Wessels, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons, 5<sup>th</sup> Ed., New York, 2010, P. 4.



وعليه تبرز طبيعة العلاقة الوطيدة بين قيمة المؤسسة والخيارات التمويلية المعتمد عليها؛ فمعدل العائد المطالب به من قبل ممولي المؤسسة يختلف من مصدر تمويلي لآخر مما يعني أن تغيير طبيعة المزيج التمويلي يفترض أن يؤثر على قيمة المؤسسة.

هذا التحليل الأولي لطبيعة العلاقة بين قيمة المؤسسة ومزيجها التمويلي على بساطته، إلا أنه لا يعكس طبيعة الجدل القائم حول هذا الموضوع بين مختلف الكتاب والمتخصصين وكذا النظريات المفسرة لمدى تأثير الخيارات التمويلية على قيمة المؤسسة كما سيتم تفصيله في المباحث اللاحقة لهذا الفصل. هذا الاختلاف في طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة يقابله تأكيد على أهمية هذه الأخيرة؛ ذلك أن إهمال عملية التقييم وعناصر خلق القيمة تؤدي إلى نتائج كارثية على المؤسسة وعلى الاقتصاد بصفة عامة.

### الفرع الأول: نتائج إهمال عملية التقييم

إن إهمال أو غياب الفهم الصحيح أو التطبيق الصحيح لمبادئ التقييم أدى ويؤدي إلى العديد من النتائج السلبية والتي منها مختلف الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد، مثل موجة عملية الاستحواذ اللاعقلانية في أمريكا خلال الثمانينات، الفقاعة الاقتصادية اليابانية لسنوات التسعينات، الأزمة الجنوب آسيوية لسنة 1998، فقاعة الأنترنت بداية الألفية الحالية، والأزمة الاقتصادية العالمية التي بدأت سنة 2007، كل هذه الأزمات كان من أبرز أسبابها إهمال وتجاوز المبادئ الأساسية للتقييم، كما سيتبين من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

#### أولاً: فقاعات الأسواق (Market Bubbles)

خلال فترة فقاعة الانترنت، غفل العديد من المسيرين والمستثمرين عما يحدد العائد على الأموال المستثمرة؛ فارتفعت مثلاً الرسمة السوقية لشركة Netscape للاتصالات عندما قررت التوجه نحو الاكتتاب العام سنة 1995 لأكثر من 6 ملايين دولار، مقابل أرباح سنوية لا تتعدى 85 مليون دولار فقط! مما دفع في تلك الحقبة للاعتقاد بأن الانترنت يمكنها أن تغير الطرق المعروفة لخلق القيمة، وهو ما دفع باقي شركات التكنولوجيات الحديثة للتهافت على الاكتتاب العام، إذ شهدت سنتي 1999 و2000 أكثر من 4700

<sup>1</sup> للمزيد، راجع:

- Michael L. Lemmon, Karl V. Lins, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence From the East Asian Financial Crisis, The Journal of Finance, Vol. 58, I. 4, 2003, PP. 1445-1468.

- Tim Koller et al., Op. Cit, PP. 5-10.

شركة فتحت رأسمالها للاكتتاب العام في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، محققة ملايين الدولارات كارتفاع لرسمتها السوقية.<sup>1</sup>

وخلال هذه الحقبة تناسى الكثير من المدراء التنفيذيين والمستثمرين أو رموا جانبا القواعد الأساسية لعلم الاقتصاد جاعلين لشركات الأنترنت قانونها الخاص والذي استند إلى ما عرف آنذاك بـ "Network Effects".

لعل أهم خطأ وقع تلك الفترة هو التعميم الذي حصل لبعض التجارب الناجحة كتجربة مايكروسوفت على جميع المؤسسات العاملة في قطاع التكنولوجيا، متناسين صعوبة أن تحقق كل هذه المؤسسات عوائد على رأس المال في حدود 45% والتي شاعت في تلك الفترة، خصوصا في ظل المنافسة الشرسية بين مؤسسات وشركات الاتصالات والتكنولوجيات الحديثة، وكذا صعوبة استدامة الميزة التنافسية لأطول فترة ممكنة.

لعل أهم ما يستخلص من فقاعة الأنترنت أنه ورغم حقيقة كون الأنترنت أحدثت ثورة في الاقتصاد إلا أنها لم ولا تستطيع تجاهل وإلغاء قواعد علم الاقتصاد وبالخصوص قواعد المنافسة وخلق القيمة.

#### ثانيا: الأزمات الاقتصادية

خلال الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة والتي بدأت معالمها تتجلى سنة 2007، تناست البنوك والمستثمرون مبدأ انحفاظ القيمة؛ فقام خلال هذه الفترة الأفراد والمضاربون بشراء المنازل التي تعد أصولا غير سائلة (تتطلب وقتا لبيعها وتسييلها)، هاته الأخيرة تم رهنها على أساس أسعار فائدة مخادعة وغير حقيقية بمستوياتها المتدنية جدا خلال السنوات القليلة الأولى والتي سجلت فيما بعد ارتفاعا سنويا ملحوظا، متزامنة مع حلول آجال استحقاقها، ومما عقد وزاد من حدة الأزمة قيام البنوك بتغليف هذه الديون عالية المخاطر بإصدار أوراق مالية طويلة المدى وبيعها للمستثمرين. هذه الإصدارات بدورها كانت قليلة السيولة، إلا أن مشتريها من بنوك أخرى وصناديق التحوط استخدموا قروضا قصيرة المدى لتمويل عملية شرائها، والذي حدث أنه بعد ارتفاع معدلات الفائدة، ارتفعت الفائدة على قروض المنازل فلم يستطع الكثير منهم سداد ما عليهم، فأدى ذلك إلى انهيار سوق العقار، وانخفاض القيمة البيعية للمنازل لأقل من قيمة القروض الممنوحة على أساس رهنها مما جعل ملاك البيوت غير قادرين لا على سداد

<sup>1</sup> Tim Koller et al., Op. Cit, P. 6.

قروضهم ولا على بيع منازلهم لسدادها. هذا الوضع أدى بالبنوك إلى التخلص الجماعي من سندات الرهن المسمومة وهو ما دفع لانخفاض قيمتها مما تسبب في إفلاس العديد من كبار البنوك.

يحللنا هذا العرض المختصر للأزمة إلى نوعين أساسيين من القرارات الخاطئة من قبل الفاعلين في السوق العقاري:<sup>1</sup>

- افتراض أن توريق القروض عالية المخاطر على المنازل يزيد من قيمة هذه القروض بسبب تخفيضها للمخاطر على الأصول (المنازل)، وهو ما يتناقض مع مبدأ انحفاظ القيمة؛ فالتدفقات الاجمالية الناتجة عن قروض المنازل لم تزد بعملية التوريق مما يعنى أنها لم تخلق قيمة. كما أن المخاطر لم تنخفض ولكن عملية التوريق سمحت فقط بنقلها لملاك آخرين.

- الخلل الثاني تمثل في الاعتقاد أن استخدام الرافعة المالية لتمويل الاستثمارات بإمكانها في حد ذاتها خلق القيمة وهذا غير صحيح على اعتبار أنها لا تزيد من حجم التدفقات النقدية المتولدة عن المشروع. بل يذهب الكثير من الاقتصاديين إلى القول بأن ظاهرة الاستخدام المفرط للمالي هو القاسم المشترك لأغلب الأزمات المالية، إلى جانب استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل أصول واستثمارات قليلة السيولة.

إن تفادي الأزمات والفقاعات كالتى سبق ذكرها في المستقبل يتطلب إعادة إعمال القواعد الأساسية للاقتصاد، لا مراجعتها؛ إن قيام المستثمرين والمقرضين بتقييم الاستثمارات والقروض على أساس مبادئ خلق القيمة ومتطلباتها يجعل من أسعارها تعكس لا محالة المخاطر الحقيقية التي تتضمنها مختلف المعاملات.

### الفرع الثاني: أنواع القيمة

للقيمة العديد من المعاني، وتختلف من شخص لآخر، بل وحتى لنفس الشخص، وذلك باختلاف المغزى والهدف من التقييم، ولن تتم العملية. وعليه فمن دون تحديد المعنى الدقيق للكلمة، فإن النتائج والاستنتاجات المتوصل إليها من عملية التقييم تكون بلا معنى. إذ قبل البدء في العملية، ينبغي أولاً تحديد الهدف المنشود منها، وطبيعة القيمة المراد تحديدها.

هناك 5 أنواع رئيسية للتقييم يمكن تلخيصها كما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Robert J. Shiller, The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do About It, 1st Ed., Princeton University Press, 2008, PP. 16-20.

**أولاً: القيمة السوقية العادلة (Fair Market Value)**

يعتبر هذا المفهوم الأكثر شيوعاً وقبولاً، والمعتمد قانوناً في العديد من مؤسسات التقييم. وتعني القيمة وفق هذا المنظور المبلغ الذي تنتقل بموجبه الملكية من راغب في البيع لراغب في الشراء في غياب أي عامل إكراه للطرفين مع امتلاكهما الدراية الكافية بالأصل محل التبادل. ويستخدم هذا التعريف غالباً في الأمور الجبائية.

**ثانياً: القيمة الاستثمارية (Investment Value)**

وتعني القيمة لمستثمر ما أو مجموعة مستثمرين والمحددة بناء على المتطلبات والتوقعات الفردية لهذا المستثمر (أو المستثمرين) من الاستثمار محل التقييم، وبهذا يتضح أن القيمة الاستثمارية يتدخل في تحديدها الحكم الفردي للمستثمر على خلاف القيمة السوقية، كما أنهما يختلفان كذلك في:<sup>2</sup>

- تحديد القوة الإيرادية المستقبلية للمشروع؛
- تحديد درجة المخاطر ومعدل العائد المطلوب؛
- تحديد تكلفة التمويل وتقدير الأعباء الجبائية.

**ثالثاً: القيمة الكامنة (Intrinsic/Fundamental Value)**

تحدد القيمة الكامنة للاستثمار على أساس تقييم مختلف المتغيرات الخاصة به، والتي من أهمها العوائد المتوقعة إلى جانب توزيعات الأرباح، هيكل رأس المال، جودة التسيير، وغيرها. بمعنى أن القيمة الكامنة تتحدد وفقاً للتحليل الأساسي لمختلف المتغيرات.

وبلغة الأسواق المالية، فإن القيمة الكامنة تتحدد من التوزيعات المستقبلية للأرباح والمحددة على أساس العوائد المتوقعة التي يتم خصمها لتحديد القيمة الحالية للأصل، فإن كان الأصل يتداول بقيمة أقل منها (من القيمة الحالية المخصومة)، فالقرار هو الشراء، والعكس إذا كان السعر السوقي للأصل أعلى من القيمة الكامنة (أي القرار يكون بيع الأصل).

<sup>1</sup> للمزيد من التفاصيل حول أنواع القيمة، راجع:

- Hitchner, Financial Valuation: Application and Models, John Wiley & Sons, 3<sup>rd</sup> Ed. USA, 2011, PP. 3-6;

-Shannon P, Pratt, Alina V Niculita, Valuing a Business, Mc Graw Hill, 5<sup>th</sup> Ed., USA, 2008, PP. 41-46.

<sup>2</sup> Shannon P. Pratt, Business Valuation: Discounts and Premiums, John Wiley & Sons, Inc., 2<sup>nd</sup> Ed., New Jersey, 2009, P. 11.

#### رابعاً: القيمة العادلة لحقوق الدولة (Fair Value - State Rights)

يعد مفهوم القيمة العادلة المفهوم الذي تستخدمه الدولة والهيئات الرسمية للقيام بمختلف عملياتها: فهو بذلك مفهوم ذي طابع قانوني يجري إعماله على بعض المعاملات والتي منها حالات "حقوق المعارضة" (dissenting rights)، كما تستخدم أيضا في تقييم حقوق المساهمين الذين يمثلون أقلية في حالات الاندماج أو البيع، فعلى سبيل المثال، إن اندمجت شركة أو تم بيعها ورأى المساهمون أنهم تحصلوا على حصص أقل مقابل أصولهم، فلهم الحق في هذه الحالة في المطالبة بتطبيق مبدأ القيمة العادلة والحصول على الفارق في التقييم نقدا.<sup>1</sup>

وعليه فالقيمة العادلة تعني قيمة الأصل مباشرة قبل قيام المنشأة بعملية اندماج أو استحواذ أو غيرها. ويختلف تطبيق هذا المبدأ من دولة لأخرى، إذ ليس هناك إجماع على كيفية تطبيق هذا المفهوم.

#### خامساً: القيمة العادلة في التقارير المالية (Reporting Fair Value – Financial)

اتخذت القيمة العادلة كأساس للتقييم في التقارير المالية، وذلك منذ العديد من السنوات، وخصوصاً من قبل مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، وتعني القيمة العادلة، المبلغ الذي يشتري به الأصل (أو يباع) أو يسدد به التزام (أو تقبض به حقوق) في معاملة بين طرفين راغبين في ظروف يغيب عنها الإكراه أو التصفية. وغالبا ما تساوت القيمة العادلة بهذا المفهوم مع القيمة السوقية، ولكن قد تختلفان إن تضمنت المعاملة بعض التفرعات التي تجعل من القيمة في هذه الحالة أقرب ما تكون من القيمة الاستثمارية منها من القيمة السوقية.<sup>2</sup>

نشير في الأخير أن التقييم يقوم على مبادئ وافتراضات أساسية من أهمها مبدأ استمرارية نشاط المؤسسة (Going Concern)، والذي بموجبه تتحدد قيمة المنشأة على أساس افتراض استمرارية نشاطها في المستقبل، فيؤخذ بذلك بعين الاعتبار في التقييم القيم المعنوية الناتجة عن امتلاك اليد العاملة المؤهلة والخطط التشغيلية الجاهزة، واكتساب البراءات وحقوق الاستغلال والأنظمة اللازمة، وغيرها من القيم الناتجة عن اكتساب التجربة واستمرار منفعتها في المستقبل.

لكن إذا كان التقييم يلغي مبدأ استمرارية النشاط في حالة التصفية، فالقيمة ستختلف بحسب ما إذا كانت التصفية عادية (Orderly Liquidation Value)، والتي بموجبها تكون القيمة عبارة عن إجمالي القيم البيعية لأصول المؤسسة محل التصفية منفصلة، في مدة زمنية كافية تسمح بتعظيم إيرادات العملية.

<sup>1</sup> Hitchner, Financial Valuation: Application and Models, Op. Cit., P. 5.

<sup>2</sup> Ibid.

أما في حالة التصفية الإجبارية (Forced Liquidation Value)، فالقيمة تصبح عبارة عن المبالغ المحصلة من بيع الأصول في أسرع وقت ممكن.

وبالتالي فالاختلاف واضح بينهما رغم كونهما يشتركان في أنهما عبارة عن بيع لأصول المؤسسة مجزئة، فتكون بذلك قيمتها هي محصلة بيع أصولها كل على حدا.

### الفرع الثالث: هداخل التقييم

هناك مدخلان أساسيان في التقييم: التقييم النسبي، والتقييم الأساسي: وكل منهما يقوم على العديد من الطرق للتقييم.<sup>1</sup>

يقوم المدخل النسبي للتقييم (Relative Valuation Approach) على أساس تقييم عينة من الأصول أو المؤسسات المدرجة في البورصة والتي يمكن مقارنتها - تتشابه وتتماثل - مع المؤسسة محل التقييم. ومكمن الصعوبة في هذه الطريقة يكمن في اختيار العينة المشابهة لطبيعة وخصائص المنشأة.

أما المدخل الأساسي للتقييم: فيقوم أساسا على البيانات الخاصة بالمؤسسة، ويتضمن بدوره ثلاثة مداخل:<sup>2</sup>

#### أولاً: مدخل العوائد (Income-based Approach)

يربط هذا المدخل قيمة الأصل بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصصة الناتجة عنه، والذي يتضمن بدوره العديد من الطرق لتحديده لا يسع المجال لعرضها.

#### ثانياً: المدخل السوقي (Market Approach)

يعتمد على البيانات التاريخية للدخل وإخضاعها لعملية التحيين لإيجاد قيمتها الحالية؛

#### ثالثاً: مدخل قيمة الأصول (Asset-based Approach)

في هذه الحالة يقوم المقيم إما بتقييم الأصول المادية فقط أو بالتقييم الفردي لكل أصل معنوي، أو تقييم جميع الأصول المعنوية باعتباره مجموعة أو وحدة متكاملة، ولكل من هذه الاختيارات طرقها الخاصة للتقييم.

<sup>1</sup> Gianluca Oricchio, Private Company Valuation: How Credit Risk Reshaped Equity Markets and Corporate Finance Valuation Tools, Palgrave Macmillan Ed., Great Britain, 2012, PP. 9-11.

<sup>2</sup> لمزيد من التفصيل حول المداخل الثلاثة للتقييم، راجع:

- Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs, The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, McGraw Hill, USA, 2004, PP. 73-77.

- James R. Hitchner, Financial Valuation, Op. Cit., P. 8.

يتضح من خلال ما تقدم أن القيمة تختلف باختلاف الغرض من التقييم وكذا المداخل المعتمد عليها للقيام بها، وبالنظر لطبيعة الموضوع محل الدراسة، فإن التركيز يكون بالأخص على القيمة بالنسبة للمستثمرين أو الملاك الراغبين في شراء أو بيع أصول المؤسسة، وهي القيمة التي كما سبق بيانها تتحدد وفقا للتقييم الشخصي للمستثمر والذي يتأثر أساسا بالقوة الإيرادية المستقبلية للمشروع، درجة المخاطر، معدل العائد المطلوب، تكلفة التمويل وتقدير الأعباء الجبائية، لذلك نجد أن أغلب من تناول مسألة علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة بنوا تحليلاتهم -كما سيتم بيانه لاحقا - انطلاقا من التركيز على هذه العوامل، كما اختلفت آرائهم باختلاف العناصر التي ركزوا عليها. وعموما فإن درجة المخاطر المرتبطة بالهيكل المالي غالبا ما تقاس من خلال وزن الأعباء المالية للديون أو ما يعرف بظاهر الرفع المالي، مما يستوجب تفصيل هذا العنصر، على أن يتم بعدها بيان أسس قياس تكلفة مصادر التمويل المختلفة.

### المطلب الثاني: الرفع التشغيلي، المالي والمضاعف

تعد ظاهرة الرفع من بين أهم الآليات التي تعتمد عليها المؤسسة في زيادة درجة استجابة أرباحها للتغيرات الطفيفة في مستويات النشاط، وذلك من خلال زيادة نسبة الأعباء الثابتة التشغيلية التي ينتج عنها رفع تشغيلي أو من زيادة نسبة الديون المالية باعتبار تكاليفها الثابتة هي مصدر ظاهرة الرفع المالي، بينما يؤدي وجود التكاليف التشغيلية والمالية معا إلى ما يسمى بالرفع المضاعف. لكن في المقابل فإن زيادة ظاهرة الرفع تؤدي أيضا إلى زيادة المخاطرة، فهذه الأخيرة (المخاطرة) عادة ما تقاس من خلال التباين والانحراف المعياري اللذين يبيّنان مدى تذبذب أو تشتت ظاهرة ما، وهو نفس الأثر لزيادة التكاليف الثابتة سواء كانت تشغيلية أو مالية إذ تؤدي إلى زيادة حساسية الربح للتقلبات في مستويات النشاط.

### الفرع الأول: الرفع التشغيلي (Operating Leverage)

تنشأ ظاهرة الرفع التشغيلي من وجود التكلفة الثابتة التشغيلية (غير التكاليف المالية) في عمليات المؤسسة، وتنطبق هذه الخاصية على الشركات التي تعمل في صناعات تغلب عليها الكثافة الرأسمالية مثل صناعة الإسمنت والحديد والكهرباء والبتروكيمياويات والطيران<sup>1</sup>.

وكما أشرنا أعلاه، فإن المؤسسات تسعى للاستفادة من الرفع التشغيلي بزيادة استجابة التغيرات في الربح التشغيلي للتغيرات الطفيفة في مستويات النشاط، لكن ذلك يكون مصحوبا أيضا بزيادة في مخاطر

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة العربي للنشر والتوزيع، عمان ودار أجنادين للنشر والتوزيع، الرياض، ط. 1، ص 393.

المشروع، لذلك فإن الرفع التشغيلي ذي صلة وارتباط قوي بمخاطر الأعمال التي في ضوءها يتحدد مدى قدرة المؤسسة على الاستفادة من مزايا ظاهرة الرفع التشغيلي.

### أولاً: مخاطر الأعمال (Business Risks)

تعرف مخاطر الأعمال على أنها مخاطر الخسائر الناتجة عن خطأ أو خلل في سيرورة العمليات الداخلية، أو في الأنظمة التشغيلية أو لعوامل بشرية، أو لأحداث خارجية، وعموماً هي كل ما يمنع المنشأة من تحقيق أهدافها التشغيلية.<sup>1</sup>

كما يقصد بمخاطر الأعمال تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المنشأة، وتتفاوت مخاطر الأعمال من صناعة إلى أخرى بل ومن منشأة على أخرى في الصناعة نفسها ومن أهم المتغيرات المؤثرة عليها: التغيير في حجم الطلب على منتجات المنشأة، التغيير في أسعار منتجاتها ومدخلاتها، ومرونة الطلب على ما تنتجه من سلع وخدمات، ونسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية.<sup>2</sup>

**1- التغيير في حجم الطلب على منتجات المنشأة:** تزداد مخاطر الأعمال كلما اتسم الطلب على منتجات المنشأة بالتقلب نتيجة لأسباب عديدة من بينها إدخال المنشأة لمنتجات جديدة تسهم في زيادة حجم الطلب على منتجاتها أو نجاح المنافسين في تقديم منتجات بديلة من شأنها أن تضعف الطلب على منتجات المنشأة، كذلك قد يعزى التغيير في حجم الطلب إلى الرواج أو الكساد الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة أو يتعرض لها الاقتصاد القومي ككل.

**2- التغيير في أسعار بيع المنتجات:** تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد تقلب أسعار المنتجات، سواء نتيجة لحدة المنافسة، أو للتدخل الحكومي من وقت لآخر بهدف التحكم في الأسعار (Price Control).

**3- التغيير في أسعار المدخلات:** قد تنخفض أسعار المواد الأولية نتيجة لزيادة المعروض منها كما قد ترتفع أسعارها بسبب إضراب عمال مصانع الموردين مما يؤدي إلى انخفاض في الكميات المعروضة. كذلك قد ترتفع تكلفة العمالة نتيجة لضغوط العمال أو نقاباتهم كما قد تنخفض تلك التكلفة بسبب تطور تكنولوجي أدخل على الآلات المستخدمة في الإنتاج. ومهما كان السبب في تغيير تكلفة المدخلات، تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد التغيير في تلك التكلفة بالزيادة أو النقصان.

<sup>1</sup> Linda Spedding, Adam Rose, Business Risk Management Handbook: A Sustainable Approach, Elsevier CIMA Publishing, 1<sup>st</sup> Ed., Oxford, 2008, P. 11.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص. 118-120.



4- مرونة الطلب على منتجات المنشأة: كلما انخفضت مرونة الطلب على المنتجات، كلما تمكنت المنشأة من مواجهة التغير في أسعار المدخلات بإجراء تغيير في أسعار منتجاتها، وبهذا قد تستطيع تحقيق نوع من الاستقرار في صافي ربح العمليات يترتب عليه تخفيض مخاطر الأعمال.

5- نسبة التكاليف الثابتة إلى الكلية: كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة كلما ترتب على التغير في المبيعات تغيراً أكبر في صافي ربح العمليات، بما يعني زيادة حجم مخاطر الأعمال والعكس صحيح، وهي الظاهرة المعروفة كما أشرنا سابقاً بالرفع التشغيلي.

#### ثانياً: سبل التحكم في التكاليف التشغيلية

يعبر عن الرفع التشغيلي بمدى التغير في ربح العمليات (الربح قبل الفائدة والضريبة أو الربح التشغيلي) نتيجة التغير في المبيعات، أو بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات، وتعتبر شركات الطيران أفضل مثال عن فكرة الرفع التشغيلي وذلك لما تتميز به تكاليف هذه الصناعة من ثبات إلى حد بعيد، فتكاليف الرحلة الواحدة ثابتة في معظمها ولا تزيد التكاليف المتغيرة فيها عن تكاليف طعام الراكب نفسه، وبسبب ذلك نجد أن الأرباح التشغيلية لدى هذه الشركات ترتفع ارتفاعاً سريعاً بعد نقطة التعادل مع زيادة عدد الركاب (أي زيادة المبيعات)، ويحدث العكس تماماً تحت مستوى التعادل. وفي المقابل، نجد أن الرفع التشغيلي محدود الأثر جداً لدى تجار الجملة وذلك لأن الجزء الأكبر من تكاليف هذا القطاع والمتمثلة في تكلفة البضاعة المباعة، هي تكاليف متغيرة الأمر الذي يجعل الربح التشغيلي أقل تأثراً بارتفاع وانخفاض حجم المبيعات<sup>1</sup>.

والسؤال الذي يمكن أن يطرح هنا هو هل يمكن للشركات أن تغير من رفعها التشغيلي؟

إذا كان هيكل التكاليف لبعض المؤسسات يتحدد كما سبق الإشارة إليه أعلاه من طبيعة النشاط الصناعي الذي تنتمي إليه (مثل شركات الطيران، الطاقة، الخ. ذات التكاليف الثابتة المرتفعة) إلا أن المؤسسات في الو.م.أ. أصبحت مبتكرة باستمرار في سعيها إلى تخفيض، التكاليف الثابتة مقارنة بإجمالي تكاليفها، فعلى سبيل المثال، جعلت بعض هذه الشركات هيكل تكاليفها أكثر مرونة وهذا من خلال<sup>2</sup>:

– التفاوض حول عقود التوظيف باتجاه زيادة مرونتها بحيث تمكن المؤسسة من جعل تكاليف التوظيف (العمالة) أكثر حساسية للنتائج المحققة.

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 393.

<sup>2</sup> Aswath Damodran, Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Wiley Finance, 2<sup>nd</sup> Ed, New York, 2002, P. 19.

- الدخل في اتفاقات لتقاسم المخاطر والتي تمكنها من تقاسم التكاليف الثابتة مع طرف آخر.
- الدخل في عقود مناولة ومناولة من الباطن والتي تسمح لها بتقليص احتياجاتها لخطط استثمارية وتجهيزات مكلفة.

### ثالثا: قياس درجة الرفع التشغيلي (DOL- Degree of Operating Leverage)

درجة الرفع التشغيلي عبارة عن دالة لهيكل تكاليف المنشأة، إذ تتأثر بنسبة التكاليف الثابتة التشغيلية مقارنة بإجمالي التكاليف، وتقاس من خلال حاصل قسمة التغير النسبي في الربح التشغيلي إلى التغير النسبي في حجم المبيعات، وفق العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$DOL = \frac{\frac{\text{التغير في الربح التشغيلي (قبل الفائدة والضريبة)}}{\% \Delta Q}}{\frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Q}} = \text{درجة الرفع التشغيلي} = \text{نسبة التغير في المبيعات}$$

وتعطينا هذه المعادلة عدد المرات التي سيتضاعف بها الربح التشغيلي أو ربح العمليات نتيجة التغير الحاصل في النشاط والمعبر عنه بالتغير في الكميات المباعة.

وهنا ينبغي أن نلاحظ أن هذا التغير يكون صحيحا سلبيا أو إيجابيا، بمعنى أن الابتعاد عن نقطة التعادل (عتبة المردودية) بنفس المقدار زيادة أو نقصانا سيؤدي إلى إحداث نفس التغير في ربح العمليات. ويمكن إيجاد درجة الرفع التشغيلي بطريقة أخرى دون حاجة إلى معرفة تفاصيل جدول حسابات النتائج (للحصول على الرفع التشغيلي) بل يكفي معرفة الهامش على التكلفة المتغيرة، وحجم المبيعات الذي نريد عنده حساب الرفع التشغيلي، وكذا حجم التكاليف الثابتة، وهذا باستعمال العلاقة الرياضية التالية:

$$DOL = \frac{Q(p-v)}{Q(p-v)-f}$$

بحيث:

DOL: درجة الرفع المالي.

Q : عدد الوحدات المباعة.

p: سعر بيع الوحدة.

v: التكلفة المتغيرة

f: التكاليف الثابتة (التشغيلية) (أي عدا التكاليف الثابتة المالية)

<sup>1</sup> أنظر مثلا:

- Aswath Damodran, Applied Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc., 4<sup>th</sup> Ed., USA., 2014, P.117.

- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 396.

وهنا ينبغي الإشارة إلى أن الكمية التي يؤخذ بها عند استعمال هذه العلاقة هي الكمية الابتدائية التي انطلقا منها حدثت التغيرات بالزيادة أو النقصان وليست الكمية النهائية (بعد التغير)، بمعنى أن درجة الرفع التشغيلي تتعلق بمدى بعد حجم المبيعات عن نقطة التعادل وليس بمدى التغير الحاصل في حجم المبيعات، وكلما زاد الابتعاد عن نقطة التعادل كلما قلت حدة أو درجة الرفع التشغيلي وبالعكس كلما كان النشاط قريبا من نقطة التعادل كانت درجة الرفع التشغيلي كبيرة.

إن الرفع التشغيلي سلاح ذو حدين، فهو يساهم في زيادة العائد في حالة زيادة حجم المبيعات، ولكنه أيضا يساهم في زيادة مخاطر انخفاض العائد وربما التعرض للخسائر وذلك في حالة انخفاض المبيعات. وباعتبار أن المخاطرة هي درجة تقلب العوائد، فإنه يمكن القول أن الرفع التشغيلي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة بسبب ما يحدث من تقلب في صافي ربح العمليات خصوصا في حالة عدم التأكد من الظروف الاقتصادية والتي تزيد من مخاطر الإفلاس.

### الرفع الثاني: الرفع المالي (Financial Leverage)

يتشابه الرفع التشغيلي والرفع المالي من حيث كونهما نتاج وجود التكاليف الثابتة التي تؤدي إلى زيادة حساسية النتيجة نتيجة لحدوث تغيرات طفيفة، وكذا لأن كليهما يقوم على مبدأ الرغبة في الاستفادة من الصفة الثابتة لبعض النفقات، ففي حالة الرفع التشغيلي لوحظ أن زيادة المبيعات بعد نقطة التعادل أدت إلى زيادة المبيعات بنسبة أكبر في الأرباح المحققة بسبب سلوك التكاليف الثابتة التي لا تتغير مع زيادة المبيعات. أما الرفع المالي فينشأ نتيجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض لتمويل أصولها، فكلما زادت نسبة الديون مقارنة بالأموال المملوكة لمؤسسة ما، زاد ذلك من درجة الرفع المالي لديها.<sup>1</sup>

تم التطرق لمخاطر الأعمال في معرض الحديث عن الرفع التشغيلي، وسيتم فيما يلي التعرض لمفهوم المخاطر المالية قبل التفصيل في الرفع المالي.

### أولاً: المخاطر المالية (Financial Risk)

يقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة؛ وتتعرض المنشأة التي تتحمل قدرا كبيرا من التكاليف المالية الثابتة لتغير أكبر في

<sup>1</sup> أنظر:

- Dov Ogien, Maxi Fiches de Gestion Financière de L'entreprise, Dunod, Paris, 2008, PP. 79-80.  
- <http://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp>, seen 29/07/2016 at 11:41 AM.

معدل العائد المتاح للملاك نتيجة تغير بمعدل أقل في صافي ربح العمليات، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها،<sup>1</sup> وهي الظاهرة المعروفة باسم الرفع المالي. وكما هو الحال بالنسبة للتكاليف الثابتة للأعمال التي تسبب الرفع التشغيلي، فإن التكاليف المالية هي الأخرى سلاح ذو حدين، فمجرد وجودها يعني حدوث تغيرات في ربح السهم بنسبة أكبر من تلك التي تحدث في الربح التشغيلي إيجابيا أو سلبا، وزيادة هذا التذبذب من بين المؤشرات على زيادة درجة المخاطر.

ولما كان جانب من المخاطر المالية يرتبط بالظروف العامة، ومن ثم لا يمكن للمنشأة التخلص منها تماما، فإنه يمكن القول أن تضمين هيكل رأس المال قروض وأسهم ممتازة من شأنه أن يضيف مزيدا من المخاطر (تقلب العائد) التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.

مما سبق يمكن اعتبار الرفع المالي عبارة عن وسيلة لزيادة العائد على حقوق الملكية مقابل زيادة في المخاطر التي يتحملها المشروع. ويمكن توضيح ذلك من خلال عرض مثال مبسط لمشروع استثماري يتطلب نفقة مبدئية قدرها 1000 دينار، مقابل عوائد سنة واحدة تتراوح بين 900 دج و1400 دج، باحتمالات متساوية (50% لكل منهما)، مع إهمال عنصر الضرائب والقيمة الزمنية للنقود. نريد أن نعرف مدى تأثير العوائد المتوقعة وبالمقابل مدى تغير المخاطر وذلك جراء تغيير طريقة تمويل هذا المشروع. في الجدول الموالي نفترض أن التمويل في الخيار الأول يكون عن طريق الملكية بنسبة 100 %، بينما يعتمد على الديون بنسبة 80 % في الخيار الثاني.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 129.

جدول (1-1): بيان تأثير الديون في زيادة العوائد المتوقعة وزيادة المخاطر

الخيار الأول: تمويل بنسبة 100 % عن طريق الأموال المملوكة					
النفقة المبدئية	العوائد	الاحتمال	صافي القيمة	معدل العائد للملاك	معدل العائد المرجح
1000	900	0,5	100 -	10% -	05% -
	1400	0,5	400	40%	20%
العائد المتوقع					
15%					
الخيار الثاني: تمويل بنسبة 80% ديون بمعدل فائدة 10% (200 ون. مساهمة الملاك في التمويل)					
النفقة المبدئية	العوائد	الدين وفوائده	الباقى للملاك	معدل العائد للملاك	معدل العائد المرجح
1000	900	880	20	$-90\% = \frac{20-200}{200}$	-45%
	1400	880	520	$160\% = \frac{520-200}{200}$	80%
العائد المتوقع					
35%					

Source: Robert C. Higgins, Analysis for Financial Management, McGraw-Hill, USA, 10<sup>th</sup> Ed., 2012, P. 205.

يتضح من خلال هذا المثال أن اعتماد المؤسسة على الديون في التمويل يؤدي إلى زيادة معدل العائد للملاك؛ إذ انتقل من 15% في حالة عدم الاستدانة إلى 35% بعد الاستدانة، رغم عدم تغير التدفقات النقدية للمؤسسة. ولكن في المقابل لا ينبغي إغفال حقيقة أن الديون زادت من درجة تذبذب العوائد بزيادة المدى الفاصل بينها في حالة الاستدانة، إذ أصبح بين 45% و80% (بعدها كانت بين 05% و20%)، كما أن تحمل المؤسسة لتكاليف مالية إضافية يعنى ضرورة أن تكون الأرباح التشغيلية كافية لتغطيتها إذ أن مستوى عتبة المردودية سيرتفع، إذ لا يظهر الجانب الإيجابي لظاهرة الرفع إلا بعد تخطي عتبة المردودية، وعليه يمكن من خلال نفس المشروع الحصول على العديد من معدلات العائد والمخاطرة الموافقة بتغيير توليفة التمويل المستخدمة.

## ثانيا: مزايا وسلبيات الرفع المالي

في ظل عائد على الأصول (مردودية اقتصادية) أعلى من كلفة الاقتراض فإن الرفع المالي تكون له المزايا التالية:<sup>1</sup>

- 1- تحسين العائد على الحقوق نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار.
- 2- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة.
- 3- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين).
- 4- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل (الخصم) من الضريبة.
- 5- في فترات التضخم، يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية، وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل.

6- الاقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

وفي مقابل مجموعة المزايا هذه، هناك مجموعة أخرى من السلبيات للرفع المالي، إذا ما تم في ظل عائد على الأصول أو مردودية اقتصادية أقل من كلفة الاقتراض:

- 1- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة الاقتراض.
- 2- احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة.
- 3- في فترات تراجع نسبة التضخم وانخفاضها، يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة.
- 4- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

## ثالثا: نظرية الرفع المالي

يمكن بيان أهمية الرفع المالي من خلال توضيح تأثيره على العائد على حقوق الملكية (ROE Return On Equity) والذي يشيع استخدامه لقياس الأداء المالي باعتباره الربح بعد الضريبة مقسوما على الأموال المملوكة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 400.

<sup>2</sup> كما يستخدم كذلك لنفس الغرض للعائد للسهم (Earnings Per Share (EPS) بقسمة الأرباح بعد الفائدة والضريبة والتي تمثل الدخل الصافي Net Income على عدد الأسهم العادية المصدر والمباعة ويتم الحصول على الربح الصافي من خلال طرح كل من الفوائد والضريبة من الربح التشغيلي (EBIT)

ليكن  $(EBIT-iD)(1-t)$  مزار الربح بعد الفوائد والضرائب حيث يمثل  $EBIT$  الربح قبل الفائدة والضريبة و  $iD$  مبلغ الفوائد المسددة، بينما  $i$  و  $t$  يمثلان على التوالي معدل الفوائد والضرائب، و  $E$  القيمة الدفترية للأموال المملوكة، فيمكن كتابة عبارة العائد على حقوق الملكية كما يلي:<sup>1</sup>

$$ROE = \frac{(EBIT-iD)(1-t)}{E} = \frac{EBIT(1-t)}{E} - \frac{iD(1-t)}{E} = \frac{EBIT(1-t)}{D+E} \times \frac{D+E}{E} - \frac{i(1-t)D}{E} = ROIC \times \frac{D+E}{E} - i' \frac{D}{E} \Rightarrow$$

$$ROE = ROIC + (ROIC - i') \frac{D}{E}$$

حيث يرمز المقدار  $ROIC$  للعائد على الأموال المستثمرة (Return On Invested Capital) والذي يمثل حاصل قسمة الربح  $EBIT$  بعد الضريبة على إجمالي مصادر الأموال المستخدمة لتحقيقه (الربح)، ويشير المقدار  $(ROIC-i')$  إلى العائد المحقق من المنشأة والخالي من تأثير الرفع المالي، أما  $i'$  فيمثل معدل الفائدة بعد الضريبة  $i' = i(1-t)$ ، ويرمز  $E$  للقيمة الدفترية للأموال المملوكة.

تعد الصياغة الجديدة لـ  $ROE$  في المعادلة الأخيرة ذات دلالة؛ بحيث تبين بصورة واضحة أن تأثير الرفع المالي يعتمد أساساً على مقارنة العائد على الأموال المستثمرة  $ROIC$  مع  $i'$ ، فإن كان  $ROIC < i'$  فإن الرفع المالي مقاساً بالمقدار  $\frac{D}{E}$  يزيد من  $ROE$ ، ولكن العكس صحيح أيضاً، فإن قلَّ  $ROIC$  عن  $i'$  فإن الرفع سيقلل من قيمة  $ROE$  بمعنى أن المعادلة تبين أنه إن كانت المؤسسة تحقق عوائد أعلى من تكلفة اقتراضها بعد الضريبة، فالعائد على الأموال المملوكة سيزيد والعكس، وهذا ما يبين أهمية الرفع المالي كآلية لتعظيم الأرباح للملاك لكن بشرط تحقيق عائد على الأصول المستثمرة أكبر من تكلفة الاستدانة بعد الضريبة.<sup>2</sup>

كما تبرز نسبة الرفع المالي كعنصر من العناصر المكونة للعائد على حقوق الملكية في تحليل ديون (DuPont analysis)<sup>3</sup>، بحيث يصاغ العائد على حقوق الملكية وفق العلاقة:<sup>4</sup>

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{هامش الربح الصافي} \times \text{معدل دوران الأصول} \times \text{معدل الرفع المالي}$$

مما سبق، نستنتج أن الرفع سلاح ذو حدين إذ يترتب عليه زيادة أكبر في العائد كما قد يترتب عليه انخفاض أكبر في العائد مقارنة بمقدار التغيير في مستوى النشاط، ولما كان العائد يرتبط بقدر المنشأة على

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen et al., Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley and Sons, Ltd, 4<sup>th</sup> Ed., 2014, P. 221.

<sup>2</sup> أنظر:

- Aswath Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, WILEY Finance, 3<sup>rd</sup> Ed., 2012, PP. 25-26;

- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 177.

<sup>3</sup> نموذج أو تحليل Dupont هي طريقة لقياس الأداء عن طريق تحليل قدرة المؤسسة على تعظيم العائد على حقوق الملكية من خلال تقسيمه إلى مجموعة من النسب أو مؤشرات الأداء. استحدثت من قبل شركة DuPont في عشرينيات القرن الماضي.

<sup>4</sup> أنظر:

- Stephen Ross, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe, Corporate Finance, McGraw-Hill & Irwin Series in Finance, New York, 10<sup>th</sup> Ed., 2013, PP. 58-59;

- Scott A. Hoover, Stock Valuation: An Essential Guide to Wall Street's Most Popular Valuation Models, McGraw-Hill, Chicago, 2006, P. 125.

الوفاء بالتزاماتها تجاه مصادر التمويل، فإن زيادة درجة الرفع تحمل في طياتها زيادة في المخاطر التي تتعرض لها تلك المصادر.

#### رابعاً: قياس درجة الرفع المالي

يقاس الرفع المالي من خلال العديد من النسب أشهرها نسبة الديون إلى الأموال المملوكة (Debt-to-Equity Ratio) التي يتم حسابها بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأموال المملوكة (Total debt / Total Equity)، أو يتم التركيز فقط على الديون طويلة الأجل فقط خصوصاً عند دراسة الهيكل المالي للمؤسسات، كما يفضل البعض قسمة الديون على مجموع مصادر التمويل (ملكية وديون) بدلا من الأموال المملوكة فقط.<sup>1</sup> أما درجة الرفع المالي في المؤسسة فتعرف على أنها النسبة المئوية للتغير في الإيرادات لحملة الأسهم العادية إلى نسبة التغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة.<sup>2</sup>

وبناء على هذا التعريف، يمكن صياغة قانون الرفع المالي بعد إجراء التبسيطات لتفادي احتساب نسبة التغير النسبي في العائد على السهم والدخل كما يلي:<sup>3</sup>

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة - فوائد الديون}}$$

حيث:

DFL : درجة الرفع المالي (Degree of Financial Leverage)

EBIT: الربح التشغيلي (Earnings before Interest and Taxes)

I : فوائد الديون (Interests).

تبرز هذه العلاقة بوضوح تأثير وزن أعباء الديون على زيادة درجة الرفع المالي. وعموماً يمكن تلخيص أثر الرفع المالي في:<sup>4</sup>

- رفع مستوى عتبة المردودية؛
- مضاعفة نمو العائد للسهم (EPS)؛

<sup>1</sup> أنظر:

- Gene Siciliano, Finance for Non-Financial Manager, McGraw-Hill, New York, 2003, PP. 108-109.

- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 171،

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمه زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 147.

<sup>3</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 404.

<sup>4</sup>Pierre Vernimmen et al., Corporate Finance: Theory and Practice, Op. Cit., P.655.



- زيادة معدل العائد على القيمة الدفترية للأموال المملوكة؛
- تراجع الملاءة المالية (القدرة التسديدية للمؤسسة)؛
- التأثير على سيولة المؤسسة بحسب تواريخ استحقاق الديون.

### الفرع الثالث: الرفع المضاعف أو الكلي

يشكل الرفع التشغيلي والمالي مجتمعين ما يصطلح عليه بالرفع المضاعف أو الكلي.

#### أولاً: تعريف الرفع الكلي

يترتب على الرفع التشغيلي تأثير على الإيرادات قبل الفائدة والضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات، وإذا أدخلنا الرفع المالي في هذه الصورة، فإن التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة يترتب عليها تأثير مضاعف على إيراد السهم. وهذا معناه أنه لو استخدمت المنشأة جرعات كبيرة من الرفع التشغيلي والرفع المالي فإن أي تغير في حجم المبيعات - ولو كان صغيراً - سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيراد السهم الواحد وهذا ما يعرف بالرفع المضاعف.

يمكن تعريف الرفع الكلي على أنه الأثر الناتج عن استخدام التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية، والذي يؤدي إلى تعظيم تأثير التغير في المبيعات أو حجم النشاط على ربحية السهم العادي، هذا يعني أن الرفع الكلي يبرز تأثير هيكل التركيبات الإنتاجية والهيكل المالي على ربحية السهم العادي.<sup>1</sup>

#### ثانياً: درجة الرفع الكلي (Degree of Total Leverage)

تقاس درجة الرفع المضاعف من خلال حاصل ضرب درجة الرفع التشغيلي مع درجة الرفع المالي، ومنه يمكن كتابة عبارة درجة الرفع المضاعف كما يلي:

$$DTL = DOL \times DFL = \frac{Q(p-v)}{EBIT} \times \frac{EBIT}{EBIT-F^*}$$

DOL: درجة الرفع التشغيلي

DTL: درجة الرفع الكلي

v: التكلفة المتغيرة الوحيدة.

DFL: درجة الرفع المالي

p: سعر البيع الوحدوي

Q: حجم المبيعات

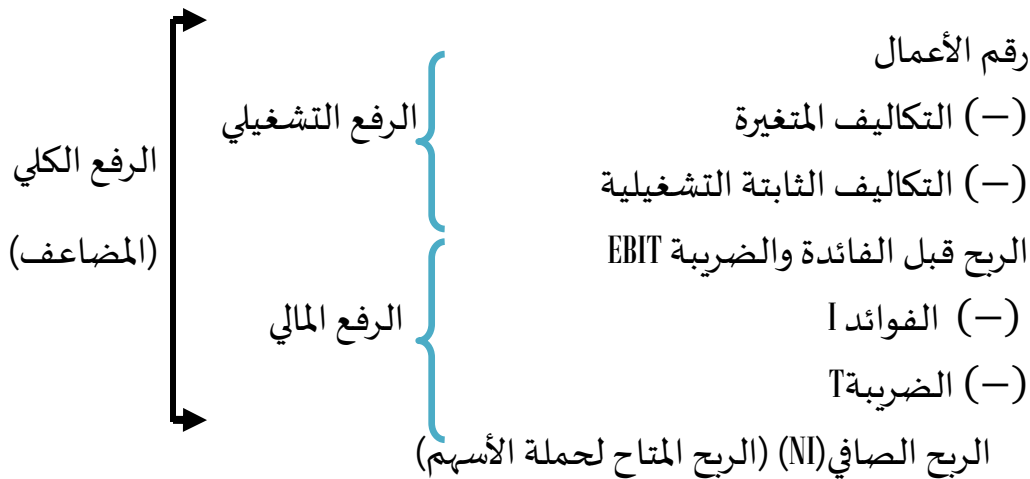
F\*: التكاليف الثابتة المالية (الفوائد على القروض)

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 134.

يعني الرفع المضاعف أن حدوث زيادة في حجم المبيعات مقدارها 100% سوف تؤدي إلى زيادة إيراد السهم الواحد (الربح الصافي) بمقدار الرفع المضاعف فمثلا إذا كان الرفع المضاعف 2.18 فهذا معناه أن الزيادة في حجم المبيعات بمقدار 100% سيؤدي إلى زيادة إيراد السهم الواحد بـ 218%، وترجع أهمية مفهوم الرفع الكلي (المضاعف) في الإدارة المالية إلى سببين:<sup>1</sup>

- الأول أنه يمكننا من تحديد الأثر الدقيق للتغير في حجم المبيعات على الإيرادات المتوفرة للأسهم العادية؛
- والثاني أنه يسمح لنا بإظهار العلاقة المتداخلة بين الرفع التشغيلي والرفع المالي فعلى سبيل المثال على رجل الأعمال استخدام هذا المفهوم لمعرفة تأثير القرار الذي سيتخذه بشأن الحصول على آلة أوتوماتيكية حديثة وتمويل شرائه لها باستخدام الديون (السندات مثلا) على ما سيحقق من أرباح، فقد تكون نتيجة هذا القرار ظهور موقف معين ينجر عنه أن حدوث انخفاض في المبيعات بمقدار 10% سيؤدي إلى انخفاض الإيرادات بمقدار 50% مثلا، في حين أن مزيجا آخر من الرفع التشغيلي والمالي قد يؤدي بالمنشأة إلى وضع آخر تنخفض فيه الإيرادات إلى 20% فقط نتيجة لحدوث الانخفاض نفسه في حجم المبيعات. ولتوضيح الصورة أكثر حول مستويات الرفع المختلفة يمكن وضع المخطط الموالي:

شكل (I-1): الرفع التشغيلي، المالي، والكلي



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمه زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 152.

مما سبق يمكن القول بأن ظاهرة الرفع تنشأ من وجود التكاليف الثابتة، وتعني أن تغيرا معيناً في مستوى النشاط أو صافي ربح العمليات يترتب عنه تغير أكبر في صافي ربح العمليات أو ربحية السهم العادي. ونميز بين رفع تشغيلي مرتبط بالتكاليف الثابتة للعمليات، ورفع مالي مرتبط بوجود التكاليف الثابتة

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 151.

المالية. وينتج الرفع الكلي عن حاصل ضرب هذين النوعين من الرفع. ويعتبر الرفع سلاح ذو حدين إذ يؤدي لزيادة أكبر في العائد كما قد يترتب عنه انخفاض أكبر في العائد، مما يعني أن زيادة درجة الرفع تحمل في طياتها زيادة في المخاطر التي تتعرض لها مصادر تمويل المؤسسة.

### المطلب الثالث: تكلفة الأموال

بيننا في بداية هذا الفصل أن القيمة تتأثر بمجموعة العوامل منها تكلفة التمويل، وبالتالي ينبغي معرفة كيفية تحديد وقياس هذه التكلفة، كما أن تكلفة الأموال من الموضوعات الهامة وذلك للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- أن الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على حجم ودرجة المخاطرة لأرباح المنشآت ومن ثمة على قيمتها. إن معرفة تكلفة رأس المال يعتبر أمراً مفيداً في اتخاذ قرارات تتعلق بهيكل رأس المال.
- أن قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيسي على الشركة، وأن إعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديراً لتكلفة رأس المال.

كما أن هناك عدداً من القرارات الأخرى التي تتطلب تقديراً لتكلفة رأس المال مثل القرارات المتعلقة بالإصدار، إصدار السندات وسياسة رأس المال بشكل عام. وعلى هذا الأساس يتضح أنه لا بد لكل من يتناول موضوع الهيكل المالي أن يتطرق إلى تكلفة رأس المال لما لها من أثر بارز عليه.

### الفرع الأول: مفهوم تكلفة الأموال

يمكن تعريف تكلفة الأموال لشركة على أنها المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المطلوبة من المستثمرين في أسهم وسندات الشركة (وعموماً في الأوراق المالية بمختلف أنواعها). وبعبارة أخرى، تمثل تكلفة الأموال المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المتوقع الحصول عليها من المستثمرين على المحفظة المالية المكونة من جميع الأوراق المالية المصدرة من الشركة.<sup>2</sup>

كما يمكن تعريفها على أنها معدل المردودية المطلوبة من مجموع موقري الأموال للمؤسسة للقبول بتمويلها (بشراء أوراقها المالية أو الإبقاء عليها). وبالتالي فهي تمثل تكلفة التمويل للمؤسسة وفي الوقت

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 291.

<sup>2</sup> Richard. A. Breal, Stewart. C. Myers, Alan. J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw -hill, 3<sup>rd</sup> Ed. USA, 2001, P. 440.

نفسه تمثل معدل المردودية الأدنى الذي ينبغي أن تحققه استثماراتها في الأمد المتوسط وإلا حَققت خسائر.<sup>1</sup>

من جانب آخر، وفي نفس السياق، فإن تحقيق المؤسسة لعوائد على الأصول المستخدمة أعلى من تكلفة الأموال، وبسبب ثبات العوائد المقدمة للمقرضين، فإن الفائض سيكون من نصيب حملة الأسهم مما سيرفع من قيمتها السوقية. ويحدث العكس إذا قلت العوائد عن معدل العائد المطلوب أو تكلفة رأس المال. ومنه فيمكن كذلك تعريف تكلفة الأموال على أنها معدل العائد الأدنى على الأصول الذي ينبغي تحقيقه للحفاظ على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.<sup>2</sup>

كما يستخدم كذلك لتكلفة الأموال مصطلح معدل الخصم، باعتباره معدل العائد الإجمالي المتوقع من الاستثمار، والذي يضم توزيعات الأرباح أو السحوبات، بالإضافة إلى رأس المال المسترجع خلال حياة المشروع، واستخدام هذا المعدل للدخل أو التدفقات النقدية يعطينا في النهاية تقديراً لقيمة المؤسسة. وعليه يمكن التعبير عن قيمة المؤسسة على أنها القيمة السوقية الحالية (المخصومة) لكل المنافع الاقتصادية المتوقع تحقيقها مستقبلاً خلال فترة حياة المشروع.<sup>3</sup>

في هذا السياق، ينبغي الإشارة إلى أمر مهم وهو أن معدلات العوائد المطلوبة التي يتم على أساسها قياس تكلفة الأموال هي المعدلات السوقية وليست تلك المعدلات الدفترية أو المحاسبية. وهذا لكون هذه المعدلات تمثل ما يأمل المستثمرون تحقيقه حالياً لقاء ما يدفعونه لشراء الأوراق المالية للمؤسسة، بمعنى القيمة السوقية لأوراقها المالية. وعادة ما تختلف القيم السوقية عن القيم الدفترية باعتبار أن هذه الأخيرة تعكس قيمة تاريخية لما قام المستثمرون بدفعه لشراء أسهم المؤسسة، لكن إذا تنبأ المستثمرون بوجود فرص استثمارية واعدة أمام المؤسسة وتنبؤوا بتحقيقها لأرباح كبيرة مستقبلاً، فإن القيمة السوقية لأسهمها ستكون أعلى بكثير من تلك التي تتضمنها دفاترها المحاسبية، وبالنتيجة فإن نسبة الديون إلى إجمالي التمويل ستكون أدنى بكثير إذا ما قيست بالقيمة السوقية بدلاً من المحاسبية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> PIERRE, Vernimmen, Finance d'Entreprise, Edition Dalloz, 4<sup>e</sup> Ed. 2000, P. 569.

<sup>2</sup> Robert C. Higgins, Analysis for Financial Management, Op. Cit., P. 307.

<sup>3</sup> James R. Hitchner, Financial Valuation: Applications and Models, John Wiley & Sons, USA, 3<sup>rd</sup> Ed. 2011, P. 183.

<sup>4</sup> Richard. A. Breal & Meyers, Op. Cit., P. 442.

## الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، وبمعامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدا، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، وفيما يلي سيتم التطرق لهذه العوامل الثلاث بشيء من التفصيل:

### أولاً: تأثير العوامل العامة

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار. كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي يتعرض لها عائد استثماراتهم.

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويضاً للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع أو منفعة فورية من أموال يمتلكها. وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر وهو المعدل المعروف بالمعدل الخالي من المخاطرة (Risk Free Rate)، وعادة ما يعتبر مساوياً للعائد المتوقع على السندات الحكومية طويلة الأجل، ويمكن إضافة شرط أن يكون تصنيفها "AAA" من قبل هيئات التصنيف (ratings agencies).<sup>1</sup>

وعليه يمكن القول إن العائد الخالي من المخاطرة يمثل المقدار الذي يحصل عليه المستثمرون بصفة أكيدة، والذي يتضمن بدوره:<sup>2</sup>

أ. معدل "الإيجار" (Rental Rate): يمثل مقابل أو بدل الحرمان من الانتفاع بالمبالغ المستثمرة.

ب. معدل التضخم للفترة محل الاستثمار.

أما الجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمار ذاته فيطلق عليه بدل المخاطر، أو علاوة المخاطر (Prime de Risque, Risk Premium).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, Applied Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc., 4<sup>th</sup> Ed., USA, 2014, P.89.

<sup>2</sup> Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita, Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Op. Cit., P. 181.

<sup>3</sup> أنظر: - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص:73

- Aswath Damodaran, Applied Corporate Finance, Op. Cit., P.93.

تتضمن علاوة المخاطرة العناصر التالية:<sup>1</sup>

أ. **الخطر النظامي (Systematic Risk):** يتمثل في خطر التقلبات التي تشهدها العوائد في سوق الاستثمارات بصفة عامة.

ب. **الخطر غير النظامي (Unsystematic Risk):** الخطر الخاص بالاستثمار محل التقييم، فهو بذلك عبارة عن دالة لخصائص الصناعة التي ينتمي لها الاستثمار، وللإستثمار في حد ذاته بمعنى كفاءة الطاقم الإداري، طبيعة العلاقات السائدة بين المدراء والموظفين، نجاح أو فشل برنامج تسويقي معين، الخ.

**ثانياً: تأثير العوامل الخاصة لكل عنصر**

بصفة عامة تتكوّن مصادر التمويل طويل الأجل إما من أموال المقرضين أو الملكية بنوعها. ونظراً للخصائص المميزة لكل عنصر، وأيضاً للحقوق الناتجة عن كل منها، فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها كل مصدر تكون أيضاً مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضين أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم حيث لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح أو عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقّاتهم في حالة تصفية الشركة أو إفلاسها. أما حملة الأسهم فهم أكثر تعرضاً للمخاطر من المقرضين. غير أنه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة والعادية. فإن كان حملة الأسهم الممتازة أكثر تعرضاً للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل تعرضاً لهذه المخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية؛ فحملة الأسهم الممتازة لهم أولوية على حملة الأسهم العادية سواء فيما يتعلق بحصولهم على مستحقّاتهم من الأرباح أو حصولهم على مستحقّاتهم من أموال التصفية إذا تعرضت المنشأة للإفلاس. أما حملة الأسهم العادية فيتحملون العبء الأكبر من المخاطر، ونظراً لأن التكلفة التي تتحملها المنشأة (وهي تمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فيترتب على ذلك أن الاقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة أما الأسهم الممتازة فتقع في مكان وسط.<sup>2</sup>

**ثالثاً: تأثير طبيعة المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال**

تضع المنشأة عادة أوزاناً مستهدفة بشأن التركيبة التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيها، فقد تقرر المنشأة مثلاً الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط لتمويل استثماراتها، وبهذا تستبعد

<sup>1</sup> Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita. Op. Cit., P. 182.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 33.

الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر في المزيج الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها. وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه.<sup>1</sup>

إن من الأهمية بمكان الإشارة هنا إلى ضرورة أن تؤخذ بعين الاعتبار في تحديد معدل الخصم أو تكلفة الأموال الطريقة أو المفهوم الذي استخدم لتحديد العوائد الاقتصادية للمشروع محل التقييم، فقبل تحديد معدل الخصم، ينبغي معرفة إلام نسب هذا الدخل؟ إذ تتعدد الطرق التي يتم بها تحديد العوائد الاقتصادية؛ فهذه الأخيرة تكون عبارة عن:<sup>2</sup>

1. توزيعات الأرباح (Dividends)؛

2. صافي التدفق النقدي للملاك ( $NCF_0$ )؛

3. صافي التدفق النقدي لإجمالي المستثمرين-ملاك ودائنين- ( $NCF_1$ ): يختلف عن السابق أساسا في

طرح أو عدم طرح المصاريف المالية

4. صافي الدخل.

وعليه فلا شك أن اختلاف الطريقة المعتمدة لتحديد صافي العوائد الاقتصادية محل الخصم يؤدي لا محالة إلى اختلاف كيفية تحديد معدل الخصم أو تكلفة الأموال.

### الفرع الثالث: تقدير تكلفة عناصر التمويل

حتى يتم تحديد تكلفة التمويلي لمؤسسة ما ينبغي بداية تحديد تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال، وكذا وزن كل عنصر نسبة إلى إجمالي مصادر التمويل. وغالبا ما يتشكل هذا المزيج من الديون (سندات وقروض)، أسهم عادية وممتازة، وهي المصادر طويلة الأجل التي يتم التركيز عليها عند قياس تكلفة رأس المال.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص74.

<sup>2</sup> Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita, Op. Cit., P. 183.

## أولا تكلفة الديون

تعرف تكلفة القروض أو الديون بأنها معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين أو المقرضين.<sup>1</sup>

كما تعرف أيضا على أنها معدل الخصم الذي يتساوى من خلاله أصل الدين المقدم للمؤسسة مع مجموع المبالغ التي تم دفعها مقابل هذا الدين.<sup>2</sup>

ويتميز تحديد تكلفة الديون بالسهولة نسبيا إذا ما قورن بتكلفة الملكية إذ يمكن تحديد تكلفة الديون بطريقة مباشرة أو غير مباشرة؛ فباعتبار أن تكلفة الديون عبارة عن معدل الفائدة الذي ينبغي لطالب التمويل أن يسدده على الديون الجديدة، يمكن استنتاج معدل الفائدة مباشرة من الأسواق المالية؛ فإن كان للمؤسسة طالبة التمويل سندات تتداول في السوق المالي فعائدها المطلوب في الأسواق المالية يمثل تكلفة هذه القروض الجديدة. أو بطريقة أخرى إن كانت سندات المؤسسة مصنفة مثلا (AA)، فيمكن ببساطة استنتاج تكلفة السندات الجديدة لها من خلال معرفة المعدل المطلوب على الإصدارات الجديدة من السندات والمصنفة في الفئة AA.<sup>3</sup>

يمكن التمييز بين شكلين يمكن أن تأخذهما الديون طويلة الأجل وهي الديون المستمرة ( Perpetual Debt) والديون المستردة (Redeemable Debt)، فالديون المستمرة هي الديون التي لا يتم تسديدها خلال الحياة الإنتاجية للمشروع بل تبقى بشكل دائم لدى المؤسسة مثل السندات الدائمة والقروض المتجددة. أما الديون المستردة فهي الديون التي تكون لفترة زمنية محددة وينبغي تسديدها بعد انقضاء هذه الفترة.

## I - كلفة القروض المستمرة (Perpetual Debt)

غالبا ما يصدر هذا النوع من القروض على شكل سندات، هذه الأخيرة غالبا ما تكون مدفوعاتها ثابتة (على شكل كوبونات)، ولكن معلوم أن أسعار الفائدة تتقلب في الأسواق المالية مما يجعل قيمة هذه الأخيرة (القيمة السوقية) تتقلب رغم ثبات كل من قيمتها الاسمية (face or par Value) وكوبوناتها. وعليه فإن سعر الفائدة المطالب به في السوق المالي على السندات (YTM -Yield To Maturity) هو الذي يؤخذ بعين الاعتبار عند تحديد التكلفة.

إن من الأخطاء الشائعة في قياس تكلفة تمويل المؤسسة اعتبار تكلفة الدين هي معدل الكوبون على ديونها الحالية. باعتبار أنه وكما أشرنا سابقا فتكلفة التمويل تمثل ما يأمل المستثمرون الحصول عليه

<sup>1</sup> عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية، أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، ط. 1، عمان، 2003، ص 222.

<sup>2</sup> Jean- Albert Collomb, Finance d'Entreprise, Ed. ESKA, Paris, 1999, P. 133.

<sup>3</sup> Ross, Westerfield, Jordon, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw Hill, New York, 10<sup>th</sup> Ed. 2013, P. 455.



مستقبلا، بينما معدل الكوبون عبارة عن قيمة تاريخية تمثل تكلفة ديون المؤسسة وقت إصدار السندات، وليس تكلفة الديون الحالية.<sup>1</sup>

عموما، عند تحديد كلفة هذا النوع من القروض ينبغي الأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:<sup>2</sup>

– سعر الفائدة الذي يحدد على شكل نسبة مئوية من القيمة السوقية للقرض؛  
– تعتبر الفوائد من عناصر كلفة الإنتاج وبالتالي فهي قابلة للخصم عند تحديد الربح الخاضع للضريبة؛

– يتم إصدار هذا النوع من الديون بأسعار مختلفة:

– السعر الاسمي وهو السعر الذي يتم به شراء السند من قبل المشتري؛

– السعر المخصوم وهو السعر الذي يشمل نسبة معينة من السعر الاسمي للسند؛

– السعر الاسمي مضافا إليه نفقات الإصدار (نفقات البيع والترويج والعملات).

يتم حساب تكلفة القروض المستمرة وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{التكلفة قبل الضريبة (كمعدل)} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة سنويا}}{\text{سعر بيع السندات}} \times 100\%$$

التكلفة بعد الضريبة = التكلفة قبل الضريبة  $\times$  (1 - نسبة الضريبة).

## 2- كلفة القروض المستردة (Redeemable Debt)

تكون المؤسسة ملزمة بتسديد هذا النوع من القروض خلال فترة زمنية محددة، ويجب الأخذ بعين الاعتبار دفع المبلغ الأصلي (الذي لم يظهر في النوع السابق من القروض) الذي اقتترضته المنشأة، ويكون دفع المبلغ الأصلي إما على شكل دفعة واحدة في موعد الاستحقاق أو على شكل أقساط متساوية.

وبغض النظر عن طريقة دفع المبلغ الأصلي، فإن أساس تحديد التكلفة هي قاعدة أن قيمة قرض مالي تساوي مجموع الأقساط السنوية المخصومة الناتجة عنه (القسط يساوي قيمة اهتلاك القرض مضافا إليه نسبة الفوائد المستحقة).

<sup>1</sup> للمزيد حول هذه المسألة راجع:

-Berk, Demarzo, Harford, Fundamentals of Corporate Finance, Ed. Pearson, 2<sup>nd</sup> Ed. 2012, USA, P. 387;

- Ross, Westerfield, Jordon, Op. Cit., P. 455.

<sup>2</sup> عبد الستار مصطفى الصباح، مرجع سابق، ص 222.

ليكن لدينا قرض لمدة زمنية قدرها  $n$ ، بمعدل إسعي قدره  $i$ . وليكن  $E_t$  المبلغ المتبقي في نهاية الفترة  $t$ ،  $A_t$  القسط وهو يمثل مجموع اهتلاك القرض للسنة  $t$  ومبلغ الفوائد المستحقة لنفس السنة. وعليه يكون معدل الخصم (تكلفة القرض) هو المعدل  $i$  الذي يحقق المعادلة:

$$E = \sum_{t=1}^n A_t (1 + i)^{-t}$$

وتكون هذه الصيغة دائما صحيحة وهذا:

- مهما كانت طبيعة تسديد القروض.

- مهما كان التاريخ الذي يتم فيه التقييم.

- مهما كانت طبيعة سعر الفائدة (ثابتة أو متغيرة)

يبقى أن نشير إلى نقطة مهمة وهي أن معدل الخصم الذي نحصل عليه من العلاقة السابقة، هو معدل الخصم بالنسبة للمكاتب. أما بالنسبة للمصدر له (تكلفة الدين) فينبغي إدخال بعض التغييرات على المعدل السابق، فعلى الرغم من أن العديد يأخذ بهذا المعدل إلا أنه يجب أن تأخذ العوامل التالية بعين الاعتبار:<sup>1</sup>

- المزايا الضريبية المرتبطة بالقرض: فكما أشرنا سابقا باعتبارها مصاريف جائزة الخصم لاحتساب الضريبة فإن المعدل المأخوذ يكون أقل بمقدار معدل الضريبة أي:

$$\text{معدل الخصم (تكلفة القرض) بعد الضريبة} = \text{المعدل قبل الضريبة} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

- مقدار العائد الخالي من المخاطرة: فكلما زاد هذا المعدل، تزيد تكلفة الديون بدورها والعكس صحيح.

- خطر الإفلاس الذي تتعرض له المنشأة: فكلما زاد هذا الخطر، كلما زادت تكلفة اقتراض الأموال. ولكن كيف يتم تقدير تكلفة الاقتراض هذه؟

أسهل سيناريو لتحديد هذه التكلفة هو عندما يكون للمؤسسة سندات طويلة الأجل متداولة في السوق بشكل واسع، وفي مثل هذه الحالة يمكن من خلال القيمة السوقية لكوبوناتها أن تعتبر هي تكلفة الديون. أما في حالة ما إذا لم توجد لدى المؤسسة سندات يتم تداولها بشكل منتظم، فيمكن تقدير تكلفة الديون بالاعتماد على وكالات التصنيف (Rating Agencies) التي تصنف الشركات بحسب حجم المخاطر التي تتعرض لها. فعلى سبيل المثال، شركة بوينغ التي منحت الدرجة AA يمكن تقدير تكلفة الديون لديها بحوالي

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley and Sons, 2<sup>nd</sup> Ed., New York, 2002, P. 286.

0,50% زيادة على معدل سندات الخزنة الأمريكية وهي النسبة التي عادة ما تضاف للشركات المصنفة في الصنف AA أما بالنسبة للشركات غير المصنفة وهو حال غالبية الشركات الصغيرة والمتوسطة فهناك جملة من البدائل منها:<sup>1</sup>

- المعلومات التاريخية حول آخر عملية اقتراض: والتي من خلالها يمكن أخذ فكرة على مدى قدرة المؤسسة على تسديدها وبالتالي درجة خطر الإفلاس لها؛

- تقدير التصنيف لها: من خلال محاولة محاكاة عمل وكالات التصنيف وهذا من خلال حساب مختلف النسب المالية للشركة ومقارنتها نسب الشركات المدرجة بغرض إيجاد تصنيف تقريبي لها.

### ثانيا: تكلفة أموال الملكية

تتمثل تكلفة أموال الملكية في معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم. وتتميز عملية تحديده بالتعقيد مقارنة بالديون وهذا للارتباط الكبير بسياسة توزيع الأرباح في المستقبل، وبالتالي فإن تحديد تكلفتها يعتمد أساسا على توقعات عمليات التوزيع، وبالتالي فاحتمالات الخطأ واردة لكون المؤسسة غير مجبرة في العموم على الإفصاح الدقيق عن سياستها المستقبلية حول توزيع الأرباح علاوة على كون هذه الأرباح في حد ذاتها مبنية على توقعات ولا يمكن الجزم بتحقيقها مستقبلا.

من جانب آخر، فإن تكلفة أموال الملكية غالبا ما تكون أكبر من تكلفة الاقتراض رغم أنها تختلف من شركة لأخرى ومن قطاع لآخر، إذ أن الشركة المدرجة في البورصة على سبيل المثال لديها جملة من الالتزامات نحو حملة الأسهم العادية (توزيع الأرباح، تقديم المعلومات لحملة الأسهم، احترام تنظيم البورصة،...)، والتي تزيد من تكلفة أموالها، بينما تكون شركة عائلية أقل خضوعا لضغوط المساهمين غير المسيرين وأكثر مرونة في تقريب مصلحة الشركة من مصالح شركائها (أقل التزاما من حيث نشر المعلومات، أقل قيودا على توزيع الأرباح الخ).

تكلفة أموال الملكية عبارة عن دالة لما يتحقق عادة في قطاع اقتصادي معين؛ فمعدل مردودية يقارب 5% في القطاع الصناعي يعتبر معدلا ممتازا، بينما يعتبر معدل مردودية قدره 10% في قطاع الخدمات كأدنى معدل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ibid., P. 287.

<sup>2</sup> Nobeit Guedj et al., Finance d'Entreprise, les Règles du Jeu, Edition d'Organisation, 2<sup>ème</sup> Ed., Paris, 2001, P. 373.

من بين أهم النماذج المستخدمة لتحديد تكلفة الأموال المملوكة، نجد: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، النموذج أو الطريقة التركيبية (Build-up Method)، ونموذج قوردن (Gordan).

### I- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

انطلاقاً من افتراض أن قيمة المحفظة المالية تتحدد في ضوء عائدها ومخاطرها، قام وليام شارب (William Sharpe) ولينتر (Lintner) سنة 1964 ببناء أول نموذج يهدف لوضع أسس تسعير الأصول الرأسمالية والذي سمي بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.<sup>1</sup>

ينص النموذج على أن تكلفة الملكية ( $R_s$ ) عبارة عن معدل العائد الخالي من المخاطر مضافاً له الخطر النظامي للمؤسسة (معبراً عنه بـ Beta) مضروباً في السعر السوقي لعلاوة المخاطرة:<sup>2</sup>

$$R_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \text{beta}$$

حيث:

$r_f$  معدل العائد الخالي من المخاطر؛  
 $E(r_m)$  معدل العائد على محفظة السوق؛  
 $E(r_m) - r_f$  : علاوة على مخاطر السوق؛  
 Beta: الخطر النظامي لأموال الملكية (الأسهم).

ويمكن تجسيد هذه المعادلة من خلال المنحنى الموالي:

<sup>1</sup> See:

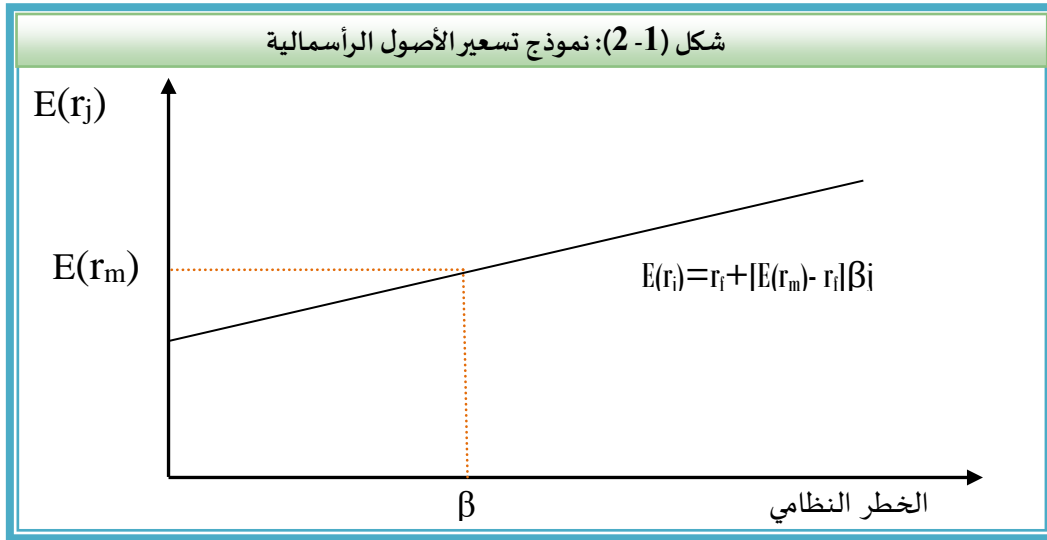
- Frank J. Fabozzi, Editor, Encyclopedia of Financial Models, John Wiley & Sons, Inc., Vol. 1, 1<sup>st</sup> Ed., New Jersey, 2013, P. 66.

- Frank j. Fabozzi, Pamela p. Peterson, Financial Management and Analysis, John Wiley & Sons, Inc., 2<sup>nd</sup> Ed., New Jersey, 2003, P. 293.

<sup>2</sup> أنظر مثلاً:

- Tom Copeland, Tim Roller, Jack Murrin, Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, MC Kinsey & Company. Inc., 3<sup>rd</sup> Ed., USA, 2000, P. 247.

- Frank j. Fabozzi, Pamela p. Peterson, Financial Management and Analysis, Op. Cit., P. 295.



Source: see - Frank j. Fabozzi, Pamela p. Peterson, Financial Management and Analysis, John Wiley & Sons, Inc., 2<sup>nd</sup> Ed., New Jersey, 2003, P. 296.

- Kasper Meisner Nielsen, Corporate Finance, Part I: Cost of Capital, bookboon.com, 1<sup>st</sup> Ed., 2010, P. 36. Retrieved from: <http://bookboon.com>

يبين هذا الشكل أن تكلفة الملكية تزيد خطياً كتابع لدرجة المخاطر النظامية (غير القابلة للتوزيع)  $\beta$ . ويقدر  $\beta$  لمحفظة السوق ب: 1 وكذلك بالنسبة لـ  $\beta$  لمتوسط الشركات. ونشير إلى أنه من غير المعتاد أن تفوق قيمة  $\beta$  المقدار 2 أو أن تقل عن 0,3. أما سعر المخاطرة أو علاوة مخاطرة السوق فممثلة بالقطعة المستقيمة  $[E(r_m) - r_f]$ .

يتطلب استخدام هذا النموذج إيجاد قيم كل من معدل العائد الخالي من المخاطرة، علاوة المخاطرة (سعر المخاطرة) وقيمة  $\beta$ .

#### أ. تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة $R_f$

يتم الحصول على هذا العائد من خلال المحفظة المكونة من أوراق مالية ليس لها تكلفة إفلاس والذي سبق وأن أشرنا إلى أن المعمول به هو معدل العائد على سندات الخزينة والسندات الحكومية طويلة الأجل التي لها من الضمانات بسبب الجهة المصدر لها ما يجعل تكلفة الإفلاس منعدمة تقريباً.

#### ب. تحديد علاوة مخاطرة السوق

يتمثل سعر المخاطرة كما هو موضح في المعادلة في الفرق بين المعدل المتوقع على محفظة السوق  $E(r_m)$  والمعدل الخالي من المخاطرة  $r_f$ ، هذا الفرق يمثل سعر أو علاوة مخاطرة محفظة السوق، بينما يتم الحصول على علاوة مخاطرة أصل معين من خلال ضرب علاوة السوق في المعامل  $\beta$ . ويتم عادة تحديد سعر المخاطرة من خلال البيانات التاريخية للأسواق المالية وافترض استمرار التحركات في المستقبل في نفس اتجاه هذه التحركات الماضية.

قدر متوسط علاوة مخاطرة السوق  $(r_m - r_f)$  منذ 1900 بـ 7,3% سنوياً<sup>1</sup>، بينما بينت الدراسات أن درجة ارتباط العوائد المتوقعة على أصل معين بقيمة  $\beta$  لهذا الأصل قد ضعفت منذ منتصف الستينات مقارنة بالفترة التي قبلها.<sup>2</sup>

### ج. تحديد قيمة $\beta$

في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يشير  $\beta$  إلى المخاطرة التي يزيدها استثمار ما إلى محفظة السوق. ولتقدير قيمة  $\beta$  هناك ثلاث طرق أو مقاربات وهي:<sup>3</sup>

1- استعمال البيانات التاريخية للقيم السوقية لاستثمارات الشركة محل الدراسة ومقارنتها مع القيم السوقية لمحفظة السوق.

2- تقدير قيمة  $\beta$  انطلاقاً من الخصائص الرئيسية للاستثمار محل التقييم.

3- استعمال البيانات المحاسبية.

### A. البيانات التاريخية للقيمة السوقية لـ $\beta$

من المتعارف عليه عند تقدير قيمة  $\beta$  لاستثمار ما أن يتم مقارنة العوائد التاريخية لهذا الاستثمار مقابل العوائد التاريخية لمحفظة السوق التي عادة ما تأخذ بعض عوائد المؤشرات مثل S&P500 كتقدير تقريبي لها. فالشركات التي تُداول أسهمها في البورصة لمدة طويلة من الزمن، عادة ما يسهل حساب  $\beta$  الموافق لها. وهذا من خلال المعادلة الخطية التالية.<sup>4</sup>

$$R_j = a + \beta R_m$$

$$= \frac{\text{cov}(R_j, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \beta$$

حيث:  $a$  يمثل الميل وهو يساوي إلى:  $\beta$

$R_j$ : معدل العائد على الأصل (السهم)؛

$R_m$ : معدل العائد للسوق (معدل العائد لـ S&P500 مثلاً)؛

$\text{cov}(R_j, R_m)$ : التباين المشترك بين عوائد السهم وعوائد السوق؛

$\sigma^2(R_m)$ : تباين عوائد السوق.

ولتقدير معالم هذه المعادلة، يعتمد على طريقة المربعات الصغرى المعروفة.

<sup>1</sup> Brealy, Myers, Allen, Principles of Corporate Finance, McGraw Hills, 11<sup>th</sup> Ed., USA, 2014, P. 197.

<sup>2</sup> Ibid, P. 202.

<sup>3</sup> Aswath Damodran, Investment Valuation, OP. Cit, P. 284.

<sup>4</sup> Seth Bernström, Valuation: The Market Approach, Wiley, 1<sup>st</sup> Ed., UK., 2014, P. 111.

### B. تقدير قيمة $\beta$ انطلاقاً من الخصائص الرئيسة للاستثمار محل التقييم

يتم وفق هذه الطريقة التركيز أساساً على طبيعة النشاط الذي تنتمي إليه الشركة وكذا درجة الرفع المالي التي تميز هيكلها المالي، باعتباره كمقياس لدرجة المخاطرة بسبب زيادة حساسية النتيجة للتقلبات في مستويات النشاط كما سبق الإشارة إليه في بداية هذا الفصل.

### C. استعمال البيانات المحاسبية لحساب $\beta$

تحدد قيمة  $\beta$  وفقاً لهذه الطريقة انطلاقاً من البيانات المحاسبية بدلاً من الاعتماد على الأسعار المتداولة، فمثلاً يتم ربط التغيرات في العوائد المحاسبية للشركة لفترة معينة مع التغيرات في عوائد السوق لنفس الفترة لنحصل في الأخير على ما يسمى  $\beta$  المحاسبي. وتعاني هذه الطريقة من بعض مساوئ المحاسبة؛ إذ يتم عادة تمليس النتيجة لتتناسب مع القيمة السوقية للمنشأة، وبهذا فإن قيمة  $\beta$  يتم تقريبها من قيمة الواحد من خلال تخفيض قيمتها الحقيقية بالنسبة للشركات ذات المخاطر المرتفعة أو من خلال رفع قيمته بالنسبة للشركات التي تتميز بدرجة عالية من الأمان. كما يفضل عدم استعمال البيانات المحاسبية لوجود احتمال تأثر العوائد المحاسبية بعوامل غير تشغيلية كتغيير طريقة تقسيم المخزون، الخ.<sup>1</sup>

نشير إلى أن هناك شركات متخصصة في حساب قيمة  $\beta$  للشركات المدرجة. فعلى سبيل المثال، تقوم شركة BARRA بنشر قيم  $\beta$  لأكثر من 10000 شركة عبر العالم، وهو التقييم الذي يمكن لكل الشركات أن تستفيد منه لتقدير قيمة  $\beta$ .<sup>2</sup>

رغم ما لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أهمية إلا أن بعض الدراسات التطبيقية أكدت أن التطبيق العملي لهذا النموذج أظهر أن هناك عيوباً واضحة لهذا النموذج خصوصاً عند تقدير قيمة  $\beta$ . ولعل من أهم الدراسات التي أشارت إلى ذلك، الدراسة التي قام بها "فاما" (FAMA Eugene) وفرانش (Ken French) سنة 1992 في مجلة "The Journal Of Finance" والتي أكدوا من خلالها أن عمليات الاختبار التي قاموا بها لا تتطابق مع أهم توقعات النموذج والتي تقول بأن متوسط عوائد الأسهم ذات علاقة إيجابية مع قيمة  $\beta$  للسوق. وهي الدراسة الحديثة التي أتت بعد سلسلة من الدراسات السابقة التي أشارت إلى عدم مصداقية  $\beta$  في شرح علاوة المخاطر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Brealy, Myers, Allen, Principles of Corporate Finance, Op. Cit., P. 204.

<sup>2</sup> Tom COPELAND et al., Op. Cit., P. 255.

<sup>3</sup> Ibid., P. 256.

## 2- النموذج التركيبي Build-up Model

يتفق هذا النموذج مع سابقه في اعتبار أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة (تكلفة الملكية)، عبارة عن حاصل جمع العائد الخالي من المخاطرة مع علاوة للمخاطرة، ولكنه يختلف عنه في العناصر المكونة لهذه الأخيرة (علاوة المخاطرة).

تتكون علاوة المخاطرة حسب هذا النموذج من 3 علاوات فرعية (كلها أو بعضها)، وتتمثل في:<sup>1</sup>

أ. علاوة مخاطرة الملكية: تمثل تعويضا عن المخاطر المرتبطة بالتملك؛

ب. علاوة الحجم: علاوة على الاستثمار في المشاريع صغيرة الحجم: إذ لوحظ أن المنشآت صغيرة الحجم تتميز عموما بمعدلات عائد مرتفعة مصحوبة بدرجة مخاطرة عالية.

ج. علاوة مخاطرة خاصة بالمنشأة محل التقييم: وهي عبارة عن تعويض عن الاستثمار في مؤسسة معينة أو قطاع معين، بمعنى آخر، تعويض عن المخاطر غير النظامية (Unsystematic Risk).

وعليه يمكن صياغة معادلة تكلفة الملكية كما يلي:

$$E(R_S) = R_f + RP_m + RP_S \pm RP_u$$

بحيث:

$E(R_S)$ : معدل العائد المطلوب (المتوقع) على الأصل S؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$RP_m$ : علاوة المخاطرة على الملكية؛

$RP_S$ : علاوة الحجم -علاوة مخاطرة صغر الحجم- (Small-Company Risk Premium)؛

$RP_u$ : علاوة المخاطر غير النظامية؛

## 3- نموذج قوردن وشايرو 1956 (Gordon et Shapiro)

ينطلق هذا النموذج من أن قيمة السهم مساوية للقيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المستقبلية، وذلك على أساس أن العوائد النقدية المدفوعة لملاك الأسهم تساوي إلى المدفوعات النقدية لتوزيعات الأرباح

<sup>1</sup> للمزيد حول النموذج راجع:

- Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, Cost Of Capital In Litigation: Application And Examples, John Wily And Sons, USA, 2011, PP. 28-32;

- Channon P ; Pratt, Alina V. Niculita, Op. Cit., PP. 198-204.



مضافا إليها صافي الأرباح أو الخسائر على رأس المال، لكن يفترض هذا النموذج بأن توزيعات الأسهم تنمو بمعدلات سنوية ثابتة وهذا لمدة زمنية غير محدودة (باعتبار أن الأسهم ليس لها أجل استحقاق)، وبهذا يعرف هذا النموذج بنموذج معدل النمو الثابت للأرباح. والصيغة الأساسية المستخلصة من هذا النموذج معبر عنها بالعلاقة<sup>1</sup>:

$$P_0 = \frac{D_1}{R_s - g}$$

بحيث:

$P_0$ : يمثل قيمة السهم العادي.

$D_1$ : نصيب السهم من الأرباح الموزعة المتوقعة للسنة الأولى.

$R_s$ : معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

$g$ : معدل النمو الثابت للأرباح.

انطلاقا من هذه المعادلة، يمكن كتابة عبارة معدل العائد المطلوب حسب العلاقة:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

تشير هذه العلاقة إلى أن تكلفة الأسهم العادية - والتي تمثل العائد الذي يطالب به حاملها - يمكن إيجادها من خلال قسمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول على القيمة الحالية للسهم وإضافة المعدل الثابت لنمو الأرباح ( $g$ ). وبما أن الأرباح الموزعة على الأسهم تسدد بعد الضريبة على الدخل، فإنه لا حاجة للقيام بتعديلات ضريبية نظرا لعدم وجود الوفورات الضريبية كما كان الحال بالنسبة للديون.

يتطلب استخدام هذا النموذج معرفة كل من  $P_0$ ،  $D_1$  و  $g$ ؛ بالنسبة للمؤسسات المتداولة أوراقها في السوق، يمكن تحديد المعلمتين الأوليين بطريقة مباشرة وبسهولة، إلا أن الصعوبة الأساسية في هذا النموذج تكمن في تقدير معدل النمو المستقبلي للمؤسسة في الأمد البعيد، خصوصا لارتباطه بسياسة توزيع الأرباح في المستقبل. إن حدوث أي خطأ ولو ضئيل في تقدير معدل النمو  $g$  سوف يكون له الأثر على تكلفة الأموال المملوكة للمؤسسات.

<sup>1</sup> See: - Lawrence J. Gitman, Principles of Managerial Finance, Pearson Series, 10<sup>th</sup> Ed., USA, 2001, P. 478.

-Kasper Meisner Nielsen, Op. Cit. P. 19.

لتحديد قيمة  $g$ ، هناك طريقتين أساسيتين: إما استخدام معدلات النمو التاريخية، أو استخدام توقعات المحللين لمعدل النمو، ويمكن أخذ متوسط معدلات النمو المتوقعة لعدد من المحللين، كتقدير لـ  $g$ .

من سلبيات النموذج أنه لا يصلح إلا للمؤسسات التي تقوم بتوزيع الأرباح، وحتى في هذه الحالة، فإن افتراض ثبات معدل النمو في حد ذاته غير واقعي ولا يصلح إلا للمؤسسات التي يتميز نمو أرباحها بالثبات النسبي.<sup>1</sup>

ومن جانب آخر، يتميز نموذج غوردن بعدم اتصاله بمتغيرات السوق المالي (إذ يركز على المتغيرات الداخلية لتسيير المؤسسة)، ويتجاهل عامل المخاطر.<sup>2</sup>

ثالثاً: تكلفة الأوراق المختلطة (الأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم)

يتميز هذا الصنف من الأوراق المالية بميزات مشتركة مع كل من أدوات القرض وأدوات الملكية، وتتعدد صورها، إلا أننا سنكتفي بعرض أهمها وهي الأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

#### 1- الأسهم الممتازة

تحمل الأسهم الممتازة بعض صفات الأسهم العادية وبعض صفات القروض؛ فهي تشبه القروض في أنها تحمل التزاماً ثابتاً من جانب المنشأة للقيام بمدفوعات منتظمة في فترات معروفة، كما أنه في حالة التصفية، يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على مستحقاتهم. وتختلف الأسهم الممتازة عن القروض في كون عدم القيام بتوزيعات على المساهمين لا يترتب عليه إفلاسها، كما أن التوزيعات المنتظمة لحملة الأسهم الممتازة غير قابلة للخصم عند احتساب الضريبة مما يعني أنها لا تستفيد من وفر ضريبي وهي بذلك تشبه الأسهم العادية. وعلى هذا الأساس، فهي تقع بين الأسهم العادية والسندات من حيث الخطورة.

لكن وبالرغم من أن هذا العائد لا يمثل التزاماً ثابتاً بعكس الحال بالنسبة لفائدة القرض، إلا أن الشركة لا تفضل إصدار هذا النوع من الأسهم إلا إذا كان لديها القدرة على دفع هذه الكوبونات، وهذا

<sup>1</sup> Ross, Westerfield, Jordon, Fundamentals of Corporate Finance ,10<sup>th</sup> Ed., Op. Cit., P. 453.

<sup>2</sup> Jean- Albert Collomb, Op. Cit., P. 136.

يتطلب تحديد العلاقة بين الكوبون السنوي (أي التوزيعات السنوية) وبين صافي المتحصلات من إصدار وبيع الأسهم.<sup>1</sup>

يتم تحديد تكلفة الأسهم الممتازة (مع افتراض أن ليس لها موعد استحقاق) وفق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$K_{PS} = \frac{C}{PS}$$

بحيث يرمز (أ) إلى الكوبون (النسبة الثابتة للربح الموزع للسهم الواحد)، بينما PS: يمثل السعر السوقي للسهم الممتاز.

وهذه الصيغة مبنية على افتراض أن توزيع الأرباح عن الأسهم الممتازة يتم بانتظام وبثبات عبر الزمن. وعلى عدم وجود أي بنود خاصة (مثل قابلية التحويل إلى أسهم عادية). أما إذا حدث ووجدت هذه البنود الخاصة فيتم تقييمها بمعزل عن الأسهم الممتازة.<sup>3</sup>

لكن ما ينبغي الانتباه إليه هو أن الأسهم الممتازة عادة ما يكون إصدارها مصحوبا بتكاليف عالية نسبيا مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفتها. وعلى هذا الأساس فإن العبارة السابقة تصبح كما يلي:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = 100 \times \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة للسهم الواحد}}{\text{سعر السهم الممتاز} (1 - \text{نسبة نفقات إصدار السهم})}$$

## 2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

هي عبارة عن سندات دين تصدر من شركة ما لمدة محددة مسبقا عند إصدارها. ويتم تسديدها بسعر محدد سلفا والذي غالبا ما يكون هو سعر الإصدار مع علاوات إصدار. ولحاملمها الحق في تحويلها إلى أسهم، لكن مقابل لهذا الامتياز، يقبل حامله أن يحصل على عوائد أقل من عوائد السندات التقليدية التي لها نفس أجل الاستحقاق ولها نفس درجة المخاطر.<sup>4</sup> وهنا يتم تقدير تكلفة هذه السندات بفصل جوانب الملكية عن الديون بطريقة تسمح بحساب تكلفة كل عنصر على حدة.<sup>5</sup>

## رابعا: التكلفة المتوسطة المرجعة بالأوزان (WACC) (Weighted Average Cost of Capital)

بعد استعراضنا لكيفية حساب تكلفة كل مصدر من المصادر طويلة الأجل على حدا، أصبح بإمكاننا تحديد تكلفة المزيج التمويلي كرقم واحد من خلال حساب ما يعرف بالمتوسط الحسابي المرجح بالأوزان

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، 2005، ص 341.

<sup>2</sup> Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfiel, Jeffrey Jaffe, Corporate Finance, McGraw-Hill, 10<sup>th</sup> Ed., New York, 2013, P.416.

<sup>3</sup> Aswath Damodran, Finance D'entreprise, Théorie et Pratique, traduction de la 2<sup>ème</sup> édition Américaine, Ed. De Noeck, Bruxelles, Belgique, 2004, P. 298.

<sup>4</sup> يقوم حامل هذا النوع من السندات بتحويلها إلى أسهم عندما يكون سعر تداول هذا الأخير أعلى من سعر التسديد (أو التعويض عند وصول أجل الاستحقاق). وإلا فإنه يفضل أن يعرض على أن يحوله إلى أسهم عادية.

<sup>5</sup> Aswath Damodran, Finance d'entreprise, Op. Cit. P 299.

لتكلفة كل مصادر التمويل التي تشكله. ويستخدم هذا المتوسط لتحديد قيمة المؤسسة، إذ تصاغ هذه الأخيرة وفق العلاقة:<sup>1</sup>

$$FV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$$

حيث: FV: قيمة المؤسسة (Firm Value)  $CF_t$ : التدفق النقدي للسنة  $t$

تبرز هذه العلاقة أن قيمة المؤسسة هي دالة لتدفقاتها النقدية وتكلفة أموالها، مما يبرز مدى أهمية تحديد هذه الأخيرة، إذ أن تعظيم قيمة المؤسسة يكون إما بالسعي لزيادة التدفقات النقدية أو التقليل من تكلفة المزيج التمويلي، ويكون بذلك المزيج التمويلي الأمثل هو ذلك الذي تنخفض تكلفته إلى أدنى حد ممكن.

لتحديد تكلفة المزيج التمويلي، ينبغي استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، حيث يتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال عن طريق منحه وزنا يمثل نسبة هذا العنصر إلى مجموع العناصر المكونة لهذا الهيكل.<sup>2</sup>

وبالتالي يمكن كتابة العلاقة العامة للمتوسط المرجح بالأوزان بافتراض أن المؤسسة تمول من خلال الأسهم العادية والممتازة والديون على أساس التكلفة الحدية بعد الضرائب لكل عنصر منها يلي:<sup>3</sup>

$$WACC = K_B (1 - t_c) (B / V) + K_{PS} (PS / V) + K_S (S / V)$$

حيث:

$t_c$ : المعدل الحدي للضرائب.  $B$ : القيمة السوقية للديون.

$V$ : القيمة السوقية للمؤسسة ( $V = B + PS + S$ ).

$R_p$ : التكلفة بعد الضريبة على الأسهم الممتازة (غير القابلة للتحويل والاستدعاء).

$P$ : القيمة السوقية للأسهم الممتازة.  $S$ : القيمة السوقية لأموال الملكية.

$R_s$ : القيمة السوقية لتكلفة الملكية (الأسهم العادية).

تضمنت المعادلة أعلاه أهم ثلاث مصادر للتمويل، إلا أن هذه الصيغة تتميز بالمرونة بحيث يمكن إضافة أي مصدر تمويلي بنفس الطريقة أي وزنه في الهيكل التمويلي مضروب في تكلفته بعد الضريبة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, Applied Corporate Finance, Op. Cit., P. 344.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص 349.

<sup>3</sup> Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, Op. Cit., P. 202.

<sup>4</sup> Ibid, P. 203.

عند الحديث عن تكلفة الأموال، ينبغي معرفة المزيج التمويلي الذي تتحدد على أساسه تكلفة الأموال، وفي هذا السياق يمن الحديث عن ثلاثة أنواع من المداخل في حساب تكلفة الأموال:<sup>1</sup>

### 1- مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية)

يتم ترجيح عناصر المزيج التمويلي للمؤسسة وفق هذا المدخل بالأوزان النسبية لكل عنصر تمويلي في رأس مال المنشأة الحالي.<sup>2</sup> كما أن أي مبلغ إضافي من الأموال يجب أن يتم الحصول عليه من نفس المصادر وبنفس النسب الحالية، إذ يفترض هذا المدخل أن هيكل رأس المال الحالي للمنشأة يعتبر مثالاً ومستقراً أي لا يتغير من وقت لآخر.<sup>3</sup>

من عيوب هذا المدخل افتراضه ثبات واستقرار الهيكل المالي، إذ يصعب ذلك واقعياً فهو يعني أن أي تمويل إضافي ينبغي أن يمول بنسب مساوية للنسب الموجودة حالياً.

تحدد الأوزان المستخدمة في ترجيح مختلف العناصر المكونة للهيكل التمويلي إما على أساس القيمة الدفترية (التاريخية) للعناصر التي يتكون منها الهيكل أو على أساس القيمة السوقية؛ ويعتبر هذا الأخير أكثر ملائمة من حيث كون الأوزان الترجيحية اعتمدت على القيمة السوقية لكل عنصر عليه فمن المفروض أن تكون التكلفة المستخدمة بدورها على أساس القيمة السوقية وهذا لتوفر شرط تجانس وحدة القياس.<sup>4</sup>

### 2- مدخل الأوزان المستهدفة

ينطلق هذا المدخل من واقع اختلاف وتغير المزيج التمويلي من وقت لآخر مما قد يترتب عنه عدم استقرار تكلفة الأموال وجعلها بالتالي عديمة الجدوى، ولتجاوز هذا الاشكال يقترح استخدام مدخل الأوزان المستهدفة (Target Weights) من خلال قيام المنشأة بوضع هيكل رأسمال مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان. ويوضّح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر. وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة ككل. لكن من عيوب هذا المدخل سعيه لتثبيت الهيكل المستهدف، إذ تختلف تكلفة كل عنصر من وقت لآخر مما يجعل هذا المزيج ليس أمثلاً بمرور الوقت، كما أن اختلاف المزيج التمويلي المستهدف عن الفعلي قد يؤدي إلى

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 85.

<sup>2</sup> عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص 231.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص 350.

<sup>4</sup> المزيد من التوضيح حول ضرورة استخدام الأوزان السوقية، راجع:

-Robert C. Higgins, Analysis for Financial Management, Mc Graw Hill, New York, 10<sup>th</sup> Ed., 2012, PP. 307-308.

تقييم خاطئ للاقتراحات الاستثمارية في حالة استخدام الأوزان المستهدفة بدلا من الفعلية؛ إذ قد يترتب على ذلك قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي أن ترفض مما يترك أثرا عكسيا على ثروة الملاك.<sup>1</sup>

### 3- المدخل الحدي

يتم حساب الأوزان في هذا المدخل وفقا للعناصر التي تستخدم في تمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة، ويترتب على ذلك أن تكلفة الأموال سوف تختلف بحسب طبيعة أوزان الميزج المستعمل. ويعتبر هذا المدخل أكثرها واقعية، إذ من المفروض أن تكلفة الأموال التي تستخدم كمعدل للخصم تعبر عن الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، أي معدل تكلفة الأموال التي استخدمت في تمويله والذي يمثل المتوسط المرجح بالأوزان للتكلفة الحدية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 90.

<sup>2</sup> نهال فريد مصطفى، محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 351.

## البحث الثاني: أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل النظام التقليدي

يعتبر موضوع اختيار هيكل مالي للمؤسسة ومدى تأثيره قيمتها من أبرز المواضيع التي أثارت جدلا بين الباحثين، بين من يؤيد تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وبين من ينفي وجود هذه العلاقة، ويتمحور هذا الموضوع حول قضية المفاضلة بين الديون وأموال الملكية في تمويل المشاريع وتأثير ذلك على القيمة السوقية للمؤسسة.

للإلمام بجوانب الموضوع المختلفة، سيتم في هذا المبحث التطرق بداية إلى الحالة المبسطة القائمة على افتراض كمال السوق وعرض مختلف الآراء في ظل هذا الفرض في مطلب أول، بينما يتم في الثاني إسقاط هذا الفرض وبيان أثر ذلك.

**المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل كمال السوق**  
**المطلب الثاني: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل عدم كمال السوق**

### المطلب الأول: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل كمال السوق

يبرز أثر الهيكل المالي على قيمة المنشأة، من خلال تأثيره على التدفقات النقدية المتوقعة أو من خلال تأثيره على تكلفة الأموال أو كليهما معا. وحسب ما تم بيانه في المبحث السابق، فإن الديون تعتبر الأقل تكلفة مما يعني أن اشتغال هيكل رأس المال على أموال مقترضة سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمنشأة. رغم بساطة ووضوح هذه الفكرة، إلا أن الموضوع شهد وجهات نظر عديدة ومتناقضة بين الكتاب والباحثين نظرا لتداخل العديد من العوامل والنظريات المؤثرة على بناء الهيكل المالي.

نعني بافتراض كمال السوق أساسا عدم وجود ضرائب ولا تكلفة إفلاس للمؤسسة، علاوة على مجموعة أخرى من الفروض التي سيتم تفصيلها قبل الشروع في عرض مختلف المداخل في ظل كمال السوق.

### الفرع الأول: فرضيات الهيكل المالي في ظل كمال السوق

تقوم المداخل التي سيتم عرضها لاحقاً على جملة من الفروض الأساسية هي:<sup>1</sup>

- 1- تعتمد المؤسسات على مصدري تمويل رئيسيين هما أموال الملكية وأموال الاقتراض؛
- 2- القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة لا تتغير، إلا أن المنشأة بإمكانها تغيير هذا الميزج بمعنى تغيير درجة الرفع المالي، وذلك بإصدار سندات جديدة واستخدام حصيلتها في شراء جزء من الأسهم العادية التي أصدرتها، كما يمكنها أيضاً إصدار أسهم عادية واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات من السوق. ولتحقيق ذلك لابد من افتراض أن الأوراق المالية متداولة وأنه ليس هنالك تكلفة إصدار وأيضاً لا توجد تكلفة لبيع أو شراء هذه الأوراق المالية.
- 3- يتم توزيع كافة الأرباح المحتجزة، ويهدف هذا الفرض إلى استبعاد الأثر المحتمل لاحتجاز الأرباح على قيمة المؤسسة وكذا الإبقاء على فرض أن المؤسسة لا تموّل إلا من خلال أموال ملكية أو أموال اقتراض وأن الحجم الكلي للتمويل يبقى ثابتاً.
- 4- ثبات التقديرات الخاصة بصافي ربح العمليات ولا تتغير من سنة لأخرى.
- 5- تجانس توقعات المستثمرين بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات.

### الفرع الثاني: الهادئ المؤيدة لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

يرى أصحاب هذا الرأي في ظل افتراض كمال السوق وجود هيكل مثالي لرأس المال يؤدي إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة. وهناك مدخلان يعملان على تأييد هذا الاتجاه هما مدخل صافي الربح والمدخل التقليدي.

#### أولاً: مدخل صافي الربح (Net Income Approach)

يمكن زيادة القيمة السوقية للمنشأة وتدنية تكلفة الأموال وفق هذا المدخل عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال. ويقوم هذا المدخل على الافتراضات الآتية:<sup>2</sup>

- 1- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك، فمعدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة الاقتراض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمه زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 187.

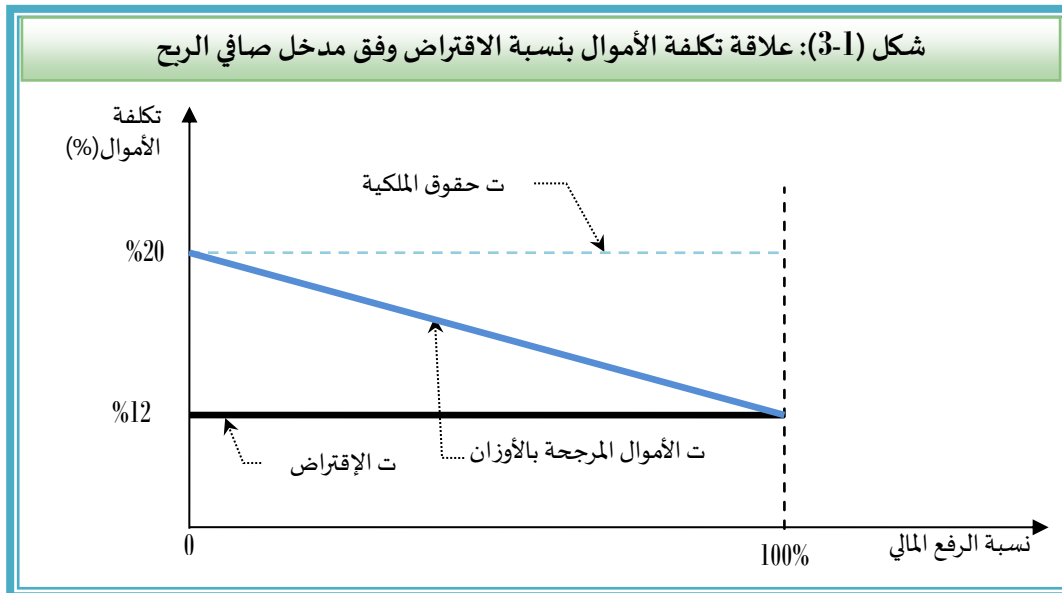
<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال العبد، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 342.



2- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون.

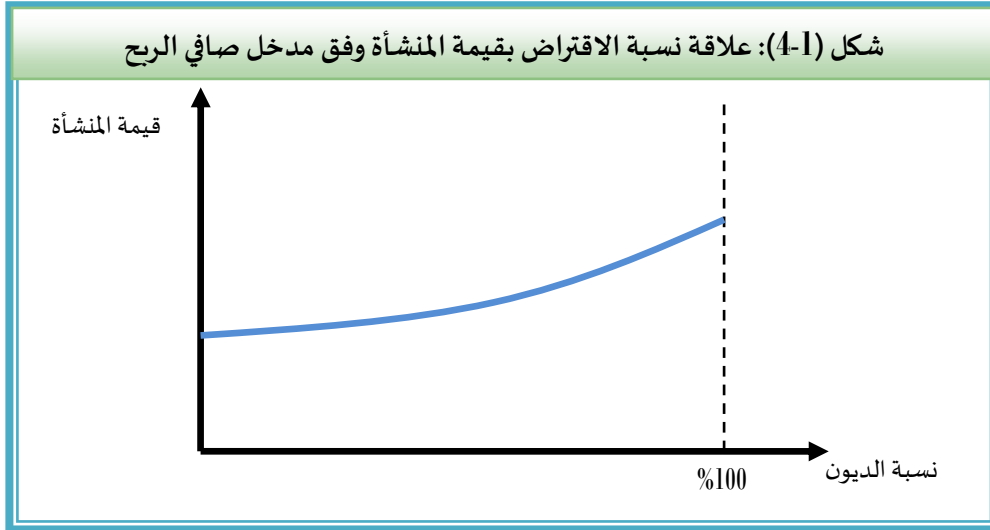
ينتج عن الفرض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، بمعنى أنهما لا يتأثران بتغير نسبة كل واحد في المزيج التمويلي، وعليه فإن زيادة الاعتماد على القروض منخفضة التكلفة مع ثبات تكلفة الملكية وعدم تأثرها بذلك، سوف يؤدي إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ومع ثبات الربح التشغيلي للمؤسسات المنتمة لنفس القطاع (نفس درجة المخاطرة)، فمعنى ذلك زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمنشأة. كما تصل تكلفة للمزيج التمويلي إلى أدنى حد لها عندما تتعادل مع تكلفة الاقتراض وهي الحالة التي تعتمد المؤسسة في تمويلها على أموال الاقتراض فقط، وعند هذا الحد تصل القيمة السوقية للمنشأة إلى أقصى قيمة لها.

بناء على التحليل السابق، فإن هيكل رأس المال المثالي حسب هذا المدخل هو ذلك الذي لا يتضمن إلا أموال اقتراض، وأن على المؤسسة أن تسعى لزيادة نسبة تمويلها بالديون. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي مع افتراض أن تكلفة أموال الملكية هي 20% وتكلفة الاقتراض هي 12%:



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمه زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 193.

يبين الشكل أن تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان تكون أدنى ما يمكن عندما تكون نسبة الاقتراض أعلى ما يمكن، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة تكون بدورها أعلى ما يمكن عند الحدود القصوى لنسبة الاقتراض، وهو ما يمكن بيانه من خلال الشكل الموالي:



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 180.

لعل العيب الأساسي في هذا المدخل هو افتراض أن الملاك سوف لن يطالبوا بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد على الاقتراض وهو افتراض غير واقعي على اعتبار أنه من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسبة الاقتراض ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرضون لها، وتبعاً لذلك سوف يطالب الملاك بعائد أعلى نظير زيادة المخاطرة. علاوة على ذلك، فإن افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة رغم ارتفاع نسبتها في الميزج التمويلي، وهو كذلك افتراض غير واقعي على اعتبار أنه من المتوقع أن يتعرضوا لدرجات خطر مرتفعة وتحول جزء من المخاطر من الملاك إليهم وهذا بسبب زيادة مخاطر الإفلاس وعدم القدرة على تسديد الديون، وخصوصاً تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر العسر المالي للمنشأة. وبناء على ذلك، فمن المتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للشركة.<sup>1</sup>

#### ثانياً: المدخل التقليدي (Traditional approach)

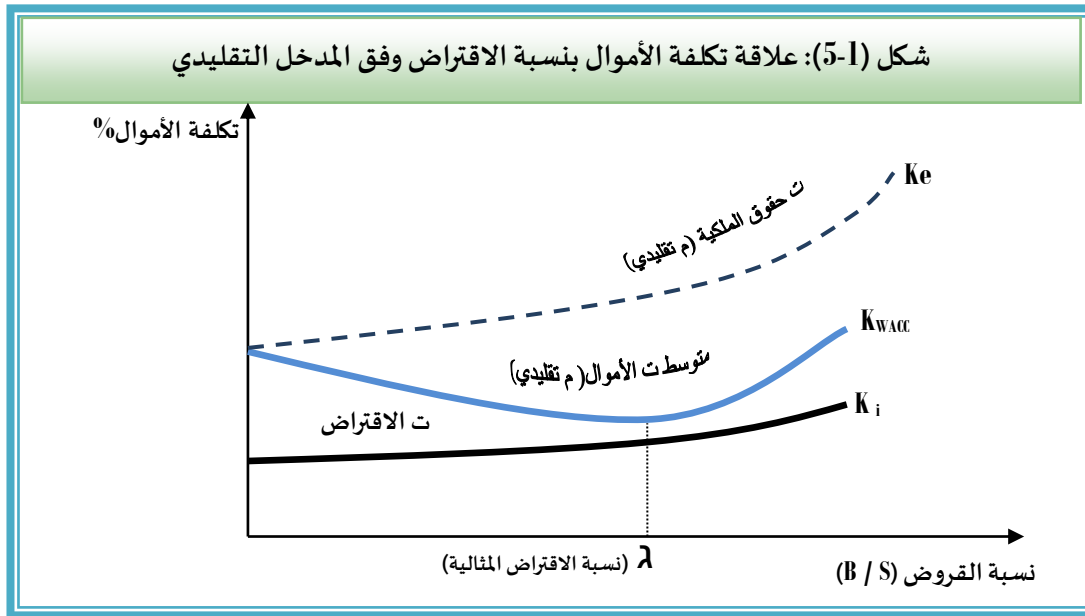
يتشابه هذا المدخل مع المدخل السابق حيث أنه يفترض وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وعندها تصل قيمة المنشأة إلى حدها الأقصى. كما أن هذا المدخل يستخدم

<sup>1</sup>. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص 347.

نفس الطريقة المتبعة في مدخل صافي الربح فيما يتعلق بتقدير قيمة المنشأة، غير أنه يختلف عنه فيما يتعلق بالافتراضات الأساسية لهذا المدخل والتي تتعلق أساسا بثبات تكلفة مصادر التمويل.<sup>1</sup>

يفترض المدخل التقليدي أن هناك هيكلًا ماليًا أمثلاً وأن المؤسسة يمكنها أن تعظم قيمتها السوقية باللعب أساسًا على عامل الرفع المالي؛ وتنص هذه الطريقة على أنه يمكن للشركة في البداية أن تخفض تكلفة الأموال وتعظم قيمة المؤسسة بفضل الرفع المالي؛ حيث ورغم أن المستثمرين يرفعون من معدل العائد المستحق على أموال الملكية، إلا أن الرفع من قيمة هذا المعدل ( $K_e$ ) لا يلغي كل إيجابيات زيادة الاعتماد على المصادر الرخيصة (القروض). لكن مع زيادة الاعتماد على القروض، يعاقب المساهمون الشركة أكثر فأكثر من خلال زيادة نسبة معدل العائد الذي يطلبونه إلى أن تزول محاسن الاعتماد على الديون في التمويل بتعادلهما مع المساوي التي تنجر عن رفع المساهمين لمعدلات العائد.<sup>2</sup>

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:



Source: James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, Pearson Education, 13<sup>th</sup> Ed., England, 2009, P. 456.

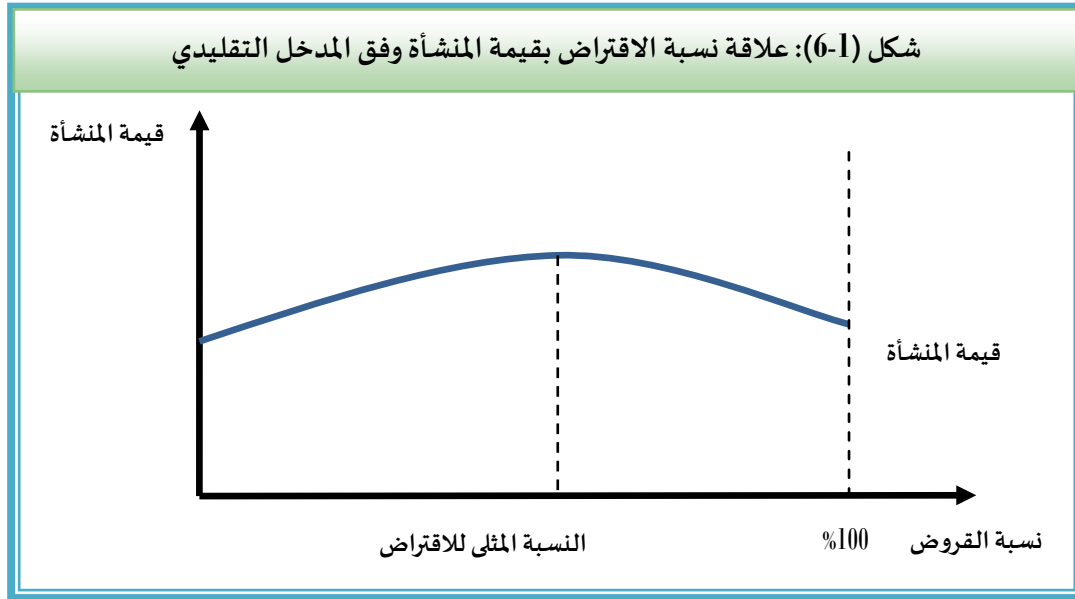
يبين هذا الشكل أن تكلفة حقوق الملكية ( $k_e$ ) تزيد بنسبة متزايدة مع زيادة نسبة الديون، بينما لا تزيد تكلفة الاقتراض ( $k_i$ ) إلا بعد بلوغ نسبتها حدا كبيرا. ففي البداية كانت التكلفة المتوسطة المرجحة تتناقص مع زيادة نسبة الديون في الهيكل لأن زيادة نسبة ( $k_e$ ) لا تقضي تماما على مزايا الاقتراض الأقل تكلفة. لكن بعد بلوغ نقطة معينة، يؤدي ارتفاع ( $k_e$ ) إلى أكثر من إحداث التوازن مع إيجابيات الاقتراض،

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمة زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 194.

<sup>2</sup> James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, Pearson Education, 13<sup>th</sup> Ed., England, 2009, P. 455.

بل يتعداه بحيث تبدأ  $(k_{WACC})$  بالارتفاع. ويتعزز هذا الارتفاع عندما تبدأ  $(ke)$  بالارتفاع. والهيكل المالي المثالي يقع عند النقطة 2. وبالتالي فإن المدخل التقليدي يعتبر أن تكلفة رأس المال ليست مستقلة عن الهيكل المالي للمؤسسة.

ويمكن تبين أثر القيمة السوقية للمنشأة بنسبة الاقتراض في ظل المدخل التقليدي من خلال الشكل الموالي:



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 187.

مما يعاب على هذا المدخل أنه لم يحدد بدقة ذلك المدى أو النقطة التي عندها تكون قيمة المنشأة أعظم ما يمكن؛ إن كانت نسبة مئوية محددة للقروض في الهيكل المالي أم أنها تتغير من مؤسسة لأخرى، كما لم يحدد عملياً الكيفية التي يمكن بها تحديد المزيج التمويلي المستهدف (Targeted Capital Structure).

### الفرع الثالث: النداخل التي تقول بحدادية الهيكل التهويلي على القيمة السوقية للمنشأة

يرى مؤيدوا النداخل التي ستأتي بأن الهيكل المالي حيدادي على عكس ما ذهب إليه مدخلي صافي الربح والمدخل التقليدي، بمعنى أن نشاط المؤسسة ومردودية استثماراتها هي فقط الكفيلة بتعظيم قيمة المنشأة، أما طبيعة المزيج التمويلي المعتمد فلا أثر له عليها. ونجد هذا الرأي في مدخلي صافي الربح التشغيلي، ومدخل موجيليانى وميلر، وهذا دائماً مع افتراض كمال السوق.

## أولاً: مدخل صافي ربح العمليات (Net Operating Income)

يفترض هذا المدخل على عكس سابقه أن التكلفة الكلية للأموال وتكلفة الاقتراض تبقيان ثابتتين ولا تتغيران مهما كانت نسبة مديونية المنشأة، والمتغير الوحيد الذي تتغير قيمته هو تكلفة الملكية التي تمثل المجهول الذي يتم حسابه.

ولتوضيح هذا المدخل، لنفترض شركة لها ديون قدرها 1000 و.ن بمعدل فائدة 10%، مع صافي عائد تشغيلي سنوي (EBIT أو NOI) قدره 1000 و.ن. مع معدل خصم إجمالي (تكلفة الأموال)  $k_{WACC}$  قدره 15%. وبناء على هذه المعطيات يمكن حساب قيمة المنشأة بالطريقة التالية:

جدول (2-1): مثال حول تحديد القيمة السوقية للأسهم وفق مدخل صافي ربح العمليات

1000	صافي الربح التشغيلي	EBIT
0,15	معدل الخصم الكلي (تكلفة رأس المال)	$k_{WACC}$
6667	قيمة المنشأة الكلية ( $EBIT / k_{WACC}$ )	V
1000	القيمة السوقية للديون	B
5667	القيمة السوقية للأسهم (V-B)	S

Source: James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, Pearson Education, 13<sup>th</sup> Ed., England, 2009, P. 456.

يتم الحصول على قيمة الأرباح المتوفرة لحملة الأسهم العادية (E) عن طريق طرح قيمة الفوائد المدفوعة من صافي الربح التشغيلي أي  $1000 - 100 = 900$  و.ن.، وعليه يكون معدل العائد المطلوب على أموال

$$\text{الملكية يساوي: } k_e = \frac{900}{5667} = 15,88\%$$

يتم وفق هذه الطريقة خصم صافي الربح التشغيلي بمعدل خصم كلي من أجل إيجاد القيمة السوقية الكلية للمنشأة، كما تطرح منها القيمة السوقية للديون لنحصل في الأخير على المجهول وهو معدل العائد على الأسهم العادية. كما يلاحظ أيضاً ثبات كل من تكلفة الأموال الكلية  $k_{WACC}$  وتكلفة الديون ( $k_e$ ) مهما كانت نسبة المديونية، بينما نجد أن معدل تكلفة الأموال المملوكة يزيد خطياً مع زيادة نسبة الرفع معبراً عنها بـ  $\frac{B}{S}$

وللتوضيح أكثر، لنفترض أن مديونية المؤسسة انتقلت من 1000 إلى 3000 و.ن، وأنها تستخدم هذه الأموال المتحصل عليها من أجل إعادة شراء أسهمها، وعليه تكون قيمة المنشأة كما يلي:

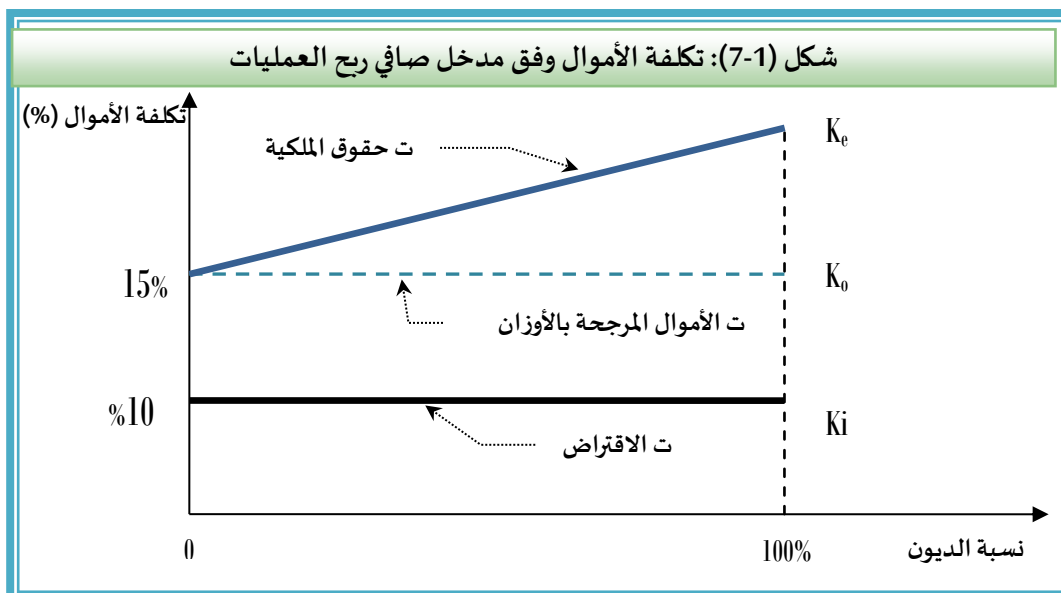
جدول (3-1): القيمة السوقية للأسهم تبعا لتغير نسبة الديون وفق مدخل صافي ربح العمليات

1000	صافي الربح التشغيلي	EBIT
0,15	معدل الخصم الكلي (تكلفة رأس المال)	$k_{wacc}$
6667	قيمة المنشأة الكلية ( $EBIT / k_{wacc}$ )	V
3000	القيمة السوقية للديون	B
3667	القيمة السوقية للأسهم (V-B)	S

Source: James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, Pearson Education, 13<sup>th</sup> Ed., England, 2009, P. 454.

تحدد القيمة الجديدة للأرباح المتوفرة لحملة الأسهم العادية (E) بنفس الطريقة السابقة، أي بطرح قيمة الفوائد المدفوعة الجديدة من صافي الربح التشغيلي أي  $1000 - 300 = 700$  و.ن.، وعليه يكون معدل العائد المطلوب على أموال الملكية يساوي:  $k_e = \frac{700}{5667} = 19,09\%$ ، وهو ما يبين حدوث ارتفاع في تكلفة الملكية مع زيادة نسبة الديون لدى المؤسسة.

وخلاصة هذا المدخل أنه يفترض ثبات تكلفة الأموال الكلية  $k_0$  مهما كانت المديونية، وأن السوق المالي يخصص إجمالاً قيمة المؤسسة بغض النظر عن مزيجها التمويلي، فزيادة الديون منخفضة التكلفة يقابلها تيار مساو في ارتفاع تكلفة الملكية ( $k_e$ )، ويرجع ذلك إلى أن حملة الأسهم "يعاقبون" المؤسسة جراء زيادة المخاطرة من خلال رفع معدل العائد الذي يطلبونه بحيث تبقى  $k_{wacc}$  دائماً ثابتة (15% في المثال). ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:



Source: James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, Pearson Education, 13<sup>th</sup> Ed. England, 2009, P. 454.

يعاب على هذا المدخل عدم توضيحه للأسس والحجج التي تبين سبب تساوي التأثيرات الإيجابية لزيادة الافتراض مع الزيادة التي يفرضها حملة الأسهم العادية نتيجة لذلك.

ثانياً: مدخل موجيليانى وميلر

تعتبر الأعمال النظرية التي قدّمها موجيليانى وميلر سنة 1958 أولى وأبرز المساهمات في مجال علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة، إذ أدت إلى زيادة فهم قضية حيادية الهيكل المالي؛ فقبل إسهاماتهما كانت القناعة السائدة هي وجود نسبة مثلى للديون إلى الأموال الخاصة والتي عندها تكون تكلفة التمويل أدنى ما يمكن، لكن واعتماداً على عملية المراجعة بين موجيليانى وميلر حيادية الهيكل المالي في ظل كمال السوق، كما ساقا ثلاث نظريات نبرزها فيما يلي:

### 1- النظرية الأولى

نصت هذه النظرية على أن قيمة مؤسسة تعتمد على الديون في تمويلها مساوية لقيمة مؤسسة مماثلة لها لكن لا تعتمد على الديون في هيكلها المالي؛ حيث بينت هذه النظرية أنه في ظل افتراض عدم وجود ضرائب على المؤسسة فإنه لا يوجد هيكل مالي أمثل وأن قيمة مؤسسة لا علاقة لها بطبيعة الميزج المعتمد في التمويل.<sup>1</sup>

وقد بنى موجيليانى وميلر هذه النظرية على عملية المراجعة التي سيتم بيان آليتها من خلال المثال الموالي:<sup>2</sup>

لتكن مؤسستان متماثلتان من كل النواحي عدا ما تعلق بهيكلهما المالي؛ إذ تنتمي إلى نفس القطاع والنشاط، وتتعرضان لنفس المخاطر التشغيلية. ولنفترض أيضاً أن المؤسسة الأولى (E) ممولة فقط بأموال الملكية، بينما تقترض المؤسسة الأخرى (D) بسعر فائدة 6% مبلغ قدره 1000 و.ن. نفترض أيضاً أن كلاهما تحققان ربحاً تشغيلياً يقدر بـ 200 و.ن. ولنفترض أيضاً أنه ولسبب ما كانت قيمة المؤسسة المقترضة (D) (ديون وأموال الملكية) أعلى من قيمة المنشأة غير المقترضة بحيث تبلغ قيمة المقترضة 2000 و.ن، مقابل 1600 و.ن. للمنشأة غير المقترضة كما يوضحها الجدول التالي:

<sup>1</sup> Mondher Bellalah, Finance Moderne D'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1998, P. 46.

<sup>2</sup> Michel Albouy, Décisions Financières et Création de Valeur, Ed. Economica, Paris, 2000, P. 312.

جدول (4-1): بيانات شركة غير دائنة (E) وأخرى تعتمد على الديون (D)

البيان	شركة (E)	شركة (D)
الربح التشغيلي	200	200
مصاريق مالية	0	60
ربح صافي لحملة الأسهم (S)	200	140
قيمة الديون (B)	0	1000
قيمة المؤسسة (V)	1600	2000
معدل العائد على الأسهم (R)	12,5%	14%
التكلفة المتوسطة المرجحة (WACC)	12,5	12,5

Source : Michel Albouy, Décisions Financières et Création de Valeur, Ed. Economica, Paris, 2000, P. 313.

بما أن قيمة الديون (على فرض أنها مستمرة) تساوي إلى رسملة بمعدل 6% للتدفقات المدفوعة للدائنين (فوائد=60 و.ن) وتساوي 1000 و.ن، فنستنتج أن قيمة أسهم المؤسسة هي:

$$S_D = V_D - B_D = 2000 - 1000 = 1000$$

وبما أن التدفقات المدفوعة لحملة الأسهم (والتي يفترض بدورها أنها مستمرة) مساوية إلى 140 و.ن. فنستنتج أن مردودية حملة الأسهم للمؤسسة (D) هي 14% بينما لا تساوي إلا 12,5% بالنسبة للشركة (E). نلاحظ كذلك أنه بسبب أن قيمة المنشأة (D) أكبر من الأخرى (E)، كانت التكلفة المتوسطة المرجحة للشركة (D) أقل من الشركة غير المقترضة:

$$WACC_E = \frac{200}{1600} = 12,5\%$$

$$WACC_D = 14\% \times \frac{1000}{2000} + 6\% \times \frac{1000}{2000} = 10\%$$

أمام هذا الوضع وعلى اعتبار أن مساهمي الشركة (D) يحصلون على مردودية أعلى فمن الممكن للمساهمين في هذه الشركة تحقيق عوائد إضافية بنفس درجة المخاطرة، ويكفي لذلك قيامهم بعملية المراجعة التي تتلخص فيما يلي:

لنفترض أن أحد المساهمين يملك 1% من رأسمال الشركة (D)، أي مقدار 10 و.ن. يمكن أن يحصل هذا المستثمر على عوائد أكبر من خلال ما يلي:

1- بيع كل أسهمه بقيمتها السوقية أي 10 و.ن.



2- افتراض 10 و.ن بمعدل فائدة قدره 6% (هنا نفترض أن معدلات الاقتراض هي نفسها وأن الأفراد يمكنهم الاقتراض بنفس المعدل الذي تحصل عليه الشركات).

3- يقوم باستثمار إجمالي هذه الأموال (20 و.ن) في شراء أسهم الشركة (D) والتي تحقق له عوائد قدرها 12,5% وبما أن العائد على أسهم المنشأة (D) هي 12,5% فهذا معناه أن المبلغ 20 و.ن سيصدر عليه أرباحا قدرها 2,5 و.ن سنويا. ومن هذا الربح، ينبغي أن يسدد ما عليه من تكاليف مالية (لقاء قرضه) أي 10 و.ن × 6% = 0,6 و.ن وتكون محصلة هذه العمليات ربحا قدره:  $2,5 - 0,6 = 1,9$  و.ن.

وكما نلاحظ فإن هذا الربح الصافي الذي يحصل عليه أكبر من ذلك الذي كان من قبل عندما كان يمتلك 1% من أسهم الشركة (D) والذي كان يقدر ب 1,4 و.ن. وتكون المردودية الصافية التي يحصل عليها لقاء هذه العملية هي 19%:  $19\% = \frac{1,9}{10}$  مقابل 14% في السابق.

والأكيد أنه ليس هذا المستثمر فقط هو من يتفطن إلى إمكانية القيام بعملية المراجعة، فالكل يريد الحصول على عائد قدره 19% بدلا من 14% بنفس المخاطر (لأن المستثمر عندما كان في الشركة (D) كان معدل الرفع المالي = 100% وبالتالي فهو يحافظ على نفس درجة المخاطر) وهذه النقطة جد هامة باعتبار أن المستثمر قام باستثمار أمواله في شركة لها نفس المخاطر التشغيلية وحافظ على نسبة المخاطرة المالية التي كان يتعرض لها من قبل جراء اقتراض المنشأة.

وما دام أن عملية المراجعة مربحة فهذا معناه أن باقي المستثمرين سيلجئون إلى نفس الأسلوب أي بيع نصيبهم في الشركة (D) وانتهاج نفس سلوك هذا المستثمر وهو ما سيؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة (D) مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية مقابل تراجع قيمة أسهم الشركة (E) لقلّة الإقبال عليها. وستستمر عملية المراجعة إلى أن تتساوى قيمة المؤسستين ويكون لهما نفس متوسط تكلفة الأموال، فإذا افترضنا أنه عند حدوث التوازن تكون  $V_D = V_E = 1818$  فإن:

$$WAAC_E = R_E = \frac{BN}{S_E} = \frac{200}{1818} = 11\%$$

إذا كانت قيمة المنشأة (D) تساوي 1818 و.ن فهذا معناه أن قيمة أسهمها تساوي 818 (1000-1818)، وعليه فمردودية الأسهم العادية للشركة (D) تنتقل من 14% إلى 17,11%.

$$R_D = \frac{BN_D}{S_D} = \frac{140}{818} = 17,11\%$$

ويمكن التحقق من تساوي متوسط تكلفة الأموال للمنشأتين:

$$WACCD = R_s \frac{S_D}{V_D} + R_i \frac{B_D}{V_D} = 17,11 \times \frac{818}{1818} + 6\% \times \frac{1000}{1818} = 11\%$$

افترضنا في هذا المثال أن المؤسسة المقترضة هي التي كانت قيمتها السوقية الأعلى. لكن إذا كانت القيمة السوقية للشركة (II) أكبر من الأخرى، فيكفي القيام بعملية مراجعة عكس الأولى: بيع I% من ديون الشركة (II). واستثمار الباقي في أسهم هذه الأخيرة.

مما تقدم، يمكن القول إنه في ظل كمال السوق، ومع عدم وجود ضرائب، فإن تكلفة مؤسسة مقترضة مساوية لأخرى غير مقترضة تماثلها، بمعنى أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، أي أنها مستقلة عن الطريقة التي يتم بها توزيع التدفقات النقدية لكل من المساهمين والمقرضين.

## 2- النظرية الثانية

تنص هذه النظرية على أن المردودية المطلوبة من حملة الأسهم تزيد مع زيادة الديون بطريقة خطية، وتبين هذه النظرية بأن تكلفة الأموال المملوكة هي دالة متزايدة بالنسبة لمستوى مديونية المنشأة. وذلك باعتبار أن زيادة الديون يضاعف من مخاطر الأموال المملوكة.<sup>1</sup> ويمكن تحليل هذه النظرية كما يلي:

لتكن WACC تكلفة رأس مال شركة ما والتي تمثل العوائد المتوقعة لكل من حملة الأسهم والمقرضين منسوبة إلى القيمة الكلية للمؤسسة:

$$WACC = R_s \times \frac{S}{S+D} + R_d \times \frac{D}{S+D} \dots\dots\dots (1)$$

$R_d$ : تكلفة الاقتراض.  
 $R_s$ : معدل المردودية المطلوبة على الأسهم العادية.  
 $S$ : القيمة السوقية للملكية.  
 $D$ : القيمة السوقية للديون.

وهذه العبارة تمثل متوسط التكلفة المرجحة بالأوزان لعوائد عناصر الهيكل التمويلي التي تم الإشارة إليها سابقاً، والتي يمكن من خلالها كتابة العبارة التي صاغها موجيليان وميلر كما يلي:

$$R_s = WACC + (WACC - R_d) \frac{D}{S}$$

بما أن  $R_d < WACC$  فإن هذه المعادلة تبين حدوث زيادة في تكلفة الأموال المملوكة مع زيادة نسبة المديونية  $\frac{D}{S}$ . وعليه جاء نص النظرية الثانية التي اشتقت من الأولى كما يلي:<sup>2</sup>

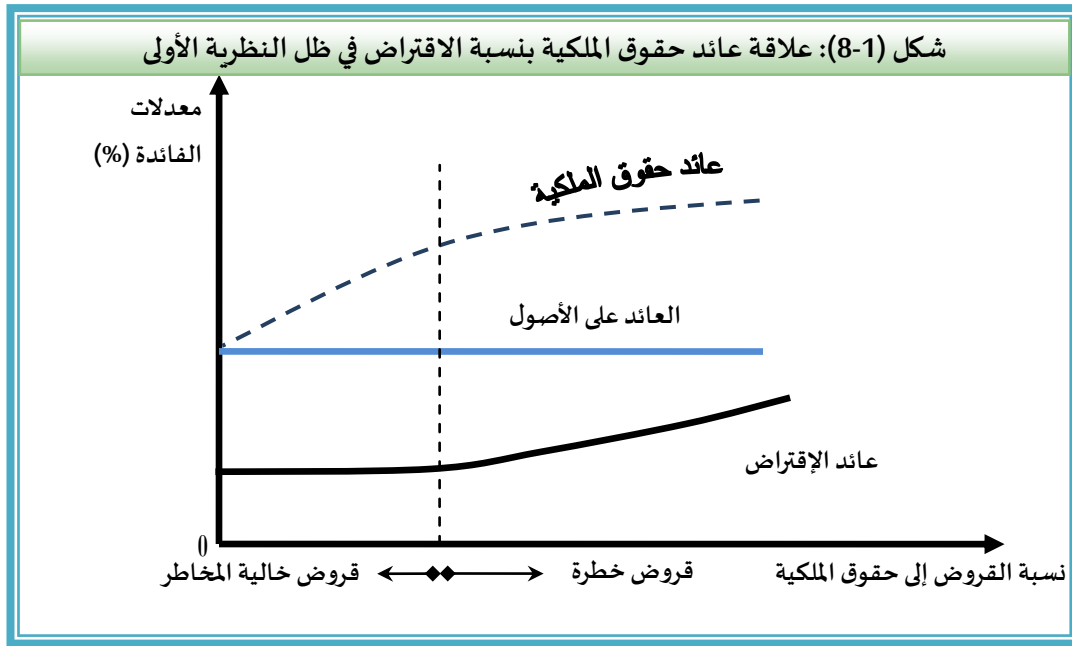
"معدل العائد المطلوب عن السهم العادي لمنشأة يتكون هيكل رأس مالها من قروض وحقوق ملكية، يتمثل في معدل الرّسمة الملائم للتدفق النقدي المتاح للمالك منشأة أخرى مماثلة تنتهي لنفس فئة المخاطر، ولكنها تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في التمويل (معدل العائد الذي يطلبه الملاك في منشأة

<sup>1</sup> - Mondher Bellalah, Finance Moderne D'entreprise, Op. Cit., P. 50.

<sup>2</sup>. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 209.

تعتمد بالكامل على أموال الملاك). يضاف إلى ذلك مكافأة للتعويض على المخاطر المالية الناشئة عن وجود القروض في هيكل رأس المال. وتقاس المكافأة بنسبة القروض إلى حقوق الملكية مضروبة في الفرق بين معدل العائد للسهم العادي للمنشأة غير المقترضة، ومعدل العائد على القروض".

على ضوء نص هذه النظرية يمكن توضيح هذه الفكرة من خلال الشكل التالي:



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 213.

يبرز الشكل أنه بعد بلوغ نسبة محددة من الاقتراض تبدأ مخاطر عدم القدرة على التسييد في الظهور، وهو ما سيؤدي إلى زيادة في معدل العائد المطلوب على القروض بعدما كان ثابتاً قبل هذه النقطة، في مقابل انخفاض نسبة زيادة معدل العائد المطلوب على الملكية وهذا راجع إلى انتقال جزء من مخاطر الأعمال التي كان يتحملها حملة الأسهم لوحدهم إلى المقرضين وهذا على نحو تبقى فيه تكلفة الأموال ثابتة دون تغير.

### 3- النظرية الثالثة

من خلال النظريتين السابقتين وضع موجيليانى وميلر نظرية ثالثة تتعلق بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي ليس إلا المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة الأموال، وهذا في جميع الحالات بغض النظر عن طبيعة المزيج الذي اعتمد عليه لتمويل الاقتراح الاستثماري، بمعنى أن لا تأثير لقرار التمويل على قرار الاستثمار.

### 4- انتقادات فروض موجيليانى وميلر

لعل أهم قصور فيما افترضه يكمن في فرضية كمال السوق التي يتوقع أن تؤدي فيما عملية المراجعة دورها، وإلا فمن المتوقع أن تفشل في إعادة التوازن لسوق رأس المال وهذا للأسباب التالية:<sup>1</sup>

— افتراض أن الأفراد والشركات يمكنهم الإقراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة وهذا غير صحيح من الناحية العملية، لأن حجم وأصول الشركات تعطىها قدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد.

— اعتبار أن الرفع المالي الشخصي هو بديل للرفع المالي للمنشأة خاطئ؛ فوجود مسؤولية محدودة للشركات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كلا من الشركات والأفراد في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال، فإذا اقتربت الشركة المقترضة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثروتهم المستثمرة في الشركة. أما إذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فإنه في حالة تعرضه للإفلاس فقد يفقد استثماراته في الشركة وجزءا من ثروته الشخصية، وهو ما يعني أن المستثمر في ظلّ عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر.

— عدم واقعية افتراض عدم وجود تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية، فإذا تحمّل المستثمر هذه التكاليف أثناء قيامه بهذه العمليات فقد يزيل ذلك أي مزايا ناتجة عن عملية المراجعة.

— عدم واقعية افتراض عدم وجود ضريبة على الدخل، والتي كان من شأنها تجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة.

نظرا للانتقادات السابقة، قام موجيلياني وميلر بإسقاط فرض كمال السوق. وفيما يلي سنرى مدى تأثير ذلك على التحليل السابق.

## المطلب الثاني: تأثير الهيكل المالي في القيمة السوقية للمنشأة في ظل عدم كمال السوق

بينما سابقا الانتقادات الموجهة لفرض كمال السوق وخصوصا فرضية عدم وجود الضرائب، وتكلفة الإفلاس، وفيما يلي سيتم بيان التأثيرات المحتملة لأخذ هذه المتغيرات وأخرى في الحسبان على النتائج المتوصل إليها في المطلب السابق.

ولنتبع أثر كل عامل على حدة، سنقوم في البداية بحقن النموذج السابق بعامل الضرائب في الفرع الأول ثم بعد ذلك سيتم إدخال عنصر تكلفة الإفلاس وأثرها على قيمة المؤسسة في الفرع الثاني من هذا

1. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص 382.

المطلب، بينما سيتم في الفرع الثالث تناول تأثير أخذ عامل الضريبة على دخول الأفراد بعين الاعتبار على النتائج المتوصل إليها.

### الفرع الأول: الهيكل المالي في ظل وجود ضرائب على الدخل

بين موجيليانى وميلر أن عدم وجود ضريبة على الدخل فإنه لا وجود لأي تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة. يمكن رفض هذا التحليل من منطلق أن لا وجود للجنة الضريبية تقريبا على أرض الواقع وأن غالبية الشركات ليست معفاة من الضرائب. وعليه، ومع سنة 1962<sup>1</sup>، قدم موجيليانى وميلر نموذجهما الجديد الذي يأخذ بعين الاعتبار أثر عامل الضرائب على نتائج المؤسسات.

تعتبر الضريبة تكلفة بالنسبة للشركات، وإذا كانت الشركة مقترضة، فإن قيمتها سيتم تقاسمها بين المساهمين، المقرضين وخزينة الدولة من خلال الضرائب.

#### أولا: تأثير الضريبة على تغيرات التدفقات النقدية

انطلاقا من قابلية خصم الفوائد قبل احتساب الضريبة، يمكن للمسيرين أن يعظموا قيمة المنشأة انطلاقا من اختيارهم للهيكل المالي الذي يقلص حصة خزينة الدولة وهو ما سيتم بيانه من خلال ما يلي:

لنفترض أن مسيري شركة مخيرون بين مخططي تمويل (E) و (D)؛ الأول لا تعتمد فيه المؤسسة على ديون والثاني تعتمد فيه على قروض قدرها 450000 ون، وتتلخص معطياتهما في الجدول الموالي:

جدول (5-1): بيانات مخطط تمويل بدون ديون (E) وأخر بدون (D)

مخطط (D)	مخطط (E)	البيان
100000 45000	100000 0	ربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) مصاريف اقتراض $R_d \times D$ (10%)
55000 22000	100000 40000	تكلفة قبل الضريبة (EBT) ضريبة على أرباح الشركات $T_c = 40\%$
33000	60000	نتيجة صافية $EAT = (EBIT - R_d D) (1 - T_c)$
(33000 + 45000) 78000	60000	مداخيل حملة الأسهم والسندات (المقرضين)

Source : Mondher Bellalah, Finance Moderne D'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1998, P. 52.

<sup>1</sup> - Michel Levasseur, Aimbale Quintart, Finance, Economica, 3<sup>e</sup> Ed., Paris, 1998, P. 531.

يبين الجدول أن مداخيل المساهمين والمقرضين في المخطط الثاني أعلى من تلك المحققة في المخطط الأول؛ حيث أن العائد المقدر بـ 78000 ناتج عن عوائد المساهمين (33000) والمقرضين (45000)، والفارق 18000 المسجل بين المخططين (78000-60000) يتأتى من العمليات التالية:

نصيب خزينة الدولة هو 22000 في المخطط الثاني مقابل 40000 في المخطط الأول وهو ما يمثل 18000 كفارق، وتفسيره يعود إلى الضرائب التي تعالج بشكل مختلف تكاليف الاقتراض وخصص الأرباح المستحقة لحملة الأسهم، فتكاليف الاقتراض يتم خصمها كلية لاحتساب الضريبة بمعدل 40%.

إذا افترضنا أن الأرباح مستمرة وثابتة، فإن الربح الخاضع للضريبة هو الربح التشغيلي، وعليه فمبلغ الضرائب المسدد يقدر بـ  $(EBIT)(T_c)$ . بينما يقدر بالنسبة للشركة المقترضة بـ  $T_c (EBIT - R_d D)$  وفي هذه الحالة تكون مداخيل المساهمين تساوي:

$$(EBIT - R_d D) (1 - T_c) = (EBIT - R_d D) - T_c (EBIT - R_d D)$$

وتكون مداخيل كل من المساهمين والمقرضين تساوي  $EBIT (1 - T_c) + T_c (R_d D)$

وعليه فالفارق بين المخططين يتمثل في المقدار  $T_c (R_d D)$  والذي يساوي في مثالنا:  $(0,4) \times (0,1) \times (450000) = 18000$  ون، وهو ما يعرف بالوفر الضريبي، وهو كذلك يمثل الفرق بين التدفقات النقدية لشركة مقترضة وأخرى غير مقترضة، هذا الوفر الضريبي هو دائم ومستمر في ظل ما افترضه موجيلياني وميلر. وإذا اعتبرنا أن المخاطر المقترنة بهذا الوفر الضريبي مساوية لتلك التي تتعرض لها القروض، فإن قيمتها الحالية (رسملة هذا الوفر) تساوي:  $T_c D$

$$T_c D = \frac{T_c (R_d D)}{R_d}$$

وبناء على ما تقدم من تحليل، جاءت النظرية الأولى لموجيلياني وميلر في ظل افتراض وجود ضرائب على دخل الشركات.

### ثانياً: النظرية الأولى

نصت النظرية الأولى لموجيلياني وميلر عند أخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار أن " القيمة السوقية للمنشأة التي يتكون هيكل رأس مالها من قروض وحقوق ملكية، تزيد عن القيمة السوقية لمنشأة مثيلة

يتكون هيكل رأس مالها من حقوق ملكية فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية لفوائد القروض".<sup>1</sup>

يمكن البرهان على هذه النظرية بسهولة كما يلي:

نعلم أن قيمة مؤسسة غير مقترضة تساوي إلى رسملة نتيجتها الصافية أي  $EBIT(1-t)$  وهذا بمعدل

$$V_u = \frac{EBIT(1-t)}{R_u}$$

تكلفة حقوق الملكية  $R_u$  فيكون:

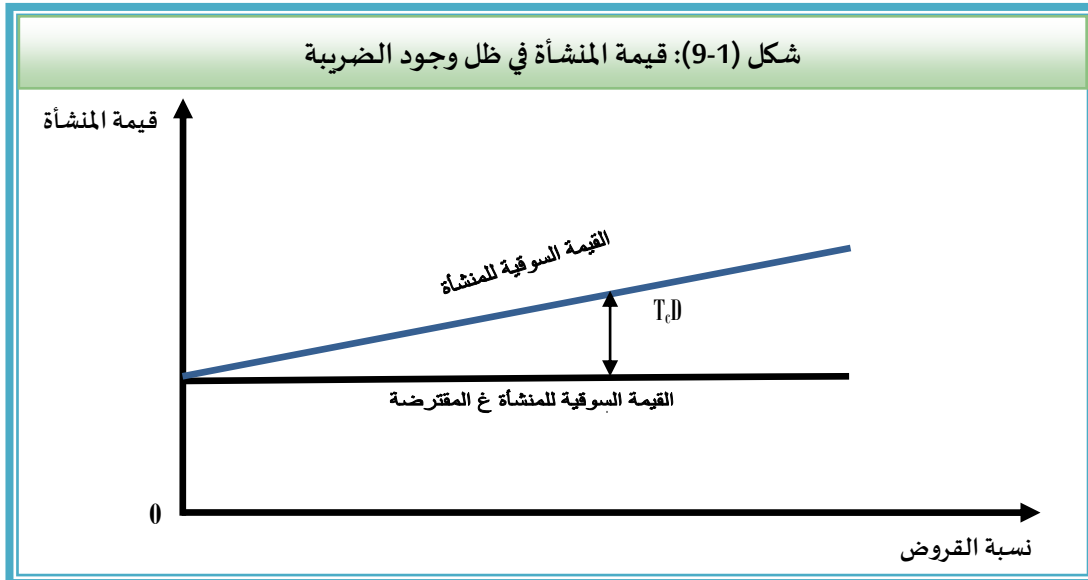
مع:  $V_u$ : القيمة الحالية لمؤسسة غير مقترضة.  $EBIT(1-t)$ : النتيجة الصافية.

$R_u$ : معدل التّحيين (الرّسملة) لنتيجة مؤسسة غير مقترضة.

علما أن هذه التكلفة تختلف عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، التي تم تحليلها في إطار المدخل التقليدي، فهذا الأخير كما رأينا من قبل يتجاهل الضرائب. أما بالنسبة لقيمة مؤسسة مقترضة، فهي معطاة وفق النظرية الأولى لموجيليان وميلر بالعلاقة:

$$V_D = [EBIT(1-t) / R_u] + \frac{T_c (R_d D)}{R_d} \Rightarrow V_D = V_u + T_c D$$

ويمكن التّعبير بيانيا عن مضمون النظرية الأولى لموجيليان وميلر في ظل وجود تكلفة الضرائب كما يلي:



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 242.

<sup>1</sup> Vernimmen, Finance d'entreprise, Op. Cit., P. 581.

## ثالثا: النظرية الثانية

تتعلق هذه النظرية بتكلفة الملكية ومتوسط تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان؛ حيث وانطلاقا من التحليل السابق يمكن كتابة معدل العائد على الأموال المملوكة في منشأة مقترضة كما يلي:

$$R_L = \frac{(EBIT - R_d D)(1 - T_c)}{S_L}$$

مع:  $S_L$ : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المقترضة؛  $V_L$ : قيمة المؤسسة المقترضة  $V_L = S_L + D_L$ .

ويكتب معدل العائد لمؤسسة غير مقترضة كما يلي:

$$R_U = \frac{(EBIT)(1 - T_c)}{V_U}$$

وكذلك لدينا من النظرية السابقة:  $V_L = V_U + T_c D$ ، (علما أن  $V_U = S_U$ ).

لتكن نسبة المديونية لحقوق الملكية  $\lambda = \frac{D_L}{S_L}$ ، فنحصل على العلاقة التالية بعد القيام ببعض

التعديلات:

$$R_L = R_U + (R_U - R_L) (1 - T_c) \lambda$$

تشير هذه المعادلة إلى أن تكلفة أموال الملكية لمنشأة مقترضة تساوي إلى تكلفة أموال الملكية لمنشأة غير مقترضة مضاف لها علاوة مخاطرة تتناسب مع نسبة المديونية  $\lambda$  وهو ما نصت عليه النظرية (2) في ظل افتراض وجود ضرائب. يبقى أن نشير إلى أن قيمة علاوة المخاطرة قد انخفضت بسبب الأثر الضريبي مقارنة بالنظرية الثانية لموجيلاني وميلر في غياب الضرائب<sup>1</sup>.

تقدر قيمة التكلفة المتوسطة المرجحة بالأوزان لمؤسسة مقترضة  $L$  تعريفاً بمتوسط القيم السوقية لتكلفة الأموال المملوكة والمقترضة، أي:

$$WACC_L = R_U \frac{1}{1 + \lambda} + R_L \times (1 - T_c) \times \frac{\lambda}{1 + \lambda}$$

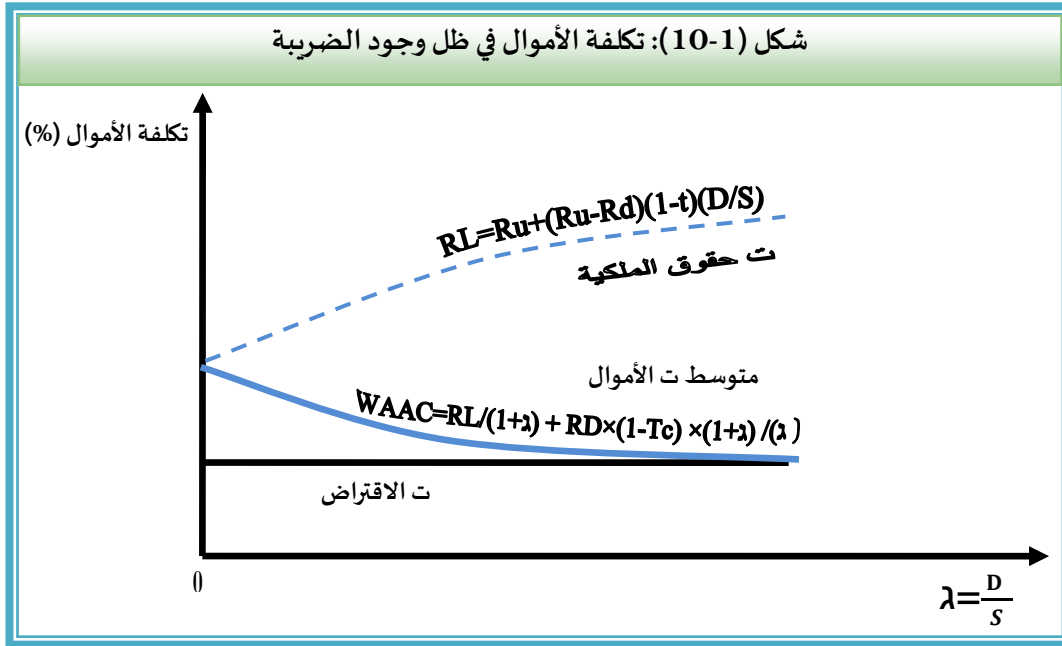
ويمكن التعبير مباشرة عن التكلفة المتوسطة المرجحة لمؤسسة مقترضة بدلالة تكلفة مؤسسة غير مقترضة وذلك بتعويض قيمة  $R_L$  بما يعادلها، فنجد:

$$WACC_L = R_U \left[ 1 - t_c \frac{1}{1 + \lambda} \right]$$

<sup>1</sup> Michel Albouy, Décision Financière et création de valeur, Ed. Economica, Paris, 2000, P. 317.



يتضح من خلال هذه المعادلة أنه إذا كان معدل الضريبة معدوم ( $t_c = 0$ ) فإن متوسط التكلفة المرجحة للأموال يصبح مستقلا عن نسبة المديونية. وهي النتيجة التي تم التوصل إليها سابقا في تحليل موجيلياني وميلر في ظل عدم وجود ضرائب. كما نلاحظ من خلال هذه المعادلة أن متوسط التكلفة يتناقص بزيادة نسبة الاقتراض المعبر عنها في المعادلة بنسبة المديونية إلى حقوق الملكية  $\lambda$ . وهذا بدلا من ثباتها الملاحظ سابقا عند افتراض غياب الضرائب. ويمكن توضيح ذلك من خلال البيان الموالي:



Source : Robert Cobbaut, Théorie Financière, Economica, 4<sup>e</sup> Ed, Paris, 1997, P. 390.

#### رابعاً: النظرية الثالثة

تتعلق بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار في منشأة مقترضة مقارنة بأخرى غير مقترضة.

من المعادلة السابقة وجدنا:  $WACC_i = R_u [1 - t_c \frac{1}{1 + \lambda}]$ ، وكما نعلم فإن متوسط التكلفة المرجحة بالأوزان هو في نفس الوقت معدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمار حتى لا يؤثر على ثروة الملاك، وعليه فإنه من خلال المعادلة السابقة يمكن القول بأن معدل العائد المتوقع على الاستثمار لمنشأة مقترضة لا بد أن يساوي أو يزيد عن معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يساوي معدل العائد الذي يطلبه الملاك في منشأة مموله بالكامل من حقوق الملكية مضروباً في القيمة  $[1 - t_c \frac{1}{1 + \lambda}]$  التي كما رأينا سابقاً تعمل على تخفيض مقدار هذا العائد كلما زادت قيمة القروض لدى المنشأة (معبراً عنه بـ  $\lambda$ ). وهو ما يختلف تماماً عما توصل إليه موجيلياني وميلر في غياب عنصر الضرائب من عدم وجود تأثير لقرار التمويل على قرار الاستثمار.

## الفرع الثاني: الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس

يخلق الاقتراض جملة من الالتزامات المتعلقة بالتسديد والتي تزيد من خطورة أن المؤسسة قد تتعرض لأزمة في خزيتها لا يمكن تفاديها والتي قد ترهن نشاطها، وهذا يعني عدم واقعية افتراض ثبات تكلفة الديون مهما كان معدل أو حجم الاقتراض؛ ففي حالة التصفية قد يكون المقرضون أقل تأثراً من المساهمين إلا أنهم ليسوا متأكدين تماماً من إمكانية استرجاع كل أموالهم على الأقل في الأجل المتفق عليها. من جانب آخر يمكن أن تكون للمساهمين مصلحة في تمويل مشاريعهم عالية الخطورة عن طريق الديون من أجل تحميل المقرضين بنسبة من المخاطر التي يتعرضون لها، وهو ما يدفع المقرضين في هذه الحالة إلى طلب ضمانات، وكذا إلى رفع المعدلات التي يطالبون بها على قروضهم.<sup>1</sup>

تكلف عملية تصفية الشركات المفلسة جملة من المصاريف منها مباشرة وأخرى غير مباشرة:<sup>2</sup>

1- التكاليف المباشرة: وتتضمن ما يلي:

- أتعاب المحامين؛

- مصاريف إجراءات التصفية (Procédures de liquidation)؛

- مجهودات المساهمين في سعيهم للحصول على حق تصفية الشركة.

2- التكاليف غير المباشرة: تشمل ما يلي:

- طلبيات ملغاة (خوفاً من عدم قدرة تليتها)؛

- تقلص حجم قروض الممولين (حسابات الذمم) خوفاً من عدم حصولهم على مستحقاتهم؛

- تأثيرات على الإنتاجية (إضرابات، وسائل غير مستغلة بطاقتها القصوى...)

- استحالة حصولها على التمويل اللازم (حتى ولو كانت المشاريع ذات مردودية معتبرة)؛

- تكاليف بشرية (جراً فقدان إطاراتها وكفاءاتها).

حتى ولو لم تصل الشركة إلى حد إشهار إفلاسها، فإن المؤسسة ذات نسبة الاقتراض العالية ستواجه جملة من تكاليف سوء التسيير المفروضة عليها والتي من شأنها أن تؤثر سلباً على قيمتها، ونعني بها مثلاً: محاولات تقليص مصاريف البحث والتطوير، مصاريف الصيانة، التكوين، وكذا التسويق سعياً منها لمواجهة آجال استحقاق القروض. علاوة على صعوبة إيجاد مصادر تمويل جديدة لمشاريع استثمارية

<sup>1</sup> Lourent Batch, Op. Cit., P. 302.

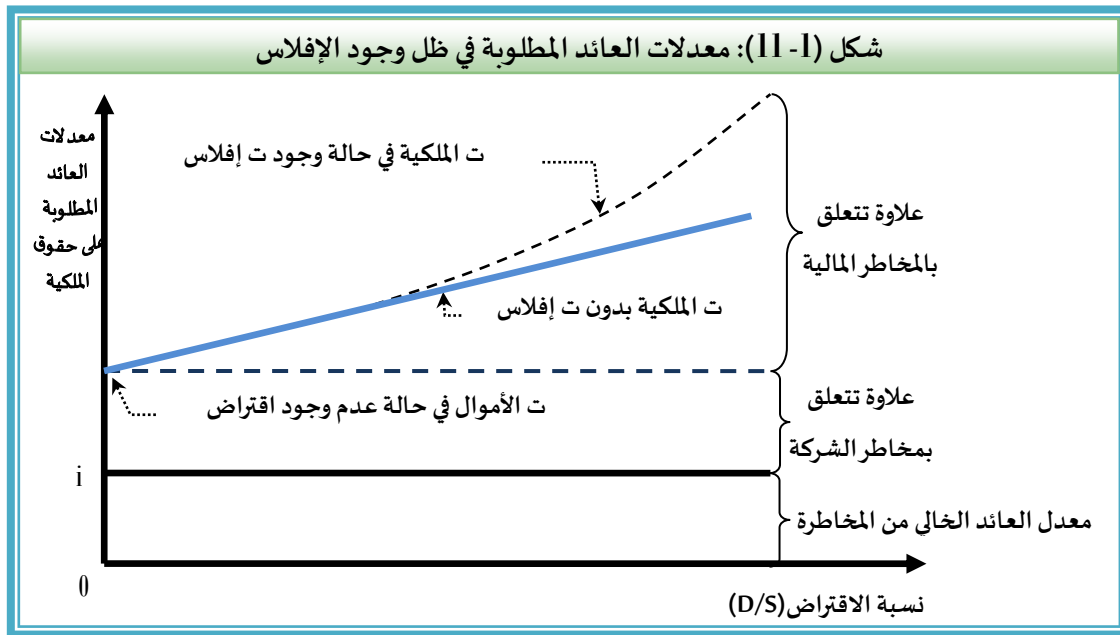
<sup>2</sup> Vernimmen, Finance d'entreprise, OP. Cit., P. 582.

ذات مردودية عالية. كما أن المردودية الاقتصادية المستقبلية على أصول المنشأة هي مردودية متوقعة وليست أكيدة، وعليه فيمكن القول إنه وانطلاقاً من مستوى معين من الافتراض، يبدأ خطر عدم قدرة سداد الديون على الظهور وأنّ السوق المالي سيبدأ يأخذ في الحسبان تكاليف الإفلاس الكامنة<sup>1</sup>.

أولاً: تأثير تكلفة الإفلاس مع افتراض عدم وجود الضرائب

إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى ملاك المنشأة من خلال رفع معدلات الفائدة التي يطلبونها والتي ستزيد من المخاطر التي يتعرض لها الملاك سيؤدي إلى إحداث زيادة في معدل العائد الذي يطلبه الملاك، مما يعني أن هناك علاقة غير مباشرة بين نسبة الافتراض إلى حقوق الملكية وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار.

يمكن من خلال الشكل الموالي تبيان تأثير الإفلاس على تكلفة الأموال مع افتراض عدم وجود ضرائب وهذا الفرض الأخير لغرض التبسيط وتبيان أثر الإفلاس جيداً.



Source: James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, Pearson Education, 13<sup>th</sup> Ed., England, 2009, P. 459.

يبرز هذا الشكل أن معدل العائد المطلوب من المستثمرين ( $k_e$ )، هو عبارة عن تركيب لمعدلات عائد مختلفة: فهو يمثل مجموع كل من معدل العائد الخالي من المخاطر، وعلاوة مخاطر خاصة بالشركة في حد ذاتها. وهذه العلاوة ممثلة على محور الترتيب على أنها الفرق ما بين معدل العائد المطلوب على شركة

<sup>1</sup> - Michel Albouy, Décision Financière et Création de Valeur, OP. Cit., P. 325.

ممولة كلياً بأموال الملكية ومعدل العائد الخالي من المخاطرة. ومع ازدياد نسبة الاقتراض، يزداد معدل العائد المطلوب، وهذه الزيادة تمثل علاوة المخاطرة المالية. وفي غياب تكلفة الإفلاس فإن هذه العلاوة تزيد بشكل خطي حسب ما رأيناه سابقاً عند موجيليانى وميلر. لكن بوجود تكلفة إفلاس ومع زيادة احتمالها بزيادة نسبة الاقتراض، فمن المتوقع أن يرتفع معدل العائد المطلوب بنسبة متزايدة وهذا بعد بلوغ نقطة معينة.<sup>1</sup>

في البداية تكون هذه التكلفة ضعيفة ويمكن تجاهلها، لكن وبلوغ نسبة الاقتراض الحدود القصوى، تصبح هذه التكاليف ذات نسبة عالية تؤدي إلى زوال مزايا الاقتراض.

### ثانياً: تأثير تكلفتي الإفلاس والضرائب على قيمة المنشأة

عند أخذ الضرائب بعين الاعتبار تبين أن لها أثر إيجابي على قيمة المنشأة وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وأن المؤسسة ينبغي أن تسعى إلى أعلى نسبة اقتراض حتى تعظم من قيمة الوفرات الضريبية، لكن في المقابل، فإن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تزيد بوتيرة متسارعة مع زيادة نسبة الديون وهذا إلى أن تتساوى عند نقطة معينة مزايا الوفر الضريبي مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. ويكون حجم الاقتراض عند هذه النقطة مثالياً. حيث تزيد بعدها تكلفة الإفلاس أكبر من الزيادة في الوفرات الضريبية ما يؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة. وعليه فإن قيمة المؤسسة يمكن أن يُعبّر عنها كما يلي:<sup>2</sup>

$$V_L = S + D + G - I$$

حيث ترمز:

S : إلى القيمة الحالية للملكية.

D : القيمة الحالية للديون.

G : القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

I : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

ويمكن تقسيم المعادلة السابقة إلى شقين:

$$V_M = S + D \quad \text{— وهي قيم سوقية (حقيقية).}$$

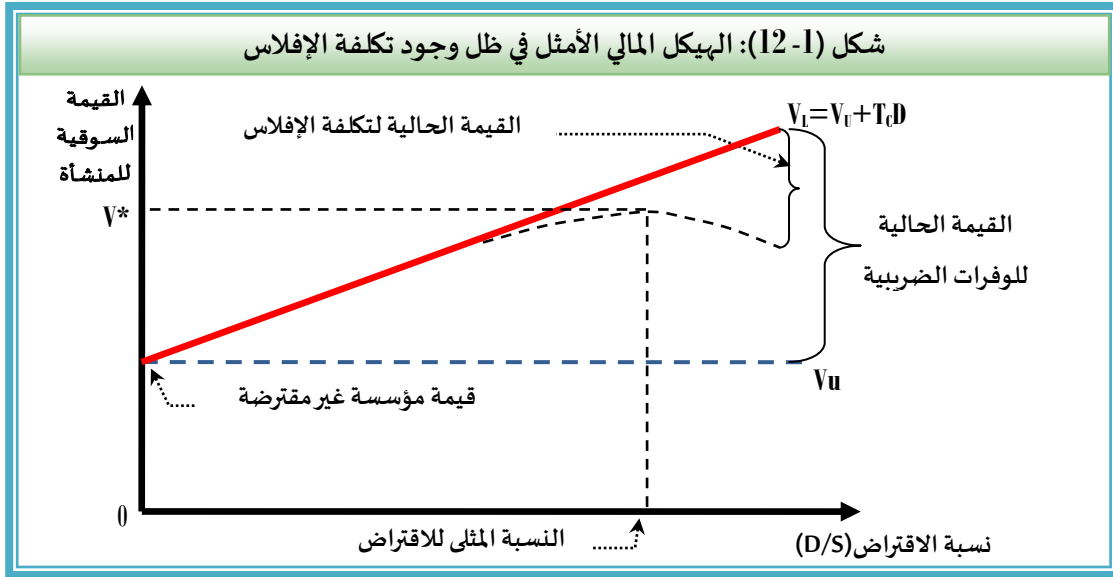
$$V_N = G + I \quad \text{— وهي لا تمثل قيمة حقيقية إنما هي قيم كامنة. ومنه فإن قيمة المؤسسة ينبغي أن تساوي}$$

قيمة مؤسسة غير مقترضة مضافاً إليها قيمة الوفرات الضريبية مطروح منها قيمة تكلفة الإفلاس. كما أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تتوازن عنده مزايا الوفر الضريبي مع

<sup>1</sup> Van Horne, Op. Cit., P. 459.

<sup>2</sup> Van Horne, Op. Cit., P. 463.

سلبيات تكلفة الإفلاس، ومعنى ذلك أن هناك هيكلًا أمثلًا ينبغي للمؤسسة أن تسعى لتحقيقه، والشكل الموالي يبين ذلك:



Source: Ross, S. a., Westerfield, R., & Jaffe, J. F., Corporate finance, McGraw-Hill & Irwin, New York, 10<sup>th</sup> Ed., 2013, P. 536.

يمثل الخط المستقيم المائل أعلى الشكل قيمة مؤسسة في عالم خالي من تكاليف الإفلاس، بينما يمثل المنحنى المتقطع قيمة المؤسسة في حالة وجودها، ويبين هذا المنحنى أن قيمة المؤسسة تزيد بانتقال المؤسسة من تمويل كلي بالملكية إلى الاعتماد على نسب ضعيفة من الاقتراض، حيث تكون القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس ضعيفة بسبب ضعف احتمال حدوث الإفلاس. لكن ومع زيادة نسبة استئانة المؤسسة، تزداد القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس بوتيرة متسارعة، إلى أن تصل إلى نقطة تتساوى عندها القيمة الحالية لهذه التكاليف الناتجة عن دينار إضافي من الاستئانة مع ما يقابله من ازدياد للقيمة الحالية للوفورات الضريبية، وتمثل هذه النقطة المستوى الأمثل للاقتراض، الذي يقابله وجود قيمة المؤسسة عند مستواها الأمثل ( $V^*$ ). وبعد هذا المستوى تكون الزيادة في القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس أكبر من الزيادة في القيمة الحالية للوفورات الضريبية مما يؤدي إلى تراجع قيمة المؤسسة بزيادة مستويات الاستئانة بعد هذه النقطة.

### ثالثاً: قياس تكلفة الإفلاس

تعتمد معظم النماذج المستخدمة في التنبؤ بالإفلاس على الأسلوب الرياضي في اشتقاق احتمال الفشل المالي، وتتشابه هذه النماذج من حيث الصياغة؛ إذ ترد على شكل دالة تتضمن مجموعة من المتغيرات على شكل نسب مالية مرجحة بأوزان تعطي في النهاية نتيجة (Score)، لذا تعرف بـ "طريقة

التنقيط أو التقييم Z أو دالة النتيجة " Z (Z-Score)، وتختلف هذه النماذج في طبيعة النسب المالية المستخدمة في كل منها وكذا الأوزان النسبية لها، ويمكن للمحلل استخدام هذه النماذج مع إجراء بعض التعديلات على متغيراتها لكي تتلائم مع ظروف الشركة التي يقوم بدراستها إلا أن ذلك يحتاج إلى قدرة وكفاءة علمية ومهنية عالية من قبل المحلل لإقترح النموذج الملائم.

ظهرت أولى الدراسات المختصة بالتنبؤ بالافلاس والفشل المالي عام 1966 على يد Beaver حيث عرض فيها نموذجا متطوراً للنسب المالية المركبة التي تستخدم كإنداز مبكر للفشل المالي قبل حدوثه بفترة زمنية، ثم تابعت الدراسات بعد هذا النموذج في كل من بريطانيا وكندا والولايات المتحدة منها: نموذج Altman عام 1968، نموذج Lev عام 1971، نموذج Deakin عام 1972، نموذج Altman and Mc cough عام 1974، نموذج Libby عام 1975، نموذج Argenti عام 1976، نموذج Moyer عام 1977، نموذج Olhison عام 1980، نموذج Kida عام 1981، نموذج Bathory عام 1985، نموذج Casey عام 1986، نموذج Sherrod عام 1987، نموذج Compell عام 1993، الخ.<sup>1</sup>

تحدد دالة النتيجة من خلال القيام بالتحليل التمييزي الخطي متعدد المتغيرات بين مؤسسات مفلسة تم تصفيتها، وأخرى غير مفلسة، وتشابه خطوات تحديد معالم الدالة، إذ تتمثل في:<sup>2</sup>

– بناء عينة تتشكل من مؤسسات مفلسة وأخرى غير مفلسة، مع تشابه بينهما من حيث لخصائص؛

– تحديد النسب التي تلعب دور مؤشرات لاحتمال الإفلاس؛

– دمج هذه النسبة في معادلة مع ترجيحها بالأوزان المناسبة؛

– بناء علاقة بين قيمة هذه الدالة واحتمال الإفلاس.

يعبر عن توليفة النسب المتحصل عليها من خلال دالة شكلها العام:

$$Z = \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \dots + \alpha_n X_n + B$$

بحيث ترمز  $\alpha_n$  إلى الوزن الترجيحي للنسبة  $X_n$ ، وتمثل النسب مؤشرات أداء تختلف قيمها بين المؤسسات المفلسة وغير المفلسة، إلا أنه ينبغي توخي الحذر بحيث قد تكون النسبة المنخفضة لشركة ما

<sup>1</sup> أنظر:

- مليكة زغيب، مدى فاعلية نموذج ألتمان ونموذج هولدر في التنبؤ بالفشل المالي لمؤسسات البناء والأشغال العمومية الجزائرية - دراسة ميدانية، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد الرابع الجزء الثاني، 2015، ص. ص. 110-134.

-Hubert de La Bruslerie, Analyse financière: Information financière, diagnostic et évaluation, Dunod, 4<sup>e</sup> Ed., Paris, 2010, P. 453.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen et al., Corporate Finance: Theory and Practice, Op. Cit., P. 135.

لا تدل على زيادة احتمال الإفلاس إن كانت منخفضة في كامل مؤسسات نفس القطاع، ففي هذه الحالة يستحسن تعديل النموذج ليتماشى مع الخصوصية القطاعية للشركات محل الدراسة.

إلا أنه مما يعاب على هذه الطرق أنها لا تنظر للمؤسسة إلا من زاوية واحدة وهي الزاوية الاقتصادية دون القانونية واعتبارات الملكية. في حين أن المؤسسة هي عبارة عن مجموعة من الأنظمة الفرعية (Sous Systèmes). وأي قصور في إحدى الأنظمة الفرعية (المالي مثلا) من شأنه أن يؤثر على الأخرى مثل النظام الفرعي للتسويق، الإدارة الإنتاج، إلخ.<sup>1</sup>

سنعرض فيما يلي مثالا عن هذه النماذج، والمتمثل في الإصدار الأول لنموذج ألتمان.

### نموذج ألتمان (Altman Z-score, 1968)

قام أستاذ العلوم المالية في جامعة نيويورك (Edward Altman) في العام 1968، باستخدام أسلوب التحليل التمييزي الخطي متعدد المتغيرات لايجاد أفضل النسب المالية القادرة على التنبؤ بفشل الشركات الأمريكية، حيث اعتمد على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في السوق المالي، واشتملت 33 شركة فاشلة و33 شركة ناجحة لها نفس المواصفات من حيث رأس المال وطبيعة العمل وحجم النشاط مستخدما تحليل التمايز الإحصائي وذلك للتنبؤ باستمرارية الشركة أو عدم استمراريتها أي إفلاسها.<sup>2</sup>

استخدم هذا النموذج على نطاق واسع للتنبؤ بإفلاس الشركات نظرا لقدرته الكبيرة في التنبؤ بالعديد من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية ناهيك عن سهولة تطبيقه. ويتكون هذا النموذج من خمس نسب مالية مستخرجة من الميزانية المحاسبية وجدول حسابات النتائج كما يلي:<sup>3</sup>

$$Z=1.2 x1+1.4 x2 +3.3 x3 +0.6 x4 +.999 x5$$

x1 : هي نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول (Working Capital / Total Assets) حيث أن صافي رأس

المال العامل = أصول متداولة - خصوم متداولة (Current Assets - Current Liabilities)؛

x2 : نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول (Retained Earnings / Total Assets) حيث أن الأرباح المحتجزة =

مجموع الأموال الخاصة إلى رأس المال؛

x3 : نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول (EBIT / TA) ؛

<sup>1</sup> Mondher Bellalah, Finance Moderne De L'entreprise, OP. Cit., P. 59.

<sup>2</sup> مليكة زغيب، مرجع سابق، ص. 116.

<sup>3</sup> E. Altman, Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, Journal of Finance, Vol. 23, I. 4, 1968, PP. 589-609.

x4 : نسبة الأموال الخاصة إلى مجموع الديون (Market Value of Equity / Total Liabilities) ، وفي حالة عدم توافر القيمة السوقية للأموال الخاصة، نستخدم القيمة الدفترية:

x5 : نسبة رقم الأعمال خارج الرسم إلى مجموع الأصول (Sales / Total Assets).

وكلما ارتفعت قيمة (Z)، فإنها تشير إلى سلامة المركز المالي للشركة، بينما تدل القيمة المتدنية على احتمال الفشل المالي بحيث:

— إذا كانت قيمة Z أقل أو تساوي 1.81 فإن الشركة تعد فاشلة يحتمل إفلاسها وهي غير قابلة للاستمرار، وتسمى بمنطقة الإفلاس (Distress Zone)؛

— إذا كانت قيمة Z أكبر أو تساوي 2.99 فإن الشركة ناجحة وقادرة على الاستمرار وتعرف بمنطقة الأمان (Safe Zone)؛

— إذا كانت قيمة Z أكبر من 1.81 وأقل من 2.99 فإن الأمر يصعب تحديده ومن الأحسن أن تخضع المؤسسة لدراسة تفصيلية، وتسمى بالمنطقة الرمادية (Gray Zone).

من بين الصعوبات التي واجهت المحللين الماليين هي عدم إمكانية تطبيق النموذج بصيغته الأصلية على الشركات غير المدرجة في السوق المالي، لصعوبة قياس القيمة السوقية لحقوق المساهمين (يتطلب بيانات عن القيمة السوقية للسهم). لذلك قام (Altman) في العام 1977 بتطوير نموذج Zeta (وهو ما يعرف بالجيل الثاني) للشركات في القطاع الخاص، وذلك بإجراء الدراسة على عينة من (53) شركة فاشلة و(58) شركة ناجحة خلال الفترة من (1969 – 1975)، إذ قام باستخدام طريقتين لهذه الغاية هما طريقة التحليل التمييزي الخطي وطريقة التحليل التمييزي التريبيعي، حيث شمل التحليل (28) نسبة مالية. وكانت النتيجة استبدال القيمة السوقية لحقوق المساهمين بالقيمة الدفترية، كما أدت الدراسة إلى تعديل معاملات التمييز.

### الفرع الثالث: الهيكل المالي في ظل وجود الضريبة على الدخل الفردي

كان لأخذ عامل الضريبة على دخل الشركات الأثر الواضح في زيادة الاعتماد على الاقتراض، وذلك لما يتحقق من ورائه من وفرات ضريبية تؤدي إلى تخفيض معتبر في التكلفة الحقيقية للاقتراض. إلا أن ما يلاحظ في الواقع هو وجود ضرائب على دخل المستثمرين عدى تلك التي تفرض على الشركات إذ يتم اقتطاع جزء من الأرباح الموزعة للمستثمرين لصالح خزينة الدولة وكذلك بالنسبة لعوائد السندات، ومعلوم أن ما يهم المستثمرين ليس العوائد قبل الضرائب، إنما ما سيحصل عليه، وهو ما يعني أن يتم أخذ



الضريبة الشخصية بعين الاعتبار. وهنا يمكن التساؤل عن تأثير أخذ هذا العامل بعين الاعتبار على نتائج التحليل السابق.

### أولاً: نموذج ميلر في ظل وجود ضريبة على دخول الأفراد

يعتبر ميرتون ميلر أول من اقترح نموذجاً توازنياً للسوق المالي يأخذ بعين الاعتبار عامل الضريبة الشخصية وذلك سنة 1977، أي بعد حوالي 20 سنة من المقال الشهير الذي نشره مع رفيقه مودجيلياني سنة 1958 معيدا التشكيك من جديد في مسألة وجود الهيكل المالي الأمثل.<sup>1</sup>

استهلّ ميلر تحليله بالتشكيك في أهمية تأثير تكلفة الإفلاس على الهيكل المالي الأمثل؛ إذ أن بعض الدراسات التي أكدت ارتفاع قيمة تلك التكاليف إلى نحو 20% من القيمة السوقية للمنشأة إنما أجريت على منشآت صغيرة أو فردية حسبه، وأسفر الإفلاس عن تصفيته وليس عن إعادة تنظيمها. بينما بينت الدراسات على المنشآت الكبيرة صغر حجم تلك التكاليف إذ تبلغ في المتوسط 5,4% من القيمة السوقية للمنشأة، وتتضاءل النسبة كلما زاد حجم المنشأة، علاوة عن كون هذه التكاليف تمثل تكلفة إفلاس فعلية ألا أن ما يهم عند اتخاذ قرار هيكل رأس المال هو التكاليف المتوقعة، هذه الأخيرة، أثبتت بشأنها بعض الدراسات أن التكاليف المقدرة للإفلاس قبل سبع سنوات من حدوثه لم تتجاوز 1% من القيمة السوقية للمنشأة.<sup>2</sup>

من جانب آخر، لوحظ نوع من الثبات النسبي لتركيبه هيكل رأس المال عبر الزمن رغم التغيير الذي يطرأ على معدلات الضريبة، مما يدعو إلى التشكيك في واقعية الأثر الضريبي المتولد عن استعمال القروض، خصوصاً إذا علمنا أن إحدى الدراسات كشفت عن تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينات والخمسينات رغم أن معدل الضريبة انتقل من نسبة 11% في الفترة الأولى إلى 52% في الفترة الثانية، فكان من المفروض حسب نتائج التحليل السابق أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينات وهو ما لم يحدث.<sup>3</sup>

كانت النتائج التي توصل إليها ميلر مبنية أساساً على مدى اختلاف معدل الضريبة الشخصية على أرباح الأسهم عن تلك المفروضة على كوبونات السندات، وفيما يلي سيتم في البداية تتبع أثر الضريبة

<sup>1</sup> - Michel Levasseur, Aimable Quintart, OP. Cit., P. 535.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 265.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 265.

الشخصية في ظل تساوي المعدلين السابقين، ثم بعدها افتراض مرونة أكبر للضريبة على الأسهم مقارنة بتلك المفروضة على السندات (بمعنى افتراض معدل ضريبة على الأرباح أقل منه على كوبونات السندات).

### 1- حالة معدلات ضريبة متساوية على كل من عوائد الأسهم والسندات

سنحاول من خلال المثال الموالي تبيان أثر الضريبة على التحليل السابق مع افتراض تساوي الضريبة على عوائد الأسهم مع الضريبة على كوبونات السندات.

لتكن لدينا عوائد المساهمين والمقرضين كما يوضحها الجدول الموالي مع افتراض أن إجمالي الأرباح المحققة يتم توزيعها على شكل أرباح موزعة مع افتراض تساوي معدل الضريبة على كل من الكوبونات والتوزيعات بمعنى تساوي كل من  $T_B$  و  $T_S$  مع حجم اقتراض في المخطط الثاني يقدر ب 3500 و.ن.

جدول (6-1): عوائد الممولين بين مخطط تمويل بدون ديون (E) وآخر بدون (D)

مخطط (D)	مخطط (E)	البيان
1000	1000	نتيجة قبل الضريبة والتكاليف المالية (EBIT)
350	0	مصاريف اقتراض $R_b D = 10\%$
650	1000	نتيجة قبل الضريبة $EBT = EBIT - R_b D$
260	400	ضريبة على أرباح الشركات $T_c = 40\%$
390	600	نتيجة صافية $EAT = (EBIT - R_b D) (1 - T_c)$
350	0	مداخل المقرضين ( $R_b D$ )
740	600	مداخل المساهمين والمقرضين $(R_b D) + (EBIT - R_b D) (1 - T_c)$

Source : Mondher Bellalah, Finance Moderne D'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1998, P. 66.

يبين هذا الجدول أن المخطط (D) الذي يحتوي على قروض يدر عوائد أكبر من المخطط (E)؛ إذ قدرت في المخطط بدون ديون ب 600 مقابل 740 في مخطط المزيج بين الملكية والديون.

والآن دعنا نفترض وجود ضرائب شخصية على كل من الأرباح الموزعة والكوبونات بمعدل 30%، وأثر ذلك على مبلغ العوائد للمقرضين والمساهمين مثلما يبرزها الجدول الموالي:

جدول (7-1): عوائد المقرضين والمساهمين في ظل وجود ضرائب شخصية

مخطط (D)	مخطط (E)	البيان
390	600	الأرباح الموزعة
117	180	الضريبة الشخصية على الأرباح بمقدار 30%
273	420	العوائد الصافية للمساهمين
350	0	الكوبونات المتحصل عليها من قبل المقرضين
105	0	الضريبة على الكوبونات (30%)
245	0	العوائد الصافية للمقرضين
518	420	العوائد الصافية لكل من المقرضين والمساهمين

Source : Mondher Bellalah, Finance Moderne D'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1998, P. 67.

بناء على الجدولين السابقين فإن الضريبة الإجمالية المفروضة على المساهمين في المخطط (E) تقدر بـ 580 (ضريبة على أرباح الشركات بـ 400 زائد الضريبة الشخصية بـ 180) بينما تقدر في المخطط (D) بـ 377 (117+260). وتقدر الضرائب المفروضة على كل من المساهمين والمقرضين في المخطط (D) بـ 482 (105+377). وعليه يمكن ببساطة ملاحظة أن المداخل الكلية المتحصل عليها في المخطط (D) أكبر من المخطط (E)، بينما الحجم الضريبي في المخطط الأول كان الأعلى. وهذه النتائج تبين أن الاقتراض يزيد من قيمة المؤسسة رغم وجود الضريبة الشخصية على كل من الأرباح الموزعة والكوبونات.

لكن بالرجوع إلى الواقع، نجد أن المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين، بل عادة ما يخصص جزء منها للاحتياطات أو لإعادة شراء الأسهم. وعليه فإن نسبة الضريبة الشخصية الفعلية على حصص الأرباح تكون أقل من تلك المفروضة على العمليات المالية الأخرى (إقراض واقتراض، شراء وبيع السندات، إلخ).

## 2- معدل الضريبة الشخصية على الأرباح أقل منه على كوبونات السندات

تبين لنا في الحالة السابقة أنه في ظل نفس معدل الضريبة على الأسهم والسندات أن الاقتراض يزيد من قيمة المؤسسة رغم وجود الضريبة الشخصية على كل من الأرباح الموزعة والكوبونات، وسيتم فيما يلي افتراض تحليل النتائج في ظل معدل ضريبة على التوزيعات قدره 10% مقابل معدل 40% لكوبونات السندات. وعليه يكون إجمالي العوائد في المخططين السابقين كما يلي بيانه:

جدول (8-1): عوائد المقرضين والمساهمين مع فرض  $T_S < T_B$ 

مخطط (D)	مخطط (E)	البيان
390	600	التوزيعات المستلمة
39	60	الضريبة على الأرباح الموزعة 10 %
351	540	العوائد الصافية للمساهمين
350	0	الكوبونات المسلمة للمقرضين
210	0	الضريبة على الكوبونات (40%)
140	0	العوائد الصافية للمقرضين
491	540	العوائد الصافية للمساهمين والمقرضين

Source : Mondher Bellalah, Finance Moderne D'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1998, P. 68.

نلاحظ في هذه الحالة أن إجمالي الضرائب المدفوعة في المخطط (E) تقدر بـ 460 (400+60) مقابل 509 للمخطط (D). وكذلك فإن المداخل الكلية تقدر على التوالي بـ 540 و 491. وعليه فإن هذا المثال يبيّن أن إجمالي العوائد في المخطط (E) أكبر، وهي النتيجة التي تدفعنا إلى القول بأن قيمة المؤسسة غير المقترضة أعلى منها مقارنة بالمقترضة، وهي نتيجة معاكسة تماما لما تم التوصل إليه في الحالة السابقة وكذا في الأدبيات المتعلقة بمسألة الوفر الضريبي الناتج عن الديون. مما يعني أن طبيعة تأثير وجود الديون في هيكل تمويل المؤسسة مرتبط بمدى اختلاف معدلات الضريبة الشخصية المفروضة على عوائد كل من المساهمين والمقرضين.

ثانياً: نموذج ميلر مع أخذ كل من الضريبة على الشركات والضريبة الشخصية بعين الاعتبار

تصاغ عوائد المساهمين الصافية بعد كل من الضريبة على الشركات والضريبة الشخصية وفق

المعادلة:

$$NI_S = (EBIT - R_B D)(1 - T_C)(1 - T_S)$$

وتكون عوائد المقرضين الصافية تساوي:

$$NI_B = R_B D (1 - T_B)$$

وعليه فإن إجمالي العوائد للمساهمين والمقرضين هي:

$$NI_S + NI_B = (EBIT - R_B D)(1 - T_C)(1 - T_S) + R_B D (1 - T_B) = (EBIT)(1 - T_C)(1 - T_S) - R_B D(1 - T_C)(1 - T_S) + R_B D (1 - T_B)$$

$$= (EBIT)(1 - T_C)(1 - T_S) + R_B D (1 - T_B) [1 - ((1 - T_C)(1 - T_S) / (1 - T_B))]$$

يشير الجزء الأول من المعادلة الأخيرة إلى صافي أرباح مؤسسة غير مقترضة بعد أخذ الضريبة الشخصية للمساهمين بعين الاعتبار، وعليه فرسمة هذا الجزء يشير إلى قيمة مؤسسة غير مقترضة  $V_u$ . ويحصل مستثمر في سندات الشركة على عائد قدره  $R_B D (1-T_B)$ .

كذلك يمكن كتابة قيمة الطرف الثاني برسمة بمعدل  $R_B$  كما يلي:

$$D[1 - ((1-T_c)(1-T_s)/(1-T_B))]$$

ويمثل مجموع هذين الجزئين قيمة مؤسسة مقترضة  $V_L$  أي:

$$V_L = V_u + D [1 - ((1-T_c)(1-T_s)/(1-T_B))]$$

وإذا افترضنا تساوي كل من  $T_B$  و  $T_s$  تصبح المعادلة من الشكل:

$$V_L = V_u + T_c D$$

وهذه المعادلة هي نفسها المعادلة السابقة عندما افترضنا عدم وجود ضريبة شخصية. أما إذا كانت  $T_s < T_B$  فإن مزايا استعمال القروض تتقلص وتكون العوائد المدفوعة من شركة مقترضة أكبر من تلك المسجلة عند شركة غير مقترضة.

## البحث الثالث: تأثير نظريات الوكالة، الإشارة والتهويل السلمي في اختيار الهيكل المالي

بيننا فيما سبق الأثر المحتمل لمجموعة من العناصر في مجال اختيار الهيكل المالي وبالخصوص عوامل ضريبة الأرباح، ضريبة الدخل الفردي، تكاليف الإفلاس، وغيرها. لكن هناك مجموعة أخرى من النظريات التي تفسر الآثار المحتملة للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة، والتي سنحاول من خلال هذا المطلب عرض أبرزها وبيان ما أتت به من جديد في مجال اختيار الهيكل المالي المناسب للمنشأة، وسنركز بالخصوص على كل من نظريات الوكالة والإشارة ونظرية التمويل السلمي أو النظرية السُّلمية لترتيب مصادر التمويل.

وعليه فسيتضمن هذا المطلب الفروع التالية:

**المطلب الأول: نظرية الوكالة**

**المطلب الثاني: نظرية الإشارة**

**المطلب الثالث: نظرية التمويل السلمي**

### المطلب الأول: نظرية الوكالة

يسعى مسيروا المؤسسات وفق النظرية المالية الكلاسيكية إلى تعظيم قيمة الأموال الخاصة، وهو الهدف الذي يتماشى مع تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، إلا أن ذلك مقرون بتحقيق شرطين أساسيين:<sup>1</sup>

- عدم وجود أي تعارض بين الأعوان الاقتصاديين ذوي العلاقة مع الشركة.
- ليس لأي من هؤلاء الأعوان بحكم موقعهم في الشركة أي قدرة على التأثير في كيفية توزيع قيمة المؤسسة ولا التأثير على القرار الاستثماري الخالق للقيمة، بمعنى أن اختيار الاستثمار يكون ببساطة قائما على إيجابية القيمة الحالية الصافية (NPV) ولا علاقة له بطبيعة المساهمين في تمويله، بمعنى حيادية السياسات الاستثمارية وعدم تأثرها بالسياسات التمويلية.

<sup>1</sup> Patrick Navatte, Finance d'Entreprise et Théorie des Options, Ed. Economica, Paris, 1998, P. 61.

يعاب على هذا التحليل تجاهله للتداخل والتشابك في المصالح الذي يؤدي في بعض الأحيان إلى ظهور نوع من النزاع والتعارض في المصالح، والذي تجلى من خلال نظرية الوكالة؛ فهذه الأخيرة تنظر للمؤسسة على أنها عبارة عن تنظيم معقد يحمل في طياته تفويضا لمسؤولية اتخاذ القرارات، وهو ما يعني وجود تكاليف خاصة تعرف بتكلفة الوكالة التي من شأنها أن تؤثر - كما سيتم بيانه - على قرارات التمويل المناسبة. ولكن قبل ذلك ينبغي بداية توضيح مضمون نظرية الوكالة.

### الفرع الأول: تعريف الوكالة

تنشأ علاقة الوكالة حسب روس (Ross) بين فردين أو أكثر عندما يتصرف أحد الطرفين أو أكثر وهو العون أو الوكيل (l'agent ou le mandataire) كمثل لحساب الطرف الآخر وهو الأصيل أو الموكل (le principale ou le mandant).<sup>1</sup>

في نفس السياق يعرف جنسن وماكلينج (Jensen et Mackling) علاقة الوكالة على أنها عقد يقوم من خلاله شخص أو عدة أشخاص وهو الموكل أو الأصيل بتكليف طرف آخر هو العون أو الوكيل بالعمل لحسابه أو باسمه وهي الخدمات التي تحمل في طياتها تفويضا لسلطة اتخاذ القرارات لصالح هذا الأخير (العون).<sup>2</sup>

وردت أيضا تعريفات أخرى أكثر اتساعا وشمولية وهو ما نجده عند كل من برات وزكوزر (Bratt et Zeckhauser) بحيث يوسعان من مجال الوكالة باعتبارها تنشأ بمجرد ارتباط حالة طرف ما بما يقوم به طرف آخر، فالأول الذي يقوم بالأعمال أو يتخذ القرار هو العون (l'agent)، والطرف الآخر الذي يتأثر بقرار هذا العون هو الأصيل أو الموكل.<sup>3</sup> وحسب هذا التعريف فإن كل عمليات الشراكة أو التعاون وليس فقط تلك التي تحمل في طياتها تفويضا لسلطة اتخاذ القرار هي عبارة عن علاقة وكالة. فالطبيب على سبيل المثال عبارة عن وكيل بالنسبة للمريض الذي يستفيد من خدماته. وفي ظل هذا التعريف كذلك فإن علاقة الوكالة تنشأ بين إدارة الشركة وبين المقرض بمجرد تسليم هذا الأخير لمبالغ مالية للطرف الثاني سواء في شكل قروض تفاوضية أو في شكل سندات دين على أمل الحصول على فوائد وأرباح رأسمالية مستقبلا.

اعتمادا على أعمال وبحوث كل من فاما وميلر (E.Fama et M.Miller) لسنة 1972، قام جنسن وماكلينج سنة 1976، بتحديد نوعين من تعارض أو تضارب المصالح على مستوى المؤسسة، حيث أشارا إلى أنه

<sup>1</sup> Nathalie Morgues, Financement et Coût du Capitale de L'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1993, P. 271.

<sup>2</sup> Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October 1976, Vol. 3, No. 4, PP. 305-360.

<sup>3</sup> Nathalie Morgues, Op. Cit., P. 271.

ومادام العون والموكل أو الأصيل يسعى كل منهما لتعظيم منفعته الشخصية، فمن المنطقي الاعتقاد أن الوكيل لن يعمل دائما لصالح الأصيل.<sup>1</sup>، وقد قسما التضارب في المصالح الذي ينتج عن الوكالة إلى نوعين: الأول عبارة عن تضارب مصالح بين الملاك والمسيرين ناتج عن كون المسيرين لا يتحصلون على مقابل بنسبة 100 لقاء اجتهادهم وخططهم وقراراتهم لتعظيم الأرباح، بينما يتحملون كامل المسؤولية في حالة الفشل، أما النوع الثاني فيتمثل في تضارب مصالح المقرضين والملاك.<sup>2</sup>

### أولاً: تعارض مصالح المساهمين والمسيرين

يظهر في غالب الحالات هذا التعارض بسبب أن المساهمين، كما أشرنا، لا يستحوذون على كامل رأسمال المؤسسة، وهو ما يعني عدم استفادتهم كلية من عوائد مجهوداتهم، بينما يتحملون كل المخاطر والأعباء التي تتعرض لها المنشأة. فعلى سبيل المثال، قد يقرر المسيرون بذل أقل وقت وجهد لقيادة المؤسسة وتركيز اهتماماتهم على المشاريع التي تلبي رغباتهم الشخصية أو الذاتية مثل السعي وراء المزيد من السلطة والنفوذ ومحاولة تكوين إمبراطورية لهم. وإذا كانت هذه الطموحات من شأنها أن تقلص من قيمة المنشأة فهذا معناه أن الاستثمارات المحققة ليست بالضرورة ذات عوائد مرضية للمؤسسة، ويتوقع أن يقل تأثير النوازع الفردية كلما كانت للمسيرين نسب عالية من رأس مال الشركة.

وعند تحليله للهيكل المالي وعلاقته بتكاليف الوكالة، أشار جنسن إلى أن زيادة نسبة الديون تحد من التأثيرات المحتملة لسعي المسيرين وراء تحقيق مصالحهم الخاصة وتقلص من حدة تعارض المصالح بين المسيرين والملاك، وذلك بسبب ما تعنيه الديون من ضرورة سدادها وبالتالي تقليصها من حجم النفقات النقدية المتاحة للمسيرين.

### ثانياً: تعارض مصالح المساهمين والمقرضين

يميل المساهمون بسبب حقهم في الحصول على التدفقات النقدية الصافية إلى تفضيل القرارات التي من شأنها تعظيم هذه الأخيرة، حتى ولو أدى ذلك إلى زيادة درجة مخاطرة المقرضين في أن لا يحصلوا على حقوقهم (الفوائد). ومن جانب آخر، يسعى المقرضون إلى تثبيت أو زيادة درجة الأمان على حقوقهم. وبما أنه عادة ما يتحكم المساهمون في تسيير المنشأة وسيرورة اتخاذ القرار، فإن مصالحهم سوف تطغى على مصالح المقرضين الذين لا يملكون سلطة اتخاذ القرارات التي من شأنها حماية مصالحهم. وعليه فإن

<sup>1</sup> Michael C. Jensen, William H. Meckling, OP. Cit., P. 5.

<sup>2</sup> للمزيد، أنظر:

- Michael C. Jensen, William H. Meckling, OP. Cit., PP. 10-25.  
Navatte, OP. Cit., P.62.

- Patrick



المؤسسات باتخاذها لقرار الاقتراض سوف تتعرض لهذا النوع من تضارب المصالح وما له من آثار سلبية تتجلى في بعض الأحيان على شكل رفع معدلات الفائدة المفروضة، وكذا في فقدان هامش الحرية في اتخاذ القرارات المناسبة.<sup>1</sup>

من جانب آخر، وفي سنة 1977، قام مايرز (Myers) بتحديد نوع آخر من تضارب المصالح بين المقرضين والملاك؛ حيث لاحظ أن ملاك المؤسسات التي تستشعر احتمال قرب إفلاسها لا يرون فائدة في منح تمويل إضافي للمؤسسة حتى وإن كان ذلك يعظم من قيمة أسهمهم وذلك لكونهم سيتحملون إجمالي تكلفة الاستثمار، بينما قد يستفيد المقرضون من جزء من هذه العوائد. وعليه فارتفاع معدلات الإقراض قد يؤدي إلى رفض مشاريع مربحة وقادرة على تعظيم قيمة المؤسسة مما يعنى تحمل تكلفة وكالة بسبب رفض الاستثمار في بدائل مربحة.<sup>2</sup>

يظهر تأثير تضارب المصالح بين المقرضين والمساهمين على كل من قرار الاستثمار المناسب، اختيار التمويل المناسب لها، وكذا على تحديد مبالغ الأرباح التي يتم توزيعها.

### الفرع الثاني: أنواع تكلفة الوكالة

تتحمل المؤسسة ثلاثة أنواع من تكاليف الوكالة في سبيل التقليل من احتمال حدوث تعارض في المصالح:<sup>3</sup>

#### أولاً: تكاليف الرقابة (Monitoring Cost)

نعني بها تلك التكاليف التي يبذلها الأصيل أو الموكل للمراقبة أو الحد من هامش التلاعب الممكن للعون؛ فقد يطلب من المديرين القيام بإعداد تقارير دورية عن نشاطاتهم في شكل تقارير محاسبية مدققة تسلّم للمساهمين، هذه الأتعاب التي تدفع للمحاسبين وكذا الوقت المبذول لإعداد مثل هذه التقارير تعرف بتكاليف الرقابة. ويضاف لهذا الصنف تلك التكاليف الكامنة التي تنجر عن القيود التي تحد من هامش سلطة اتخاذ القرارات للمديرين والتي يؤدي وجودها إلى احتمال أن يفوت المالكون فرصاً استثمارية مربحة.

تعد من تكاليف الرقابة أيضاً تلك التي تنشأ بسبب تعيين مجلس إدارة يسهر على اتخاذ قرارات تصبّ في مصلحة المساهمين.

<sup>1</sup> Aswath Damodran, Finance d'Entreprise, OP. Cit., P. 737.

<sup>2</sup> Milton Harris, Artur Raviv, The Theory of Capital Structure, The Journal of Finance. Vol. XVI, No. 1, March 1991, P. 301.

<sup>3</sup> Frank J. Fabozzi, Pamela P. Peterson, Financial Management and Analysis, Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2<sup>nd</sup> Ed., USA, 2003, P. 18.

**ثانياً: تكاليف التعهد (Bonding Cost)**

تضم التكاليف التي يبذلها الوكيل كضمان للأصيل بأن يعمل لصالحه، فقد يتعاقد المسير مع الشركة على أن يبقى معها حتى وإن تلقى عروضاً أخرى من مؤسسة ما، وتكمن تكلفة الوكالة هنا في فرص التوظيف الضائعة التي قد تتضمن امتيازات أفضل.

**ثالثاً: الخسارة المتبقية (Residual Loss)**

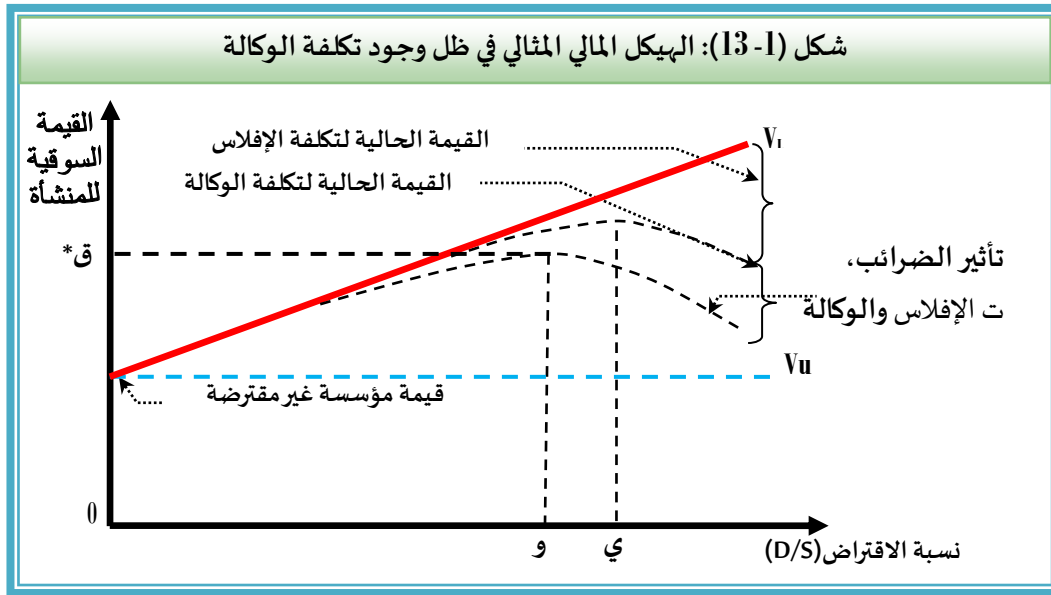
رغم اللجوء إلى كل من الرقابة والتعهد من جانب الوكيل، إلا أن تباعد واختلاف المصالح بين الوكيل والأصيل تبقى دوماً، والتكلفة الناتجة عن ذلك تعرف بالخسارة المتبقية أو الحتمية (Residual Loss)، والتي يمكن تعريفها على أنها التكلفة الكامنة الناتجة بسبب عدم إمكانية التطابق التام بين مصلحة الوكيل والأصيل والتي لا يمكن بأي حال التخلص منها نهائياً رغم التكاليف المبذولة للرقابة والتعهد (Monitoring and Bonding Cost) في سبيل تقليص هذا التعارض.

**الفرع الثالث: أثر تكلفة الوكالة على الهيكل المالي المناسب**

تؤثر تكاليف الوكالة على نتائج التحليل السابقة الخاصة بالهيكل المالي المناسب؛ حيث أن لها نفس الأثر المالي لتكلفة الإفلاس، فكما هو الشأن في تكلفة الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي بالملاك أيضاً إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار. والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

يؤدي ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس إلى التأثير على النسبة المثالية للاقتراض التي في ظلها تعظم القيمة السوقية للمنشأة. أي سوف يؤثر على مكونات هيكل رأس المال المثالي، بحيث يترتب على ظهورها تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال.

تتضح هذه النتيجة أكثر من خلال الرسم البياني التالي:



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 260.

يبرز هذا الشكل أن نسبة الاقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المنشأة أقصى ما يمكن وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت بفعل تكلفة الوكالة، إذ انتقلت من النقطة "ي" المبينة في الشكل إلى النقطة "و"، هذه النقطة التي تتعادل عندها الآثار الإيجابية للاقتراض المتمثلة في الوفر الضريبي مع سلبياته المتمثلة في كل من تكلفة الإفلاس والوكالة؛ ففي البداية عندما كانت نسبة الاقتراض ضعيفة، تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف وهو ما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة مع زيادة الاقتراض. لكن بعد النقطة "و"، يحدث العكس نظرا لكون الآثار السلبية الناجمة عن تكلفة الإفلاس والوكالة تكون كبيرة مقارنة بمزايا الوفر الضريبي<sup>1</sup>.

ويمكن التعبير عن هذه النتيجة من خلال المعادلة التالية:

$$V_I = V_U + V_D - V_A(F) - V_A(A)$$

حيث:

- $V_I$ : قيمة المنشأة؛  
 $V_U$ : قيمة منشأة غير مقترضة (Unlevered)؛  
 $V_D$ : القيمة الحالية للوفرات الضريبية؛  
 $V_A(F)$ : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس؛  
 $V_A(A)$ : القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع، ص 260.

تبين هذه الصيغة أن قيمة المؤسسة المقترضة تساوي إلى قيمة مؤسسة غير مقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية منقوص منها القيمة الحالية لكل من تكلفة الإفلاس والوكالة، وتحدد نسبة الاقتراض المثلى عندما تتساوى القيمة الحالية لهتين التكلفة مع القيمة الحالية للوفر الضريبي.

### المطلب الثاني: نظرية الإشارة

تفترض نظرية الإشارة أن المسيرين يمتلكون معلومات حول الشركة أكثر من باقي الأطراف الأخرى بما فيها حاملي الأسهم والسندات والسوق المالي بصفة عامة؛ وهذا معناه أنهم أدري بما ستكون عليه التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، هذه الأفضلية للمسيرين تدفع المستثمرين لتحليل القرارات التي يتخذها المسيرون، باعتبارها إشارات تمكّنهم من الحصول على عائد أكبر أو تمكّنهم من تقليص درجة المخاطرة. وهذا بطبيعة الحال يقوم أساسا على فرضية صحّة الإشارات المتلقاة وعلى أنها تعكس الواقع.

وبخصوص قراءة القرارات التمويلية للمؤسسة وفق منطق الإشارة، فإن المسير الذي يقترض من أجل تمويل مشروع استثماري عالي المخاطرة سوف يزيد من احتمال فقدانه لوظيفته خصوصا إذا أدى إلى إفلاس الشركة في حالة فشله، وبالتالي فمن المستبعد أن يعتمد على الديون في التمويل إذا لم يكن متأكدا من قدرة الشركة على سداد ديونها عند وصول أجل الاستحقاق.

لقد بين روس (S. ROSS) أن أي تغيير في السياسة المالية للمؤسسة تشكل إشارات للسوق بحيث تؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين لها؛ فإذا افترضنا مثلا أن مسيري منشأة ما، كانت أمامهم فرصة استثمارية مربحة تتطلب الحصول على تمويل إضافي، وأنهم يعتقدون أن التوقعات بشأن مستقبل الشركة جد إيجابية وأن السوق لم يعط القيمة المستحقة أو الفعلية للشركة (أي أن أسهم الشركة مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية). في مثل هذه الحالة فإنه سيكون من مصلحة حملة الأسهم الحاليين أن يقوم المسيرون بالحصول على التمويل اللازم من خلال الاقتراض بدلا من إصدار أسهم جديدة، وعليه فإن اللجوء إلى الاقتراض لتمويل الاستثمارات الجديدة يُنظر إليه على أنه إشارة إيجابية مفادها أن المسيرين يعتقدون أن أسهم الشركة مسعرة بأقل من قيمتها (Under Valued). وعندما يتمكن السوق من معرفة الآفاق المستقبلية الإيجابية من خلال هذه الإشارة، فإن الارتفاع في القيمة السوقية جراء هذه الإشارة سوف يستفيد منها حملة الأسهم الحاليين كلية بدلا من تقاسمها مع حملة الأسهم الجدد لو اعتمد على إصدارها في تمويل الاستثمار.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> للمزيد، انظر:

- Vernimmen, Finance d'entreprise, Op. Cit., PP. 586- 587.

- Ross, Westerfield, Jordon, Fundamentals of Corporate Finance ,10<sup>th</sup> Ed., Op. Cit., PP. 538-540.

لنفترض الآن أن الأفاق المستقبلية للشركة غير واعدة وأن المسيرين يرون أن أسهم الشركة مسعرة بأعلى من قيمتها (Over Valued). ففي هذه الحالة فسيكون من مصلحة المساهمين الحاليين أن تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة وعليه فإن المستثمرين يترجمون عملية إصدار أسهم جديدة على أنها إشارة سلبية حول مستقبل الشركة وهو ما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم الحالية. هذا الانخفاض في قيمة الأسهم علاوة على التكاليف الباهظة لإصدار أسهم جديدة مقارنة بتكاليف الاستدانة يجعل من عملية التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة عملية باهظة التكاليف.

وعندما يتلقى المتعاملون في السوق المالي هذه الإشارة السلبية حول آفاق الشركة، فإن الانخفاض المسجل في قيمة الأسهم سيشارك حملة الأسهم الجدد في تحمّل آثاره السلبية عوضاً عن تحمّلها كلية من قبل المالكين الحاليين.

في ظل وجود مبدأ الإشارة وعدم تماثل المعلومات فإنه ينبغي على الشركات أن تترك هامشاً من قدرتها على الاقتراض من خلال الحفاظ على نسبة منخفضة من الديون. هذا الهامش سيسمح لها بأن تحصل على فرص استثمارية مربحة جديدة دون أن يكون عليها أن تقوم بإصدار أسهم جديدة بقيمة منخفضة من شأنها أن تؤثر سلباً على قيمة أسهمها في السوق وبالتالي فقدان تلك المزايا الجديدة التي قد تنجر عن تبني مشاريع استثمارية جديدة.<sup>1</sup>

مما سبق يمكن القول أنه في ظل نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات، يكون من مصلحة المؤسسة أن تسعى إلى تمويل الاستثمارات الجديدة عن طريق الديون بدلاً من الاعتماد على إصدار الأسهم الجديدة باعتبار أن هذه الأخيرة تعطي إشارات سلبية حول أداء المؤسسة قد تؤثر على السعر الحالي لأسهمها، وهو ما قد يؤدي إلى محو الآثار الإيجابية الممكن تحقيقها من الاستثمارات الجديدة.

### المطلب الثالث: نظرية التمويل الهرمي (P.O.T)(Pecking Order Theory)

تعد نظرية التمويل السلي أو نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لـ "مايرز" (Myers) من بين النظريات الحديثة التي ظهرت في منتصف الثمانينات،<sup>2</sup> وحسب هذه النظرية فإن المؤسسة تفضل مصادر التمويل الداخلية أو التمويل الذاتي على التمويل الخارجي (ديون وأسهم عادية)، أما إذا تطلب الأمر تمويلًا خارجيًا فتفضل المؤسسة الديون على الأسهم العادية.

<sup>1</sup> Lawrence I. Gitman, Principles of Managerial Finance, OP. Cit., P. 533.

<sup>2</sup> Stewart C. Myers, The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance Vol. 39, No. 3, 1984, PP. 575- 592.

إلا أن بدايات هذه النظرية السُّلمية في ترتيب أفضلية مصادر التمويل تعود إلى سنة 1961 في دراسة لدونالدسون (Donaldson) الذي لاحظ أن المسيرين كانوا يفضلون مصادر التمويل الداخلية، وإذا ما احتاجوا إلى مصادر تمويل خارجية فإنهم يفضلون الاقتراض على إصدار أسهم جديدة، إلا أن تفسير الظاهرة كان واضحاً من خلال أعمال كل من مايرز وماجليف (Mayers et Majluf) سنة 1982 والعديد من الدراسات التي تلتها والتي نذكر منها أعمال برنان وكروس (Brenan et Kraus) سنة 1987، نوي 1988 وNoe وكذا كونتاندينيد وقراندي (Contandinides et Grundy) (1989).<sup>1</sup>

وحسب هذه النظرية، تلجأ المؤسسة للتمويل الداخلي كأول مصدر لخلوه من القيود التي تميز المصادر الخارجية؛ إذ يجنب مسيري المؤسسة السعي للاتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك، كما يخلو هذا المصدر من تكاليف الإصدار على عكس مصادر التمويل الخارجية. وهو ما يجعل من التمويل الداخلي يحتل سلم الترتيب في أفضلية مصادر التمويل. هذه النتيجة تتماشى مع نتائج بعض الدراسات الميدانية التي أظهرت أن المؤسسات ذات الأداء الجيد عادة ما يكون اعتمادها على المصادر الداخلية كبيراً.

لكن غالباً ما يتميز هذا المصدر بعدم قدرته على سد كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة فتلجأ بذلك على مصادر التمويل الخارجية؛ وحسب هذه النظرية يتم تفضيل الديون على إصدار أسهم جديدة؛ فالمسيرون وباعتبارهم يمارسون دور الوكيل عن الملاك ويعملون لحسابهم سوف لن يقدموا على الاستدانة في تمويل مشاريع استثمارية ذات مستويات عالية من المخاطر باعتبار أن ذلك سيزيد من احتمال فقدانهم لمناصهم في الشركة نظراً لارتفاع خطر الإفلاس. وعلى هذا الأساس فإن قيام الشركة بإصدار سندات يبعث بإشارات للسوق مفادها أن وضعية الشركة جيدة وأنها قادرة على الوفاء بالتزاماتها وبأنّ المردودية المستقبلية للشركة تبعث على الارتياح. وعليه ووفق هذا المنطق، فإن المؤسسة ينبغي ألا تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة إلا إذا تعذر عليها الاعتماد على القروض بمعنى أن هذه الأخيرة لها الأولوية في تمويل الاستثمارات الجديدة.

من جانب آخر، فإن إصدار أسهم جديدة مرتبط أساساً باختيار التوقيت المناسب لذلك (Timing)؛ إذ لا يقوم المسير المالي بإصدار أسهم جديدة إلا إذا اعتبر أن الأسهم الحالية مسعرة بأكثر من قيمتها. فعلى سبيل المثال إذ كانت أسهم المنشأة في السوق مقدرة ب 50 ون. وللأسهم الواحد وكانت القيمة الحقيقية للأسهم مقدرة ب 60 ون. للأسهم، فإن المسير المالي سوف لن يقوم بإصدار أسهم جديدة لأن ذلك معناه أن

<sup>1</sup> Nathalie Morgus, Op. Cit., PP. 284-285.

يتم منح المساهمين الجدد عوائد ومزايا على حساب المساهمين القدامى، وهذا لأنهم يحصلون على أسهم ب 50 ون لقاء منحها إياهم أسهما ثمنها الحقيقي هو 60 ون للسهم. ومنه ففي مثل هذه الحالة فإن المسير المالي سيقوم بإصدار سندات عوضاً عن ذلك، خصوصاً تلك التي تكون خالية من مخاطر الإفلاس والتي ينظر إليها عادة على أنها مقيّمة بقيمتها العادية أو الفعلية من قبل السوق.

لكن إذا فرضنا أن السعر الحالي للأسهم في السوق هو 70 ون ففي هذه الحالة يكون من مصلحة المنشأة إصدار أسهم جديدة على اعتبار أنها تباع أسهما بسعر 70 ون مع أن قيمتها الفعلية لا تتعدى 60 ون وهو ما يؤدي إلى حصول المساهمين الحاليين على 10 ون لكل سهم جديد.

يبرز هذا المثال أن لعامل التوقيت أهمية بالغة في عمليات إصدار الأسهم، إذ تتمكن المؤسسة من تحقيق 10 ون من خلال اختيارها للتوقيت المناسب ومن دون تحمل تكاليف الإفلاس والوكالة. وهي عوائد قد يتطلب تحقيقها العديد من السنوات، لذلك غالباً ما تقرأ عمليات الإصدار الجديدة على أن أسهم المؤسسة مسعرة بأعلى من قيمتها، لذلك ينظر المستثمرون بعين الرّيبة إلى عمليات الإصدار الجديدة للأسهم، وعليه فإنهم لا يقدمون على شرائها إلا عند انخفاض قيمتها عما هي عليه وذلك تفادياً لاستغلالهم، وهذا ما يفسر تراجع قيمة أسهم المؤسسة عند القيام بعمليات إصدار جديدة، هذا الانخفاض في قيمة أسهم المؤسسة مع التكاليف الباهضة لعمليات الإصدار تجعل من التمويل بأصدار أسهم جديدة آخر حل تلجأ له المؤسسة بحسب هذه النظرية.

يمكن الإشارة هنا إلى أن نظرية أفضلية مصادر التمويل لا تضع نسبة مستهدفة من الديون وبالتالي فلا تحدد درجة معينة للرفع تسعى لتحقيقها كل المؤسسات، وإنما لكل مؤسسة ظروفها ومنه فإن درجة الرفع تختلف من منشأة لأخرى.

مما يعاب على هذه النظرية أنها تركز أساساً على عامل التوقيت في اختيار القرار التمويلي المناسب، دون العوامل الأخرى إلا أنه ينبغي على المسير في الواقع أن يأخذ كذلك بعين الاعتبار كل من تكلفة الإفلاس، الضرائب، وتكلفة الوكالة التي سبق بيان أهميتها وتأثيرها. إذ لا يمكن للمؤسسة أن تستمر في الاستدانة بعد حد معين تتجاوز عنده تكاليف الاستدانة مزاياها، مما يجعل التمويل عن طريق الملكية أفضل في هذه الحالة من إصدار السندات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ross, Waster Field, Jaffe, Op. Cit., P. 439.

## خلاصة الفصل الأول

تبين لنا من خلال هذا الفصل أن مختلف المداخل والمفاهيم المستخدمة في تقييم المؤسسة تتفق على كونها نتاج عملية تقييم المنافع المستقبلية لها وتوقيتها، ومن ثم إيجاد قيمتها الحالية، كما تبين لنا أن قيمة المؤسسة هي دالة للعديد من المتغيرات والعوامل والتي من أبرزها تكلفة الأموال، على اعتبار أن هذه الأخيرة هي التي تستخدم لخصم العوائد والمنافع المستقبلية للمشروع أو في تقييم المؤسسة ككل إذا تعلق الأمر بمجموع استثماراتها الموجودة.

تتحدد تكلفة رأس المال من خلال ترجيح تكلفة كل مصدر تمويلي بواسطة أوزان تبرز وزنها النسبي في الهيكل المالي للمؤسسة، ويفضل أن يتم تقدير هذه الأوزان باستخدام القيم السوقية. من جانب آخر، وبما أن تكلفة الميزج التمويلي تتأثر بدرجة الاعتماد على كل مصدر تمويلي، فإن ذلك يدفع للتساؤل عن حيادية أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، والذي تبين لنا من خلال هذا الفصل أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر في الحكم عليه:

- ففي ظل افتراض كمال السوق، تبين أن غالبية الآراء كانت تقول بحيادية الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وأن قبول تمويل المشاريع يكون على أساس المقارنة بين المردودية الحدية والتكلفة الحدية لعنصر التمويل. لكن إسقاط فرض السوق أدى إلى تغيير النتائج المتوصل إليها؛
- فبالنسبة لتأثير عامل الضريبة، وبسبب الوفر الضريبي للفوائد فإن ذلك يجعل من القروض مصدرا منخفض التكلفة، وبالتالي فإن الاعتماد على هذا المصدر من شأنه أن يعظم من قيمة المنشأة وأن أفضل هيكل مالي هو ذلك الذي يعتمد كلياً على الديون.
- لكن أخذ عامل تكلفة الإفلاس بعين الاعتبار والتي تظهر عند بلوغ حد معين من الاقتراض، يدفع إلى عدم المبالغة في الاستدانة وأن على المؤسسات أن تبحث عن مزيجها المالي الأمثل الذي يتحقق عندما تتساوى المنافع الناجمة عن الاقتراض مع تكاليف الإفلاس الناتجة عنه.
- أما إذا تم حقن النموذج السابق بعامل تكلفة الوكالة، فقد تبين أن هذه الأخيرة تعمل عمل تكلفة الإفلاس بمعنى أنها تدفع نحو اعتماد نسب ديون أقل في الهيكل المالي.



– وتبيّن كذلك أن ما جاءت به نظرية الإشارة، وكذا النظرية السلمية للتمويل قد غيرت من طبيعة النتائج المتعلقة بكيفية صياغة وتكوين المزيج المالي المناسب. وكذلك الأمر بالنسبة لأخذ عامل الضريبة الشخصية على دخول الأفراد.

وعليه خلص هذا الفصل إلى أن الهيكل المالي المناسب يتحدد في ضوء أخذ جملة من المحددات التي تراعي كافة العوامل السابقة، وأن طبيعة هذا المزيج يختلف من مؤسسة لأخرى وذلك حسب ظروف ومعطيات كل منها.

الفصل الثاني: أسس ومبادئ النموذج في

الاقتصاد الإسلامي ومبادئه

## الفصل الثاني: أسس ومبادئ التمويل في الاقتصاد الإسلامي وصيغته

### تهدية

توفر الصيرفة الإسلامية العديد من الصيغ التمويلية البديلة التي تتفق مع تعاليم الشريعة الإسلامية السّمة، هذه الصيغ فتحت الباب أمام مشاركة وتعاون حقيقيين بين الهيآت المالية والمستثمرين من خلال اعتماد مبدأ الغنم بالغرم بدلا من الصيغ الاستغلالية الربوية التي أرهقت المستثمرين بفوائد يتم دفعها بغض النظر عما حققه المستثمرون، وتلتزم المالية الإسلامية بمجموعة من الضوابط التي تميزها عن المالية التقليدية، إذ لا تقتصر فقط على مبدأ تحريم التعامل بالربا، بل لها مجموعة من الضوابط الشرعية والأخلاقية في إطار الشريعة الإسلامية، مما يستوجب الإلمام بها وهو ما سيتم في المبحث الأول من هذا الفصل.

أما المبحث الثاني فسيخصص لتناول مختلف الصيغ التمويلية في إطار هذا النظام مع محاولة إبراز الخصائص المميزة لكل منها وضوابطها.

وسيخصص المبحث الثالث لبيان الإسهامات الجليلة للهندسة المالية الإسلامية في ابتكار صيغ جديدة تستجيب لمتطلبات ورغبات المستثمرين.

وعليه سيتضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث:

**المبحث الأول: التمويل في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه**

**المبحث الثاني: صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي**

**المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية وصيغها المبتكرة**

## البحث الأول: التمويل في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه

تختلف الأسس والمحددات التي تحكم عملية التمويل في الاقتصاد الإسلامي عن تلك التي تحكم عملية التمويل في ظل الاقتصاد التقليدي (الرّبوي)، فباعتبار أن التمويل الإسلامي يخضع لقواعد الشريعة الإسلامية، فإن ذلك يقتضي التقيّد بها.

سيتم في هذا المبحث بيان ماهية التمويل في الاقتصاد الإسلامي والضوابط التي تحكمه، وكذا إبراز أوجه التشابه والاختلاف بين التمويل التقليدي والاقتصادي وذلك من خلال المطالب الآتية:

المطلب الأول: ماهية التمويل في الاقتصاد الإسلامي وأنواع عوائده  
 المطلب الثاني: ضوابط التمويل في الاقتصاد الإسلامي  
 المطلب الثالث: مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي

### المطلب الأول: ماهية التمويل في الاقتصاد الإسلامي وأنواع عوائده

نبرز من خلال ما يلي نظرة الإسلام للتمويل من حيث المفهوم، وكذا من حيث الغايات والاهداف التي يسعى لها الممول مع إبراز طبيعة العوائد الممكن الحصول عليها للممول في إطار الاقتصاد الإسلامي.

#### الفرع الأول: ماهية التمويل في الاقتصاد الإسلامي

يعرف فقهاء الشريعة المال على أنه "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 المحضة والديون تعتبر أموالا عندهم"<sup>1</sup>.

أما التمويل لغة فيعني "منح المال للغير والتموّل يعني الحصول على المال"<sup>2</sup>، ويعني اصطلاحاً "أن يقدم شخص لآخر ثروة من نقود أو أشياء ليتخذ الآخر بشأنها قرارات استثمارية، أو بتعبير آخر أن يقدم شخص لآخر عناصر إنتاجية دون أن يطلب منه السداد الفوري لقيمتها"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> نعيم نصر داوود، البنوك الإسلامية: نحو اقتصاد إسلامي، دار البداية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2012، ص 10-9.

<sup>2</sup> صالح فايد صالح أحمد الأقرع، سياسة التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: اليمن أنموذجاً - دراسة تحليلية، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في المصرفية والمالية الإسلامية، المعهد العالمي للمصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا، 2013، ص 60.

هذا التعريف الاصطلاحي للعلاقات التمويلية عام؛ إذ يشمل حسب مندر قحف جميع عقود التبرع، بل يشمل أيضا علاقات محرمة مثل القرض الربوي والمزارعة على ما تنتجه أقسام معينة من الأرض فاقترح تعريفاً آخر يجعله يقتصر على التمويل الإسلامي أو التمويل المباح الذي يتم في إطار الشريعة بإدخال عنصر الاسترباح فيه بحيث لا يكون تبرعا. وعليه، فإن "التمويل المباح أو الإسلامي هو تقديم ثروة، عينية أو نقدية، بقصد الاسترباح من مالهما إلى شخص آخر يديرها أو يتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية"<sup>2</sup>

تتميز صيغ التمويل الإسلامية بارتباطها الوثيق بالجانب المادي للاقتصاد أو بالإنتاج الحقيقي الذي يضيف شيئا جديدا إلى المجتمع، فإذا كان التمويل الربوي في أغلب الأحيان يعتمد على ذمة المستفيد ويقدم على أساس قدرته على السداد، فإن التمويل الإسلامي يقدم على أساس مشروع استثماري معين تمت دراسته ودراسة جدواه ونتائجه المتوقعة، بينما نجد أن التمويل الربوي لا يشترط أن يكون التمويل مرتبطا بعملية إنتاجية حقيقية.

لم تعد هذه النزعة الأخلاقية في المعاملات المالية خاصة بالمسلمين فحسب بل أضحت ظاهرة شبه كونية تستقطب شرائح واسعة من المجتمعات الغربية التي ملت من الأساليب الجشعة للبنوك الرأسمالية ونههما المفرط لتحقيق الأرباح الخيالية على حساب الأخلاق والقيم الإنسانية مما أوقعها في كثير من الفوضى والاضطراب من جراء هيمنة المعاملات غير المشروعة والإفراط في الائتمان السلبي والصفقات الوهمية التي لا تمت للإنتاج الحقيقي بأي قرابة أو ارتباط،

في هذا الإطار، فقد أورد محمد النوري تصريحاً لرودني ويلسون (Rodney Wilson)، أستاذ اقتصاد وخبير مصرفي بريطاني، مفاده "أن البنوك الغربية في حاجة اليوم إلى إرشاد أخلاقي؛ ذلك لأن الجشع وانعدام الأخلاق هما اللذان تسببا في الأزمة العالمية الحالية، وأن الصناعة المصرفية الإسلامية بنظماها الأخلاقي المتميز يتمخض عن إبراز وجه الإسلام الإيجابي"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مندر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي واقتصادي، بحث تحليلي رقم 13، البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط 3، جدة، 2004، ص 12.

<sup>2</sup> مندر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي واقتصادي، نفس المرجع، ص 12.

<sup>3</sup> محمد النوري، التجربة المصرفية الإسلامية بأوروبا: المسارات، التحديات والآفاق، بحث قم في الدورة التاسعة عشر للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، اسطنبول، 2009، ص 13.

## الفرع الثاني: أنواع العوائد في التحويلات الإسلامية

يتراوح العائد للأموال في الأدبيات التقليدية بين أرباح مزعة على المساهمين والشركاء وفوائد تدفع للمقرضين، أما في التحويلات الإسلامية فلا وجود لفوائد على القروض، فتحديد أنواع العائد يتطلب تحديد عناصر الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي؛ حيث يمثلان عنصريين أساسيين هما: العمل ورأس المال، فالعائد لا يمكن أن يكون إلا ربحاً أو أجراً، ويمكن إضافة نوع ثالث وهو الجعالة وإن كان يعد تطبيقاً صعباً في عملية التمويل.

### أولاً: الربح

يعرف الربح حسب مجمع الفقه الإسلامي بأنه " الزائد على رأس المال وليس الإيراد، أو الغلة ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيف أو التقويم للمشروع بنقد، وما زاد على رأس المال عند التنضيف، أو التقويم فهو الربح"<sup>1</sup>

ويعرف الربح محاسبياً على أنه: "الزيادة في قيمة بيع السلعة أو الخدمة عن ثمن تكلفتها"<sup>2</sup>.

وغالباً ما ورد الربح مرتبطاً بالتجارة من حيث أنه لكي يكون ربحاً لا بد من تقلب المال، فالتقلب مبدأ أساسي من مبادئ النظرية الإسلامية لتحقيق الربح.<sup>3</sup>

وقد سعى الفكر الإسلامي إلى وضع ضوابط في تحديد مقدار هذه الزيادة:

1- أن يكون هامش الربح معقولاً حتى لا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ويقلل من سرعة دوران رأس المال: فرغم أن الرسول (ص) رفض التسعير وتسقيف الأثمان عندما طلب منه ذلك بقوله: " إنَّ الله هو المسعّر، القابض الباسط الرزّاق، وإنّي لأرجو أن ألقى الله وليس لأحد منكم يطالبني بمظلمة من دم ولا مال"<sup>4</sup>، إلا أن بعض الفقهاء رجحوا "جواز التسعير العادل الذي لا يؤدي

<sup>1</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (4/30)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، العنصر الرابع على الرابط:

<http://www.qatarshares.com/vb/showthread.php?51752-%DE%D1%C7%D1%C7%CA-%E6%CA%E6%D5%ED%C7%CA-%E3%CC%E3%DA-%C7%E1%DD%DE%E5-%C7%E1%5%D3%DC%DC%DC%E1%C7%E3%ED/page2>

شوهده يوم 13-12-2015، على الساعة 11.05 بتوقيت ماليزيا.

<sup>2</sup> زياد عبد الحليم الذبيبة، حسين محمد سمحان، دراسات محاسبية إسلامية، دار الفكر، ط1، عمان، 2011، ص 52.

<sup>3</sup> نعيم نصر داوود، البنوك الإسلامية: نحو اقتصاد إسلامي، دار البداية، ط1، عمان، 2012، ص 39.

<sup>4</sup> رواه الترمذي وأبو داوود، وابن ماجه، وأحمد، بسند صحيح.

- إلى ظلم ولا تقييد كبير لحرية الناس، بل يحقق التوازن بين مصالح التجار والسوق وحرمة الملكية الخاصة، والمصالح العامة وعدم السماح بأرباح استغلالية احتكارية".<sup>1</sup>
- 2- أن يتلاءم هامش الربح مع درجة الخطورة تماشياً مع مبدأ الغنم بالغرم والخراج بالضمان التي سيلبي شرحها؛
- 3- ألا يتضمن هامش الربح فوائد ربوية، ولا نعني بذلك مسألة الاسترشاد بمعدلات الفائدة في تحديد هامش ربح الصيغ الإسلامية، فذلك لا يدخلها في دائرة الحرام أن كانت الصيغة سليمة من الناحية الشرعية، رغم تفضيل تجنب هذه الممارسات كما سيرد تفصيل ذلك لاحقاً في هذا الفصل.

### ثانياً: الأجر

يعرف الأجر بأنه " تعويض مالي مقابل منفعة مشروعة، ويشترط في الأجر ما يشترط في الثمن أي أن يكون مالا مباحاً منتفعاً به شرعاً، معلوماً ومملوكاً للمستأجر".<sup>2</sup>

وللأجر في الشريعة الإسلامية ضوابط وشروط بأن تكون معلومة وليست مجهولة، وأن يكون الأجر مقدوراً على تسليمه، وغيرها والتي تجعل خصوصية للأجر في الشريعة مقارنة بالأجرة في الاقتصاديات الغربية.<sup>3</sup>

### ثالثاً: الجعالة

تعرف الجعالة على أنها: " عقد يلتزم فيه أحد طرفيه (وهو الجاعل) بتقديم عوض معلوم (وهو الجعل) لمن يحقق نتيجة معينة في زمن معلوم أو مجهول (وهو العامل). أي أن يُجعل للرجل جُعلاً إلى عمل يعملُه إن أكمله، وإلا فليس له شيء وذهب عناؤه سدى".<sup>4</sup>

ويفهم من ذلك أنه بمقتضى عقد الجعالة لا تحصل المنفعة للجاعل إلا بتمام العمل، بخلاف الإجارة فإنه يحصل على المنفعة بمقدار ما أنجزه من عمل. وقد يكون العمل في الجعالة معلوماً أو غير معلوم كحفر بئر حتى يخرج منه الماء بخلاف الإجارة فلا بد أن يكون فيها العمل معلوماً.

<sup>1</sup> علي معي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، ط2، بيروت، 2009، ص. 17.

<sup>2</sup> أحمد السيد كردي، مفهوم التمويل ومصادره في الاقتصاد الإسلامي، مقال على الرابط: <http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/152408> ، شوهد يوم 13-12-2015، على الساعة 12.10 بتوقيت ماليزيا.

<sup>3</sup> لتفاصيل أوفى عن أحكام الأجرة، راجع: القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، مرجع سابق، ص. 343-350.

<sup>4</sup> سامر مظهر قنطقي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010، ص 225.

## المطلب الثاني: ضوابط التمويل في الاقتصاد الإسلامي

تقتضي عملية التمويل في ظل الاقتصاد الإسلامي التقيد بجملة من الضوابط، فليست كل مصادر التمويل المتوفرة مشروعة من زاوية الاقتصاد الإسلامي. ومن هذه الضوابط نذكر ما يأتي:

### الفرع الأول: خلو مصدر التمويل من الربا

لعل أهم نقطة تميز الاقتصاد الإسلامي عن التقليدي أن هذا الأخير قائم على الاقتراض بفوائد، بينما يحرم التعامل بها في الشريعة الإسلامية، بل إن الخوف من الوقوع في الربا دفع الكثيرين للتضحية بمشاريعهم في حالة عدم توفر بدائل تمويلية أخرى.

#### أولاً: تعريف الربا

شددت تعاليم الشريعة الإسلامية السمحة على تحريم آفة الربا. وقد ورد هذا التحريم في العديد من النصوص القرآنية والأحاديث النبوية بصورة تبين مدى خطورة التعامل بالربا.

ورد في لسان العرب تعريف الربا على أنه "الزيادة على أصل من غير تباع، وهو أيضاً فضل مال لا يقابله عوض في معاوضته مالا بمال"<sup>1</sup>. ويعني الربا في القاموس المحيط: "الفضل والزيادة والنماء"<sup>2</sup>.

أما اصطلاحاً، فاختلقت التعاريف باختلاف تصنيفاته، لكنها التقت في المعنى؛ فأورد ابن القيم في تعريفها: "الربا نوعان: جلي وخفي، فالجلي حرم لما فيه من الضرر العظيم، والخفي حرم لأنه ذريعة إلى الجلي، فتحريم الأول قصداً، وتحريم الثاني وسيلة، وهو الذي كانوا يفعلونه في الجاهلية، مثل أن يؤخر دينه ويزيده في المال، وكلما أخره زاده في المال. وأما ربا الفضل فتحريمه من باب سد الذرائع"<sup>3</sup>.

أما رفيق المصري فيرى أن لها "ثلاث معان اصطلاحية أحدهما أصلي والأخران تابعان؛ فأما المعنى الأصلي فهو: ربا القرض بأخذ زيادة مشروطة عليه مقابل الأجل. أما المعنيان الآخران فيختصان بربا البيوع، وهما ربا النساء، وربا الفضل. فأما الأول فهو الزيادة القيمة الحاصلة عند بيع المتماثلين أو المتقاربين

<sup>1</sup> ابن منظور، لسان العرب، دار الجيل ودار لسان العرب، بيروت، 1988، ج2، ص 1098.

<sup>2</sup> الفيروز آبادي، مجد الدين محمد بن يعقوب، القاموس المحيط، دار الجيل، بيروت، لبنان، ص 1158.

<sup>3</sup> ابن القيم، محمد بن أبي بكر أيوب الزرعي، إعلام الموقعين عن رب العالمين، تحقيق طه عبد الرؤوف سعد، دار الجيل، الجزء الثاني، بيروت، 1973، ص155.



بالتأخير والتأجيل لتخلف التقابض، فالحال أكثر قيمة من المؤجل. وأما الثاني فهو الزيادة الكمية عند مبادلة المتجانسين كالذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والتمر بالتمر<sup>1</sup>.

### ثانياً: أقسام الربا

تنقسم الربا إلى نوعين: ربا الفضل وربا النسيئة:

1- ربا الفضل: هو تلك الزيادة التي يتحصل عليها أحد طرفي البيع عند تبادل نوع من أنواع الأموال الربوية بجنسها ولو تفاوتت الجودة<sup>2</sup>، فلا يجوز مثلاً مبادلة كمية من الذهب بكمية مخالفة لها حتى وإن اختلفت جودتهما، وهذا مصداقاً لحديث الرسول (ص): "الذهب بالذهب والفضة بالفضة، والبرّ بالبرّ والشعير بالشعير، سواء بسواء، يدا بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"<sup>3</sup>. ويعرف هذا النوع من الربا بربا البيوع.

2- ربا النسيئة: وهي الزيادة الممنوحة لقاء التأجيل، وتسمى كذلك ربا الديون وتعرف في أدبيات الاقتصاد الربوي بالقروض التي تقدمها البنوك التقليدية سواء كانت قروضا استهلاكية أو إنتاجية، ومهما كان مقدار النسيئة المدفوعة<sup>4</sup>.

### ثالثاً: أضرار الربا

لقد أكدت العديد من الدراسات التي قام بها الكثير من الاقتصاديين على الآثار السلبية والأضرار الناجمة عن التعامل بالربا ويمكن حصر بعضها في العناصر الآتية:

#### 1- الطبيعة الاستغلالية للربا

تتميز الفوائد بطبيعتها الاستغلالية، إذ لا يتم توزيع المخاطر بين المقرضين والمقرضين؛ ففي مقابل عدم خلو النشاطات الاستثمارية الحقيقية في ظل المنافسة من تحمل المخاطر، وما يعنيه ذلك من عدم يقين المقرض بقدرته على سداد قرضه، يكتسب المقرض مناعة ضد تحمل الخسائر، وتكون عوائده مضمونه في الغالب، هذا التمييز لصالح المقرض يشكل نوعاً من العقاب للمستثمر وروح المبادرة لخلق

<sup>1</sup> رفيق يونس المصري، الجامع في أصول الربا، دار القلم، دمشق، 1991، ص. 10.

<sup>2</sup> بولعيد بلعوج، المنهج الإسلامي لدراسة وتصميم المشروعات الاستثمارية، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، د. ت.، ص. 82.

<sup>3</sup> أخرجه مسلم وأصحاب السنن الأربعة.

<sup>4</sup> محمد بوجلal، البنوك الإسلامية مفهومها، نشأتها، تطورها، نشاطها مع دراسة تطبيقية على مصرف إسلامي، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990،

ص. 24.

الثروة والفكر الإنتاجي. لذلك تسعى الشريعة الإسلامية لإعمال مبدأ الغنم بالغرم وتقاسم الأعباء والخسائر بقدر تحمل المخاطر.<sup>1</sup>

## 2- سوء تخصيص الموارد

لا تراعى حاجات المجتمع عند منح القروض؛ فالمشروعات الكبيرة تحصل على قروض بمعدلات منخفضة حتى وإن كانت تلك المشاريع المراد تمويلها لا تسعى لتلبية احتياجات المجتمع الضرورية بل إن بعض المشاريع الممولة تؤثر سلباً على عموم المجتمع ولا تعود بالفائدة إلا على صاحب المشروع.

إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة التكاليف مما يشكل عائقاً كبيراً أمام الاستثمار، وقد أشارت إحدى الدراسات التي أجراها ليبلينغ (Liebling) للتجربة الأمريكية في الفترة الممتدة بين 1970 و1978 إلى أن الفوائد قد بلغت ثلث العائد الإجمالي على رأس المال مما أدى إلى تآكل أرباح الشركات وانخفاض إنتاج الاقتصاد الأمريكي، وبالتالي أدى إلى انخفاض التراكم الرأسمالي.<sup>2</sup>

## 3- الآثار التضخمية للفوائد الربوية

تعتبر النقود وسيله لتسهيل المبادلات، وأداة للقياس ومخزناً للقيمة، وحتى تقوم النقود بدورها في قياس القيمة، فإنه من غير المنطوق أن تتم المطالبة بثمن لقاء وحدة القياس، فالفوائد من هذه الزاوية تمثل ثمن للنقود، مما يعني أنها تتخذ من أداة قياس القيمة ثمناً لهذا القياس، وهو ما يضعف من فعالية النقود في إداء دورها كأداة لتسهيل المبادلات.

من جانب آخر فإن المطالبة بنقد لقاء النقد يجعلها تتضاعف دونما ارتباط بالاقصاد الحقيقي، مما يؤدي إلى إضعاف دورها كمخزن للقيمة وتذبذب قيمتها، وهي الظاهرة المعروفة بالتضخم الذي يميز أغلب العملات في الوقت الراهن.<sup>3</sup>

## 4- التوزيع غير العادل للمنافع

يحصل البنك على نسبة ثابتة من الفوائد بغض النظر عن العوائد المحققة من طرف طالب التمويل وهو ما يشكل ظلماً للمقترض إذا لم يتمكن من تحقيق عوائد تمكنه من تسديد ما عليه من ديون، والعكس صحيح كذلك فقد يحدث وأن يحقق المشروع الاستثماري فوائد كبيرة لقاء استعمال القروض

<sup>1</sup> Paul S. Mills and John R. Presle, Islamic Finance: Theory and Practice, Macmillan Press Ltd., 1st Ed., London, 1999, P. 10.

<sup>2</sup> بورقبة شوقي، تكلفة وإجراءات التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة سطيف، 2005، ص 33.

<sup>3</sup> Mills and Presle, Op. Cit. P. 12.

ولا يتحصل منها البنك إلا على نسبة قليلة محددة مسبقا رغم أن الفوائد المحققة من استغلال هذه المبالغ أكبر بكثير مما يحصل عليه البنك.

#### رابعاً: الربا والزيادة مقابل عنصر الزمن

يخطأ البعض في اعتبار أن حرمة الربا نابعة من وجود عامل الزمن أو في ارتباط مقدار الزيادة بالزمن، فحرمة الربا ليست في ثبات مقدار الإيراد منذ تاريخ التعاقد، فقد أشار منذ قحف إلى أن " النبي صلى الله عليه وسلم أمر بتحديد الأجرة - وهي إيراد- عند التعاقد، وكذلك فإن الزيادة في الثمن بسبب تأجيل ميعاد سداده في البيع الأجل، التي هي من أهم وجه للتشابه الذي التبس على المشاركين في عقد النبوة، والذي يلتبس على كثير من الناس أيضا هي ثابتة معلومة عند التعاقد على البيع، لأنها جزء من الثمن، والثمن في البيع من أهم ما ينبغي أن يحدد في العقد ويعلم. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإنه يمكن صياغة معاملة ربوية بزيادة متغيرة، وهي موجودة فعلا في الأسواق الربوية اليوم، وإن ذلك لن يغير من حرمتها شيئا."<sup>1</sup>

كما أن حرمة الربا لا تزول باقتطاعها كمبلغ محدد مضافا لأصل الدين بدلا من كون الزيادة نسبة مئوية من الدين، كذلك الأمر بالنسبة لحل الإجارة التي لا تحرم إن كان " مقدار الزيادة في الثمن من أجل الزمن مماثلا لمقدار الزيادة الربوية التي يطلبها المرابي على دينه الربوي."<sup>2</sup>

وعليه يتبين أنه لا بد من التعرف على الفروق الحقيقية التي تؤثر في الحكم الشرعي بين الربا والمعاملات التمويلية المشروعة.

#### الفرع الثاني: أن يكون النشاط الممول مشروعاً

لا يكفي أن يكون المال المستعمل مشروعاً، إنما تقتضي الشريعة الإسلامية أن تكون جهة هذا المال مشروعة كذلك، ومعنى ذلك أن يتم استغلال المال في تمويل المشاريع الاستثمارية الحلال وتجنب المحرمات، فاستثمار هذه الأموال في صناعة الخمر مثلا أمر يتنافى مع الشريعة الإسلامية التي لا تبيح شرب الخمر ولا صناعته ولا الاسترزاق منه. فالمال الطيب لا يتم إنفاقه إلا على الطيبات.

إضافة إلى كون النشاط الممول مشروعاً، فإنه ينبغي أن يتم تمويل المشاريع ذات الأولوية والتي يكون المجتمع في أمس الحاجة إليها، ويتم ترتيب هذه الأولويات بدءاً بالضروريات التي لا يمكن الاستغناء عنها ولا

<sup>1</sup> منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، منشورات الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، ط. 1، كوالامبور، 2011، ص 188.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 189.

تقوم الحياة بدونها كالمأكل والمشرب والملبس، ثم تأتي الحاجيات التي لا ترقى إلى درجة الضروريات ولكنها تساعد على تسيير وتسهيل حياة الناس، ويؤدي غيابها إلى الوقوع في الحرج والضيق، وبعدها تأتي الكماليات التي لا يؤدي فقدانها إلى الوقوع في الحرج إنما وجودها يزيد من رفاهية المجتمع. وعليه فإن تمويل المشاريع من منظور إسلامي يأخذ هذه العناصر بعين الاعتبار.

### الفرع الثالث: تطبيق قاعدتي الغنم بالغرم والخراج بالضمان

تتوافق القاعدتين مع الفكر المالي التقليدي من حيث ضرورة أن يتناسب العائد المحقق مع درجة المخاطرة، إلا أن لهما ما يميزهما عن الفكر التقليدي من حيث طبيعة المخاطر، بحيث تتضمن هذه الأخيرة المخاطر الناجمة عن نشاطات من قبيل القمار، بينما التركيز يكون على مخاطر الأعمال في الاقتصاد الإسلامي.

#### أولاً: قاعدة الغنم بالغرم

ويقصد بها أن الحق في الحصول على النفع أو الكسب (العائد أو الربح) يكون بقدر تحمُّل المشقة أو التكاليف (المصروفات أو الخسائر أو المخاطر)، بمعنى أن الحق في الربح يكون بقدر الاستعداد لتحمل الخسارة.<sup>1</sup> وتعني هذه القاعدة أن ما يتحصل عليه الشخص أو الهيئة ينبغي أن يرتبط بمقدار المخاطرة المحتملة والمشقة أو الأعباء التي يتحملها أو يتعرض إليها. وتؤسس هذه القاعدة لرابط قوي ومباشر بين الربح (الغنم) المحقق والخسارة (الغرم) الناجمة عن الدخول في أي عملية استثمارية.<sup>2</sup> فالربح ليس قيمة محددة سلفاً للعملية الاستثمارية، بل هو نتاج المرحلة الأخيرة من هذه العملية، فلا قيمته معلومة ولا تحقيقه يكون مؤكداً.

#### ثانياً: قاعدة الخراج بالضمان

يعني ذلك أن الخراج والمنفعة لا تتحقق إلا بتحمل قدر من المخاطرة نتيجة الخسائر المحتملة في العملية الاستثمارية، سواء كانت الخسارة في العمل أو في الجهد المبذول أو حتى خسارة في رأس المال. وتعني هذه القاعدة أن من يضمن أصل الشيء له أن ينتفع بما يدره أو يولده استثماره من ربح، وفي المقابل عليه أن يتحمل ما يخرج منه من خسارة.

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري، الضوابط الشرعية لأعمال المصارف الإسلامية، بحث متوفر على الرابط: <http://www.kantakji.com/media/5735/9003.doc>، شوهد يوم 28/11/2016 على الساعة 18:26.

<sup>2</sup> محمود حمودة، مصطفى حسن، المعاملات الإسلامية في الإسلام، مؤسسة الوراق، ط2، عمان، 1999، ص21.

تمثل هاتان القاعدتان أساساً جديداً للعمل المصرفي، ففي ظل النظام التقليدي، يمنح أصحاب رؤوس الأموال الحماية الكاملة من أية خسائر، ولا تتعرض أموالهم لأية أخطار باعتبار أنهم يحصلون على عائد ثابت محسوب على أساس سعر الفائدة، وكذلك الأمر بالنسبة للبنوك بحيث تقرض المشاريع والمستثمرين لتحصل في المقابل على أصل القرض والفوائد المترتبة عليه، وهذا بغض النظر عن نتيجة المشروع وإفلاسه. وعليه فالمستثمر هو الذي يتحمل في النهاية مخاطر كل المشروع والتكلفة المترتبة عن ذلك.<sup>1</sup>

### الفرع الرابع: حرمة القمار والميسر

حرمت الشريعة الإسلامية مختلف صور الميسر والقمار، وورد ذلك في النصوص القرآنية والأحاديث النبوية، مما منع العديد من المؤسسات المالية الإسلامية من التعامل في المشتقات المالية، ومختلف صور المضاربة التقليدية. ولا ينبغي هنا الخلط بين المخاطرة والمقامرة؛ فالمخاطر حتمية في المعاملات التجارية والاستثمارية ولكن ينظر للمقامرة والمضاربة التقليدية على أنها مخاطر مبالغ فيها ويمكن تجنبها (excessive and/or avoidable risk taking). ويأتي تحريم الغرر انطلاقاً من حرمة القمار.<sup>2</sup>

### الفرع الخامس: وجوب التملك وارتباط التحويل بالجانب الهادي للاقتصاد

ونعني بوجوب التملك أنه فقط من ملكية الشيء يستفيد المال من الزيادة المؤكدة فيه سواء كانت هذه الزيادة حصلت بعوامل طبيعية أو بعمل المالك واجتهاده، أو بسبب عوامل العرض والطلب في السوق، فيجب في التمويل أن يكون الشيء الممول به - سواء كان نقوداً أو عروضاً - من ملك الشخص، أو بوكالة عن مالكة الأصلي، فلا يصح التمول بأموال الغير ومن دون وكالة عليها.

أما معنى ارتباط التمويل بالجانب المادي للاقتصاد فمعناه أن التمويل يتم منحه على أساس مشروع استثماري محدد تمت دراسته من كل الجوانب وذلك من حيث شخصية المستفيد ونوعية المشروع والغرض من التمويل وكيفية السداد وما إلى ذلك من أمور متعلقة بدراسة الجدوى، على عكس ما نجده في التمويل التقليدي الذي يعتمد غالباً على ذمة المستفيد ومدى قدرته على الوفاء بما عليه من التزامات تجاه البنك.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> شودار حمزة، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، دار عماد الدين، عمان، 2009، ص 70.

<sup>2</sup> Maha-Hanaan Balala, Islamic Finance and law: Theory and Practice in a Globalized World, Tauris Co Ltd. Ed., London, 2011, P. 26.

<sup>3</sup> بورقبة شوقي، مرجع سابق، ص 36.

## المطلب الثالث: مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي

للتمويل في إطار النظامين التقليدي والإسلامي نقاط تشابه واختلاف، وفيما يلي سنحاول إجراء مقارنة بينهما:

### الفرع الأول: أوجه التشابه بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي

يلتقي التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي في مجموعة من أوجه التشابه نذكر منها:

- تشابه من حيث المفهوم؛ بحيث نجد أنه في الحالتين عبارة عن تقديم المال من أصحاب الفائض المالي إلى ذوي العجز، فهو في الحالتين عبارة عن الإمداد بالمال بغاية الحصول على أرباح أو فوائد عن طريق طرف آخر.
- تشابه في الطريقة التي يتم بها إدارة الأموال واستثمارها؛ بحيث غالبا ما ينحصر القرار الإداري في الطرف العامل، ويكون المال من الطرف الممول، ويمكن في هذه الحالة أن يقيد العامل بنوع أو طبيعة الاستثمار المطلوب، ويُص على ذلك في العقد صراحة.<sup>1</sup>
- تشابه من حيث تقسيم المصادر؛ إذ نجد أن هناك مصادر داخلية وأخرى خارجية. هذا سواء كان التمويل تقليديا أو إسلاميا.

### الفرع الثاني: أوجه الاختلاف بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي

هناك العديد من الاختلافات بين التمويل التقليدي والإسلامي، ويمكن إيجاز أهم هذه الفروق كما أوردها منذر قحف في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

- الزيادة في المنتجات المالية الإسلامية هي زيادة حقيقية تنتجها منافع الأشياء المملوكة التي يتم بيعها أو تأجيرها أو استعمالها في مشاركات متعددة في حين أن الزيادة في التمويل الربوي هي زيادة موهومة لا حقيقية؛
- المنتجات المالية الإسلامية تلتزم بالمعيار الأخلاقي والاجتماعي العام بحكم طبيعتها، في حين أن المنتجات المالية التي تقوم على الفائدة لا يمكن الالتزام فيها أخلاقيا إلا بإضافة شروط خارجية عن طبيعة العقد؛

<sup>1</sup> فؤاد عبد اللطيف السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، 1999، ص.99.

<sup>2</sup> لمزيد من التفصيل حول هذه الفروق، راجع: منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص. 189-196.

- في التمويل الإسلامي، هنالك زيادة حقيقية تترتب على المعاملة التمويلية، ولا يوجد في التمويل بالفائدة إلا زيادة افتراضية اعتباطية؛
- في التمويل الإسلامي يتجمل الممول مسؤولية المال الذي يملكه في مقابل ما ينتجه المال من منافع في حين أن نظام التمويل بالفائدة لا يحمل الممول مسؤولية مال منتج؛
- التمويل الإسلامي يرتبط دائما بالاقتصاد الحقيقي ولا يتجاوزه، في حين أن التمويل بالفائدة يبتعد عن الاقتصاد الحقيقي؛
- لا يمكن في التمويل الإسلامي إعادة جدولة الدين بزيادة، في حين يتم ذلك دائما في التمويل بالفائدة.

أما السرطاوي فلخص أبرزها فيما يأتي:<sup>1</sup>

- يؤدي التمويل بالقروض (التمويل الربوي) إلى تضيق قاعدة المشاركة وحصر ملكية المشاريع بفئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال بينما نجد أن التمويل الإسلامي غالبا ما يساعد على توسيع قاعدة المشاركة في ملكية المشاريع بحيث تتاح الفرصة لعدد لا بأس به من صغار الممولين للاشتراك في أسهم الشركات والقطاعات الإنتاجية المختلفة.
- يشترط التمويل الإسلامي في المشاريع الممولة الابتعاد عن المحرمات، بالإضافة إلى أن التمويل الإسلامي يمكن أن يكون بقصد الاسترباح كما يمكن أن يكون بقصد التبرع، بينما نجد أن الاقتصاد التقليدي يقوم فقط على الربح ولا يهيمه في أي جهة سيتم استغلال الأموال.
- يختلف النظامان من حيث مصادر التمويل الخارجية بحيث نجد أن النظام التقليدي يعتمد على الفوائد الربوية وعلى إصدار السندات، في حين نجد أن الثاني يعتمد على القروض الحسنة والمصارف الإسلامية التي تعمل بصيغ المشاركة وفقا لمبدأ الغنم بالغرم وصيغ الهامش المعلوم. كما تختلف اختلافا كبيرا في مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأسهم الممتازة بحيث لا تعتبر من مصادر التمويل الإسلامية.
- على عكس النظام التقليدي، نجد أن التمويل الإسلامي يساهم في تحقيق التوزيع العادل وإيجاد التوازن الذي يحول دون تكديس الثروات بأيدي المرابين أو كبار التجار من أصحاب رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل راجع: السرطاوي، مرجع سابق، ص. 100-103.

- بالنسبة للعوائد نجد أنها تنحصر في التمويل الإسلامي في الربح والأجر وفي بعض الحالات الجعالة. بينما في التمويل التقليدي نجد الفائدة كعائد لرأس المال، والربح كعائد للتنظيم، والأجر كعائد للعمل، والربح كعائد للأرض. هذا الأخير فيه اختلاف بين الفقهاء في مسألة مدى مشروعيته.
- يتحمل رب المال الخسارة في التمويل الإسلامي إذا لم يثبت وجود تقصير أو إهمال من العامل بينما لا يتحمل رب المال في التمويل الربوي أي خسارة.
- يستمر ملك رأس المال في التمويل الإسلامي للمالك بينما تنتقل الملكية في التمويل التقليدي إلى الطرف الآخر.

يمكن في الأخير بيان ملخص أهم الفوارق بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي في الجدول الآتي:

جدول (1-2): أهم الفروقات بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي

عنصر المقارنة	التمويل في الاقتصاد التقليدي	التمويل في الاقتصاد الإسلامي
المفهوم	تقديم المال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز قصد الربح	تقديم المال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز سواء بقصد التبرع أو الاسترباح.
الهدف من التمويل	تضخيم الفائدة أو الربح إلى أقصى ما يمكن (المادية المطلقة)	استثمار رأس المال دون الحصول على فوائد غير مشروعة (ربحا أو خسارة)
مبادئ التمويل	يؤدي إلى تشغيل رأس المال بحيث يتم توجيه كل المدخرات للإنتاج والاستثمار.	يعمل على عدم الاكتناز وفرض الزكاة على أفراد المجتمع.
أداة التمويل	جرت العادة أن يكون التمويل التقليدي بالنقود.	يمكن أن يكون التمويل بالنقود أو بالأصول الثابتة أو بالأصول المتداولة.
الاستثمارات الممولة	يمكن تمويل أي نوع من الاستثمارات التي تكون فيها المخاطر قليلة.	يشترط أن تكون الاستثمارات الممولة مباحة شرعا.
ملكية رأس المال	تنتقل الملكية في التمويل التقليدي إلى الطرف الآخر.	يستمر ملك رأس المال في التمويل الإسلامي للمالك.
أسس تقديم التمويل	يعتمد التمويل التقليدي على ذمة المستفيد وقدرته على السداد.	يرتبط ارتباطا وثيقا بالنتائج الحقيقي للمشروع، فهو يقوم على أساس مشروع استثماري محدد تمت دراسته من كل الجوانب.
مصادر التمويل	تتمثل في الأسهم العادية والممتازة والتمويل الذاتي كمصادر داخلية، والسندات والقروض البنكية كمصادر خارجية.	تتمثل فقط في الأسهم العادية والتمويل الذاتي كمصادر داخلية، أما المصادر الخارجية فتتضمن في القروض الحسنة وكذا المصارف الإسلامية.



تنحصر في الربح والأجر والجمالة وهناك خلاف بين الفقهاء فيما يخص الربح.	تتمثل في الفائدة والأجر والربح والربح.	عوائد التمويل
يشترك الطرفان في الربح قل أو كثر حسب اتفاقهما.	لا ترتبط الزيادة التي يحصل عليها الممول بنتيجة المشروع.	
تقع الخسارة على كل من الممول والمتمول في حالة المشاركة وعلى رب المال (الممول) في حالة المضاربة.	لا يتحمل الممول أي خسارة، أي أن المستفيد ضامن لما في يده.	
يستحقه كل من الفرد ورأس المال.	يستحق الربح المنظم فقط.	
الممول يستحق المكافأة مقابل المخاطرة.	الممول يستحق المكافأة مقابل تخليه عن المال.	

المصدر: بورقبة شوقي، تكلفة وإجراءات التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة سطيف، 2005، ص41.

يبين هذا الجدول بشكل واضح أن التمويل الإسلامي يختلف عن التمويل التقليدي في العديد من الجوانب؛ كما يوضح أن السمة الغالبة على التمويل الإسلامي مقارنة بالتقليدي هي الشراكة الموجودة بين الممولين وطالبي التمويل من حيث تقاسم العوائد أو الغنم وكذا ارتباط هذه الأخيرة بدرجة المخاطرة أو الغرم، علاوة على ارتباط التمويل بالنشاط الحقيقي الخالق للقيمة.

## البحث الثاني: صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي

هناك العديد من الصيغ التمويلية في الاقتصاد الإسلامي التي يمكن الاعتماد عليها كبديل لنظام الفائدة، والتي سيتم عرضها من خلال هذا البحث مع بيان مميزات ومزايا كل منها وفق المطالب الآتية:

**المطلب الأول: صيغ التمويل المالي**  
**المطلب الثاني: صيغ التمويل التجاري**  
**المطلب الثالث: الأجرة**

### المطلب الأول: صيغ التمويل المالي

تتضمن صيغ التمويل المالي صيغ المضاربة والمشاركة والمغارسة والمزارعة والمساقاة.

#### الفرع الأول: المضاربة أو القراض

تعد المضاربة من بين أهم صيغ التمويل الإسلامي باعتبارها تمكن أصحاب الفوائض المالية من استثمار أموالهم، وفي المقابل يجد من خلالها أصحاب المشاريع من ذوي العجز المالي طريقة لتجسيدها وتمويلها. وفيما يلي تفصيل لهذه الصيغة.

#### أولاً: تعريف المضاربة

المضاربة في اللغة على وزن مفاعلة من الضرب وهو "السعي في الأرض، وأهل العراق يسمونها قراضاً"<sup>1</sup>.

أما اصطلاحاً فتعرف بالقراض أو المضاربة وهي: "عقد شركة في الربح بمال من جانب رب المال وعمل من جانب المضارب"<sup>2</sup>.

كما عرفت أيضاً على أنها: "نوع من أنواع العقود، التي تتكون بين رأس المال (المطلوب للتمويل)، وبين العمل (طالب التمويل)، من أجل تنفيذ مشروع معين، وبالتالي تحقيق الربح يعود على طرفي هذا العقد،

<sup>1</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، صيغ وأساليب استثمار الأموال في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، ط1، مصر، 2000، ص44.

<sup>2</sup> محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم أعمال البنوك الإسلامية الاستثمارية دراسة تحليلية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2012، ص185.

حيث يتفقان على حصة كل منهما من الربح وفي حال الخسارة يكون صاحب رأس المال هو الطرف الذي يتحملها، فيما يتحمل صاحب الجهد المبذول خسارة جهده ووقته".<sup>1</sup>

ويجب الحذر من اختلاط لفظ المضاربة بمعناها الشرعي بلفظ المضاربة بمعناها العصري؛ فالمضاربة اليوم تطلق على كسب فروق الأسعار في البورصات بالمخاطرة أو المقامرة، وهي ترجمة للفظ إنجليزي وهو (Speculation) الذي يعني التخمين، واستخدمه الغرب للتعبير عن عملية كسب فروق الأسعار، والسمسار يقوم بهذه العملية للغير نظير عمولة، والتاجر بماله أو بالاقراض، ويستخدمون أساليب من قبيل الاحتكار والربا والميسر والمقامرة لذلك هناك من يفضل استخدام لفظ المقامرة بدلا من المضاربة لتفادي اختلاط التجارة الصحيحة فيها بالمحظورات الشرعية.<sup>2</sup>

### ثانيا: أنواع المضاربة

للمضاربة أنواع مختلفة باختلاف معيار التقسيم:

– فمن حيث عدد الأطراف المشاركة في العقد يتم التمييز بين المضاربة الثنائية أين يقدم طرف المال والثاني يقدم الجهد والإدارة، والمضاربة الجماعية أو المضاربة متعددة الأطراف بتعدد المشاركين فيها من ناحتي أرباب المال وأرباب الخبرة والعمل، وأهم صور هذه المضاربة عمليات التمويل التي تمارسها المصارف الإسلامية، حيث يشارك أصحاب الودائع لديها الراغبون في المضاربة بتوكيل المصرف للقيام بأعمال المضاربة في الأنشطة المختلفة التي يراها مناسبة، وأيضا من خلال تقديم الأموال لأرباب الخبرة والعمل ليضاربوا فيها.<sup>3</sup>

– أما من حيث شروط هذا العقد فيتم التمييز بين المضاربة المطلقة والمضاربة المقيدة وفيما يلي

ن فصل كلا منهما:<sup>4</sup>

#### 1- المضاربة المطلقة

وهي التي لم يتم تقييدها بالزمان أو المكان، وبدون فرض أية قيود أخرى من رب المال على المضارب. وتترك للمضارب حرية التصرف في أنشطة المضاربة وفقا لإرادته ومعرفته وأمانته، وفي هذه الحالة

<sup>1</sup> نعيم نصر داوود، مرجع سابق، ص 152.

<sup>2</sup> يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية، الأساس الفكري، دار النشر للجامعات، ط3، الإسكندرية، 1998، ص 125.

<sup>3</sup> محمد حسن صنوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للطباعة والنشر، ط1، الأردن، 2001، ص 137.

<sup>4</sup> أنظر: - مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، مطابع غباشي، طنطا، 1999، ص. ص. 200-201.

- نعيم نصر داوود، مرجع سابق، ص ص 154-155.

للمضارب أي يبيع ويشترى بجميع أنواع التجارة، وفي أي مكان، كما يجوز له أن يشارك غيره على أن يأخذ الاذن من مالك المال على رأي بعض الفقهاء.

## 2- المضاربة المقيدة

وهذا النوع من المضاربة على عكس النوع السابق يتميز بالقيود أو الشروط التي يضعها ربّ المال على المضارب للحفاظ على ماله وتأمين مخاطره هلاكه، أو استجلاباً لمنفعة يرغب في الحصول عليها. وإذا ما خالف المضارب الشّروط أو القيود المحدّدة، يصبح ضامناً لرأس المال، ومن أمثلة هذه القيود أن يعين صاحب رأس المال نوع التجارة المنوي العمل بها، أو أن يحدد له المكان أو يحدد له التاجر الذي يتعامل معه وغيرها من الشروط.

### ثالثاً: شروط صحة المضاربة

تتعلق هذه الشروط بكل من رأس المال، الربح، وتنفيذ العمل.

#### 1- الشروط الخاصة برأس المال: وتتمثل فيما يأتي<sup>1</sup>:

- أن يكون رأس المال معلوماً لكل من ربّ المال والمضارب، أي أن يكون محدداً من حيث القدر والجنس والصّفة؛
- ألا يكون رأس المال ديناً في ذمة المضارب عند التّعاقد؛
- أن يسلم رأس المال للمضارب مناولة، أو يمكّنه من الحصول عليه والتصرف فيه؛
- عدم خلط مال المضاربة بغيره من الأموال؛
- رغم إجازة بعض الفقهاء لاستخدام رأس المال العيني في أعمال المضاربة إلا أن الأصل أن يكون رأس المال من النقود.

#### 2- الشروط المتعلقة بالربح: الرّبح هو ما فضل من رأس المال وتتلخص شروطه فيما يأتي<sup>2</sup>:

- أن يكون ما لكل منهما معلوماً؛
- أن يكون جزءاً شائعاً كالنّصف أو الثلث أو الربع أو ما شابه ذلك. ولا ينبغي أن يكون مبلغاً محدداً فذلك هو عين الربا؛

<sup>1</sup> محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 137.

<sup>2</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، مرجع سابق، ص 62.

- أن يكون مشتركا بينهما: وذلك ليأخذ المالك بملكه والعامل بعمله فلا يختص به أحدهما، وخالفهم في ذلك المالكية، إذ يقولون بصحة القراض في حالة شرط الربح كله للمضارب على أنه إحسان من رب المال وتطوع؛
- هذا في حالة تحقيق ربح، أما في حالة حدوث الخسارة، فيتحمّلها رب المال وحده دون المضارب، طالما كان غير مقصّر أو غير مهمل في تنفيذ واجباته كمضارب.
- 3- الشروط المتعلقة بتنفيذ العمل: ويمكن تلخيصها في العناصر الآتية:<sup>1</sup>
  - يجب أن يُمنح المضارب الحرية أو الاستقلالية في القيام بعمله حسب العرف السائد في مجال نشاطه التجاري أو الاقتصادي وليس على رب المال أن يضيق عليه المجال في اتخاذ القرارات المتعلقة بعمله؛
  - يمكن أن تكون المضاربة مقيدة، ويمكن أن تكون مطلقة؛
  - يمكن أن تكون المضاربة محددة الأجل كما يمكن أن تكون دائمة غير محددة الأجل حسب الاتفاق بين المضارب ورب المال؛
  - لا يصحّ على رب المال أن يشترط على المضارب أن يعمل معه كشرط لإعطائه رأس المال، ولكن يجوز للمضارب الاستعانة برب المال بدون شرط مسبق منه، أي من قبيل المعاونة إذا ما دعت الحاجة لذلك؛
  - يجوز للمضارب بعد الحصول على موافقة رب المال أو تفويض منه أن يختلط ماله بمال المضاربة على أن يعاد النظر في نسبة توزيع الربح بينهما، وفي الوقت ذاته يتحمل المضارب في حالة حدوث خسارة نصيبه منها باعتباره شريكا في عملية المضاربة وفقا لمساهمته في رأس مال المضاربة؛
  - يجب ألا يضمن المضارب نتيجة عملية المضاربة وذلك لعدم قدرة المضارب على التنبؤ بالمستقبل أو علم الغيب؛
  - لا يحصل المضارب على أي عائد من عملية المضاربة إلا إذا تحقق عنها ربح، فإذا لم تسفر العملية عن أي ربح، فلا شيء للمضارب؛
  - المضارب أمين على رأس المال، وهو وكيل عن صاحب رأس المال. فإذا حدثت خسارة نسبية نتيجة تقصير المضارب أو إهماله فإنه يتحملها.

<sup>1</sup> محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 138.

## رابعاً: مزايا التمويل بالمضاربة

يمكن تلخيص المزايا التي تتحقق من أسلوب التمويل بالمضاربة فيما يأتي:

- 1- قدرة هذه الصيغة على التأليف بين عنصري الإنتاج والنشاط وهما المال والعمل، ففي حين يوجد الكثيرون ممن يملكون المال ولا يقدرّون على توظيفه وتشغيله لعدم وجود الخبرة أو الجهد والوقت لديهم، يوجد آخرون يملكون الخبرة ويستطيعون تقديم الجهد ولكنهم يفتقدون المال اللازم للنشاط؛ فنجد هذه الصيغة تعمل على المزج والاستفادة بالعنصرين حتى تحقق الفائدة لكلا الطرفين. لذلك يعتبر البعض صيغة التمويل بالقراض أكبر وسام للبشرية في ظل عدالة الإسلام.<sup>1</sup>
  - 2- المضاربة صيغة شرعية، والتمويل بواسطتها خال من سعر الفائدة المحرمة (الربا) وهو بذلك يفتح المجال أمام الكثيرين ممن كانوا يعزفون عن توظيف أموالهم في القروض الربوية.
  - 3- تحدّد هذه الصيغة من التضخم النقدي.
- رغم أن المضاربة عديمة التكلفة للمشروع، إلا أنها عالية المخاطرة للعمل بها بسبب كون ضمان مال الممول يتطلب أمرين هامين هما: توفر الخبرة الكافية لدى المضارب والثقة العالية فيه من قبل الممول، ويمكن للممول طلب ضمان طرف ثالث يضمن حقه في حالة تعدي المضارب أو تقصيره، وهذا الطرف قد تمثله الدولة.<sup>2</sup>

## الفرع الثاني: المشاركة

يعد التمويل بالمشاركة وسيلة أخرى تستخدمها المصارف الإسلامية للحصول على أرباح كبديل عن التعامل بالربا، وفيما يلي نورد مفهومها وأشكالها ومزاياها.

## أولاً: مفهوم التمويل بالمشاركة (Musharakah Financing)

يعتبر التمويل بالمشاركة من الصيغ المتميزة عما تقوم به المصارف التقليدية، وبموجبها يقدم المصرف الإسلامي حصّة من التمويل اللازم لتنفيذ أحد المشروعات أو الصّفقات على أن يقدّم طالب التمويل من المصرف الحصة المكتملة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، مرجع سابق، ص 71.

<sup>2</sup> فتيحة ونوغي، "أساليب تمويل المشروعات الصغيرة في الاقتصاد الإسلامي"، ورقة بحث مقدمة خلال ملتقى "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية" المنعقد في الفترة بن 25 ماي 2003. منشورات مخبر الشراكة، الاستثمار في م ص م في الفضاء الأورومغاربي، 2004، سطيف، ص 724.

<sup>3</sup> محمد حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص 144.

كما عرفت المشاركة بأنها: " تعاقد بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأموال أو الأعمال أو الوجاهة ليكون الغنم بالغرم بينهم حسب الاتفاق".<sup>1</sup>

وتختلف المضاربة عن المشاركة في كون صاحب الجهد يملك إلى جانب جهده، جزءا من المال ولكنه غير كاف للقيام بنشاطه فيضطر إلى اللجوء إلى طرف آخر ليقدم له ما يحتاجه من مال.<sup>2</sup> وعليه فإن عملية المضاربة تضم طرفين أو شريكين:

**الشريك الأول:** الذي يشارك العميل في نشاطه الاقتصادي أو مشروعه بتقديم التمويل الذي يطلبه العميل بدون أن يتقاضى فائدة ثابتة أو عائدا ثابتا. هذا الشريك يتمثل في الممارسات المعاصرة في المصرف الإسلامي الذي يشارك أيضا في الناتج الصافي المحتمل من عملية المشاركة سواء أكان ربحا أم خسارة، ويتم ذلك في ظل أسس عادلة ونسب توزيعية يتم الاتفاق عليها بين الطرفين.

**الشريك الثاني:** هو العميل الذي يشارك بحصة معينة من التمويل الكلي للمشروع، كما انه قد يتولى مسؤولية إدارة المشروع والإشراف على تنفيذه إذا ما توافرت لديه المهارات أو الخبرة العملية الكافية لتحقيق النجاح.

### ثانيا: أشكال التمويل بالمشاركة

يمكن حصر أشكال التمويل بالمشاركة في أسلوبين رئيسيين حسب الممارسات الراهنة للبنوك الإسلامية:<sup>3</sup>

#### 1- المشاركة الثابتة

يساهم البنك وفق المشاركة الثابتة في تمويل جزء من رأس مال مشروع معين، على أن تبقى حصص الأطراف المشاركة ثابتة إلى حين انتهاء مدة المشروع أو المدة التي تحددت في الاتفاق، ويكون البنك شريكا في ملكية هذا المشروع ومن ثم في إنجازه وتسييره والإشراف عليه، وشريكا في الربح والخسارة بالنسب التي يتم الاتفاق عليها والقواعد الحاكمة لشروط المشاركة.

ويمكن تقسيم المشاركة الثابتة إلى قسمين:

<sup>1</sup> محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2010، ص 196.

<sup>2</sup> محمد بوجلال، البنوك الإسلامية مفهوما، نشأتها، تطورها، نشاطها مع دراسة تطبيقية على مصرف إسلامي، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990، ص36.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، صيغ وأساليب استثمار الأموال في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 35-36.

## أ- المشاركة الثابتة المستمرة

هي التي ترتبط بالمشروع الممول نفسه فالبنك شريك في المشروع طالما أنه موجود يعمل، وهذا النوع يوضع في الإطار القانوني الذي يكفل له الاستمرار، وعند ذلك تتحدد العلاقة بين الأطراف في ضوء القواعد القانونية الواردة على مثل هذه الأشكال القانونية مع عدم تعارضها مع الضوابط الإسلامية.

## ب- المشاركة الثابتة المنتهية

ما يميز هذا النوع عن سابقه هو أن الاتفاق بين البنك والشركاء يتضمن توقيتا معيناً للتمويل مثل دورة نشاط تجاري أو دورة مالية أو عملية مقاولات توريد صفقة معينة بالمشاركة أو غيرها.

فهذه المشاركة ثابتة باعتبار أن البنك له حقوق وواجبات ثابتة. وهي منتهية لأن الشركاء حددوا للعلاقة بينهم أجلا محددًا.

## 2- المشاركة المتناقصة

في هذا النوع من المشاركة يكون من حق الشريك فيما أن يحل محل البنك في ملكية المشروع إما دفعة واحدة أو على دفعات حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها وطبيعة العملية، على أساس إجراء ترتيب منظم لتجنيد (تخصيص) جزء من الدخل المتحصل كقسط لاسترداد الحصة. ويشير إطلاق لفظ المشاركة المتناقصة إلى تبني وجهة نظر البنك الذي يمول، حيث أن مشاركته تتناقص كلما استرد جزءاً من تمويله. ويطلق البعض عليها "المشاركة المنتهية بالتمليك". وهنا يكون إطلاق الاسم من وجهة نظر طالب التمويل أو الشريك لأنه سيمتلك المشروع أو العملية في نهاية الأمر بعد أن يتمكن من رد التمويل إلى البنك. وتتلخص مزايا هذه الوسيلة في أنها تعمل على تمليك من لا يملك. فهي تشبه المضاربة ولكنها مخصصة لمشروع محدد، وتمتاز عن المضاربة بوجود الحافز الذي يربط بين الإيراد وسرعة امتلاك المشروع المنتج للدخل، فكلما كان عمل السائق على السيارة مثلاً منتجا، كلما قصرت المدة التي يمكن أن يمتلك السيارة فيها.

وقد أقرت توصيات المصرف الإسلامي بدبي الصادرة في 22 ماي 1979 (ص13-14) الصور الآتية للمشاركة المتناقصة:

**الصورة الأولى:** أن يتفق البنك مع الشريك على أن يكون حلول هذا الشريك محل البنك بعقد مستقل يتم بعد إتمام التعاقد الخاص بعملية المشاركة وبحيث يكون للشريكين حرية كاملة في التصرف ببيع حصصه لشريكه أو لغيره.



الصورة الثانية: أن يتفق الشريك مع البنك على أساس حصول البنك على حصة نسبية من صافي الدخل المتحقق فعلا مع حق البنك في الحصول على جزء يتفق عليه من الإيراد المتحقق فعلا ليكون ذلك الجزء مخصصا لتسديد أصل ما قدمه البنك من تمويل، أي يقسم الدخل إلى ثلاثة أقسام:

- حصة البنك كعائد للتمويل؛

- حصة الشريك كعائد لتمويله وعمله؛

- حصة ثالثة لسداد تمويل البنك؛

الصورة الثالثة: يحدّد نصيب كل شريك في شكل حصص أو أسهم يكون لكل منها قيمة معينة، ويمثل مجموعها إجمالي قيمة المشروع أو العملية. ويحصل كل شريك على نصيبه من الإيراد المتحقق فعلا، وللشريك إذا شاء أن يقتني من هذه الأسهم المملوكة للبنك عددا معينا كل سنة بحيث تتناقص أسهم البنك بمقدار ما تزيد أسهم الشريك إلى أن يمتلك كامل الأسهم فتصبح ملكيته كاملة.

ثالثا: مزايا التمويل بالمشاركة

يقدم هذا النوع من التمويل فوائد متعددة لكل من البنك الإسلامي وللمشروع وللمجتمع:<sup>1</sup>

1- بالنسبة للبنك

من أهم فوائد هذا التمويل بالنسبة للبنك نذكر:

- تحقيق نشاطات مستمرة عن طريق استثمارات متوسطة وطويلة المدى.

- الاستفادة من أرباح المشروع؛

- المشاركة في العمليات الإنتاجية؛

- الاستفادة من خبرات أصحاب المشروع؛

- الاستفادة من القيمة المضافة للأسهم.

2- بالنسبة لأصحاب المشروع

يعود هذا التمويل بجملة من المزايا على أصحاب المشروع منها:

- تقوية قدراتهم المالية؛

- تلاؤم التمويل مع نشاط المشروع؛

- انخفاض ضغوط وكلفات التمويل بها؛

<sup>1</sup> أنس الحسناوي، "التمويل الإسلامي كبديل لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة"، ورقة بحث مقدمة خلال ملتقى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، السالف الذكر، ص573.

– تقوية تنافسيتهم.

3- بالنسبة للمجتمع

تعود فوائد المشاركة كذلك على المجتمع الذي تطبّق فيه والتي منها: - تأهيل المشاريع لمقاومة المنافسة الدولية.

– إنقاذ المشاريع المتعثّرة.

– إيجاد فرص عمل إضافية.

– ضمان الاستقرار.

### الفرع الثالث: الزراعة المغارسة والمساقاة

هي صيغ تستخدم لتمويل الأنشطة الفلاحية، وتتشابه فيما بينها، لذلك سيتم إجمالها فيما يأتي:

#### أولاً: تعريفها

يمكن تعريف المزارعة على أنها: "دفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها والريح بينهما، أو هي عقد على الزرع ببعض الخارج"<sup>1</sup>.

أما المساقاة فهي تشبه المزارعة كذلك، إذ أنها عبارة عن "عقد بين مالك شجر معين وبين عاملٍ له خبرة بمعالجة الشجر وخدمته ورعايته وسقيه والعناية به (ويسمى السّاقِي)، على أن يقوم هذا الأخير بخدمة الشجر مدة معلومة في مقابل نسبة شائعة من الثمر الخارج من ذلك الشجر"<sup>2</sup>.

ومنه يمكن القول أن الفرق الوحيد بين المزارعة والمساقاة يكمن في أن محل المزارعة هو زراعة الأرض بينما تهتم المساقاة بسقاية الشجر والعناية به، أما باقي الأمور الأخرى فهي متشابهة.

بينما يكمن الاختلاف بيه المزارعة والمغارسة في أن الصيغة الأولى كما أشرنا بمنح بموجبها لصاحب الأرض حصة من الثمر، أو ببعض الخارج منها، أما المغارسة فهي عبارة عن عقد بين صاحب أرض وبين عامل، يدفع بموجبه الأول أرضه للثاني ليغرس فيها شجراً من عنده، على أن يكون نصيب هذا الأخير جزء من الثمار مع جزء من الأرض.

#### ثانياً: شروطها

تتمثل شروط هذه الصيغ فيما يأتي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 16.

<sup>2</sup> حسين حامد حسان، البنوك الإسلامية، مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا، الو.م.أ.، د.ت، ص 114.

- بالنسبة للمزارعة فينبغي أن يتم تحديد ربح كل طرف كنسبة شائعة من المحصول أو الغلة. كما ينبغي تحديد الأرض محل الزراعة وتسليمها للعامل على أن تكون فترة انتهاء العقد متفق عليها، وكذا أن يتم تحديد طبيعة التفويض الممنوح للعامل إن كان شاملاً أو مقيداً.
- ولا تختلف شروط المساقاة كما أشرنا عن شروط المزارعة إذ أن الفرق الوحيد بينهما يكمن في أن الأولى تشمل سقاية الأشجار والعناية بها بينما تشمل الثانية زراعة الأرض.
- أما بالنسبة للمغارسة فقد كيفت على أنها إما عقد إجارة بين صاحب الأرض وعامل يقدم غرس الأشجار والعناية به بحيث تكون له حصة من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك العمل، وإما على شكل شركة بين طرفين حيث يدفع الأول الأرض والثاني غرس الأشجار، على أن تكون حصة كل منهما حصة شائعة من الأرض والأشجار، وليس الثمر فقط.

## المطلب الثاني: صيغ التمويل البنائي

### الفرع الأول: المربحة

تعد صيغة المربحة من أكثر الصيغ التي ساهمت في بروز البنوك الإسلامية وخلال فترة وجيزة، إذ أصبحت تشكل نسبة كبيرة من عمليات التمويل التي تقوم بها. وفيما يلي سيتم تعريفها وبيان شروط صحتها مع إبراز مزاياها.

#### أولاً: تعريف المربحة

عرف ابن منظور المربحة لغة: "المربحة مفاعلة من الربح، والربح (بالكسر) والربح (بالفتح)، والربح هي النماء في التجر، وأربحته على سلعته أي أعطيته ربحاً، وقد أربحه بمتاعه وأعطاه مالا مربحة أي على الربح بينهما، ويقال كذلك بعته السلعة مربحة على كل عشرة درهم وكذلك اشترته مربحة، ولا بد من تسمية الربح".<sup>2</sup>

أما المربحة اصطلاحاً، فعرفت على أنها: "بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح، أو هي بيع برأس مال وبيع معلوم ومتفق عليه بين المشتري والبائع".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أنظر: - حسن أيوب، المعاملات المالية في الإسلام، دار السلام، القاهرة، 2003، ص ص 261-264؛

- منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي واقتصادي، مرجع سابق، ص 19؛

- حسين حامد حسان، مرجع سابق، ص 116.

<sup>2</sup> ابن منظور، لسان العرب، ج 2، 444، دار الفكر للطباعة، بيروت، ط 2، 1990، ص 141.

<sup>3</sup> عبد العديم أبو زيد، بيع المربحة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية، دار الفكر للطباعة والتوزيع والنشر، ط 1، دمشق، 2004، ص 38.

ولم يختلف الفقهاء في تعريفها اختلافا كبيرا، فقد عرفها الحنفية على أنها "بيع بزيادة معلومة على ما مُلكت به" أو "المرابحة بيع بالثمن الأول مع زيادة ربح".<sup>1</sup>

أما المالكية فقد عرفوها على أنها "بيع مرتّب ثمنه على ثمن بيع تقدّمه غير لازم مساواته".<sup>2</sup> ويُستشف من خلال هذا التعريف أن المرابحة تشمل كذلك حالة البيع بخسارة إذا كان ثمن البيع الثاني أنقص من الأول وهو المعروف بمصطلح الوضيعة. كما ينطبق هذا التعريف كذلك على تساوي ثمن البيع الأول بالثاني والمعروف باسم بيع التولية.

أما الشافعية فقد عرفوها على أنها "أن يبيّن رأس المال وقيمة الربح بأن يقول ثمنها مائة وقد بعْتُكمها برأس المال وريح في كل عشرة"، أما الحنابلة فقد عرفوها على أنها "البيع برأس المال وريح معلوم، ويشترط علمها برأس المال".<sup>3</sup>

مما سبق يتبيّن أن الفقهاء قد اتفقوا على كون المرابحة هي البيع بزيادة معلومة على الثمن الأول.

#### ثانياً: شروط صحة عقد المرابحة

حتى يثبت لعقد المرابحة أحكامه وتترتب عليه آثاره الشرعية، يلزم توافر شروط صحته، ومعظم هذه الشروط تتعلق بالثمن لأن المرابحة من أنواع البيوع التي يُنظر فيها إلى الثمن ومتعلقاته، وتتمثل هذه الشروط فيما يأتي:

#### الشرط الأول: أن يكون العقد الأوّل صحيحاً:

بما أن المرابحة مترتبة على عقد سابق عليها، فإذا لم يكن العقد الأوّل صحيحاً، لم تترتب عليه آثاره الشرعية والتي منها التصرف فيما مُلك بهذا العقد بالبيع وغيره.<sup>4</sup>

الشرط الثاني: العلم بالثمن الأول الذي اشترى به البائع المبيع في العقد الأوّل، أي علم المشتري الثاني بثمن السلعة الأولى التي اشتراها البائع بما في ذلك المصاريف المعتبرة ويطلق عليها رأس المال.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عطية فياض، التطبيقات المصرفية لبيع المرابحة في ضوء الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 1999، ص ص 14-15.

<sup>2</sup> عطية فياض، مرجع سابق، ص 15.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، مرجع سابق، ص 73-74.

<sup>4</sup> عطية فياض، مرجع سابق، ص 30.

<sup>5</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، مرجع سابق، ص 78.

يمكن الإشارة هنا إلى أن الفقهاء اختلفوا فيما يجوز إلحاقه بثمن الشراء من مصاريف قد يتحملها المشتري الأول سواء للمحافظة على السلعة محل العقد أو التكاليف المباشرة الخاصة بنقلها وما إلى ذلك. إلا أنهم اتفقوا على العموم في أن إلحاق النفقات برأس المال يخضع أساساً إلى العرف السائد.

**الشرط الثالث:** أن يكون رأس المال من المثليات كالمكيلات والموزونات والعدديات المتقاربة:

بيننا سابقاً أن المربحة بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح عليه، وبالتالي إن لم يكن الثمن الأول مثلياً أدى ذلك إلى جهالة مقدار الربح وقيمته لاختلاف أهل التقويم فيه، إلا أن جمهور الفقهاء جؤزوا أن يكون رأس المال من غير المثليات ولكن يجب أن يخبر المربح بالعرض وقيمته يوم الشراء.<sup>1</sup>

**الشرط الرابع:** ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا:

ذكرنا في معرض الحديث عن الربا أن هناك سلعا ربوية لا يجوز الزيادة فيها (الذهب والفضة والبر، وغيرها)، فهنا لا يجوز بيعها مربحة لأن المربحة بيع بالثمن الأول وزيادة ربح، والزيادة في أموال الربا تكون ربا، أما إذا اختلف الجنس فلا بأس بالمربحة لقوله (ﷺ): "... فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم"<sup>2</sup>.

**الشرط الخامس:** العلم بالربح:

ينبغي أن يكون الربح معلوماً لأنه جزء من الثمن، سواء كان هذا الربح مبلغاً معيناً، أو نسبة من الثمن، وربما كان التطبيق ينحو نحو اعتبار الربح نسبة معينة من الثمن.<sup>3</sup>

**الشرط السادس:** أن يبيّن المربح للمشتري ما يتعلق بالمبيع وثمرته:

إن كان ما يتعلق بالمبيع وثمرته لازماً في كل المعاملات وخاصة في البيوع فإنه في مجال بيوع المربحة يكون واجباً وألزم باعتبار أن المشتري يعتمد على ما يخبره المربح، وعلى أساس أن المربحة من بيوع الأمانة فينبغي للمربح أن يبيّن للمشتري جميع أحوال المبيع وثمرته.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عطية فياض، مرجع سابق، ص 52.

<sup>2</sup> الحديث رواه مسلم وغيره عن عبادة بن الصامت، وجاء من طرق أخرى كثيرة عند البخاري وأبي داود والترمذي وابن ماجه ومالك وأحمد وابن حبان، أنظر: صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، مؤسسة مناهل العرفان، بيروت، ص. ص 14-11.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، مرجع سابق، ص 79.

<sup>4</sup> عطية فياض، مرجع سابق، ص 5.

## ثالثاً: المراجعة المطبقة في البنوك الإسلامية

تعرف المراجعة المطبقة في المصارف الإسلامية بصيغة المراجعة للأمر بالشراء، وذلك لأن هذا الأخير يطلب من المصرف شراء سلعة معينة أو يحدد أوصافها على أن يشتريها بثمنها وزيادة ربح معلوم. وقد اعتمدت المصارف الإسلامية صيغة المراجعة للأمر بالشراء على نطاق واسع؛ إذ تتم عمليات المراجعة على بيوع منقولات من مواد غذائية، خامات، محلات، تجهيزات، سيارات وسلع أخرى متنوعة، كما تتم أحياناً على بيوع العقارات. وفي هذه الصيغة لا يعتبر المصرف الإسلامي ممولاً فقط لعملية المراجعة، وإنما يمارس الدور التجاري بتحملة مخاطر الشراء ومباشرة العملية من خلال جهازه الإداري، وإذا ما تم تحقيق هامش من الربح فإنه ليس فقط مقابل التمويل اللازم للعميل، وإنما للدور الهام الذي يقوم به المصرف في إنجاز الصفقة التجارية. ويمكن إيجاز الخطوات العملية في بيع المراجعة للأمر بالشراء كما يأتي:<sup>1</sup>

- 1- طلب الشراء: يتقدم أحد العملاء للمصرف الإسلامي طالبا منه شراء سلعة معينة بالموصفات الدقيقة التي يحددها، ثم يحرر نموذج "طلب شراء مراجعة" والذي يحتوي على البيانات التفصيلية للسلعة المطلوب شراؤها مثل، مصدر الشراء، والثمن، المناسب لشراء السلعة، وبعض المستندات المتعلقة بالعمل، وشروط التسليم، ومكانه والتوقيت المحدد لذلك.
- 2- دراسة عملية الشراء: يقوم المصرف بدراسة عملية الشراء من جميع النواحي مع التركيز على التحقق من صحة البيانات والضمانات التي قدمها العميل، ودراسة نوعية السلعة المطلوبة من ناحية المخاطر، وعدم وجود موانع شرعية للتجارة فيها. ومن ثم دراسة عروض الموردين للسلعة وتكلفة الشراء، ونسبة الربح ودراسة الدفعة المقدمة من العميل وأقساط السداد، وغير ذلك.
- 3- توقيع عقد الوعد بالشراء: في حالة موافقة المصرف على تنفيذ عملية المراجعة بعد ثبوت جدواها، يطلب من العميل توقيع "عقد الوعد بالشراء" يتعهد بموجبه العميل بالوعد بشراء السلعة المطلوبة حينما يوفرها له المصرف.
- 4- قيام المصرف بشراء السلعة المتفق عليها: وعادة ما يطلب المصرف من المورد تقديم مجموعة مستندات تثبت صلاحية السلعة المشتراة ومطابقتها للمواصفات مثل: شهادة بمنشأ البضاعة، وشهادة بصلاحياتها، وشهادة بإنجاز الاختبارات الفنية الخاصة بالبضاعة.

<sup>1</sup> محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص 156، 158.

- 5- استلام المصرف للبضاعة من المورد: في هذه المرحلة يقوم المصرف الإسلامي باستلام البضاعة المتفق عليها من المورد وذلك حتى يتحقق شرط ملكيته لها، وعندئذ يقوم بإبرام "عقد بيع المربحة" مع العميل الذي يستلم البضاعة من المصرف مع مجموعة المستندات الخاصة بها.
- 6- تحصيل المصرف لقيمة البضاعة: يقوم العميل بعد إتمام إجراء عقد المربحة بدفع الثمن المتبقي للبضاعة مع هامش الربح فوراً للمصرف، أو يوقع على سندات المديونية التي تبين التزامه بالسداد على دفعات أو أقساط في مواعيد مقررة.

#### رابعاً: مزايا بيع المربحة للأمر بالشراء

تتميز صيغة المربحة كما تطبقها المصارف الإسلامية بالعديد من المزايا والفوائد التي يمكن تلخيص أهمها فيما يأتي:<sup>1</sup>

- 1- وقّرت صيغة المربحة للأمر بالشراء للبنوك الإسلامية وسيلة تمويلية مكنها من الوقوف أمام البنوك التقليدية وأعانها على تحقيق الأرباح من أول يوم عمل.
- 2- تعتبر صيغة مكملة لصيغ التمويل الإسلامي حيث لا تستطيع صيغ المضاربة أو المشاركة أن تسدّ مسدّها بأيّ حال من الأحوال.
- 3- تسد احتياجات التجار والصناعيين الذين لا يرغبون في الدخول مع البنوك الإسلامية في المشاركة بكل ما تستلزمه من كشف للأسرار والمعلومات في أوساط لم تتعلم بعد أصول حفظ الأسرار ومجتمعات لم تتطور إلى مستوى المواطنة الكاملة لدفع الحقوق العامة من الزكاة والضرائب الحكومية.
- 4- تعتبر من انجح الصيغ لبث الثقة والطمأنينة بين التجار والبنوك الإسلامية لأنها تقوم على البيان في كل شيء والصدق والأمانة فيما يخبر به البائع المشتري. وهنا يظهر الالتحام الشديد بين العقيدة والأخلاق في المنهج الإسلامي، وهو ما ينفرد به ويتفوق به على غيره.
- 5- تساعد المربحة على وجود رقابة فعّالة في السوق وبخاصة على أولئك الذين تلهمهم الأموال والتجارة فيسيطر عليهم الجشع وغلاء الأسعار على حين غفلة من المستهلك أو المشتري. ولهذا فإنه يتعين في بيع المربحة بيان الثمن الذي قامت به السلعة والاتفاق على الربح الذي يتعين أن يكون معلوماً مما يساعد على إيجاد منافسة تسويقية شريفة لصالح الناس جميعاً.

أما بالنسبة للمشتري أو العميل فيمكن إيجاز أهم مزايا هذه الصيغة فيما يأتي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، مرجع سابق، ص 93 - 94.

- 1- توفير ما يحتاجه المشتري بدون اللجوء إلى الاقتراض بفائدة لشراء ما يلزمه من أصول أو مستلزمات تشغيل، وبذلك يرضي الله عز وجل ويحافظ على دينه ويسهم في تحريك عجلة الاقتصاد بدلا من القعود السلبي بداعي تحاشي الربا.
- 2- استفادة المشتري علاوة على ما يحصل عليه من عقد المربحة من خدمات أخرى منها خبرة الشراء التي يتمتع بها البنك علاوة على تحمل البنك لأية مخاطر من وقت شرائه السلعة حتى عقد البيع مربحة لأنها تكون في ملكه.
- 3- إمكانية سداد الأقساط المستحقة من عوائد المبيعات المحصلة من استغلال الأصل المقتنى.
- 4- تقلل من آثار التضخم على البائع والمشتري لأن التعامل يتم في سلع وليس نقود.
- 5- يتميز هذا الأسلوب ببساطته ويمكن تطبيقه بين الأفراد والمشروعات غير الرسمية التي لا تتوفر لديها دفاتر محاسبية أو سجل رسمي أو ترخيص حكومي، وهي من سمات المشروعات الصغيرة، كما أنه ليس عملية تجارية بحتة وإنما تنطوي على عملية ائتمان تتمثل في تأجيل سداد الثمن.
- 6- يمكن استعمالها في تمويل الأصول الثابتة ومستلزمات التشغيل وفي جميع قطاعات النشاط الاقتصادي من زراعة وصناعة وتجارة وخدمات.

### الفرع الثاني: بيع السلم

من بين عقود البيع أيضا نجد بيع السلم، وفيما يلي نبرز تعريفه، وشروط صحته ومزاياه.

#### أولا: تعريف السلم

يعرف السلم على أنه: "بيع شيء موصوف في الذمة بلفظ السلم أو السلف"<sup>2</sup>، أو هو: "أن يسلم عوضا حاضرا في عوض موصوف في الذمة إلى أجل"<sup>3</sup>. ويعرف أيضا على أنه: "بيع تسلّم فيه السلعة آجلا نظير دفع الثمن مقدما وهو من البيوع الجائزة شرعا"<sup>4</sup>.

وتعني كلمة السلم أو السلف تقديم رأس المال أي دفع الثمن للسلعة فورا أو عاجلا وتأجيل تسليمها إلى وقت لاحق أو أجل معين. وعليه فيمكن أن نميز لبيع السلم أربعة أركان:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الحماد عمر، صيغ التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة القائمة على أسلوب الدين التجاري والإعانات، مداخلة ضمن ملتقى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية السالف الذكر، ص 478-479.

<sup>2</sup> نعيم نصر داوود، مرجع سابق، ص 167.

<sup>3</sup> محمد عبد الحليم عمر، "صيغ التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة القائمة على الدين التجاري والإعانات"، مرجع سابق، ص 476.

<sup>4</sup> يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية، مرجع سابق، ص 133.

<sup>5</sup> نعيم نصر داوود، مرجع سابق، ص 168.



- 1- المسلم (بكسر اللام): هو الشخص الذي سيشتري السلعة والذي سيدفع ثمنها عاجلا في مجلس العقد، ويسمى رب السلم أو صاحب المال.
  - 2- المسلم إليه: هو بائع السلعة الذي يقبض ثمنها مقدما مع وعد بتسليمها آجلا.
  - 3- المسلم (بفتح اللام): وهو ثمن شراء السلعة.
  - 4- المسلم فيه: أي السلعة أو البضاعة التي سيتم تسليمها للمسلم الذي قام بدفع الثمن عاجلا.
- ثانيا: شروط بيع السلم

تتمثل شروط صحة بيع السلم فيما يأتي:<sup>1</sup>

- 1- أن يكون رأس المال معلوما حتى إذا تعذر تسليم المسلم فيه أمكن الرجوع إلى قيمة رأس المال؛
- 2- أن يسلم رأس المال في مجلس العقد قبل التفرقة، فلو تفرقا قبل القبض انفسخ العقد؛
- 3- أن يكون المسلم فيه مما يمكن تعريف أو صافه؛
- 4- أن يجعل الأجل معلوما حسب الأشهر والأيام وليس بالحصاد أو إدراك الثمار؛
- 5- أن يذكر مكان التسليم حتى لا يثير ذلك نزاعا؛
- 6- ألا يسلم في شيء نادر الوجود؛
- 7- ألا يشترط أن تكون البضاعة المشتراة من إنتاج البائع؛
- 8- إذا تعذر تسليم البضاعة لسبب أو لآخر ولم تصل تلك البضاعة يسترجع المسلم أو يأخذ القيمة التي دفعها.

من خلال ما تقدم يتبين أن هذه الصيغة تمكن البنك أو التاجر من الحصول على ربح مشروع من عملية الاقتراض هذه، إذ يمكن له أن يقرض المال للمنتجين ويسدد القرض لا بالمال النقدي (لأنه سيكون قرضا بالفائدة) ولكن بمنتجات، والتي يقوم البنك بتصريفها وبهذا لا يكون تاجر نقد وائتمان بل تاجر حقيقي يعترف الإسلام بمشروعية تجارته.

من الناحية الوظيفية، يشبه عقد السلم عقد المستقبلات في الاقتصاد التقليدي، إلا أنهما يختلفان من حيث طريقة السداد، ففي عقود المستقبلات، يتم سداد إجمالي المبلغ الاجمالي المتفق عليه في تاريخ التعاقد، عكس السلم الذي يتم فيه إتمام إجمالي سداد المبلغ في تاريخ التسليم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الحناوي محمد صالح، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 411.

<sup>2</sup> Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2008, P. 59.

## ثالثاً: مزايا بيع السلم

- يتميز التمويل بعقد بيع السلم بجملة من المزايا نذكر منها:<sup>1</sup>
- 1- تشغيل أموال المصرف بربح جيد؛
  - 2- توفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية؛
  - 3- ضمان الحصول على السلعة وقت احتياجها بسعر مناسب.

## الفرع الثالث: الاستصناع

من بين الصيغ الإسلامية التي يمكن استخدامها للتمويل صيغة الاستصناع، وفيما يلي نبرز تعريفها، ومميزاتها وشروطها.

## أولاً: تعريف الاستصناع

اختلفت آراء الفقهاء في الاستصناع بين من يعتبره مجرد وعد من شخص لآخر، وبين من يقول بأنه عقد ذو طرفين ينشأ بإيجاب وقبول منهما، وهو الرأي الذي استقر عليه رأي الفقهاء المتأخرين، ويعتبر لدى مذاهب المالكية والشافعية والحنابلة، نوع من السلم يسمى "السلم في الصناعات"، على خلاف ما ذهب إليه الحنفية في كونه عقد مستقل بذاته.<sup>2</sup>

ويعرف عقد الاستصناع على أنه "عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعاً يلزم البائع بتقديمه مصنوعاً بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد".<sup>3</sup>

## ثانياً: مميزات صيغة الاستصناع

تتميز صيغة الاستصناع بما يأتي:<sup>4</sup>

- توفر هذه الصيغة تمويلاً متوسط الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة أو سد الحاجة منها أو بيعها.
- تسمح هذه الصيغة بتمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرقات والمجاري وما إلى ذلك.

<sup>1</sup> محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 173.

<sup>2</sup> محمد عبد الحليم، صيغ التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة القائمة على أسلوب الدين التجاري والإعانات، مرجع سابق، ص 487.

<sup>3</sup> مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، سلسلة محاضرات العلماء البارزين، بحث رقم 12، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1999، ص 20.

<sup>4</sup> محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 176.

- يمكن استعمال هذه الصيغة لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى، وهي بذلك تختلف عن صيغتي الإجارة أو البيع لأجل.
- تساعد هذه الصيغة في الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية في مجال إنتاج السلع الرأسمالية في الدول الإسلامية.
- يمكن أن تطبق هذه الصيغة على تمويل التجارة تعزيزاً للتجارة البينية في السلع بين مختلف الدول الإسلامية.

### ثالثاً: شروط الاستصناع

- يشترط في عقد الاستصناع علاوة على ضرورة استيفائه شروط البيع، الشروط الآتية:<sup>1</sup>
- بيان جنس المستصنع ونوعه وقدره وأوصافه المطلوبة، وتحديد أجل الحصول عليه؛
- يجوز في عقد الاستصناع تأجيل الثمن كله، أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لأجل محددة؛
- يجوز أن يتضمن عقد الاستصناع شرطاً جزئياً بمقتضى ما اتفق عليه العاقدان ما لم تكن هناك ظروف قاهرة.

### المطلب الثالث: الإجارة

يعتبر عقد الإجارة من أبرز الصيغ التي تحقق استثماراً ناجحاً للأعيان، والطاقت البشرية، وتلبي حاجات ضرورية للمجتمع تمثل عنصراً أساسياً في الحياة الاقتصادية اليومية كالسكن، ووسائل النقل، وغيرها. كما أنها من أبرز الصيغ المعتمدة من البنوك الإسلامية. وفيما يلي سيتم تعريفها وبيان شروط صحتها وأنواعها وكذا مزاياها.

### الفرع الأول: تعريف الإجارة

عرفت الإجارة على أنها: "عقد على منفعة مباحة معلومة، لمدة معلومة، من عين معلومة أو موصوفة في الذمة، أو عمل بعوض معلوم".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 65، المؤتمر السابع المنعقد بجدة بين 9-14 ماي 1999 حول عقد الاستصناع، منشور بمجلة المجمع، العدد السابع، ج 2، ص 223.

<sup>2</sup> عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، بحث رقم 12، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1999، ص 21.

كما عرفت الإجارة على أنها "عقد على المنافع بعوض، والمنفعة قد تكون منفعة عين وقد تكون منفعة عمل".<sup>1</sup>

والاجارة والكراء لفضان مترادفان لمعنى واحد، غير أن فقهاء المالكية خصصوا مصطلح الاجارة لتسمية العقد على منافع الأدمي وما ينقل كالثياب والأواني، بينما أطلقوا لفض الكراء على منافع ما لا ينقل كالأرض والدور، وما ينقل من سفينة وحيوان كالرواحل.<sup>2</sup>

ويمكن اعتبار الإجارة بيع منفعة وهي بذلك تشبه عمليات البيع. ففي الإجارة ينقسم القرار الاستثماري إلى قسمين كل منهما يشكل قرارا استثماريا مستقلا، فإيجار الآلة مثلا يتضمن قرار المستحدث الذي يشتري الآلة ويهيئها، ثم يبيع منافعها وينتهي دوره ومسؤوليته عند إعداد منافعها للاستعمال. أما المستأجر الذي توضع الآلة تحت تصرفه، فإن قراره الاستثماري كمستحدث ينحصر في استخلاص المنافع من الآلة التي بين يديه. وهذا التقسيم مألوف في عالم الأعمال، وهو يشبه إنتاج سلعة وسيطة تستخدم كمادة أولية في إنتاج سلعة أخرى، مع الفارق الذي يقتضيه ما بين السلعة والخدمة أو المنفعة من ظروف، فالمؤجر هو إذن مستثمر ومستحدث في آن واحد أيضا. لأنه يملك المنفعة ويديرها، والإجارة تشبه التمويل بالأصول الثابتة لأنها تقتضي أن توضع الأعيان تحت تصرف غير مالكيها، وذلك حتى يمكن استيفاء ما يملك وهو المنفعة.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: شروط صحة الإجارة

يمكن حصر شروط صحة الإجارة في العناصر الآتية:<sup>4</sup>

- 1- رضا المتعاقدين لأنه لو أكره أحدهما على الإيجار فإنها لا تصح؛
- 2- معرفة المنفعة المعقود عليها معرفة تامة تمنع من المنازعة، مع بيان مدة الإجارة؛
- 3- أن تكون المنفعة مباحة لا محرمة وأن تكون الأجرة معلومة؛
- 4- ألا تكون الأجرة منفعة من جنس المعقود عليه، وذلك لأن اتحاد الجنس لا يصح فيه تأجيل القبض، والمنفعة تحدث شيئا فشيئا فهي مؤجلة بطبيعتها. أما اختلاف الجنس فيصح معه تأجيل الثمن أو الأجل، وانفرد بهذا الشرط المذهب الحنفي. كما لا يصح استئجار النقود لأنه لا

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص 217.

<sup>2</sup> عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، مرجع سابق، ص. ص. 21-22.

<sup>3</sup> منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، بحث رقم 13، المعهد الإسلامي للبحوث والتدوين، جدة، ط. 2، 1998، ص 53.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي، المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 415.

ينتفع بها إلا باستهلاكها، والمنفعة التي لا تصح إجارتها هي المنفعة التي يترتب عليها استهلاك نفس العين؛

5- تعتبر العين المستأجرة أمانة في يد المستأجر يستوفي منها منفعة يستحقها، فإذا هلكت لا يضمن إلا إذا تعدى الشروط أو كان هناك تقصير في الحفاظ عليها.

### الفرع الثالث: أنواع الإجارة

يمكن تقسيم الإجارة إلى الأنواع الآتية:

#### أولاً: التأجير أو الإجارة التشغيلية (Operating Lease)

في هذا النوع من التأجير تكون مدة عقد الإيجار أقل من العمر الإنتاجي للأصل المؤجر، ومن أمثلة ذلك تأجير السيارات، الحاسبات الالكترونية، معدات البناء... الخ. وليس هناك أي علاقة بين العمر الاقتصادي للأصل المؤجرة وعقد الإيجار. وقد يكون المؤجر مؤسسة تقدم الإنتاج أو منشأة تقوم بهذا النشاط، أي شراء الأصول وتأجيرها كالبنوك مثلاً. لذلك فإن ملكية الأصل تبقى مع المؤجر الذي يتحمل مخاطر التقادم وتكاليف الصيانة والتأمين ودفع الضرائب المستحقة عنه.

يمكن تلخيص خصائص التأجير التشغيلي فيما يأتي:<sup>1</sup>

- لا تغطي فترة التعاقد للتأجير العمر الاقتصادي للأصل وإنما تغطي جزء منه فقط، لذلك فالمؤجر لا يستهلك فيه الأصل بالكامل، فالأصل قد يؤجر عدة مرات حتى يغطي العمر الاقتصادي (الإنتاجي) للأصل.
  - المؤجر هو الذي يتحمل تكاليف الصيانة والتأمين.
  - يتحمل المؤجر مخاطر عدم صلاحية الأصل المؤجر سواء بالاهتلاك أو بتقادمه عن مسابرة التطورات العلمية والتكنولوجية.
  - ليس للمستأجر في العادة فرصة اختيار شراء الأصل في نهاية مدة التعاقد.
- من خلال الخصائص السابقة يمكن القول إن التأجير التشغيلي هو خدمة معينة ولا يدخل ضمن أعمال الوساطة المالية عكس الأنواع الأخرى.

<sup>1</sup> بولعيد بعلوج، "التمويل التأجيري كإحدى صيغ التمويل الإسلامي"، مداخلة في ملتقى «تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية»، مرجع سابق، ص 598.

## ثانياً: التأجير التمويلي (Financial Lease)

وتسمى كذلك الإجارة المنتهية بالتمليك أو الإجارة المقرونة بخيار الاقتناء، وتعرف بأنها عقد يقوم على فكرة تمويل الزبون من أجل الحصول على ما يريده، يقتنيه الممول ويؤجره له مع إمكانية تملكه له إذا طلب ذلك، سواء خلال مدة الإيجار أو عند نهايتها. وتقوم البنوك الإسلامية بشراء ما يرغب فيه المتعاملون من معدات وتجهيزات، وأحياناً حتى العقارات، وتؤجر لهم ذلك مقابل ثمن محدد يقسم على أقساط شهرية أو دورية يتفق عليها مع ترك الخيار لهم عند نهاية العقد في الاحتفاظ بالأصل محل العقد بشرائه من البنك، أو بإرجاعه له.

كما يمكن أن تكون عملية التأجير المنتهية بالتمليك مشاركة بين البنك والزبون، وبالتالي لا يتم هنا تحديد الأقساط بصفة مسبقة حيث توجد مشاركة في الأرباح والخسائر، فتبقى مردوديته مرتبطة بالنجاح المالي للمشروع.

وهذا يعني أن خيار الشراء في هذه الصيغة يحتمل وجهان في البنوك الإسلامية، ذلك أن هذه الأخيرة يمكنها أن تشتري المنقولات أو العقارات لوحدها، أو بالمشاركة مع زبائنها على شكل إجارة بالمشاركة والتي بموجب عقدها يمنح المتعامل أيضاً فرصة شراء نصيب البنك عند نهاية العقد، وخلال الفترة الفاصلة بين بداية العقد ونهايته، يكون البنك مالكا مع المستأجر للمال محل العقد على الشبوع، ويحصل منه على إيجار مقابل استخدام المستأجر لنصيبه وانتفاعه به.<sup>1</sup>

## ثالثاً: البيع وإعادة التأجير (Sale and Leaseback)

ويمكن تسميتها كذلك بصيغة الشراء مع التأجير للبائع. وتلبي هذه الصيغة حاجات الشركات إلى السيولة المالية حيث تبيع الشركة بعض معداتها إلى البنك لقاء ثمن نقدي يشبع حاجة الشركة إلى السيولة اللازمة لها مع استئجارها في الوقت نفسه من البنك بأجر معلوم.<sup>2</sup>

فهذه الصيغة عموماً هي عبارة عن عقد بين مؤسسة مالكة لبعض الأصول كالأراضي والتجهيزات تقوم ببيعها إلى مؤسسة مالية كشركات التأمين أو شركات مالية (بنوك) أو شركة تأجير، شرط أن يقوم هذا الطرف الشاري بإعادة تأجير الأصل إلى المؤسسة التي باعتها. وبالتالي تحصل المؤسسة على قيمة الأصل وهذا لغرض استعماله في مجالات أخرى في حاجة إليها. وحسب الاتفاق، لها الحق أن تنتفع بهذا الأصل

<sup>1</sup> كمال رزيق، مسدور فارس، "صيع التمويل بلا فوائد للمؤسسات الفلاحية الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة ضمن ملتقى "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية" السالف الذكر، ص 523.

<sup>2</sup> أبو المجد حراك، البنوك الإسلامية، مالها وما عليها، دار الصحوة للنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، بدون سنة نشر، ص 86.

خلال فترة التأجير، وللمالك الجديد الحق في استرداد الأصل عند انتهاء عقد الإيجار، وهذه الدفعات المحصلة مع القيمة المتبقية من الأصل كافية لشراء أصل جديد وتحقيق عائد على هذا الاستثمار. ويهدف هذا النوع من التأجير للاستفادة من الوفورات الضريبية التي يمكن أن تتحصل عليها المؤسسة التي تعد أفضل من حالة امتلاكها للأصل، فلو كان الأصل المباع وأعيد تأجيره هي الأرض المقام عليها هذا المبنى، فإن مصاريف الإيجار للأرض والمباني تخصص من الوعاء الضريبي، أما لو كان العقار مملوكا فإن التكاليف التي تخفض من الوعاء الضريبي هي قسط اهتلاك المبنى لأن الأرض ليست من الأصول المستهلكة لذلك فإنه في حالة التأجير فإن المؤسسة بإمكانها استهلاك قيمة الأرض على فترة يمكن أن تحددها في عقد الإيجار.<sup>1</sup>

### الفرع الرابع: رزايا صيغة الإجارة

تتمتع صيغة الإجارة بالعديد من المزايا يمكن ذكر أبرزها فيما يأتي:<sup>2</sup>

#### أولاً: بالنسبة للمستأجر

- 1- توفير السيولة الذاتية للمستأجر بحصوله على تمويل كامل للأصل الرأسمالي المستأجر مما يحقق العبء على رأس المال العامل لديه؛
- 2- تخفيض تكلفة الإفلاس؛ فرغم أن الإيجار يماثل القروض من حيث دفع دفعات مالية ثابتة تمثل أقساط الإيجار، وكذا تماثل التأثير على قيمة السهم، إلا أن صيغة الإجارة وفي حالة العسر المالي تمكن المؤجر من استرجاع الأصل الذي هو محل عقد الإيجار بينما يؤدي عدم دفع أقساط القرض إلى تعريض الشركة للإفلاس خاصة عندما يكون الأصل ذو قيمة سوقية منخفضة، لذلك نجد أن المؤسسات التمويلية تميل أكثر للتأجير بدلا من الإقراض كلما ارتفعت مخاطر الإفلاس؛
- 3- يتمتع المستأجر بحق الانتفاع في الأصل المؤجر ولا تظهر قيمته في الميزانية، إذ تعتبر الدفعات الإيجارية أحد بنود المصروفات في ميزانية المستأجر دون إظهار أية إضافة لقيمة موجوداته. كما يحصل على مزايا ضريبية نظرا لجواز خصم إجمالي قيمة الدفعات الإيجارية من أرباح المستأجر السنوية؛

<sup>1</sup> بولعيد بعلوج، التمويل التأجيري كإحدى صيغ التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 600.

<sup>2</sup> أنظر: - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 168؛

- بولعيد بعلوج، مرجع سابق، ص 602-605؛

- أنس الحسنوي، مرجع سابق، ص 575.

- 4- المرونة مقارنة بشراء الأصل؛ وهذا لكون هذا العقد يعفي الشركة المستأجرة من تحمل تكاليف الأصل في فترات تكون المؤسسة ليست بحاجة إليه؛
- 5- التخلص من قيود الاقتراض؛ فعادة ما يحمل القرض قيودا على المؤسسة المقترضة كالرهن أو تعيين وكيل أو تضيق حرية تصرف الإدارة فيما يخص توزيع الأرباح أو الاستثمار في الأصول الثابتة علاوة على مختلف الإجراءات في حالة توقع الإفلاس. بينما يمكن للمؤسسة المؤجرة استرجاع الأصل في حالة توقع الإفلاس؛
- 6- تحسين صورة الربحية الدفترية في حالة الإيجار مقارنة بالاقتراض وهذا لأن قيمة الإيجار تخصص من الإيرادات في قائمة الدخل. أما في حالة القرض فيتم خصم قسط الاهتلاك إضافة إلى الفوائد المصرفية؛
- 7- نقل عبء الصيانة؛ ففي حالة الاتفاق في عقد التأجير أن خدمة الصيانة تلقى على المؤسسة المؤجرة. ورغم أن هذه التكلفة متضمنة في قسط الإيجار إلا أن أهمية هذه العملية يكون خصوصا في حالة كون الأصل المؤجر معقد تكنولوجيا وهو ما يتطلب توفر خبرة فنية عالية للقيام بالعملية وهو ما قد لا يتاح للمؤسسة المستأجرة بسهولة.

#### ثانيا: بالنسبة للمؤجر

- 1- الاستفادة من أثمان خاصة ترفع نسبة الربح مقابل انخفاض المخاطر؛
- 2- ضمان مدخول دائم ومستمر للمؤجر؛
- 3- سهولة إجراءات التوثيق، إذ يمكن اتخاذ قرارات الاستئجار بسرعة مقارنة بالتسهيلات المصرفية، وهذا بطبيعة الحال يسمح بالاستغناء عن التعقيدات المرتبطة بالقروض والترتيبات اللازمة لزيادة رأس المال بينما تكون إجراءات التوثيق في حالة الاستئجار بسيطة وسهلة.



### البحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية وصيغها المبتكرة

رغم التطورات التي عرفتها الصيرفة الإسلامية واتساع رقعة انتشارها في شتى أنحاء المعمورة، إلا أنها لاتزال في مراحلها الأولى مقارنة بالصيرفة التقليدية وصيغها التمويلية المتعددة، ولعل من أبرز ما زاد من تطورها ومرونة الصيغ التمويلية الاسهامات التي قدمتها الهندسة المالية وصيغها المبتكرة. وعليه سيتم التطرق للعناصر المختلفة لهذا المبحث وفق المطالب الآتية:

المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية ومكانتها في الصيرفة الإسلامية  
 المطلب الثاني: مراحل تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة  
 المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية  
 المطلب الرابع: المشتقات المالية في الاقتصاد الإسلامي

#### المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية ومكانتها في الصيرفة الإسلامية

تعد الهندسة المالية وسيلة أو آلية جاءت للبحث عن حلول مالية لبعض القيود التي تتضمنها صيغ التمويل المختلفة أو لإدارة المخاطر المالية التي تعترض المنشآت، كما ساهمت الهندسة المالية في إيجاد العديد من صيغ التمويل المبتكرة تستجيب لاحتياجات المؤسسات لمصادر تمويلية تتلاءم مع خصوصيتها وتتميز بالمرونة الكافية لإتاحة مزيد من الفرص الجديدة للباحثين عن التمويل.

فيما يلي نبرز تعاريف الهندسة المالية وإسهاماتها في تطوير الصيرفة الإسلامية واستحداث صيغ مالية مبتكرة.

#### الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية

حسب الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE) فالهندسة المالية تهدف إلى التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة، ولإستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط1، بيروت، 2008، ص 29.

يستنتج من التعريف السابق أن الهندسة والابتكارات المالية اتت استجابة لقبود معينة تحول دون تحقيق الأهداف الاقتصادية، والتحكم في المخاطر.

أما سامي السويلم، وبعد استعراضه لتعريف للهندسة المالية على أنها: " التصميم والتنفيذ والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل"، شدد على بيان أن الابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد وإنما " لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الآليات والأدوات السائدة تحقيقه"<sup>1</sup>

لقد أدى عدم وجود أسواق ثانوية فعالة في الصيرفة الإسلامية، إلى الحد من عدد الصيغ التمويلية المتاحة للمستثمرين، كما أن قلة السيولة صعبت مهمة المؤسسات المالية الإسلامية في تنوع محافظها، مما يشكل تحديا من أجل تطوير أدوات عالية السيولة لتغطية احتياجات المستثمرين ومستخدمي الأموال لأدوات مالية طويلة المدى مع مرونة في تعديل تركيبها محافظهم الاستثمارية بأقل تكلفة ممكنة. كما أن غياب وسائل لإدارة المخاطر سيكون لها أثرها في تطور الأسواق المالية الإسلامية وذلك راجع حسب زمير إقبال إلى الأسباب الآتية:<sup>2</sup>

- خسارة المنشآت في الأسواق المالية تنافسيتها بسبب عدم القدرة على استخدام إدارة المخاطر المالية في حل مشكل التغيرات الممكنة في تكاليفها، عوائدها ومردوديتها؛
  - اعتبار المنشآت غير القادة على الإدارة الفعالة لمخاطرها على أنها ذات مخاطر عالية مما يعرضها لتكاليف مرتفعة للتمويل؛
  - تعرض هذه المنشآت لمخاطر مرتفعة للإفلاس المالي؛
  - تعرض المنشآت لمخاطر مرتفعة خلال فترات الأزمات المالية؛
  - صعوبة اندماج المؤسسات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الدولية.
- إضافة إلى ما سبق فإن العديد من الانتقادات توجه للصيرفة الإسلامية بسبب تركيزها على صيغتي المربحة والإجارة بسبب محدودية مخاطرها وأرباحها المضمونة، على حساب استغلال مختلف صيغ التمويل الإسلامية الأخرى، وهذا راجع لعدة أسباب منها قلة ضمانات بعض الصيغ ومخاطرها المرتفعة،

<sup>1</sup> سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث بشركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، 2004، ص 5.

<sup>2</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, an Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance (Asia) Pte. Ltd. 2<sup>nd</sup> ed., Singapore, 2011, p 247.

وكذا صعوبة تتبعها ومراقبتها. وهنا يظهر جليا دور الهندسة المالية الاسلامية في إيجاد حلول مبتكرة تمكن من توسيع دائرة الخيارات والبدائل التمويلية لطالبي الأموال في إطار الاقتصاد الاسلامي.

### الفرع الثاني: إسهامات الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار صيغ تمويل جديدة

تتميز الصناعة المالية الاسلامية عن التقليدية بجمعها بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وهو ما أبرزه العديد من المختصين في الاقتصاد والصرافة الاسلامية ومنهم سامي السويلم، مينا أن " المصداقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية"<sup>1</sup>.

وفي بيان مساهمة الهندسة المالية الاسلامية في ابتكار وتحديث العديد من الصيغ التمويلية، ذكر كبير حسان مجموعة من الأمثلة حول بعض الصيغ المبتكرة:<sup>2</sup>

- تم تطوير صيغة الاجارة إلى منتج مالي معياري تمثل في آلية الايجار المالي المعروفة ب الاجارة المنتهية بالتملك، والتي هي نموذج مستحدث لنقل الملكية حسب معيار ال AAOIFI رقم 9,3. وتستخدم هذه الأداة المالية في العديد من أنواع الخدمات المالية مثل تمويل الرعاية الصحية، وتمويل السكنات. كما اعتمد عليها في إصدار الصكوك، أين تكون الإجارة أساس العقد المالي في الصكوك.
- تم تطوير عقد السلم من صيغته التقليدية إلى عقد مركب يستخدم في الصيرفة، والأسواق المالية وأسواق رأس المال: ففي قطاع البنوك، طور السلم لمنتج عرف باسم السلم الموازي، أين يسهل البنك من خلاله عملية تمويل السلع، وقد أدى التصميم الجيد للسلم الموازي لإعطاء فرص أوسع للبنوك الاسلامية لتكون أكثر نشاطا وفعالية في سوق السلع.
- كما تم إدخال السلم في العقود الضمنية للمستقبليات في السوق المالي الماليزي (بورصة سوق السلع (Bursa Suq Al-Sila).
- طورت صيغة الاستصناع تحت مسمى الاستصناع الموازي بحيث يمكّن البنك من أخذ نصيبه في دائرة المعاملات المالية المتعلقة بالإنتاج، التصنيع وقطاع المقاولات.

<sup>1</sup> سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الاسلامي، مرجع سابق، ص 17.

<sup>2</sup> M. Kabir Hassan, Michael Mahlkecht, Islamic Capital Markets: Products and Strategies, John Wiley & Sons Ltd., 1<sup>st</sup> Ed. United Kingdom, 2011, P. 25.

– طور عقد المشاركة من صيغته التقليدية إلى منتج متطور يستخدم في القطاع البنكي وأسواق المال ويمكن ذلك من إدخال المشاركة في الصيرفة المالية الإسلامية أين تستخدم في تمويل إنشاء المنازل. ونفس المنتج يشكل بدوره قاعدة لإصدار للصكوك المبنية على الملكية.

تبين هذه الأمثلة القليلة، المساهمة والابتكار الذي قدمته الهندسة المالية الإسلامية، وما لها من آفاق واعدة في إيجاد منتجات مالية متطورة وزيادة حضورها في السوق من خلال توفير فرص استثمارية أخرى واعدة وجذب مزيد من المستثمرين والأموال. إلا أنه كما شارنا أعلاه لاتزال هناك العديد من المجالات التي تحتاج إلى تطوير ابتكارات أخرى اعتمادا على الهندسة المالية الإسلامية لتطوير وخلق منتجات جديدة. تعوض النقص المسجل في بعض المجالات مثل السوق النقدي، السوق المالية الإسلامية، التحوط، المشتقات والاستثمار في قطاع التكافل.

### الفرع الثالث: الصعوبات التي تواجهها الهندسة المالية الإسلامية

إن البطيء الذي شهدته الهندسة المالية الإسلامية مقارنة بالتقليدية له العديد من الأسباب لعل أبرزها:<sup>1</sup>

- تركيز الأسواق المالية الإسلامية حديثة العه على تقديم خدمات الوساطة المالية ومحاولة إيجاد القبول والاعتراف في الأسواق المالية الدولية، مما وجه التركيز نحو الاهتمام بالوظائف الأساسية للصيرفة والأنظمة المالية، وبناء معاييرها على حساب السعي لابتكار منتجات ووسائل جديدة.
- إن إيجاد منتجات جديدة متوافقة مع الشريعة يتطلب جهودا مضنية لكونها تتطلب المصادقة والاقرار من علماء الشريعة الذين يفتقد بعضهم للخلفية المالية والرياضية الكافية مما يتطلب منهم مزيدا من الجهد والوقت لاستيعاب هذه الابتكارات، كما أن علماء الشريعة لم يحددوا بعد معايير واضحة للحكم على مشروعية المشتقات المالية.
- تركيز أغلب المحاولات في الهندسة المالية الإسلامية على إعادة نسخ ابتكارات مالية تقليدية لسهولة فهمها واستيعابها من المستثمرين والمقرضين. إلا أنه من الأسهل في بعض الحالات تطوير منتجات جديدة بدلا من استنساخ التقليدية التي قد تثير مزيدا من الشبهة والخلط بينها.
- رغم التطور في البحوث الأكاديمية في الاقتصاد والصيرفة الإسلامية، إلا لم تصل بعد لدرجة قدرتها على مواجهة ومعالجة بعض المسائل الحساسة مثل تسعير الأصول، علاوة المخاطرة، تسيير المخاطر، التحوط، وغيرها.

<sup>1</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Op. Cit., P. 247.

## المطلب الثاني: مراحل تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة

تؤطر عملية تطوير المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة بمجموعة من الضوابط ينبغي الالتزام بها، وحتى يتم احترام هذه الضوابط، ينبغي اتباع مجموعة من المراحل قبل طرحها في السوق، وقد لخصها كبير حسان وميشال محلكناشت (Kabir Hassan & Michael Mahlknecht) في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

### الفرع الأول: تحديد طبيعة التكيف الاسلامي للعقد

إذ ينبغي قبل الشروع في تطوير المنتج بيان طبيعة التكيف له، وذلك من أجل معرفة الضوابط الشرعية التي يخضع لها، والقواعد التي تحكمه، والشروط الواجب احترامها عند تطويره، فالعقود التي تكيف على أنها بيع سلم مثلا تختلف من حيث الشروط والضوابط عن العقود التي تكيف على أنها مرابحة.

### الفرع الثاني: معرفة القواعد التي تحكر العقد

إن تحديد ماهية وطبيعة العقد سيمكن هيئة الرقابة الشرعية من الفهم الصحيح للمنتج، مما سيساعد على التصميم والهيكلية الصحيحة لتطوير المنتج، إذ لكل عقد مبادئه وقواعده وشروطه التي ينبغي مراعاتها وعدم مخالفتها.

### الفرع الثالث: المحافظة على القواعد الشرعية للعقد عند تطبيقه في ممارسات جديدة

ينبغي للعقد الذي ينظم التطبيق العملي للمنتج الجديد أن يحافظ على قواعد وشروط وطبيعة العقد الأصل برغم تغير استخدامه وشكله ووظيفته وأهدافه. فعلى سبيل المثال، فإن عملية تطوير منتج للإجارة من شكله التقليدي إلى إيجار مالي يؤدي إلى تحويل ملكية الأصل والذي تستخدمه البنوك الإسلامية لتمويل شراء السيارات والمساكن، لا يسمح للإيجار المالي بتجاوز القواعد الأساسية وشروط عقد الإيجار. ونفس الأمر نجده ينطبق على باقي الابتكارات فالسلم طور في الأسواق المالية تحت مسمى السلم الموازي، والاستصناع طور منه الاستصناع الموازي، وكل منهما يخضع للعقد الأصلي وقواعده وشروط صحته وغيرها.

<sup>1</sup> M. Kabir Hassan, Michael Mahlknecht, Islamic Capital Markets: Products and Strategies, John Wiley & Sons, Ltd., 1<sup>st</sup> Ed. United Kingdom, 2011, PP. 39-40.

## الفرع الرابع: المحافظة على العقد الأصلي وتطوير التطبيق من خلال تصويم هيزات جديدة حسب حاجة السوق

إن تطوير منتجات جديدة يخضع بالأساس لحاجة الأسواق، فالعملاء والمؤسسات قد يطلبون من البنك الحصول على منتجات معينة تتوافق مع حاجاتهم، فيبقى المنتج بذلك على خصائصه الأساسية وتتطور تطبيقاته.

## الفرع الخامس: ضمان أن يتماشى المنتج الجديد مع قواعد ومبادئ الشريعة

إن المرونة التي تميز الشريعة في تطوير وابتكار المنتجات لا ينبغي أن تتخطى حدود ومبادئ الشريعة، فحرية الابتكار تترافق وتتماشى مع القواعد الشرعية في الاقتصاد والمالية، وبذلك يتم تجاوز مخاطر عدم التوافق والمشروعية للمنتجات الجديدة.

تتمثل المساهمة الأبرز للهندسة المالية الإسلامية في السندات الإسلامية أو الصكوك كمصدر تمويلي، إضافة إلى بعض الابتكارات التي سنوردها فيما يلي من عناصر:

## المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية (Islamic Sukuk) موازية للتوريق التقليدي (Securitization Debt) الذي نشأ في أحضان الاقتصاديات الوضعية، إذ بدأت بالظهور منذ أوائل السبعينيات من القرن الماضي في أمريكا وبالضبط عام 1970 كأداة من أدوات التمويل في الغرب<sup>1</sup>، وانتشرت في بداية الثمانينيات، إذ بلغت قيمتها ما يقارب ستة تريليون دولار أمريكي، ومنها انتقلت إلى باقي دول العالم في بداية التسعينيات<sup>2</sup>، بينما يرجع تعامل المسلمين بالصكوك إلى القرون الوسطى كأوراق تمثل التزامات مالية ناشئة عن نشاطات تجارية حسب محمد أيوب<sup>3</sup>، لكنه أشار إلى أنها تختلف عن الصكوك الإسلامية في الصيرفة الإسلامية الحديثة والتي تشبه إلى حد ما التوريق التقليدي. ويعود فضل وضع لبنتها الأولى حسب زياد جلال الدماغ إلى الدكتور سامي حمود في دراسة بعنوان: "سندات المقارضة" مضيفاً أنها "أنت ضمن إنشاء مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978 م، ثم بدأت محاولة تطبيق هذه الفكرة بالتعاون مع د.عبد السلام العبادي وكيل وزارة الأوقاف الأردنية سابقاً، حيث اعتمدت سندات المقارضة أسلوباً مناسباً

<sup>1</sup> موسى بلا محمود، صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، بحث مقدم للملتقى الدولي:

International Conference on Islamic Banking & Finance: Cross Border Practices & Litigations, 15-16 June 2010, P. 2.

<sup>2</sup> زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه غير منشورة، معهد البنوك الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا، سبتمبر 2010، ص58.

<sup>3</sup> Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley & Sons Ltd, England, 2007, P. 204.

وشرعياً لإعمار الممتلكات الوقفية وتحديثها، وكان نتاج ذلك إصدار قانون مؤقت رقم (10) لسنة 1981 م، ... ثم تبعت هذه المحاولة مساهمة البنك الإسلامي للتنمية من خلال رئيسته التنفيذي د.محمد أحمد علي بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي في 1988م في دورته الثانية، التي بموجبها أصدرها مع قراره رقم (5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، وبذلك تعد هذه الخطوة الأولى نحو التأصيل الشرعي لسندات المقارضة".<sup>1</sup>

ويتجلى دور وأهمية الصكوك الإسلامية في نموها المضطرد من سنة لأخرى، فخلال السنوات الأخيرة، شهدت الصكوك نسب نمو تراوحت بين 10 و15% وبلغت 170 مليار دولار في نهاية الثلث الأخير لسنة 2011، وشكلت حوالي 14,3% من إجمالي الأصول المالية الإسلامية في العالم.<sup>2</sup>

أهمية الصكوك الإسلامية تظهر أيضاً في تمكين البنوك الإسلامية من تشتيت المخاطر من خلال نقل الأصول خارج ميزانياتها، كما سمحت بتنوع المصادر وبتخفيض تكلفة التمويل ومعالجة مشاكل الملائمة لرؤوس الأموال (Capital adequacy issues).<sup>3</sup>

### الفرع الأول: تعريف الصكوك

عرف مجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي التورق بكونه "شراء سلعة في حوزة البائع وملكه بثمن مؤجل، ثم يبيع المشتري بنقد لغير البائع للحصول على النقد- الورق".<sup>4</sup>

ويعود اصطلاح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك حسب فتح الرحمان علي محمد صالح لسببين هما:<sup>5</sup>

1. كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المدائنة والفائدة المحرمة.
2. كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً.

وقد وردت العديد من التعريفات للصكوك، منها:

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 58.

<sup>2</sup> Nafis Alam, Kabir Hassan, Mohammad Aminul Haque, "Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests", Borsa \_Istanbul Review, N° 13, 2013, 22-29, P. 22.

<sup>3</sup> Simon Archer, Rifaat Ahmed Abdel Karim; Islamic Finance: The Regulatory Challenge, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore, 2007, P. 259.

<sup>4</sup> أحمد فهد الرشيدى، عمليات التورق وتطبيقها الاقتصادية في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 20.

<sup>5</sup> فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية المنعقد ببيروت، جويلية 2008، ص 6.

عرف منذر قحف التصكيك بأنه "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية".<sup>1</sup>

أما طارق الله خان وحبیب أحمد فقد عرفا التصكيك بأنه "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول".<sup>2</sup>

وعرفه فتح الرحمان علي محمد صالح على أنه: "عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر".<sup>3</sup>

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، فعرفت الصكوك بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".<sup>4</sup>

وركز خالد بن سعود الرشود على الجانب التنظيمي لها؛ حيث عرفها على أنها إثباتات (قيود أو وثائق) متساوية عند إصدارها، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات على سبيل الأفراد أو الاجتماع بينها أو بين بعضها، مبنية على مشروع استثماري مباح شرعاً يدر دخلاً.<sup>5</sup>

من التعريفات السابقة يلاحظ أنها أجمعت على كون الصكوك هي أوراق مصدرة مقابل أصول تدر دخلاً، إلا أن التعريف الأخير أبرز ضرورة أن يكون المشروع الاستثماري مباحاً شرعاً وهو ما يميز الصكوك الإسلامية عن غيرها.

<sup>1</sup> منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، منشورات المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص 34.

<sup>2</sup> طارق الله خان، حبیب أحمد، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، مكتبة الملك فهد الوطنية، ط 1، جدة، 2003، ص 56.

<sup>3</sup> فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص 6.

<sup>4</sup> أنظر: - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2009، ص 238.

- مرصد الصيرفة الإسلامية - فايننشال إسلام على الرابط: <http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603->

[157516041573158716041575160516101577.html](http://157516041573158716041575160516101577.html)، شوهده يوم 23 جانفي 2016 على الساعة 8:31 بتوقيت ماليزيا.

<sup>5</sup> خالد بن سعود الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، منشورات كرسي ساك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، رقم 04-24، جدة، 2013، ص 35.



## الفرع الثاني: خطوات عملية التوريق أو التصكيك وأطرافها

تتم عملية التصكيك على مراحل، وقبل بيانها يجدر التعرف على الأطراف المشاركة فيها:

### أولاً: أطراف عملية التصكيك

هناك أربعة أطراف رئيسية تساهم في عملية التصكيك إضافة إلى أطراف مساعدة:

#### 1- الأطراف الرئيسية: وتتمثل في:<sup>1</sup>

– الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التوريق، يقدم محفظة حقوق مالية ويحصل على مقابلها نقداً (Originator)

– الجهة المصدرة أو شركة التوريق أو المنشأة ذات الغرض الخاص المعروفة بـ (Purpose Special Vehicle (SPV)). وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.

– وتكيف العلاقة بين المصدر الأصلي والشركة ذات الأغراض الخاصة (SPV) بأنها علاقة بيع فعلية مباشرة باجل (لحين جمع الاموال عبر الصكوك)، سواء تم بيع كل الأصل أو جزء منه.<sup>2</sup>

– المستثمرين أي حملة سندات التوريق أو (Bondholders or Investors) ويقوموا بسداد مقابل السندات ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد على هذه السندات من حصيلة محفظة التوريق.

– محفظة التوريق أو (Portfolio Asset) ويتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة السندات في تواريخ استحقاقها.

#### 2- الأطراف المساعدة في عملية التوريق، وهي:<sup>3</sup>

– شركة التصنيف الائتماني (Credit Rating Agency) ووظيفتها تحديد قدرة الشركة المنشئة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات .

– مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التوريق والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب .

<sup>1</sup> أخت زبي عبد العزيز، بحث قدم ضمن الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الاسلامي الدولي تحت عنوان: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، المنعقد بإمارة الشارقة، ص 6.

<sup>2</sup> فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشاريع التنموية، مرجع سابق، ص 8.

<sup>3</sup> أخت زبي عبد العزيز، مرجع سابق، ص 7.

- الجهة المسئولة عن تحصيل محفظة التوريق (Servicer) وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة توريق وتحصيل العائد عليها .
- أمين الحفظ (Custodian) ومهمته حماية حقوق حملة سندات التوريق وهو الجهة المسئولة عن حفظ المستندات واستلام المبالغ المحصلة.

### ثانياً: خطوات عملية التصكيك

تمر عملية التصكيك خلال ثلاثة خطوات، وهي :

- مرحلة إصدار الصكوك (Issuance)
- مرحلة إدارة محفظة الصكوك (Servicing)
- مرحلة إطفاء الصكوك (Repayment to Sukuk Holders)

#### 1- مرحلة الإصدار

تبدأ عملية التصكيك بتعين الأصول التي يراد تصكيكها من قبل المؤسسة المنشئة وذلك من خلال حصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، التي تقوم بطرح الصكوك للجمهور للاكتتاب العام أو الخاص، ومن ثم يكون التعاقد في الصكوك على أساس الشروط التي تحددها نشرة الإصدار، وإن الاكتتاب في الصكوك من قبل الجمهور يعبر عنه بالإيجاب، وأن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة أو وكيله.<sup>1</sup>

الهدف من الشركة ذات الغرض الخاص هو تأكد المستثمرين من أن الجهة التي تقوم بالإصدار هي جهة أبعد ما تكون عن التصفية، وبالتالي يجب ان تكون المؤسسة ذات الغرض الخاص شركة ليست لها أي التزامات تؤثر بصورة سلبية على نوعية الورقة المالية المصدرة بموجب الأصول التي تملكها.<sup>2</sup>

#### 2- مرحلة إدارة محفظة الصكوك والتداول

وهي المرحلة الثانية التي يتم فيها انتقال الصك من يد إلى يد بطريق البيع مباشرة أو من خلال وسيط، مما يترتب عليه انتقال جميع الحقوق المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع أو رهن أو إرث، وله أن

<sup>1</sup> أنظر: - زياد الدماغ، مرجع سابق، ص74.

- أختار زيتي عبد العزيز، مرجع سابق، ص7.

<sup>2</sup> فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص10.

بيع الصك بالقيمة المتراضى عليها، سواء كانت بالقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر أو أقل منها مع مراعاة الأحكام الشرعية الخاصة بها.<sup>1</sup>

### 3- مرحلة إطفاء الصكوك

تسمى أيضا مرحلة الاسترداد، وقد عرفتها لجنة المعايير الشرعية على أنها "شراء الحصة الاستثمارية في الصك من المستثمرين في تواريخ استحقاقها، ثم ردها إلى الوعاء الاستثماري، ومن ثم خروج المسترد منه"<sup>2</sup>.

وأضاف زياد الدماغ أنه قد تتعهد جهة الإصدار عند طرح الصكوك أحيانا بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقومها به في مواعيد معينة، وقد يحصل التعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى، وفي كلتا الحالتين يتطلب الاسترداد التعهد بإعادة الشراء، وتوفير السيولة عند الطلب، ويعد هذا التعهد ملزماً لمن صدر عنه خلال مدة الصكوك.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: مشروعية التورق

انقسمت آراء الفقهاء وأهل الاختصاص حول التورق بين مجيز بضوابط شرعية ومحرم للتورق، وقد ذهب أئمة المذهب المالكي والحنبلي إلى عدم جواز التورق، بينما أجازته الشافعية والأحناف رغم مخالفة بعض علماءهم للرأي الغالب في مذاهم:

#### أولاً: أدلة وحجج المجيزين

استند المجيزون للتورق على أساس كونه عمليات بيع، والبيع حلال وجائز في القرآن الكريم بنص الآية الكريمة " وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا"<sup>4</sup>، وبما ثبت عن النبي (ﷺ) في حديث تمر خيبر في صحيح البخاري<sup>5</sup>، حين جاء رجل استعمله الرسول (ﷺ) بتمر جنيب فقال رسول الله (ﷺ): " أكل تمر خيبر هكذا؟ قال: لا والله يا رسول الله، إنا لناخذ الصاع من هذا بالصاعين، والصاعين بالثلاثة، فقال رسول الله (ﷺ): لا تفعل، بع الجمع بالدرهم، ثم ابتع بالدرهم جنيباً".

<sup>1</sup> زياد الدماغ، مرجع سابق، ص 80.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، ط 1، البحرين، 2005، ص 297.

<sup>3</sup> زياد الدماغ، مرجع سابق، ص 82.

<sup>4</sup> سورة البقرة، من الآية 275.

<sup>5</sup> صحيح البخاري، كتاب البيوع، باب: إذا أراد بيع تمر بتمر خيراً منه، ص 325.

كما استندوا إلى قاعدة أن الأصل في المعاملات الإباحة والاذن مالم يرد نص أو دليل دل على خلافه، مستندين على الآية الكريمة: ﴿ قُلْ أَرَأَيْتُمْ مَا أَنْزَلَ اللَّهُ لَكُمْ مِنْ رِزْقٍ فَجَعَلْتُمْ مِنْهُ حَرَامًا وَحَلَالًا قُلْ اللَّهُ أَدْنَىٰ لَكُمْ أَمْ عَلَى اللَّهِ تَفْتَرُونَ ﴾<sup>1</sup> التي تنكر تحريم رزق الله بدون دليل مما أنزل الله.

وعلى العموم، فإن أغلب المشايخ المعاصرين ذهب إلى مشروعية التوريق من الناحية النظرية المقيدة بمجموعة من الضوابط الشرعية، إلا أن هذه الغالبية تبدي اعتراضها على الممارسات التطبيقية التي تشوبها العديد من المخالفات الشرعية وتخرجها من دائرة المشروعية.

فيما يلي سيتم بيان رأي وحجج كل من القائلين بعدم جواز التوريق، او المعترضين للتطبيق العملي للتوريق.

#### ثانياً: أدلة وحجج غير المجيزين

انقسم الفريق الثاني بين محرم للتوريق بالمطلق وبين من انتقدها على أساس التطبيق العملي الذي يحكم عمليات التوريق والتي جعلت منها حسيهم أداة من أدوات التحايل على الربا، من خلال القيام ببيع صورية.

ومن المعاصرين الذين يقولون بعدم جواز التورق نجد وهبة الزحيلي الذي تناقش مع الشيخ عبد العزيز بن باز الذي أفتى بحل التورق كما انتقد قرار مجمع الرابطة الاسلامية بجواز التورق شرعا وتحادث مع الأمين العام بضرورة إعادة النظر في القرار وبحث الموضوع من جديد، معتبرا أن الأبحاث التي قدمت للمجمع آنذاك "لم تكن دقيقة ولم يحضر تلك الدورة إلا تسعة فقط من أصحاب الفضيلة أعضاء المجمع مبينا أن منهم من عارض كفضيلة الشيخ القرضاوي"<sup>2</sup>.

وعلاوة على مخالفته للقائلين بجواز التورق، فقد أكد على الطابع الصوري للممارسات العملية للتورق المصرفي، مبينا أن تملك السلع الحاصل في عمليات التورق عبارة عن تملك صوري، بسبب عدم حيابة البنك على سند المخزن علاوة على كون القيود المسجلة في أجهزة الاعلام الالي لا تبين الرمز التفصيلي للسلعة محل العقد أو تعيينها برقم ولكن ير د فيها تحديد للنوع والكم والوصف فقط. وفي هذا السياق يذكر أن " تعيين السلعة بالرقم دون وجود إيصالات المخازن الأصلية لا يثبت وجود السلعة... وعندما كنت

<sup>1</sup> سورة يونس، الآية 59.

<sup>2</sup> علي أحمد السالوس، التمويل بالتورق، السلسلة 18 من إصدارات مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا، نشر دار الثقافة قطر ومكتبة دار القرآن، ط1، 2005، ص4.

أسافر إلى أوروبا لمراجعة العمليات التي تمت والاطلاع على مستنداتها الأصلية، وكذلك العمليات التي كنت أطلب إتمامها أثناء وجودي في أماكن تنفيذها، وأحاور القائمين على تنفيذها، كنت أكتشف أن بعض العمليات كانت مجرد ترتيب أوراق، ولا يوجد بيع ولا شراء"<sup>1</sup>

هذه المخالفات التطبيقية دفعت الكثير ممن أفتى بجواز التورق إلى ضرورة مراجعة التطبيقات العملية:

– فقد بين عبد الباري مشعل أن الاشكال يكمن في مخالفة التطبيقات العملية لبعض النواحي الاجرائية والتنظيمية أو عدم التوافق بين الفتوى ومستندات الصكوك أو بين الفتوى وتطبيقات الصكوك. ودفع استمرار وتزايد وانتشار عدد من تطبيقات صكوك المضاربة والمشاركة وبعض تطبيقات الاجارة رغم اتفاق الفقهاء المعاصرين بأغليتهم على عدم شرعيتها، دفع رئيس المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات (أيوفي -AAOIFI-) للتصريح في 2007 بأن خمسة وثمانين بالمئة من صكوك المضاربة والمشاركة المصدرة مخالفة لأحكام الشريعة الاسلامية مما أدى إلى بلبلة في سوق الصكوك عالميا وانخفضت الاصدارات الجديدة بشكل واضح، مما حدا بالمجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية لعقد ثلاث اجتماعات بين 2007 و 2008 لتقويم تلك التطبيقات، وأصدر رأي المجلس الشرعي للهيئة.<sup>2</sup>

وكان لهذا البيان حسبه أثر في إيضاح الرأي الفقهي للقضايا المفصلة في شرعية الصكوك المتداولة، إلا أن الاشكال يكمن في عدم إلزامية هذا البيان من الناحية القانونية، فما "يصدر عن أيوفي لا يتمتع بالإلزام إلا في حال ألتمت به سلطة إشرافية، أو ألتمت به هيئة شرعية نفسها بإرادتها. لذا فإن البيان لم يجد من التطبيقات المخالفة لتتضمنه من أحكام".<sup>3</sup>

– وذهب الدكتور حسين حامد حسان في نفس الاتجاه في بيانه أن لب الاشكال يمكن في المخالفات التي تشوب التطبيقات العملية للصكوك في المصارف الاسلامية، والتي لخصها بقوله: "... من الضروري أن أشير إلى حقيقة هامة، وهي أن اجتماع هذه المخالفات جميعها في الصكوك (عدم تمثيل بعضها لحقوق ملكية، وتعهد بالشراء بالقيمة الاسمية، وتحديد الريج بمؤشر سعر الفائدة، والالتزام بمنح ما يزيد على سعر الفائدة حافزاً لمدير الصكوك، مقابل التزامه بمنح قرض

<sup>1</sup> علي أحمد السالوس، نفس المرجع، ص 75، 76.

<sup>2</sup> عبد الباري مشعل، صكوك الاستثمار الاسلامية، رؤية مقاصدية، بحث قدم في ندوة: الصكوك الاسلامية، عرض وتقويم، المنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 24-25 ماي 2010، ص 1.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 5.

لحملة الصكوك قد يسترده). إن اجتماع كل هذه تجعل الصكوك مناقضة للشريعة قطعاً...، حتى إذا تبرر بعض هذه المخالفات بتخريجها أو قيامها على فروع أخرى أو الاكتفاء بالاستدلال بحكم الأصل هو الإباحة أو القواعد العامة، مثل الاستدلال على الوعد بالشراء بأنه لا يساوي شرط ضمان الهلاك والتلف. إلا أن اجتماع كل هذه العناصر تقطع بأنها نوع من سندات الدين".<sup>1</sup>

لقد تطرق حامد حسان للمخالفات السابقة في موضوعين بالتفصيل وسنحاول إيجازها فيما يأتي:<sup>2</sup>

**الموضوع الأول: الصكوك تمثل حقوق ملكية لحاملها:** يجب أن تمثل الصكوك حق ملكية، ولا تمثل ديناً بفائدة في ذمة مصدرها (المستخدم لحصيلتها). وهذه الملكية إما كاملة أي رقبة ومنفعة أو ناقصة وهي المنفعة دون الرقبة، والأولى تسمى صكوك الأعيان والثانية تسمى صكوك المنافع، وقد شدد على أن "المقصود بالديون في عبارة أن "الصكوك لا تمثل ديونا" هي الديون الناتجة عن قرض بفائدة، أي التي تمثل ديوناً بفائدة في ذمة مصدرها لحاملها، بحيث يكون العائد هو الفائدة، أو أن تكون ديوناً قد اشترت بنسبة خصم، بحيث تكون العوائد التي تدفع لحملة الصكوك في المستقبل هي نسبة خصم الديون كأن تكون ديون المرابحة والاستصناع مائة فيشترتها حملة الصكوك بثمانين ثم يحصلون المائة من المدينين فتكون ثمانون منها إطفاء للصكوك وعشرين عائداً".

وبخصوص ضرورة إثبات بيع أصول الصكوك في سجلات مصدر الصكوك، فقد شدد على أن تظهر في سجلاته وقوائمه المالية وميزانيته واقعة بيع الأصول أو المضاربة أو المشاركة. ففي صكوك الإجارة أو الأعيان المؤجرة إذا باع المصدر هذه الأصول لحملة الصكوك فإن عليه أن يخرج هذه الأصول من ميزانيته فلا تبقى ثابتة في جانب الأصول بل تكون خارجة عنها، فبقاؤها بين الأصول يعني أن هذا البيع صوري وأن الثمن قرض وأن عائد الصكوك هو الفائدة وإن سمي أجرة. كما شدد على ضرورة إثبات حصيلته إصدار صكوك المرابحة والبيع المؤجل والاستصناع والسلم على أنها تمثل بالترتيب: ثمن بضاعة المرابحة وتكلفة تصنيع العين المصنعة أو ثمن بضاعة السلم مؤجلة التسليم وليس قرضاً للمشتري مرابحة أو استصناعاً أو البائع سلباً.

**الموضوع الثاني: الثمن في الوعد بالشراء بين القيمة الاسمية والسوقية:** من بين المسائل الشائكة التي شرحها بالتفصيل، وقد ميز بين الحالات الآتية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لفضيلة الأستاذ الدكتور: حسين حامد حسان: <http://hussein-hamed.egx.mx/pagedetails.aspx?id=112>، شوهد يوم 01 فيفري 2016 على الساعة 12:27 بتوقيت ماليزيا (GMT+8).

<sup>2</sup> نفس المرجع.

– الحالة الأولى تخص صكوك المربحة بعد بيع بضاعة المربحة، وصكوك الاستصناع بعد تسليم العين المصنعة إلى المستصنع فإنها تمثل ديناً في ذمة المشتري مربحة أو استصناعاً، مما يعني حسبه ضرورة أن يتم البيع للمدين بالقيمة الاسمية للمدين أو مع خصم وبالقيمة الاسمية فقط بالنسبة للغير.

– أما الحالة الثانية فتخص صكوك السلم قبل قبض بضاعة السلم والتي تمثل حسبه ديناً سلعياً في ذمة البائع سلباً فقد بين أن وجمهور الفقهاء يمنعون شراء بضاعة السلم قبل قبضها سواء كان المشتري هو المدين أي البائع سلباً، أو غيره، وعلى رأيهم فإن إطفاء صكوك السلم وتداولها غير مشروع. أما المالكية فإنهم يجيزون للمدين أي البائع سلباً أي يشتري بضاعة السلم غير الطعام قبل قبضها بالقيمة الاسمية ويجيزون لغير البائع شراء بضاعة السلم قبل قبضها عدا الطعام بالقيمة السوقية أو الاسمية أو ما يتفق عليه البائع والمشتري وعلى هذا يجري تداول صكوك السلم.

من خلال ما تقدم يتبين أن التورق من المسائل الخلافية التي مازالت تثير جدلاً بين العلماء والمتخصصين في الصيرفة الاسلامية، وأن أصل الخلاف يرتكز أساساً على صحة تكييف التورق باعتباره من العينة المنهي عنها، وعلى مدى صحة البيوع التي تتم في التعاملات المعاصرة.

#### الفرع الرابع: مقارنة الصكوك بالنسهم والسندات

لا شك أن الصكوك باعتبارها منتجا جديدا تختلف عن الأسهم والسندات التقليدية في العديد من الأوجه كما يلي بيانه:

##### أولاً: مقارنة الصكوك بالأسهم

تتميز من الناحية المالية عن الأسهم المتداولة في الأسواق بأنها:<sup>2</sup>

- ذات مخاطر متدنية إذ ان سعرها في التداول قليل التغير ولذلك يمكن لحاملها الحصول على السيولة من بيعها في سوق التداول في أي وقت دون خسارة.
- أنها ذات إيراد قابل للتوقع (مقارنة بالأسهم) فالدخل الدوري الذي يتحقق لحملة الصكوك يكون مصدره أصل أو استثمار يولد تدفقات نقدية ثابتة مثل الإيجارات الدورية في الصكوك التي يكون

<sup>1</sup> حسين حامد حسان، نفس المرجع.

<sup>2</sup> محمد علي القري بن عيد، بحث قدم ضمن الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الاسلامي الدولي تحت عنوان: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، المنعقد بإمارة الشارقة، في الفترة 26-30 أبريل 2009، ص2.

- أساس إصدارها أصولاً مؤجرة، أو أنواع الصكوك الأخرى يكون للدخل الدوري مصادر تحقق له الاستقرار النسبي بحيث تجعله قابلاً للتوقع.
- إنها تنتهي باسترداد حامل الصك لرأسماله في نهاية المدة المحددة للصكوك وفي التطبيقات الصحيحة، لا يكون ذلك على أساس الضمان (أي ان يضمن مصدر الصكوك رأس المال) وإنما مرده طبيعة الاستثمار وهيكل الاصدار، ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط.
  - إضافة إلى ما سبق هناك مجموعة من الفروق الجوهرية الأخرى نذكر منها:<sup>1</sup>
  - يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة، عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم، أما مالكو الصكوك، فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريقة مباشرة، بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع، بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية.
  - الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، لأنها تمثل رأس مال الشركة المصدرة، فتبقى مدة حياة الشركة، وإن انتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر، فهي إذن غير قابلة للرد من جانب الشركة، في حين تحدد الصكوك بمدة زمنية معينة، إذ قد يكون إصدارها لتمويل مشروع معين أو لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقصة، بحيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مدد زمنية محددة.

#### ثانياً: مقارنة الصكوك بالسندات

هناك عديد الفروق بين الصكوك والسندات والاختلاف بينهما واضح جلي، ويمكن إبراز أهم الفروقات في النقاط الآتية:

- معلوم أن السندات تمثل وسائل دين أو قرصاً في ذمة مصدرها يلتزم من خلالها بفوائد محددة سلفاً أو متوافقة مع سعر السوق بحيث لا يحق لمشتريها الدخول في ملكية أصول المشروع، مما يعني حرمة التعامل بها كونها مبنية على الفوائد الربوية، بينما حملة الصكوك يمتلكون جزءاً من الأصول محل التصكيك، فتحقق بذلك أرباحاً مشروعة لأرباب الأموال بحسب طبيعة، وعليه فإن كانت الصكوك تمثل نصيباً من ملكية المشروع محل التصكيك فالسندات تمثل نصيباً من الديون الاجمالية للمؤسسة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حسين حامد حسان، "الأدوات المالية الإسلامية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع 6، ج 6، ص 1054. المحتوى متوفر أيضاً على الرابط:

<http://arabicmegalibrary.com/pages-4554-09-12578-L.html> ، شوهد يوم 30 / 8 / 2017، على الساعة 19:41.

<sup>2</sup> See: - Alam, M. Kabir Hassan, Mohammad Aminul Haque, "Are Islamic bonds different from conventional bonds?- International evidence from capital market tests", Borsa Istanbul Review, N°13, 2013, P.23; - Nafis Alam et al. Op. Cit., P.23.



- كما أن الصكوك تخضع لقاعدة الغنم بالغرم، بمعنى أنها حصص شائعة في الأرباح ولكنها أيضا قد تحقق خسائر. بينما السندات فهي التزام من مصدر السند بفوائد محددة تدفع لحامله.
- لا يتأثر حامل السند بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريق مباشر؛ لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافا إليها الفوائد المحددة سلفا، بصرف النظر عن المركز المالي للشركة أو الربح الذي حققته، أو الخسارة التي منيت بها، أما مالك الصك فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع، ويشارك في الأرباح المحققة، ويتحملان الخسارة التي يتعرض لها المشروع أو الشركة.<sup>1</sup>
- عند تصفية المشروع يكون لحامل السند الأولوية في استرداد قيمته وفوائده المتفق عليها، بينما ليس لحامل الصك الاستثماري أولوية، وإنما تصرف له نسبته مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.
- يمكن من خلال الجدول التالي تلخيص أهم الفروقات بين الصكوك الإسلامية والسندات والأسهم:

جدول (2-2): أهم الفروقات بين السندات، الصكوك والأسهم

وجه المقارنة	السندات	الصكوك	الأسهم
من حيث المفهوم	ورقة دين يتم سداد قيمتها الاسمية بعد مدة محددة مع فوائد ثابتة النسبة	شهادات مالية ذات نسب عائد ثابتة تتماشى والضوابط الشرعية الإسلامية	أدوات ملكية في مؤسسة أو أصل مالي. حامل السهم له الحق في نسبة متساوية من الأرباح الموزعة
من حيث الطبيعة	دين	ليست ديناً ولكنها ملكية غير قابلة للتقسيم في أصول محددة، أو مشاريع أو خدمات	مشاركة في ملكية مؤسسة
العلاقة بين المصدر والمستثمر	علاقة قرض	ليس قرض، بل تقوم على بيع، إيجار، شراكة، أو وكالة	مساهم في ملكية المؤسسة بحسب حصة الأسهم
التغطية بالأصول	في الغالب غير مطلوبة	نسبة لا تقل عن 51 بالمائة أصول ملموسة	غير مطلوبة
الحقوق	حقوق على المؤسسة	حقوق على جزء من أصول	حقوق على المؤسسة ككل

<sup>1</sup> حسين حامد حسان، مرجع سابق، ص 1055.

	المؤسسة المشمولة بالإصدار أو جزء من خدماتها	المصدرة لها	
غير مؤمنة	مؤمنة بحقوق الملكية في الأصول المشمولة بالإصدار إضافة إلى أي رهونات أخرى تدعم الاصدار	في الغالب غير مؤمنة باستثناء بعضها كسندات الرهن العقاري	المخاطرة
غير مضمونة من المؤسسة	غير مضمونة من المصدر	مضمونين من المصدر	المبلغ الأصلي والعائد
يمكن عرضها لأي غرض	يجب أن تصدر فقط لأغراض ونشاطات مشروعة	تصدر لأي غرض	الهدف
بيع أسهم في شركة	بيع ملكية أو منفعة أو نصيب في أصول محددة، مشروع أو خدمة	بيع أداة دين	تداول الأصل
مسؤولية في مسائل المؤسسة ككل بحسب حصة كل مساهم	مسؤولين عن الواجبات المذكورة طي العقد والمتعلقة بالأصول محل الاصدار بحسب حصة المشاركة في الاصدار	ليس لهم أي مسؤولية أو دخل	مسؤولية حاملها

Source: Mohamad Zaharuddin bin Zakaria, the Practice of asset-based and asset-backed Sukuk in Malaysia- from fiqh perspective, PHD thesis, Kulliyah of Islamic Revealed Knowledge and Human Sciences, International Islamic University Malaysia, January 2013, P. 32.

يتضح من خلال هذا الجدول ومما سبق أن هناك العديد من الاختلافات بين كل من السندات والصكوك والأسهم ولكل منها مميزات الخاصة التي تفرقه عن باقي الإصدارات.

### الفرع الخايس: خصائص الصكوك الاسلامية

للصكوك الاسلامية مجموعة من الخصائص التي ميزها عن باقي الصيغ التمويلية، وقد لخصتها لجنة المعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى جويلية 2009 في 5 خصائص كما يأتي:<sup>1</sup>

- 1- أنها وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.
- 2- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار؛ أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها.

<sup>1</sup> المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم 17. البحرين، 2009، ص 240.

- 3- أنها تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- 4- أن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله.
- 5- أن مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يدلّكه كل منهم من صكوك.
- 6- أما النسخة السابقة من المعايير فقد احتوت على خاصين آخرين هما:<sup>1</sup>
- 7- أنها لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو غيره، فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثل الصك أمام الشركة شخص واحد.
- 8- إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع، ولذلك له الحق في الرقابة وغيرها، وحق رفع الدعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح، والاحتياطي، والتنازل عن الصك، والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون، أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.
- 9- إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة صكوكهم

### الفرع السادس: أنواع الصكوك

يمكن تقسيم الصكوك إلى أنواع وذلك بحسب المعيار المعتمد للتصنيف:<sup>2</sup>

#### أولاً: حسب العقد الشرعي المستند إليه

تقسم الصكوك حسب الصيغة الشرعية الذي أصدر على أساسه إلى صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الإجارة، وصكوك الاستصناع، وصكوك السلم، وصكوك المراجعة... الخ، ويعد هذا التقسيم أكثر التقسيمات تداولاً، والذي سيعتمد عليه لاحقاً في تفصيل كل نوع من منها.

وتجدر الإشارة إلى أن أغلب صكوك الاستثمار تصدر على أساس المضاربة من جانب، ومن الجانب الثاني المتعلق بالمشروع فيمكن أن يدار على أساس تشاركي أو على أساس صيغ الهامش المعلوم (الثابت)، وعليه فإن العائد على الصكوك يكون إما متغيراً (إن كانت طبيعة الاستثمار في الجانب الثاني اعتمدت على

<sup>1</sup> المعايير الشرعية، نسخة 2003، المدينة المنورة، ص 313.

<sup>2</sup> أنظر مثلاً: - الغريب ناصر، منهجية التمويل والاستثمار الإسلامي: الخصائص والمرتكزات، الأساليب والأدوات، الضوابط والاجراءات، دار المحدثين للبحث العلمي والترجمة والنشر، ط1، القاهرة، 2009، ص ص: 220-223.

- زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 65، 66.

المشاركة) وإما يكون العائد على الصكوك ثابتا (في حالة اعتماد الاستثمار على صيغ الهامش المعلوم). وقد يتم تثبيت العائد على الصكوك من خلال إدخال طرف ثالث.<sup>1</sup>

#### ثانيا: حسب الأجل

تقسم الصكوك حسب الأجل إلى صكوك قصيرة الأجل (سنة فما أقل)، والتي تناسب مع صكوك المربحة، والسلم، والبيع الأجل، وصكوك متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن أن تكون صكوكاً دائمة وليست مؤقتة فقط، وهذا يتوقف على النشاط الاستثماري.

#### ثالثا: حسب طبيعة العقد الشرعي

ونفرق هنا بين عقود ملكية وعقود معاوضات، ويشمل الأول صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المزارعة، صكوك المغارسة، صكوك المساقاة، والوكالة الاستثمارية، أما عقود المعاوضات فتشمل صكوك المربحة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، وصكوك السلم.

#### رابعا: حسب الجهة المصدرة

وتقسم إلى صكوك حكومية تصدر من قبل الحكومة، وصكوك الشركات.

#### خامسا: حسب القطاع الاقتصادي

تصنف إلى صكوك زراعية، صكوك صناعية، صكوك تجارية، الخ.

#### سادسا: حسب الضمان

حسب الضمان يمكن أن نفرق بين الصكوك المضمونة بالمشاريع: أي تصدر بهدف تمويل إنشاء مشروع معين، وصكوك مضمونة بالأصول: أي تصدر بقيمة الأصول المصككة، وصكوك مضمونة بالقوائم المالية: أي تصدر بضمان القوائم المالية للجهة المقترضة

#### سابعا: حسب التخصيص

وتقسم إلى صكوك عامة تصدر بهدف تمويل عدة مشاريع غير محددة، وصكوك مخصصة تهف لتمويل مشروع محدد.

<sup>1</sup> Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley & Sons Ltd, England, 2007, P. 204.

## الفرع السابع: التكييف الشرعي للعلاقة بين أطراف الصكوك

لكل نوع من الصكوك التي سبق ذكرها تكييفها الشرعي والتي يمكن تلخيصها من خلال الجدول

الآتي:

جدول (2-3): التكييف الشرعي للعلاقة بين أطراف الصكوك

نوع الصك	تكييف المصدر	تكييف المكتتبين فيه	حصيلة الاكتتاب	طبيعة ملكية وحقوق حملة الصكوك
صكوك المضاربة	بمثابة المضارب	بمثابة أرباب المال	رأس مال المضاربة	يملكون موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح، ولكنهم يتحملون أيضا الخسارة إن حدثت.
صكوك المشاركة	طالب المشاركة معه في مشروع أو نشاط ما	الشركاء في عقد المشاركة	حصصة المكتتبين في رأس مال المشاركة	يملكون موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصصهم في الأرباح إن وجدت
صكوك المرابحة	البائع لبضاعة المرابحة	يمثلون الطرف المشتري للبضاعة محل المرابحة.	تكلفة شراء البضاعة.	يملكون بضاعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها
صكوك السلم	البائع للسلعة محل السلم	بمثابة المشتري لها	ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)	يملكون سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها
صكوك الأعيان المؤجرة	بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها	مشترون لها	ثمن الشراء	يملكون الموجودات على الشيوع بغنمها وغرمها على أساس المشاركة فيما بينهم
صكوك منافع الأعيان المؤجرة	بائع لمنفعة العين المؤجرة	مشترون للمنافع	ثمن تلك المنفعة	يملكون المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها
صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة	بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة	مشترون لها	ثمن تلك المنفعة	يملكون تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها
صكوك الخدمات	بائع الخدمة	مشترون لها	ثمن تلك الخدمة	يستحقون حصيلة بيع المنافع بأنواعها وحصيلة إعادة بيع تلك المنافع
صكوك الاستصناع	الصانع (البائع)	المشترون للعين المصنوعة	تكلفة المصنوع	يملكون العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على: الغريب ناصر، منهجية التمويل والاستثمار الاسلامي: الخصائص والمركزات، الأساليب والأدوات،

الضوابط والاجراءات، دار المحدثين للبحث العلمي والترجمة والنشر، ط 1، القاهرة، 2009، ص: 227-229.

يبرز هذا الجدول من جهة التنوع الملحوظ في أنواع الصكوك حيث شمل 9 أنواع منها، كما يبرز من

جهة أخرى أنها تفتح المجال واسعا أمام العديد من الخيارات التوظيفية للأموال بحسب العوائد وكذا

القيود المفروضة على كل مصدر. مما يبين السبب وراء الازدهار والنمو المضطرد الذي شهدته سوق الصكوك.

### المطلب الرابع: المشتقات المالية في الاقتصاد الإسلامي

سميت المشتقات المالية بهذا الاسم لكونها عقود مشتقة من الأصول المالية أو الأصول العينية، وقد شهدت سنوات الثمانينات نموًا مضطربًا في الابتكارات المالية في الأسواق العالمية، والتي حولت القطاع البنكي والمالي التقليدي إلى أسواق متطورة ميزها ارتفاع سيولتها وتعدد أدوات مشاركة وتحويل المصادر المختلفة للمخاطر هذا التطور حفزته مجموعة من العوامل منها زيادة التقلبات في أسعار الأصول المالية بسبب تهاوي نظام سعر الصرف الثابت، الأزمات النفطية، تعاظم الانفاق الحكومي و السياسات التضخمية، إضافة إلى تبلور الجوانب النظرية للمشتقات، وتقدم تكنولوجيات الاتصال ومعالجة المعلومات.<sup>1</sup>

#### الفرع الأول: تعريف المشتقات

وردت العديد من التعاريف للمشتقات المالية، منها:

عرفها بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالي محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب أو تقتضي استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وباعتبارها عقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرًا غير ضروري".<sup>2</sup>

عرفت أيضًا على أنها: "أدوات مالية تتحدد وترتبط قيمتها على أساس قيمة متغيرات أخرى كالسعر والسندات".<sup>3</sup>

يلاحظ على التعريفات السابقة تركيزها على طبيعة المشتقات دون تضمينها بالغاية المنشودة أو الهدف منها.

أما سامي السويلم فقد ركز على الغاية والهدف من المشتقات المالية، باعتبارها "عقود تهدف إلى تبادل المخاطر المالية، ومن أشهر صورها المستقبليات (futures) والخيارات (options) والمقايضات (swaps)

<sup>1</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance (Asia) Pte. Ltd. 2<sup>nd</sup> Ed., Singapore, 2011, P. 245.

<sup>2</sup> أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، ط 1، القاهرة، 2007، ص 233.

<sup>3</sup> Sherin Kunhibava, "Derivatives in Islamic Finance", Research paper No: 7/2010, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2010, P. 1.

"<sup>1</sup>، مبرزا أن تبادل هذه المخاطر يفترض نظريا أن تنتقل إلى الطرف الأكثر جدارة وقدرة على احتمالها، مما يمكن الطرف الآخر الأقل قدرة وجدارة من التفرغ للعملية الانتاجية، بينما يحقق الطرف الأكثر قدرة على تحمل المخاطر عوائد لقاء تحمله لها، فتكون المشتقات بذلك وسيلة لتحقيق الكفاءة المرجوة في توزيع المخاطر من الناحية النظرية.<sup>2</sup>

هذه الابتكارات المالية، أدت إلى إحداث تطورات في الأسواق المالية التقليدية، إلا أن أكثرها تأثيرا حسب زمير إقبال وعباس ميراخور، هي الأدوات التي أدت إلى:<sup>3</sup>

- دعم السيولة، قابلية التسويق والتفاوض (Marketability, Negotiability)، وقابلية الأصول لخلق السيولة من خلال توسيع دائرة الخيارات المتاحة للمتدخلين في الأسواق.
- تحويل ومشاركة الأسهم ومخاطر القروض من خلال تطوير سوق المشتقات، هذه الأخيرة، وعلاوة على إسهامها في تقاسم المخاطر، تزيد من كمال الأسواق وتخلق منافع اجتماعية جديدة مثل نشر أسعار موحدة يمكن من خلالها اتخاذ القرارات الاستثمارية، وتخفيض تكلفة المعاملات في الأسواق المالية.
- تحقيق العوائد من الملكية والقروض.

بعد استعراض هذه التعاريف، سنتطرق فيما يلي بمزيد من التفصيل لأبرز صور المشتقات وبالتحديد: المستقبلية، الخيارات، والمقايضات.

### الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية

هناك ثلاثة أنواع رئيسية للمشتقات بين أدوات للتحوط وأدوات أقرب ما تكون للمقاومة والمتاجرة في المخاطر، وتتمثل في المستقبلية (Futures) والعقود الآجلة (Forward Contracts)، الخيارات (Options)، والمقايضات أو المبادلات (Swaps).

#### أولاً: المستقبلية والعقود الآجلة

تعد العقود الآجلة (Forward Contracts) من أول المشتقات المالية التي استخدمت، أين يلتزم طرفان على إتمام معاملة في تاريخ لاحق لكن مع التحديد الانبي للسعر، وبهذا المفهوم فإن العقود الآجلة تعترضها

<sup>1</sup> سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، منشورات المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007 ص 29.

<sup>2</sup> نفس المرجع والصفحة.

<sup>3</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, Op. Cit., P. 245.

العديد من المشاكل: إذ تتطلب أولاً أن تتقاطع رغبة طرفين باحتياجات متعاكسة، وثانياً ومادام أن السعر يتحدد من خلال تفاوض الطرفين فمن المحتمل أن يفرض الطرف القوي سعر العقد على الطرف الآخر، وثالثاً مخاطرة الطرفين بأن يفلس الطرف الآخر. هذه المشاكل دفعت حسب شيرين كانهيبافا إلى ظهور المستقبلية.<sup>1</sup>

فالعقود الآجلة محدودة من حيث كونها ليست معيارية بصفة عامة وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، كما أنها لا تتمتع بالسيولة، إذ يحتاج البائع والمشتري لإيجاد شخص آخر يقبل أن يتم بيع (شراء) العقد له. علاوة على مخاطر الائتمان ومخاطر العجز الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته.<sup>2</sup>

أما المستقبلية فهي عبارة عن عقود آجلة كذلك ولكن نمطية بحيث تحدد البورصة سمات معيارية للعقد من حيث الحجم، الآجال، نوعية السلع، ومكان التسليم، الخ. فيتم بذلك تداول المستقبلية بين البائعين والمشتريين دون حاجة لتوافق رغباتهم بسبب تنميطها (Standardized) وتداولها على نطاق واسع، كما أن أسعارها تعتبر عادلة لكونها تتحدد من تفاعل العديد من البائعين والمشتريين مما يجنب فرض أحد الطرفين للسعر على الآخر كما سبق ذكره، علاوة على تجنب مخاطرة الافلاس التي وردت في العقود الآجلة لكون سوق التداول ضامنة لعمليات التداول باعتبارها البائع لكل مشتري والمشتري من كل بائع.<sup>3</sup>

عرفت المستقبلية كذلك على أنها اتفاق لبيع وشراء كمية محددة من شيء ما في تاريخ محدد في المستقبل، ويتغير السعر ويتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب في منصة التداول أو من خلال الأسواق الإلكترونية (Computer-based Marketplace)، وتلعب أسواق المستقبلية دورها الاقتصادي في تسيير وتحديد سعر المخاطر المرتبطة بالاحتفاظ السلعة محل العقد، أو بمتطلبات مستقبلية للاحتفاظ بها. فيكون سوق المستقبلية بذلك عبارة عن ميكانيزم لنقل المخاطر من خلالها لطرف آخر، هذا الآخر قد يكون مخاطر عكسية أو عبارة عن مضارب (speculator).<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Sherin Kunhibava, "Derivatives in Islamic Finance", Op. Cit., P. 3.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 68.

<sup>3</sup> Sherin Kunhibava, "Derivatives in Islamic Finance", Op. Cit., P. 3.

<sup>4</sup> Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine, Risk Management in Islamic Finance: An Analysis of Derivatives Instruments in Commodity Markets, Brill's Arab and Islamic Law, Vol. 1, Netherlands, 2009, P. 121.



ويطلق مصطلح العقود الباتة القطعية، على هذه العقود وذلك لأنه ليس للمتعاملين فيها حق الرجوع عن تنفيذ العمليات التي أبرموها، إلا أن لهما الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية إلى موعد تصفية لاحق، والعمليات الباتة القطعية هي: " تلك العمليات التي يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى يوم التصفية أو التسوية، فيلزم المشترون بدفع الثمن، والبائعون بتسليم المبيع، ولا خيار لأحدهما في فسخ العقد أو إلغائه، إلا أن لكل المتعاقدين أن يصفى مركزه بأن يبيع نقدا ما اشتراه آجلا، وله أو عليه الفرق بين سعري التعاقد والتصفية. ولكل منهما أن يؤجل موعد التصفية إلى التصفية المقبلة بنقل مركزه إلى غيره مقابل سداد فائدة أو بدل عن فترة التأجيل تسمى بدل التأجيل".<sup>1</sup>

وعليه يتضح مما سبق أن الهدف الأساسي لسوق المستقبلية هو التحوط من المخاطر، مما يعني أن لا وجود لهذه السوق لو أن سعر السلع المستقبلي مُتأكدٌ منه، فعدم التأكد هنا نابع من عدم الامام بالعرض والطلب الذي سيكون مستقبلا على السلع. لذلك فحتى أهم السلع الفلاحية ذات الطابع الموسمي ورغم امكانية انتاجها خلال فترات محددة من السنة إلا أن حجم العرض غير معروف بدقة نظرا لكون كمية المحصول مرتبطة أساسا بالظروف المناخية.<sup>2</sup>

أما في الاقتصاد الإسلامي فإنه من حيث كون العقود الآجلة تتضمن كما أشرنا الاتفاق على تسليم سلعة بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي فهي بذلك ليست مستحثة، فعقد السلم بهذا الاعتبار يعد عقدا آجلا كذلك حسب سامي السويلم الذي أضاف أن تداول عقد السلم كان معروفا منذ عهد الامام مالك إذا كان المبيع من غير الطعام ووفق ما أورده فقهاء المالكية من شروط، فالمستقبلية بهذا المعنى لا تعد من العقود المستحثة، إلا أنه بين فرقان جوهرين بين السلم حسب الفقه المالكي وبين المستقبلية الحديثة من حيث شروط التعاقد:<sup>3</sup>

1. اشتراط تعجيل الثمن في السلم، بينما يتم تأخير الثمن في المستقبلية؛
2. وجوب تسليم المبيع عند حلول الأجل، ولا تجوز التسوية بفروق الأسعار لأنها تؤول إلى نقد بنقد مع التفاضل والتأخير، وهو أمر مجمع على تحريمه شرعا.

<sup>1</sup> محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، ط 1، الاسكندرية، 2012، ص 79.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 33.

هذا الفرق نجده موضحاً كذلك في الجزء الثاني من الموسوعة الفقهية بحيث: "... وباعتبار السلم فيه غرر، فلا يضم إليه غرر تأخير تسليم رأس المال، فلا بد من حلول رأس المال، كالصرف، فلو تفرقا قبل قبض رأس المال بطل العقد".<sup>1</sup>

#### أ- مشروعية المستقبلات والعقود الآجلة في الاقتصاد الإسلامي

أجمع الفقهاء على عدم جواز المستقبلات في الذهب والفضة والعملات، لاشتراط التقابض في المجلس منعاً للربا وهو مالا يتم في بيع المستقبلات.

أما مشروعية المستقبلات فيما عدا الذهب والفضة والعملات، فهي محل خلاف رغم قول أغلب الفقهاء بعدم جواز التعامل بها باعتبارها إحدى صور بيع الكالئ بالكالئ.

وفيما يلي سنستعرض باختصار أدلة وحجج كل فريق.

#### 10- القائلين بعدم صحة التعامل في المستقبلات

قضت أكثر الهيئات الشرعية الإسلامية بعدم جواز التعامل بالمستقبلات؛ فنص مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، على عدم جواز التعامل في العقود الآجلة والمستقبلات حيث جاء أحد بياناته: " الطريقة الثالثة: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد آجل، ودفع الثمن عند التسليم، وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي فعلاً بالتسليم والتسلم، وهذا العقد غير جائز لتأجيل البدلين، ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفى شروط السلم جاز، وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلفاً قبل قبضها".<sup>2</sup> أما التعامل بها في العملات فقد شدد على عدم جوازها بالكتاب والسنة والاجماع؛ إذ جاء في قراره حول الاتجار بالعملات: " لا يجوز شرعاً البيع الآجل للعملات، ولا يجوز المواعدة على الصرف فيها، وهذا بدلالة الكتاب والسنة وإجماع الأمة".<sup>3</sup>

كما ذهب المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في نفس الاتجاه، سواء العقود الآجلة أو في عقود العملات، فبين أن " العقود الآجلة بأنواعها، والتي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً".<sup>4</sup> وبخصوص العملات بين أنه: "إذا تم الصرف مع الاتفاق على تأجيل قبض البدلين أو أحدهما إلى تاريخ

<sup>1</sup> الموسوعة الفقهية: أجل - إذن، ج2، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الكويت، ط2، 1983، ص22.

<sup>2</sup> مجلة مجمع الفقه الإسلامي، القرارين رقم (63) و(65)، العدد 7، ج1، ص71.

<sup>3</sup> مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد 11، ج1، ص613.

<sup>4</sup> قرارات المجمع الفقهي، مرجع سابق، ص134.

معلوم في المستقبل، بحيث يتم تبادل العملتين معاً في وقت واحد في التاريخ المعلوم فالعقد غير جائز؛ لأن التقابض شرط لصحة تمام العقد، ولم يحصل"<sup>1</sup>

لجنة المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بدورها أيدت الحكم حين نصت بأنه " لا يجوز شرعاً التعامل بعقود المستقبلية، سواء بإنشائها، أم بتداولها"<sup>2</sup>

علاوة على آراء الهيئات السابقة، ذهب أغلب الفقهاء المعاصرين إلى عدم صحة التعامل في المستقبلية حسب خالد بن عبد الرحمان بن ناصر المهنا الذي ذكر منهم: علي القرة داغي، القاضي محمد تقي العثماني، يوسف الشبلي، وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مبيناً أن مكمن الخلاف في المسألة راجع لما يترجح لدى المجتهد حول مسألة بيع الدين بالدين.<sup>3</sup>

ويستند هؤلاء على أحاديث الرسول (ﷺ) منها:

— حديث نهيه عن "بيع الكالئ بالكالئ"<sup>4</sup> أي النسيئة بالنسيئة، باعتبار أن المستقبلية تتضمن تأجيلاً للبديلين الثمن والمثمن.

— حديث نهيه عن "بيع ما ليس عندك"<sup>5</sup>. وفي المستقبلية كما أشرنا لا يملك البائع السلعة وقت التعاقد.

— وناقش المهنا طبيعة المستقبلية وتكيفاتها المحتملة، فبيوع المستقبلية حسبه إما أن تكيف على أنها بيع في صورته المعروفة، أو في صورة السلم، أو وعدا لبيع سلعة مخصوصة في تاريخ محدد وبسعر محدد، ثم بين عدم صحتها في كل التكيفات الممكنة كما يأتي:<sup>6</sup>

— إن كُيفت على أنها بيع: فلا يصح في البيع التعليق والاضافة على تاريخ مستقبل.

— وإن اعتبرت سلماً فلا تصح لأن السلم يشترط فيه تعجيل الدفع خلافاً للمستقبلية.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 281.

<sup>2</sup> المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2009، مرجع سابق، المعيار رقم 20، البند 2/1/5، ص 344.

<sup>3</sup> خالد بن عبد الرحمان بن ناصر المهنا، المشتقات المالية: دراسة فقهية، منشورات كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، رقم 03-23، جدة، 2013، ص 112.

<sup>4</sup> ورد في الموسوعة الفقهية (مرجع سابق ص 22): "... أن حديث "نهي الكالئ بالكالئ" رواه الحاكم والدارقطني، قال الامام أحمد ليس في هذا حديث يصح، وقال الامام الشافعي: أهل الحديث يوهنون هذا الحديث، وجزم الدارقطني في العلل بذلك".

<sup>5</sup> الحديث رواه أبو بشر، عن يوسف بن ماهك، عن حكيم بن حزام، قال: قلت يا رسول الله يأتيني الرجل يسألني البيع ليس عندي ما أبيع، ثم أبيع من السوق؟ فقال: لا تبع ما ليس عندك. أخرجه ابن أبي شيبة (2049)، وأحمد (402/3)، والترمذي (1232)، والنسائي في المجتبى (4613)، والسنن الكبرى (6206)، والطبراني في المعجم الكبير (3099)، والبيهقي في السنن (317/5) من طريق هشيم بن بشير، وغيرهم كثير.

<sup>6</sup> خالد المهنا، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 113.

- وإن كيف على أنها وعد، فلا تصح لأن واقع المستقبلات لا يتفق مع الوعد كونها عقود ملزمة قانونا كما أن بيع الحق المجرد لا يجوز شرعا.
- نفس الموقف نجده عند محمد العدوي، إذ خلص إلى أن العمليات الباتة القطعية (المستقبلات والعقود الأجلة) تخرج عن نطاق عقد السلم، ولا يصح تكييفها بأنها سلم لأربعة أسباب:<sup>1</sup>
- 1- هذه العمليات فيما تأجيل البدلين؛ فلا البائع يسلم الأوراق المالية، ولا المشتري يسلم الثمن، بينما من أهم شروط السلم أن يسلم أو يقبض في مجلس العقد مع تأخير قبض المبيع؛
- 2- لا يكون غرض إجراء هذه العمليات هو التسليم فهي غير متوافرة، لكون الغرض منها هو القمار أو المخاطرة، فكل طرف حريص على أن يفشل الآخر ليحقق مكسبا لنفسه، كما يترتب عنه أفعال محضورة كالغش والتضليل وترويج الاشاعات الكاذبة والتلاعب بالسوق، وغيرها من الأمور الممنوعة والمنهي عنها شرعا.
- 3- القياس يقتضي عدم جواز السلم، لأنه بيع ما ليس عند الانسان، فرخص فيه لحاجة الناس إليه، فكان جائزا على خلاف مقتضى القياس، وبدخول المخاطرة والمقامرة والعش والتضليل وغيرها، فلا يكون هذا سلما.
- 4- أن العمليات الباتة القطعية، بها ميزة يتمتع بها المشتري وحده دون غيره، هي خيار التنازل عن الأجل والذي يستخدمه لإيقاف حركة الهبوط في الأسعار، ولا شك أن هذا الشرط يخرج هذه العمليات عن نطاق السلم.
- وبخصوص عقود الخيارات والمستقبلات في العملات، فقد بين عبدالباري مشعل عدم جوازها للإخلال بشرط التقابض المجمع عليه بين العلماء كشرط لصحة عقد الصرف.<sup>2</sup>
- أما سامي السويلم فذهب بعيدا في بيانه لعدم القبول بالمستقبلات والمشتقات عموما حتى في الدول الغربية حيث ذكر بإسهاب العديد من الشواهد والأدلة على المعارضة التي لقيتها في الولايات المتحدة الأمريكية ومنها:<sup>3</sup>
- العديد من المحاكم الأمريكية قضت ببطلان هذه العقود وهاجمتها بشدة مستدلا ببعض ما ورد عنها في سنة 1888 أين اعتبرت التعامل بها جريمة بحق الدولة، وبحق الرفاه العام وبسعادة الناس،

<sup>1</sup> محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق، ص 100.

<sup>2</sup> عبدالباري مشعل، ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة للملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، 5-6 أبريل 2010، ص 5.

<sup>3</sup> سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 35-38.

وجريمة بحق الدين والاخلاق، وجريمة بحق كل التعاملات التجارية والاستثمارية المشروعة، مصنفة إياها كنوع من أنواع القمار، وفي أحسن الأحوال، كانت المحاكم تلجأ لاختبار النوايا، فإن كان الطرفان يقصدان التسليم يصبح العقد نافذاً، أما أن قصد بها مجرد المراهنة على السعر، فيصبح العقد باطلاً.

– ذكر سعي الكونغرس في العديد من المرات لحضر التعامل بالمشتقات مدعوماً من المزارعين باعتبارهم الأكثر تضرراً من تقلبات السوق الناتجة عن المجازفات من خلال المشتقات، كما منع التعامل بها في العديد من الولايات الأمريكية خلال القرن التاسع عشر قبل التراجع عن المنع.

– ذكر وصف رئيس لجنة المصارف في الكونغرس في 1993 للمشتقات بالقمار.

– كما بين الانتقادات التي وجهت لها من قبل العديد من الاقتصاديين مثل: كينز، موريس آليه الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد الذي وصفها بكازينوهات قمار ضخمة وكذا من رجال أعمال مثل: وارن بافيت، ثاني أغنى رجل في العالم، واصفاً إياها بأسلحة مالية للدمار الشامل.<sup>1</sup>

وما يدل على أنها عقود صورية غرضها المضاربة والقمار أن تسويتها تتم نقداً دون تسليم فعلي

للسلع محل التعاقد إلا في حدود 1% من إجمالي حجم المعاملات حسب قيثمان.<sup>2</sup>

## 2- القائلين بصحة التعامل بها بشروط

يرى المدافعون عن مشروعية المستقبلات بضوابط ان الحجج التي على أساسها رفضت المستقبلات غير متينة؛ إذ بين كمالي عدم وضوح التحريم في تبادل الدين بالدين، وقبول بعضهم به، مما يعني حسبه ضرورة إعمال مبدأ الحل في المعاملات مالم يثبت تحريمها بنص واضح ومتفق عليه. وعلاوة على ذلك ومن حيث كونها بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ: يرى أن المستقبلات هي عقود بين المشتري (البائع) وبيت التسويات ولا وجود لطرف ثالث في المعاملة، فبيوت التسوية هي البائع لكل مشتري والمشتري من كل بائع ولا وجود لعلاقة مباشرة بين متاجر في المستقبلات وآخر، ولا وجود لتبادل الدين بالدين. كما يرى بعدم وجود خطر عدم الوفاء أو التسليم، بما أن السعر هو دين في ذمة بيت التسوية التي تعد أهم طرف في المعاملة وأن التسوية مضمونة مما يعني ان الدين مضمون السداد من المقترض.<sup>3</sup>

كما ذهب المؤيدون للتعامل بالمستقبلات للقول بجوازها في الأوراق المالية التي يجوز التعامل بها

سواء قياساً على السلم أو على عقود المقاولات وذلك كما يأتي:

<sup>1</sup> السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 39.

<sup>2</sup> Gitman & Joehnk, Fundamentals of Investing, 9th Ed., Addison Wesley, 2003, P. 135.

<sup>3</sup> M.H. kamali, "Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures", The American journal of Islamic Social Sciences, N° 02/13, 1996, P. 212.

## - جوازها قياسا على السلم

من حيث جواز تأخير جزء من الثمن في السلم عند بعض الفقهاء كالمالكية. مما يدل حسبهم على عدم إلزامية شرط التسليم الانى للسعر في السلم.

إلا أن خالد المهنا ساق خمسة اعتراضات على هذا القياس:<sup>1</sup>

- 1- المستقبلات تكون لسلع حاضرة غائبة عن مجلس العقد، ومحتمل أن تكون الأوراق المالية التي تتداول على أساسها المستقبلات هي بيع لديون إذ لا تتعين بالتعيين؛
- 2- إجازة المالكية للتأخير ليوم أو يومين فقط ولا يجوز عندهم التأخير الطويل، ومنه وجوب تسليم رأس مال السلم أمر متفق عليه بين الأئمة الأربعة، ولا يجوز تأخيره لوقت التسليم. كما أن المبلغ الذي يدفع عند التعاقد هو مبلغ ضمان للالتزام بالتعاقد وليس جزءا من الثمن، لذا لا يتم دفعه للبائع بل للوسيط.
- 3- إن قبل فرضا تكييف المستقبلات على أنها كالسلم، فإن الورقة المالية التي تمثل حق المشتري باستلام المبيع تعبر عن دين، ومعلوم أنه لا يجوز بيع الدين وتداوله قبل قبضه على خلاف ما يقع في الأسواق المالية.
- 4- ان افترض انها بيع سلم، فلا يجوز بيع السلم قبل قبضه بأكثر من قيمته، لكونه يتضمن ربح ما لم يضمن.
- 5- لبعض عقود المستقبلات درجات مختلفة في العقد الواحد، ويكون للبائع حق تسليم أي منها وهذا مخالف لاشتراط وصف المسلم فيه وصفا لا يفضي للنزاع.

## - جوازها قياسا على عقد المقابلة

في عقد المقابلة تأجيل للبديلين، وهو جائز لما فيه من المصلحة الداعية لهذا النوع من التعاقد، رغم كونه صورة من صور الكائى بالكائى أو الدين بالدين عند المالكية، نظرا للحاجة الداعية لمثل هذه العقود، وخلوها من الربا.

اعتراض المهنا على هذا الاستدلال من عدة أوجه يمكن تلخيصها كما يأتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> خالد المهنا، مرجع سابق، ص 114، 115.

<sup>2</sup> خالد المهنا، مرجع سابق، ص 116.

- 1- عدم صحة القياس على عقد المقابولة، لكون المقصود في عقود الاستصناع والتوريد ونحوها الانتفاع الفعلي وليس مجرد الضمان المفضي لحصول القمار. كما ينتفي ضمان البائع في عقود المقابولة التي يمكن أن تفسخ بعجز المفاوض أو موته خلافا للدين الذي يبقى لازما في الذمة حتى في حالة العجز أو الموت، فعقود الاستصناع والتوريد بذلك ليست عقود دين.
- 2- يتم غالبا دفع جزء من المبلغ في عقود المقابولة عند التعاقد، فتخرج بذلك من بيع الكالئ بالكالئ، وأقرب إلى الاستصناع الجائز شرعا؛
- 3- عدم التسليم بالحاجة للعقود المستقبلية ولو بغرض التحوط، لما يلحق أحد المتعاقدين من ضرر باعتبارها عقود صفرية، فما يربحه طرف يخسره الآخر، وليست نافعة لكليهما. فمما يتم نقل الخوف والخطر من طرف لآخر، بل تعرضهما معا لخطر عدم التزام الطرف الآخر بالوفاء في حالة الافلاس.

#### - جوازها قياسا على المواعدة

من التكييفات التي اقترحت للعقود الآجلة، وتعني المواعدة هنا أن يقدم طرفان على وعد الآخر حول نفس الموضوع أو السلعة كأن يعد أحدهما ببيع بيت مقابل ثمن محدد في تاريخ مستقبلي على أن يعد الطرف الآخر بشراء البيع في نفس التاريخ. وقد بين أحسن لحسانة وسيد عون رزا أن هذا التكييف مختلف فيه بحيث رفض من هيئة الأيوبي وأكاديمية الفقه الاسلامي وأغلب علماء الشريعة، بسبب أن المواعدة لا تصح إلا إن أمكن تنفيذها بطريقة صحيحة، بينما في العقود الآجلة تؤدي إلى عقد ملزم. كما رفضت على أساس مبدأ عم مشروعية البيع والقبض المستقبلي معا. أما الأحناف فقبلوا هذا التكييف مادام ليس هناك أي محظورات أخرى في العقد (كالغرر الفاحش)،<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يتبين أن حجج الداعمين للمستقبليات لا ترقى لدحض حجج القائلين بمنعها. ورغم ذلك نجد أن الكثير من الاقتصاديين يدافعون عنها أو ينادون بضرورة إيجاد بديل لها يسمح بالإدارة الكفؤة للمخاطر. ففي هذا الإطار، وفي معرض حديثه عن مزايا سوق المستقبليات في إدارة المخاطر، استشهد محمد النذير بالعديد من آراء المتخصصين في المالية والاقتصاد الاسلامي في بيان أهمية ودور هذه الأسواق:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ahcene Lahsasna, Syed Aun Raza Rizvi, "Derivatives in Islamic Finance: The Need and Mechanisms Available for Islamic Financial Markets", paper presented in the 2<sup>nd</sup> ISRA colloquium held in Kuala Lumpur, entitled: Islamic Finance in a Challenging Economy: Moving Forward, 27<sup>th</sup> November 2012, P.11.

<sup>2</sup> Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine, Risk Management in Islamic Finance, Op. Cit., P. 135.

- ذهب عبيد الله إلى أنه ورغم أنه من الأئمن لعلماء المسلمين القول بعدم مشروعية عقود المستقبلية، فإن ذلك سيكون له الأثر الوخيم على الاقتصاد الإسلامية على المدى البعيد.
- وشدد منذر قحف على أهمية هذه الأسواق في شرحه لخصائص عقود المستقبلية لدى تطرقه لمدى مشروعيتها من الناحية الفقهية، فقد أبرز أن سوق المستقبلية هي السوق الوحيدة التي تنعقد فيها أكبر الصفات الاقتصادية، مشدداً على أنه حتى وإن وقفت المدارس الفقهية ضد هذه الأسواق فإن علمها إيجاد بديل إسلامي نظراً للأهمية والمزايا العملية لهذه الأسواق ولما تحققه من أهداف خصوصاً بالنسبة لسوق السلع، لا تقوم على بيع السلم في تكييفها نظراً لوجوب السداد الانى كما سبق بيانه.
- هذه الأهمية الاقتصادية لسوق الخيارات أشار لها أيضاً عبد الحميد الغزالي خصوصاً تأثيرها على العرض، التكلفة وتخطيط المشاريع، وأنه يجب أخذ هذه المزايا بعين الاعتبار.
- وبعدما تطرق بإسهاب للعديد من الدوافع والآراء الأخرى التي تصب في نفس منحى إبراز الدور الهام للمستقبلية لاقتصاديات الدول الإسلامية، خلص محمد النذير في الأخير للتأكيد على ضرورة وأهمية وجود أسواق إسلامية للمشتقات المالية لتجارة النفط باعتبار أن أغلب الدول الأعضاء في منظمة أوبك باستثناء فيزويلا هي دول إسلامية، وكذا لكون المؤسسات المالية الإسلامية لا يمكنها الاستثمار في العملات والسندات وباقي الأسواق القائمة على الفائدة، فتنشأ بذلك سوقاً مشتقة من سوق السلع، من شأنها أن تفتح مجالات وفرص استثمارية ضخمة لهذه المؤسسات المالية، مستدلاً بالعوائد الاقتصادية ومزايا سوق المستقبلية في ماليزيا من خلال تشييد سوق كوالالمبور لتداول السلع (Kuala Lumpur Commodity Exchange).<sup>1</sup>
- كما شدد عبد الكريم قندوز كذلك على الحاجة الماسة للمشتقات المالية الإسلامية على الرغم من الخلاف الفقهي الذي تثيره، نظراً للسممة الغالبة على النظام المالي العالمي المتمثلة في التقلبات في الأسعار (السلع والخدمات، أسعار الفائدة، الأسهم والسندات...)، تستدعي القيام بعمل إيجابي يقي المؤسسات المالية ومؤسسات الأعمال لخسائر نتيجة مخاطر لم تكن المتسببة فيها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine, Op. Cit., P. 138.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، ط1، 2008، ص192.



## ثانيا: الخيارات

ظهرت هذه العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بها في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم بعدها انتقل التعامل بها من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973، لتتسع رقعتها في البورصات الأمريكية فالبورصات الأوروبية.<sup>1</sup>

سميت الخيارات بهذا الاسم لكونها تعطي مالكيها الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق. ويعرف عقد الخيار على أنه "عقد بعوض على حق مجرد يخول صاحبه بيع شيء محدد، أو شراؤه بسعر معين طوال مدة معينة (معلومة)، أو في تاريخ محدد، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين".<sup>2</sup>

وردت تعاريف مختلفة للخيارات منها:

- عقد الخيار يعطي للمشتري الحق دون الالتزام في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين يسمى سعر التعاقد خلال فترة زمنية معينة، مقابل التزام بائع الخيار ببيع (خيار بيع) أو شراء (خيار شراء) محل العقد بالسعر المتفق عليه، وذلك مقابل مبلغ محدد يدفعه المشتري يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية التي تمثل تعويض متفق عليه يدفع للبائع في البورصة من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه بحق شراء أو حق بيع أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة.<sup>3</sup>
- عرفت الخيارات كذلك على أنها عقود تعطي حاملها الحق دون الالتزام في بيع (أو شراء) أصل معين بسعر تنفيذ معين، في تاريخ الاستحقاق (Maturity) أو قبله. ويكون مقابل الحصول على هذا الحق هو دفع علاوة. وتضم الخيارات ثلاثة أنواع رئيسية: خيارات شراء (Call) (تمنح حاملها الحق في الشراء)، خيارات بيع (Put) (تمنح حاملها الحق في بيع الأصل بسعر محدد)، وخيارات مركبة (Double) (تمنح حاملها الحق إما في بيع أو شراء الأصل خلال فترة محددة وبسعر محدد).<sup>4</sup>
- الخيار عقد يمنح حامله الحق دون الالتزام في بيع (أو شراء) كمية محددة من أصل معين بسعر تنفيذ معين، في تاريخ مستقبلي محدد. ومقابل هذا الخيار يسدد مشتري الخيار مبلغا يعرف

<sup>1</sup> أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص 236.

<sup>2</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، ط 1، 2002، ص 502.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، ط 1، 2008، ص 66.

<sup>4</sup> Sherin Kunhibava, Op. Cit., P. 4.

بالعلاوة. يسمى بائع الخيار بكاتب الخيار (Option Writer)، ومشتريه بمالك الخيار (Owner)، ويسمى

السعر الوارد في الخيار بسعر التنفيذ (Exercise /Strike Price).<sup>1</sup>

من خلال هذه التعاريف يتبين أن من بين الفروق بين المستقبلية والخيارات أن هذه الأخيرة هي خيارات دون الالتزام على التنفيذ فيمكن لحامل الخيار أن ينفذ وله ألا ينفذ فيخسر بذلك عمولة الالتزام. أما في المستقبلية ففيها التزام بتنفيذ العقد (بسداد السعر المتفق عليه أو بتسليم السلعة محل العقد).

### 1- مشروعية الخيارات في الاقتصاد الإسلامي

ذهب العديد من المتخصصين في الصيرفة الإسلامية إلى انتقاد الخيارات والقول بعدم مشروعيتها، لكن نجد منهم من يخالف القول بعدم مشروعيتها. وفيما يلي عرض موجز لرأي وحجج كل فريق:

#### أ- القائلين بعدم صحة التعامل بالخيارات

تنتقد الخيارات من العديد من الوجوه، وأهم العناصر التي أسس عليها حكم الغالبية بعدم مشروعيتها:<sup>2</sup>

- صورية أغلب عقود الخيارات: إذ لا يجري تنفيذ أغلبها بحيث لا يترتب عنها لا تملك ولا تملك، فلا المشتري يمتلك في المبيع ولا البائع يمتلك الثمن، فتخالف بذلك مقتضى العقد بالتمليك فيصبح باطلا.
- الغرر في عقود الخيارات: يتمثل هذا الغرر في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع والأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب للآخرين.
- هي من قبيل بيع الانسان ما ليس عنده وهو محرم بنصوص أحاديث كثيرة سبق ذكرها.<sup>3</sup>
- هي من قبيل بيع ما لم يقبض؛
- هي من قبيل بيع الكالئ بالكالئ.<sup>4</sup>، وهذا ظاهر من عدم تسليم أي سلعة ولا دفع لأي ثمن فكلًا طرفي المعاوضة نسبيته.

<sup>1</sup> Imran Iqbal, "Application of Options in Islamic Finance", Research paper No: 46/2012, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2012, P. 3.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية، مرجع سابق، ص191.

<sup>3</sup> حديث "لا تبع ما ليس عندك" ذكر سابقا عند التطرق لمشروعية المستقبلية.

<sup>4</sup> قد سبق إيراد حديث بيع الكالئ بالكالئ، عند تناول مشروعية المستقبلية.

## ب- القائلين بتكيفات شرعية للخيارات

يرى بعض الباحثين في الاقتصاد الإسلامي، أنه ورغم أن الخيارات بصورتها التقليدية التي تعتبرها عقوداً مستقلة ترقى إلى الاجماع حول عدم مشروعيتها. إلا أنه يمكن ضبطها بضوابط شرعية، ومن التكيفات المقترحة لها:

## i. تكيف عقد الخيار على أساس بيع العربون

بيع العربون عبارة عن مبلغ من النقود يسلمه المشتري للبائع كجزء من الثمن، ويدفع كتسبيق، فإذا التزم المشتري بالاتفاق وإتمام عملية الشراء في المدة المتفق عليها يصبح هذا العربون جزءاً من الثمن. أما إن قرر المشتري إلغاء الصفقة أو عدم الاستمرار فيها يخسر هذا المبلغ ويصبح من حق البائع ويحتفظ به<sup>1</sup>. وعليه فالعربون بهذا المفهوم يشبه إلى حد بعيد خيار الشراء، إلا أن الفرق الأساسي يكمن في كون العربون يعد جزءاً من الثمن بينما في خيار الشراء يكون المبلغ المسدد لقاء الحصول على الخيار وليس جزءاً من السعر.

من الذين قبلوا بتكيفها على أنها بيع العربون حسب كمالي نجد أبو سليمان، لكنه في نفس الوقت بين أنه خلص لعدم مشروعية الخيارات بسبب كونها منفصلة عن الأصل محل الخيار، وبالتالي فتحميل علاوة من البائع غير مبررة<sup>2</sup>.

## ii. تضمين الخيار في العقود الأصلية

بين عبید الله أن الخيارات يمكن استخدامها مضمناً في العقود الأصلية، فالفقه الإسلامي يسمح بفتح نوافذ في العقود تسمح بتضمينها بخيار الشرط والتي تعني منح حق محدد إما لأحد الطرفين أو لهما معاً لإتمام أو فسخ العقد، وتقسم الخيارات في الشريعة إلى خيار الشرط، خيار التعيين، خيار العيب، خيار الرؤية، وخيار المجلس. وهناك شبه إجماع حول مشروعية خيار الشرط وبين عبد الله أن هناك دراسات تبنت هذا التكيف، إلا أنه بين عدم جواز استخدامها وفق هذا الأساس في خيارات تبادل العملات، بسبب شرط التقابض الآني<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Ahcene Lahsasna, Syed Aun Raza Rizvi, Op. Cit. PP. 17.

<sup>2</sup> M.H. kamali, "Islamic Commercial law: An Analysis of Options", Paper presented at The Conference On SPTF/Islamic Banking Products, Kuala Lumpur, Dec. 1995.

<sup>3</sup> Mohammed Obaidullah, "Financial Options in Islamic Contracts: Potential Tools for Risk Management", J.KAU: Islamic Econ., Vol. 11, 1999, PP. 3-26, p17.

نشير في الأخير إلى أن من بين التكييفات التي وردت لعقد الخيار أيضا تكييفها على أساس أنها حق معنوي وتكييف محل عقد الخيار على أنه ضمان أو كفالة إلا أن التكييفات السابقة هي الأكثر تداولاً.

### ثالثاً: المقايضات

تعد المقايضات من العقود الحديثة المبتكرة، وفيما يلي نورد تعاريفها ومختلف الآراء حول مشروعيتها.

#### 1- تعريف المقايضات

تعرف المقايضة على أنها عقد ثنائي يتفق بموجبه طرفان على تبادل دفعات دورية تتحدد لكل منهما على أساس قيم أصول أخرى (Nominals)، ويمكن تنفيذ المقايضة بتبادل أصل أو التزام نفس العملة أو بعملات مختلفة، أو بمقايضة أسعار فائدة عائمة بأخرى ثابتة أو العكس.<sup>1</sup>

كما تعرف المقايضات (Swaps)، بأنها عقود أو اتفاق على تبادل دفعات خلال فترة زمنية على أساس القيمة الاسمية للأصل محل المقايضة. ويحدد سلفاً المعدل الذي على أساسه تتم المقايضة، اعتماداً على قيمة ثابتة أو قيمة مرتبطة بمؤشر معياري ما.<sup>2</sup>

وتعود نشأة عقود المبادلات إلى عام 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية.<sup>3</sup> إلا أن إدخالها للأسواق كان في بدايات الثمانينات لتشهد منذ ذلك الحين نمواً أسياً.<sup>4</sup>

تشتمل عقود المبادلات في الاقتصاد التقليدي على أنواع كثيرة، ومن أهمها مبادلات أسعار الفائدة ومبادلة العملات، في مبادلات أسعار الفائدة يوافق أحد الأطراف على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، مقابل استلامه من الطرف الآخر سلسلة من التدفقات النقدية على أساس معدلات الفائدة المتغيرة (العائمة)، أما أصل المبلغ الذي يتحدد على أساسه مقدار الدفعات فهو في الغالب مبلغ صوري باعتبار أن كل طرف يقترض ويقترض نفس المبلغ في نفس الوقت.

<sup>1</sup> Ashraf Wajdi Dusuki, Shabnam Mokhtar, "The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions", Research Paper No. 14/2010, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2010, P. 5.

<sup>2</sup> Sherin Kunhibava, Op. Cit., P. 5.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 71.

<sup>4</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, Op. Cit. P. 266.

أما مبادلة العملات، فيشبهه مبادلة أسعار الفائدة ولكن تختلف العملات بمعنى أن أحد الطرفين يكون عليه قرض ومدفوعات فوائد ثابتة بعملة ما، وفي نفس الوقت يكون مقرضا لأصل مبلغ مكافئ للأول وبفوائد ثابتة أيضا ولكن بعملة مختلفة.

## 2- دور المقايضات في الأسواق التقليدية

يمكن تلخيص الدور الرئيسي للمقايضات كما يجري التعامل بها في الأسواق التقليدية فيما يلي:<sup>1</sup>

- التحوط من المخاطر المالية المتعلقة بتقلبات أسعار الفائدة وأسواق العملات، وتناسب هذه الطريقة العمليات طويلة المدى التي تتجاوز الـ 10 سنوات.
- تخفيض التكاليف المالية: عدم كمال الأسواق يجعل من بعضها أعلى تكلفة وأكثر قيودا مقارنة بأسواق أخرى فتمكن هذه المبادلات من الحصول على مزايا اقتراض توفرها أسواق أخرى.
- السماح بالدخول في مبادلات ضخمة الحجم: إذ يمكن التحوط من خلال هذه المقايضات من تجنب التغيرات والتذبذب في التكاليف، ورغم ارتفاع تكلفة استخدام المقايضات إلا أن استخدامها في صفقات كبيرة الحجم، فإن تكلفتها تكون أقل مقارنة لحالة عدم استخدام أي وسيله للتحوط.
- ولوج أسواق جديدة: تمكن المقايضات من دخول أسواق صعبة الولوج في الغالب، فالمؤسسات ذات التصنيف الائتماني الضعيف تجد صعوبة في الحصول على قروض طويلة المدى. وبالتالي يسمح استبدال ديونها القائمة على معدلات فائدة متغيرة بديون ط المدى بمعدلات ثابتة، يمكنها من دخول أسواق جديدة.
- استخدامها في المضاربات لتعظيم العوائد: بينت الاحصائيات ان قرابة 97 % من المقايضات كانت بهدف المضاربة وهو ما يدعم رأي المعارضين على مشروعية التعامل بها في الاقتصاد الاسلامي كما سيلى بيانه.

أما بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، فقد تكون معدلات أرباحها ثابتة أو متغيرة وترغب في تغييرها بجعل المتغيرة ثابتة أو الثابتة متغيرة حسب احتياجاتها وأدائها، وبالتالي تظهر الحاجة لمقايضات إسلامية لمعدلات الربح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Asyraf Wajdi Dusuki, Shabnam Mokhtar, Op. Cit, P. 7.

<sup>2</sup> Ahcene Lahsasna, Syed Aun Raza Rizvi, Op. Cit. P. 14.

### 3- مشروعية المقايضات في الاقتصاد الإسلامي

إذا كان اعتراض العديد من المتخصصين في الصيرفة الإسلامية على مشروعية الخيارات والمستقبلات كما سبق الإشارة إليه يطغى على الآراء القائلة بجوازها، فإن هذا الاعتراض يرقى إلى درجة تقترب من الاجماع حول عدم مشروعية المقايضات. لكن تبقى بعض الآراء التي ترى مشروعية في التعامل بها إذا أحيطت بمجموعة من الضوابط الشرعية. وفيما سيأتي عرض موجز لهذين الرأيين:

#### أ- القائلين بعدم صحة التعامل في المقايضات

بين عبد الباري مشعل أن عقد مبادلة العملات يتضمن عقدين في عملية واحدة في زمن واحد؛ ومن أبرز صوره: شراء عملة من السوق الفوري، وعكس العقد ببيعها في السوق الآجل. ويتحدد السعر في الفوري بالسعر النقدي، وفي الآجل يتحدد السعر وفقاً لظروف الفائدة بين العملتين موضوع المقايضة. وعليه تكون مبادلات العملات من العقود غير الجائزة لأن العقد في الجملة ينطوي على اشتراط التأجيل في العملية الثانية وهذا مخالف للشرط المجمع عليه (التقايض في المجلس).<sup>1</sup>

أما الدسوقي فقد أشار إلى أن المقايضات المتوافقة مع الشريعة ينبغي أن تحقق نفس أهداف المقايضات التقليدية من حيث التحوط وغيرها، مع ضرورة أن تتوافق هذه الأهداف مع مبادئ الشريعة، وحتى تكون كذلك، يرى أنه ينبغي الاحاطة بالمسائل محل الخلاف التي تحدد مشروعيتها أو عدمها، ولخص مصادر الخلاف حولها في النقاط الآتية:<sup>2</sup>

#### i. الجمع بين العقود

فقد نهى النبي (ﷺ) عن بيع وسلف، وعن بيعتين في بيعة، وعن صفقتين في صفقة، كما ذهب أغلب الفقهاء إلى أن الجمع بين البيع والقرض غير جائز، أما الجمع بين مجموعة من العقود ففيه خلاف وهناك من أجازته بشروط.<sup>3</sup>

وقد أجازت هيئة الأيوبي الجمع بين العقود شريطة أن يكون كل عقد مستقل بذاته، ولا يصح أن يتضمن عقد شرطاً مرتبطاً بعقد آخر، كما لا يصح تضمينها بحالات ممنوعة شرعاً كتضمين عقد ما البيع والقرض معاً. أو أن يهدف الجمع إلى حيل مفضية للربا.

#### ii. الوعد الملزم

<sup>1</sup> عبد الباري مشعل، ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 5.

<sup>2</sup> Asyraf Wajdi Dusuki, Shabnam Mokhtar, Op. Cit, PP. 41-46.

<sup>3</sup> Ibid, P. 42.

أغلب المقايضات المستخدمة حالياً في الصيرفة الإسلامية تقوم على مبدأ الوعد، واحتد النقاش حول ما إن كان الوعد ملزماً أم لا. وقد بين الدسوقي أن مجمع الفقه المنعقد في الكويت سنة 1988 اعتبر أن الوعد يكون ملزماً للواعد ديانة إلا عذراً، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعد في كلفة نتيجة الوعد. ويتحدد أثر الالتزام في هذه الحالة إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر. بينما بين أن أكاديمية الفقه الإسلامي قضت بعدم جواز المواعدة إن كانت ملزمة بطبيعتها.<sup>1</sup>

### iii. بين التحوط والمضاربة (Speculation)

لقد شددت كل الهيئات التي أقرت مشروعية بعض المقايضات على ألا تستخدم إلا للتحوط وإدارة المخاطر، ولا يجوز استخدامها لغرض المضاربة. لكن مكن الصعوبة في ضمان خلو هذه الممارسات من المضاربة غير المشروعة، وأن كل الأطراف تستخدمها فقط بغرض التحوط.

### iv. الخلاف حول التورق

إن أغلب، إن لم نقل جل صيغ المقايضات التي ادخلتها بعض المؤسسات المالية الإسلامية قائمة على عقود التورق، والذي لا يزال محل جدل ونقاش كما بينا سابقاً.

### ب- المدافعون عن المقايضات بصيغ جديدة

لاقت الصيغ المتعارف عليها للمقايضات رفضاً واسعاً من أغلب علماء الشريعة الإسلامية، كما سبق بيانه، لكننا نجد أصواتاً تدعو للبحث وإيجاد بدائل إسلامية لها. ومنهم مقترح لزمير إقبال وعباس ميراخور اللذين اقترحا طريقتين لبناء مبادلات العملة يمكن قبولها في الأسواق المالية الإسلامية، الأولى تتمثل في مبادلات عملة قائمة على شراكة مع وسيط مالي (Partnership-based Currency Swap) والثانية مبادلة عملات قائمة على الصكوك (Sukuk-based Currency Swap)، إلا أنهما شددوا على ضرورة أن تحظى بالدراسة والقبول من اللجان الشرعية قبل اعتمادها.<sup>2</sup>

أما عبد الباري مشعل فرغم تأكيدهم أن العقود التقليدية للتحوط محرمة شرعاً لعدم التقابض، إلا أنه شدد على الحاجة إليها؛ فعقود الصرف الآجلة لا تهدف إلى المتاجرة وتحقيق أرباح من فروق الأسعار

<sup>1</sup> Ibid, PP. 45-46.

<sup>2</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, Op. Cit. P. 267.

فقط، وإنما تمكن من التحوط أو الاحتماء من آثار تذبذب أسعار العملات في المستقبل بالنسبة للمتعاملين الذين لديهم التزامات دفع آجلة. مما دفعه لاقترح ثلاثة بدائل مشروعة حسبه:<sup>1</sup>

#### i. المواعدة والوعد في الصرف

ميز بين حالتين للمواعدة؛ فإما أن تكون ملزمة للطرفين، أو تكون ملزمة لطرف واحد. فإن كانت ملزمة للطرفين فهي بمثابة العقد المستقبلي، وهو غير جائز للإخلال بشرط التقابض في مجلس العقد. وإن كانت ملزمة لطرف واحد فهي جائزة حسبه لكون الوعد ليس عقداً طبقاً لمعيار العملات.

#### ii. شراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بالعملة نفسها

يتم بذلك التحوط من مخاطر تقلبات سعر الصرف، بحيث إن باع بنك بعملة ما بيعاً آجلاً، فيمكنه القيام بشراء أجل بنفس المبلغ وتاريخ الاستحقاق والعملة

#### iii. تبادل القروض مع البنوك (Islamic Swap)

يعني أن تنشئ المؤسسة المالية بالاتفاق مع أحد البنوك عقدي إقراض واقتراض في التاريخ نفسه، ولأجل استحقاق واحد. يتضمن العقد الأول إقراض العملة الأصلية التي ترغب في الاحتفاظ بها. ويتضمن العقد الثاني اقتراض العملة الأجنبية التي تحتاج إليها لغرض الاستثمار أو لدفع التزام مستقبلي. وعليه فيمكن استغلال هذه الصيغة كبديل عن العقود الآجلة والمستقبلية لصرف العملاء كما تستعمل لتجنب تقلبات أسعار الصرف المستقبلية في حالات الاستثمار في دول أجنبية.

ويشترط لشرعية هذه الصيغة عدم الربط بين عقد الإقراض وعقد الاقتراض مع البنك الآخر، بحيث يكون كل عقد مستقل عن الآخر لتجنب انطباق كل قرض جر نفعاً (مشروطاً) فهو حرام أو فهو ربا. كما أن تبادل القروض اللاربوية ليس من قبيل المقاصة بين الفوائد الربوية الدائنة والمدينة، إذ من شروط صحتها وجود دين صحيح شرعاً، والفوائد ليست ديناً صحيحاً يثبت في الذمة. كما يشترط أيضاً أن تستهدف هذه الصورة تجنب الوقوع في الربا من خلال عقود الصرف الآجلة، ولتحقيق هدف مشروع وهو الحفاظ على قيمة العملة بطريقة شرعية، ولا يجوز بأي حال من الأحوال استخدامها للمضاربة.

#### 4- بعض صور المقايضات التي يجري بها العمل في المؤسسات المالية الإسلامية

ذكر محمد أيوب بعض صور المقايضات التي يجري بها العمل في المؤسسات المالية الإسلامية

والمتمثلة في:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الباري مشعل، ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 8، 9.



### أ- المبادلة الإسلامية للعمليات الأجنبية (Islamic FX Swap)

تقوم إما على التورق أو الوعد أو كليهما. وتتضمن الصيغة القائمة على التورق عمليتي تورق في البداية والنهاية تسمح بنفس الأثر المتولد على مقايضات العملات الأجنبية التقليدية. ويثار الخلاف حولها عندما ترغب الأطراف المتعاقدة في تبادل العملات في وقت ما مستقبلاً مع تحديد المعدل حاضراً عند إبرام العقد، وهذا يتعارض كما قلنا مع القاعدة الشرعية للصرف والتي توجب أن تتم المعاملة في الحاضر، ولتفادي هذا المحذور الشرعي، يلجأ إلى الوعد بالتوازي مع التورق. بحيث تتضمن هذه الصيغة في مقايضات العملات الأجنبية (FX Swap) بيع الصرف في البداية بالتوازي مع وعد بالقيام ببيع صرف موازي في تاريخ مستقبلي، وعند انقضاء المدة يتم تنفيذ بيع الصرف لاسترجاع العملة الأصلية دون التعرض لمخاطر تذبذب العملات.

### ب- مبادلات معدلات الربح (Profit-Rate Swaps)

يتم فيها مبادلة معدل الربح المتغير بمعدل ثابت، فإن افترضنا أن مؤسسة تدفع إيجاراً متغيراً على أساس ليبور (LIBOR)، مما يعني أن ارتفاع هذا المؤشر سيزيد من معدل الإيجار، ولتثبيتها تقوم بشراء سلعة من البنك مقيمة على أساس معدل ثابت، فإن انخفض الإيجار عن هذا المعدل تبقى المؤسسة مطالبة بسداد هذا المبلغ فيربح البنك بذلك من المعاملة. وهذا يعني أن المؤسسة ينبغي لها أن تتنبأ بتذبذبات معدلات الربح، ففي حالة الخطأ لا يمكن لها إلغاء مبادلة معدل الربح، وإن أرادت التراجع عن الوعد فلا بد لها من تعويض أي تكاليف ممكنة يكون البنك قد تكبدها. وبالنتيجة فالمؤسسة بذلك تكون معرضة للخطر مما يطرح جدوى عملية التحوط هذه. كما انتقدها أيضاً من حيث طبيعتها إذ لا تعدو أن تكون مضاربة، فكلا الطرفين يسدد سعر السلعة ولكن يسوى الفارق فقط كما يحدث في المبادلات التقليدية، بل وتتم المقاصة بنفس الطريقة، ففي تاريخ التنفيذ لا يسدد أي من الطرفين القيمة الحقيقية للمعاملة محل المبادلة.

### ت- مبادلات العوائد الكلية المتوافقة مع الشريعة: (Shari'ah-Compliant Total Return Swap (TRS))

تقوم هذه المبادلات على الوعد كما في مبادلات معدل الربح، وبموجبها يستثمر زبون في أصول متوافقة مع الشريعة، ويتم مبادلتها مع أصل آخر قد يكون غير موافق للشريعة، ولأن الزبون استثمر أمواله مباشرة في أصول متوافقة مع الشريعة، ومبادلة (TRS) قائمة أساساً مقبول إسلامياً، يمكن

<sup>1</sup> Muhammad Ayub, "Use of W'ad and Tawarruq for Swaps in the Framework of Islamic Finance", paper presented in the 8<sup>th</sup> International Conference on Islamic Economics and Finance, Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation, December 19 – 21, 2011, PP. 5-7.

للمستثمر أن يستفيد من ثبات عوائد أصول لو استثمر فيها بطريقة مباشرة لكانت غير جائزة. وبذلك تسمح مبادلة (TRS) بالاستثمار في العديد من البدائل الممنوع الاستثمار فيها، كما خلقت مرونة في التعامل مع موفري صيغ غير متوافقة مع الشريعة مما يعني تمكنهم من عرض منتجاتهم على زبائن الصيغ الإسلامية من خلال هذه المبادلة، وحسب البنك المصدر لها، فهذا المنتج هدفه فتح الباب أمام المستثمرين المسلمين لأموال تشتغل بطريقة غير متوافقة مع الشريعة<sup>1</sup>. وبعد عرضها تطرق محمد أيوب لبعض الانتقادات التي وجهت لها ومنهم راي شيخ ديلورانزو (Shaykh DE Lorenzo) الذي بين أن زبائن الصيغ الإسلامية باستثمارهم في هذه الصيغة يدخلون في سلسلة مبادلات لا تتوافق أي منها مع الشريعة الإسلامية، علاوة على أنها تولد عوائد وتكاليف لغير المستثمرين في الصيغ المتوافقة مع الشريعة، فلا يمكن للهيئة الشرعية أن تتجاوز كل ذلك لمجرد أن الرابط الأول في سلسلة العمليات قائم على السلم أو المربحة ولا ينبغي لها أن تتجاهل مآل العقد ككل، ليخلص في الأخير أن هذه المبادلة تتم بطرق يبين عدم توافقتها مع الشريعة<sup>2</sup>.

من خلال الشرح السابق لميكانيزمات عمل هذه المبادلة يتبين للباحث عدم مشروعيتها بوضوح إذ لا تعدو أن تكون طريقة لفتح باب المحذور من خلال القيام بسلسلة عمليات مآلها القول بحل استثمار المسلم في الصيغ الربوية المحرمة، وهي أشبه بحيلة أصحاب السبت التي ورد ذكرها وذم أصحابها في القرآن الكريم ولا يليق أن تعرض كأحد البدائل الشرعية للتحوط أصلا.

<sup>1</sup> Muhammad Ayub, "Use of W'ad and Tawarruq for Swaps in the Framework of Islamic Finance", Op. Cit. P. 7.

<sup>2</sup> Ibid.

## خلاصة الفصل الثاني

تبين لنا من خلال هذا الفصل أن صيغ التمويل بالمشاركة تعتبر بديلا شرعيا للتمويل التقليدي القائم على الفوائد الربوية، هذه الأخيرة التي بينا حجم الأضرار التي تسببها للاقتصاد والمجتمع بزيادة الفوارق الطباقية في المجتمع لكونها نظام يزيد أصحاب رؤوس الأموال غنى دون عناء من خلال حصولهم على فوائد لا ترتبط بأي نشاط حقيقي ولا يتحمل مخاطره، في حين يتحمل المستثمر كل المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع، بل قد تتعدى ذلك في حالات الإفلاس التي تؤدي إلى المساس بممتلكات المستثمر الخاصة من أجل سداد ما عليه من القروض وأعبائها. وقد أشرنا إلى أن العديد من كبار الاقتصاديين أشاروا إلى درجة الأضرار الناتجة عن التعامل بالربا.

في المقابل، تبين أن صيغ التمويل في إطار الاقتصاد الإسلامي تتميز عن صيغ التمويل التقليدية بمجموعة من الضوابط الشرعية تكفل حقوق الأفراد والمجتمع وتحميه من خلال منع التمويل والاستثمار في الأنشطة المحرمة والخبائث على عكس النظام التقليدي الذي يمنح التمويل ولا تهتم الجهة التي يصرف فيها هذا المال، إذ أن الأساس والمهم هو أن يحصل مانح التمويل على فوائد لقاء ماله.

كما أن طبيعة نظام التمويل الإسلامي القائم على مبادئ تحريم التعامل بالفوائد الربوية وقاعدتي المغنم بالمغرم والخراج بالضمان، تبين أن هذا النظام لا يعترف بتحقيق قيم من مجرد تعاملات مالية معزولة إلا إذا كانت مقترنة بنشاط حقيقي يمثل المنفذ الوحيد الذي من خلاله يمكن للمؤسسات أن تعظم قيمتها السوقية.

من جانب آخر تبين لنا الدور البارز الذي لعبته الهندسة المالية في خلق منتجات جديدة كان لها أثرها الواضح في دفع الصيرفة الإسلامية إلى الأمام، وبالخصوص مساهمة الصكوك في النمو المضطرد للصيرفة الإسلامية. إلا أن هذا النمو صاحبه تزايد الأصوات المنادية بمراجعة بعض الممارسات العملية التي تخرج بعض هذه الأدوات عن دائرة المشروعية.

كما تبين أن معظم المشتقات المالية لم تلق القبول والمشروعية بسبب المجازفات التي تحتويها والتي تجعل منها أقرب للرهان والقمار منها لأدوات تزيد من كفاءة الأسواق، مع دعوة الكثير من متخصصي الصيرفة الإسلامية إلى إيجاد بدائل مشروعة لها تمكن من التسيير الكفء للمخاطر والتحوط وتبتعد عن ممارسات القمار والمراهنة والمضاربة المحرمة شرعا، وتمكن كذلك الدول الإسلامية من الخروج من تبعيتها لأسواق المشتقات الغربية خصوصا أن هذه الأخيرة قائمة على موارد طبيعة كالنفط، تنتج معظمها في الدول الإسلامية بينما يتحدد سعرها في أسواق ممنوعة على الصيرفة الإسلامية.

الفصل الثالث: الأبعاد النموية في إطار

الاقتصاد الإسلامي

## الفصل الثالث: الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي

### تقديم

بعد التطرق للضوابط والأسس العامة التي تحكم التمويل في الاقتصاد الإسلامي ومختلف صيغه، وما ابتكرته الهندسة المالية الإسلامية من مشتقات من الصيغ الأصلية، سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق للإطار النظري الذي يحكم نظرية الهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي من حيث كيفية المزوجة بين مختلف الصيغ التمويلية المتاحة للمؤسسات وما إن كان هناك توليفة مثلى للصيغ التمويلية، مع محاولة الأسس والمحددات التي يتم على أساسها تفضيل صيغ تمويلية على أخرى.

سيتم من خلال هذا الفصل تناول بعض المسائل ذات العلاقة بموضوع البحث من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي، كالقيمة الزمنية للنقود ومسألة الخصم، العائد والمخاطرة، نماذج تسعير الأصول الإسلامية، وغيرها من المفاهيم ذات التأثير المباشر على مسألة اختيار المزيج التمويلي المناسب.

وسيخصص المبحث الأخير للحديث عن نظريات الوكالة، الإشارة، تماثل المعلومات وغيرها وهذا في إطار الاقتصاد الإسلامي.

وعليه سيتضمن هذا الفصل المباحث التالية:

**المبحث الأول: التسعير الزمني، العائد والمخاطرة، ونزاهة الأموال في الاقتصاد الإسلامي**

**المبحث الثاني: صياغة الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي**

**المبحث الثالث: نظريات الوكالة، الإشارة، عدم تماثل المعلومات في الاقتصاد الإسلامي**

## البحث الأول: الحسر الزمني، تكلفة الأموال، والعائد والمخاطرة في الاقتصاد الإسلامي

تبين لنا في الفصل السابق أن التمويل الإسلامي يتميز عن التمويل التقليدي في فلسفته وصيغته، مما يعنى أن له نظرة خاصة لبعض المسائل كالقيمة الزمنية للنقود وكيفية قياس تكلفة الأموال والعائد والمخاطرة، هذه المفاهيم غالباً ما ارتبطت بالفوائد الربوية المحرمة شرعاً في الفكر المالي التقليدي، وبالتالي سيتم في هذا المبحث تناولها من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي من خلال المطالب التالية:

**المطلب الأول: الحسر الزمني (القيمة الزمنية) للنقود**  
**المطلب الثاني: الحسر من منظور الاقتصاد الإسلامي**  
**المطلب الثالث: العائد، المخاطرة و تكلفة الأموال**  
**المطلب الرابع: نماذج تسعير الأصول المالية الإسلامية**

### المطلب الأول: الحسر الزمني (القيمة الزمنية) للنقود

من الثابت في الشريعة الإسلامية حرمة التعامل بالربا، مما يعني منع تحقيق فوائد على القروض، وهذا ما دفع بالكثيرين للقول إن أي زيادة مقابل الزمن فهي ربا، وبالتبعية قالوا بأن النقود ليس لها قيمة زمنية وأن لا قيمة مالية للزمن في المبادلات، بينما نجد آخريين يقرون بأن للزمن قيمة وأن ذلك لا يتعارض مع مبدأ تحريم الربا، واستدلوا بالعديد من الأمثلة والشواهد من الآيات والأحاديث وأقوال السلف والفقهاء وعلماء الاقتصاد الإسلامي التي تقر بأن للزمن قيمة في المالية.

سيتم فيما يلي عرض مختلف الآراء التي والأدلة والحجج وردت من الطرفين حول هذه المسألة

### الفرع الأول: الآراء التي تنفي القيمة الزمنية للنقود

يستند الرأي الأول إلى اعتبار أن القيمة الزمنية للنقود ومعدلات الخصم هي ترجمة للمخاطرة في الأدبيات المالية التقليدية، لكن من الصعوبة بل قد يستحيل إجراء تقييم موضوعي للمخاطر المتضمنة في المستقبل لارتباطها بالعديد من المتغيرات والتي منها ضبابية حالة الاقتصاد، وشح المعلومات عن سوق السلع والخدمات المستقبلية وخصائصها ونوعيتها، وكذا تفضيلات المستهلكين والتغيرات في

أذواقهم، وغيرها من العوامل التي يصعب التنبؤ بها، مما يعني أن أي تقدير للمخاطر والعائد غير ممكن.

وفي هذا السياق يرى مسعود عالم شودري (Masudul Alam Chaudhry)، أنه وما دام أن الغيب لا يعلمه إلا الله كما ورد في عديد الآيات والأحاديث، فلا يمكن قياسه وتقديره، كما يستدل بقصة أصحاب الكهف معتبرا أنه لو كان الخصم مسموحا وذي دلالة لكانت القيمة المستقبلية لنقود حاضرة إما صفرا أو كبيرة جدا بمرور الزمن الذي استغرقوه في نومهم، وهو ما لم يحدث بعد استيقاظ الفتية. كما استشهد بأحاديث للنبي (ﷺ) بخصوص عدم تحديد سعر الفواكه قبل وجودها ونضجها، وعدم تحديد سعر السمك قبل طرحه في السوق، كما أشار للعديد من الأحاديث للرسول (ﷺ) تبين الطبيعة الربوية للتبادلات المستقبلية المبينة على التحديد المسبق للسعر.<sup>1</sup> (كما اقترح نموذجا بديلا للتقييم على أساس الخصم أو الحسم الزمني (Overlapping Generation Model)).

كما دعم شودري الرأي القائل بأن لا قيمة زمنية للنقود من منطلق أن الإسلام لا يعتبر النقود عاملا من عوامل الإنتاج، فلا يجوز لمقرض المال أن يطالب بقيمة زائدة مقابل الزمن لأن النقود وسيط للتبادل، ومخزن للقيمة وسلعة غير مدرة للعوائد لذاتها، لذلك فالمتاجرة فيها فقط محرمة شرعا، لأنه لو كانت النقود مصدرا لنموها الذاتي، فهذا سيشجع على استخدامها للمضاربة (بمفهومها التقليدي)، والاكتناز وتركزها عند فئة قليلة من المجتمع، بينما سمحت الشريعة للوقت أن يحمل قيمة في المعاملات التجارية والتي منها المضاربة وبيع السلم وغيرها. علاوة على ما سبق، يمنع الشرع المقرض من طلب تعويض لقاء أي انخفاض في القدرة الشرائية للنقود بسبب الضغوط التضخمية للنظام الاقتصادي، مما يعني أن الدائن ليس مسؤولا عنها، فالشرع يشترط لتحقيق العائد أن يترافق المال مع رأس المال البشري والمجهود المقاولاتي لتجسيد المشاريع الاستثمارية، فتكون بذلك العوائد الرأسمالية على علاقة مع ديناميكية السوق الحقيقية، وتسير ضمن حلقة خلق الثروة والقيمة المضافة للمدخلات المستغلة مما يعود بالفائدة على المجتمع ككل. لذلك فإن قيمة النقود أكثر استقرارا في الاقتصاديات الإسلامية لحرمة المضاربة (التقليدية) في النقود وحرمة عوائدها لذاتها بمعنى حرمة العوائد الإيجارية للنقود (Money Renting).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Masudul Alam Choudhury, Islamic Economics and Finance: An Epistemological Inquiry, Emerald Group Publishing Limited, UK, 2011, PP. 175-189.

<sup>2</sup> Mohammad Mansoor Khan, M. Ishaq Bhatti, Developments in Islamic Banking: The Case of Pakistan, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, New York, 2008, P. 25.

أما أنس الزرقا فيرفض اعتبار التفضيل الزمني أساساً للخصم؛ بحيث بين أن هناك حالات يكون فيها التفضيل الزمني إيجابياً (Positive Time Preference-PTP) كما بين حالات يكون فيها التفضيل الزمني سلبياً (Negative Time Preference) وحالات لعدم التفضيل الزمني للنقود (Zero Time Preference). فمن الأمثلة التي أوردتها على التفضيل الزمني السلبى استمرار بعض المستهلكين في الادخار في دول رأسمالية شهدت معدلات تضخم أعلى من معدلات الفائدة الاسمية مما يعني أن المعدل الفعلي للفوائد كان سالباً. كما يظهر التفضيل الزمني السلبى للأشخاص الذين يتوقعون زيادة في حاجياتهم المستقبلية مع توقع ثبات مداخيلهم أو أولئك الذين يتوقعون ثبات حاجياتهم (أو ازديادها)، مقابل توقع تراجع دخولهم بسبب حلول التقاعد. وخلص في الأخير إلى أن التفضيل الزمني الإيجابي للنقود (PTP) لا يمكن اعتباره مبدأ من مبادئ الرشادة الاقتصادية، ولا باعتباره السلوك الغالب للمستهلك، واعتبر أن إصرار بعض الاقتصاديين الغربيين على هذا التفضيل الزمني (PTP) نابع أساساً من تماشيه مع أيديولوجيتهم الفكرية للدفاع عن النظام الربوي ضد الانتقادات الماركسية الموجهة له، كما خلص إلى أن التفضيل الزمني الإيجابي لا يمكن أن يقبل كتبرير لعملية الخصم للعوائد والتكاليف المستقبلية.<sup>1\*</sup>

وفي نفس السياق شكك محمد عبيد الله في القول إن القيمة الزمنية للنقود أساسها التفضيل الزمني الإيجابي للنقود (PTP) معتبراً أن ذلك يؤدي إلى استنتاج غير منطقي مفاده أن الفرد الذي لا يتمكن من استثمار أغلب أجرته (لتحقيق أكبر إشباع في المستقبل) سيستهلك إجمالي هذا الدخل في أول يوم من الشهر إن لم تكن أول ساعة من ذلك اليوم! مما يعني أنه لا يمكن تبرير التفضيل الزمني الإيجابي من هذه الناحية، لكنه يجد له سنداً وتبريراً قوياً من حيث قوله بأن الفرد يفضل 100 و.ن. اليوم على 100 و.ن. بعد يوم من باب أنه يمكن توظيف هذا المبلغ لتحقيق عوائد. هذه الأخيرة تقاس في الاقتصاديات الغربية بمعدل الفوائد، إلا أن حرمة الفوائد لا تعني صفرية القيمة الزمنية للنقود، وإنما تعني استخدام معدل العائد الممكن تحقيقه من الاستثمارات المشروعة (من التجارة وغيرها) للتدليل على أن للنقود قيمة مرتبطة بالزمن.<sup>2</sup>

ويؤيده في أن للزمن قيمة العديد كما سيتم بيانه.

<sup>1</sup> للمزيد من التفصيل حول نقد التفضيل الزمني الإيجابي راجع:

Zarqa, M.A. 'An Islamic perspective of the economics of discounting in the Project', in Z. Ahmad et al.(ed.), Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam, Islamabad, Institute of Policy Studies, 1983, PP. 205-208.

\* رغم اتفاق أنس الزرقا مع خليل شوتري في نقد التفضيل الزمني الإيجابي للنقود إلا أنه يقر بالخصم في تقييم العوائد المستقبلية عكس الأول كما سيتم بيانه لاحقاً عند الحديث عن الخصم.

<sup>2</sup> Mohammed Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Islamic Economics Research Center, Jeddah, KSA, 2007, PP. 9-13.



### الفرع الثاني: الذراء التي تدعم القيمة الزمنية للنقود في الاقتصاد الإسلامي

رغم الانتقادات الموجهة للتفضيل الزمني الإيجابي للنقود كمبرر للقيمة الزمنية لها وللخصم من قبل العديد من مفكري المالية والاقتصاد الإسلامي، إلا أن ذلك لا ينفي حقيقة أن للزمن قيمة حتى عند بعض من ذكروهم من المنتقدين؛ فمحمد عبيد الله، وكما ذكرنا، اعتبر أن العائد الممكن تحقيقه من الأموال الحاضرة وتنميتها بمعدل عائد على الأرباح يجعل من النقد الحاضر أعلى قيمة من النقد المستقبلي، كما اعتبر أن القول بصفرية القيمة الزمنية للنقود في الاقتصاد الإسلامي يقود لجملة من الاستنتاجات الخاطئة والمغالطات؛ إذ يعني ذلك أن سعر المنتجات المؤجلة يكون مماثلاً للأسعار الحاضرة، بينما يجوز في الإسلام للبائع زيادة سعر المنتجات لتحقيق الربح سواء أكان البيع حالاً أو مؤجلاً السداد، مما يعني إمكانية أن يكون سعر السلعة الحاضرة أقل (أو أكبر) من سعر نفس السلعة مؤجلة السداد، ولا شبهة للربا في هذه الحالة، إنما الربا في أن يتفق البائع والمشتري مثلاً على تمديد مهلة سداد هذا البيع الأجل مقابل زيادة على السعر المتفق عليه من قبل، بمعنى أن الربا يكون على الزيادة في الديون مقابل الأجل، ففي نظر الشريعة انتقل حكم البائع والمشتري في هذه الحالة إلى مقرض ومقترض، فلا يمكن بذلك زيادة السعر باعتباره أصبح في حكم الدين، ولا يجوز استبدال دين بدين أعلى أو أقل قيمة.<sup>1</sup>

أما رفيق يونس المصري، فذهب أبعد من ذلك عندما أكد على مسألة التفضيل الزمني الإيجابي للنقود، وأن القيمة الحالية للدفعة المؤجلة إلى الأجل القريب أعلى من القيمة الحالية للدفعة المؤجلة إلى الأجل البعيد، واستدل على ذلك بعدد من أقوال الشافعي ومنها قوله "الطعام إلى الأجل القريب أكثر قيمة من الطعام إلى الأجل البعيد"، وقوله "مائة صاع أقرب أجلاً من مائة صاع أبعد أجلاً منها، أكثر في القيمة"، كما نقل العديد من الشواهد عن الفقهاء في كلامهم عن ربا النساء، وزكاة الديون، وبيعتين في بيعة، وعن بيع المرابحة، تدلل على التفضيل الزمني، وأن المعجل خير من المؤجل وأن العين خير من الدين، والحاضر أفضل من الغائب.<sup>2</sup>

أما منذر قحف، فاعتبر أن ظاهرة التفضيل الزمني هي ظاهرة استثمارية وليست ظاهرة استهلاكية، وأن العدالة تقتضي أن تقترن القيمة الزمنية للنقود بنتائج الاستثمار، باعتبار عوائده غير

<sup>1</sup> Mohammed Obaidullah, OP. Cit, P. 13.

<sup>2</sup> للمزيد من التفصيل حول الشواهد والقرائن التي أوردها يونس المصري، راجع رفيق يونس المصري، الربا والحسم الزمني في الاقتصاد الاسلام، دار المكتبي، ط2، دمشق، 2009، ص.ص. 21-23.

مضمونة وتنطوي على درجة مخاطرة، ولا ينبغي حسبه اتخاذ حرمة الربا في الإسلام سببا لإلغاء ونفي القيمة الزمنية للنقود، فالإسلام حسبه يرفض الطريقة غير العادلة التي يقيم بها الزمن في الاقتصاد الوضعي ولا يلغها.<sup>1</sup>

أما مجدي علي محمد غيث، فيرى أن الاقتصاد التقليدي لا يفرق بين قيمة الزمن في البيوع والقروض، بينما نجد أن الاقتصاد الإسلامي رغم كونه يهتم بقيمة الزمن أيضا، إلا أن أحكام الزيادة مقابل الزمن في القرض مختلفة عن الزيادة مقابل الزمن في البيع الأجل (السلم). وبين أن مختلف كتب المذاهب الفقهية أشارت وأيدت اختلاف قيمة المبالغ المالية عبر الزمن؛ ومن ذلك القول "بفضل الحلول على الأجل"، و"فضل العين على الدين وعدم استوائهما في المالية"، و"الثلث يزداد لمكان الأجل"، و"الخمسمة نقدا تساوي ستة مؤجلة"، وهي أقوال وردت في أبواب الفقه المالي حسبه كالشفعة، والرهن، والسلم، وبيع التقسيط، والمرابحة، وزكاة الديون.<sup>2</sup>

وفي سياق حديثه عن سلوك البشر تجاه الزمن في ميلهم لتفضيل العاجل على الأجل، أورد جملة من الآيات تدلل على ذلك منها قوله تعالى: ﴿كَلَّا بَلْ تُحِبُّونَ الْعَاجِلَةَ﴾ (٢٠) ﴿وَتَذَرُونَ الْآخِرَةَ﴾ (٢١) ﴿سورة القيامة، وفيها تصريح بالتفضيل الزمني؛ حيث نقل عن رفيق يونس المصري قوله في السياق: "... ولا ينقض قاعدة التفضيل الزمني تفضيل المؤمنين للآخرة على الدنيا ولا ينقضها كذلك إنكار القرآن لحال عموم البشر لتفضيل الدنيا على الآخرة وذلك لسببين: أولا الدنيا محدودة وهي دار الزوال والآخرة ممدودة وهي دار قرار وخلود، ثانيا أن متاع الدنيا قليل، والآخرة فيها ما لا عين رأت ولا أذن سمعت ولا خطر على قلب بشر، وبعبارة أخرى فإن الله خلقهم مفسورين على حب الدنيا وإيثار العاجلة على الآخرة"<sup>3</sup>.

كما بين محمد غيث في شرح الآيتين: ﴿مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضَاعِفَهُ لَهُ أَضْعَافًا كَثِيرَةً وَاللَّهُ يَقْبِضُ وَيَبْسُطُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ﴾ (٢٤٥) ﴿سورة البقرة، وقوله تعالى: ﴿إِنْ تَقْرَضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضَاعِفَهُ لَكُمْ وَيَغْفِرْ لَكُمْ وَاللَّهُ شَكُورٌ حَلِيمٌ﴾ (١٧) ﴿سورة التغابن، أن موضع الاستدلال في بيان قيمة الزمن وتغير المبالغ المالية بسبب الزمن يظهر من مقدار التعويض الذي استحقه المقرض من الله تعالى، فالمقرض "بتنازله عن ماله زمنا

<sup>1</sup> MonzerKahl, "The Value of Money and Discounting in Islamic Perspective: Re-Visited", Review of Islamic Economics, Vol. 3, No. 2, 1994, P. 33.

<sup>2</sup> مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالي للفكر الإسلامي، ط1، فرجينيا، 2010، ص 11.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 53 نقلا عن رفيق يونس المصري، الجامع في أصول الربا، ط1، 1991، ص 330.

معينا جاءه التعويض والأجر العظيم باستحقاقه أجرا آخرويا مضاعفا عمّا قدمه، فالبشر يفضلون العاجل على الأجل... ولولا قيمة الزمن التي تنازل عنها ورغبته في المساعدة لما استحق الأجر العظيم".<sup>1</sup>

أما الأدلة من السنة النبوية المطهرة فهي أوضح حسبه في بيان أن للزمن قيمة، فالحديث المشهور "الذهب بالذهب والفضة بالفضة..." إلى آخر الحديث يبيّن أن "من شروط المبادلة العادلة في البيوع بين المتجانسين الربويين التساوي، ويختل التساوي إذا لم يتحد زمن قبض البديلين المتماثلين، وبما أن تأخير قبض أحد البديلين أو التأخير الزمني قد أحدث في أحد البديلين زيادة ناجمة عن الأجل، فإن هذا يدلّ على أن للزمن قيمة مالية في البيوع، ومن ثمّ تغيّرت قيمة المبالغ المالية ظهر في اشتراط اتحاد زمن المبادلة..."<sup>2</sup>

ومن بين المؤيدين لفكرة التفضيل الزمني الايجابي للنقود، نجد محمد فيروز عبد الخير (Mohamed Fairouz Abdul Khir) في بحثه حول مفهوم القيمة الزمنية للنقود، حيث أورد فيه العديد من الشواهد التي تدلّ على فضل الحاضر على الأجل المستقبلي، ومنها نقله عن السرخسي قوله: "إن الثمن المؤجل أنقص في المالية من الثمن الحال"، وعن ابن الهمام قوله: "من تتميم التماثل المساواة في التقابض، فإن للحال مزية على المؤخر"، وعن الكاساني قوله: "لأن العين خير من الدين والمعجل أكثر قيمة من المؤجل"، وعن ابن القيم الجوزية قوله: "إذا تساوى النقد مع النسيئة فالنقد خير وإن تفاوتتا، وإن كانت النسيئة أكثر وأفضل فهي خير"، وعن الرافعي تعليقا على كتاب الوجيز للغزالي قوله: "والدين المؤجل، قيل يلحق بالمغصوب، وقيل كالغائب الذي يسهل إحضاره، فإن أوجبنا لم يجب التعجيل في أصح الوجهين لأن الخمسة نقدا تساوي الستة نسيئة فيؤدي إلى الإجحاف به".<sup>3</sup>

وبعد استعراضه لآراء الكتاب والفقهاء المعاصرين حول القيمة الزمنية للنقود، كالمودودي، محمد أكرم خان، رفيق يونس المصري، فهيم خان، منذر قحف وأنس الزرقا، اعتبر أن منتقدي التفضيل الزمني الايجابي (PTP) (أكرم خان، فهيم خان، والمودودي)، بنوا حججهم على أسس عقلانية دون فحص وتمحيص نصوص شرعية وأقوال فقهية دلّت على حقيقة التفضيل الزمني، كما اعتبر أن موقفهم جاء

<sup>1</sup> مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 57.

<sup>2</sup> نفس المرجع ص 60.

<sup>3</sup> Mohamed Fairouz Abdul Khir, The Concept of the Time Value of Money: A Shari'ah Viewpoint, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance -ISRA, Research paper N°. 38, Kuala Lumpur, 2012, PP. 10-13.

\*لمزيد من التفصيل في الشواهد والأدلة حول قيمة الزمن في القرآن والسنة وأقوال الفقهاء، راجع:

- رفيق يونس المصري، الربا والحسم الزمني، مرجع سابق، ص.ص: 6-10 و 23-34؛

- مجدي علي محمد غيث، مرجع سابق، ص.ص: 53-75.

بدافع سعيهم لدحض ومعارضة حجج الاقتصاديين الغربيين الذين استخدموا التفضيل الزمني الايجابي للنقود لتبرير مشروعية الفوائد، مؤكداً على أن تحريم الربا في الإسلام لا ينبغي أن يؤدي إلى نفي التفضيل الزمني الايجابي (PTP)، معتبراً أنه رغم قبول المفهوم في كل من الاقتصاد الإسلامي والربوي، فإن تطبيقه في النظامين مختلف تماماً على اعتبار أن تطبيقه في الاقتصاد التقليدي يؤدي إلى الربا في شكل الحصول على فوائد أو نقود مقابل النقود، بينما في التطبيق الإسلامي للقيمة الزمنية للنقود، يستثنى الربا من الاقتصاد ويبقى التفضيل الزمني قائماً في التجارة والمعاملات الحقيقية بدليل سماحه بزيادة السعر لقاء تأجيل السداد في البيع المؤجل مستشهداً بأدلة مشروعيته، وكذا ببعض المبادئ العامة التي تدعم التفضيل الزمني.<sup>1</sup>

من خلال استعراض مختلف الآراء المؤيدة والمعارضة للقيمة الزمنية للنقود سواء على أساس فكرة التفضيل الزمني الايجابي أو غيرها، يؤيد الباحث الآراء المقررة بالقيمة الزمنية للنقود في الاقتصاد الإسلامي سواء من باب إمكانية التصرف في المال الحاضر وتوظيفه في نشاطات اقتصادية مشروعة تدر عليه عوائد في المستقبل، فيكون بذلك العائد الأدنى المأمول تحقيقه من توظيف الأموال بديلاً للاعتماد على معدلات الفائدة للخصم، أو من باب التفضيل الزمني الايجابي الغالب على سلوك البشر، وعديد الشواهد من الآيات والأحاديث وأقوال الفقهاء التي سبق ذكرها تدلّ على ذلك؛ إذ إن عقيدة المسلم مبنية على التفضيل الزمني من خلال تفضيله للفلاح والفوز بالجنة في المستقبل، لقاء تضحيته الآنية بالملذات الدنيوية وصبره عليها، كما ورد في صورة العصر التي أقسم فيها المولى سبحانه وتعالى بالزمن (العصر)، أن الإنسان لفي خسر أي أن نتيجة التقييم بدلالة الزمن خسارة، واستثنى منهم المؤمنين الذين عملوا الصالحات وتواصوا بالحق وتواصوا بالصبر، ففضلوا بذلك استثمار ما أتيح لهم في الدنيا من خيراتها وملذاتها وبذلوا الجهد وعملوا لنيل الآخرة، فنجد أن الآية قرنت قيمة الزمن بالنشاط الحقيقي (عمل الصالحات)، لذلك أحلّ البيع ولو كان بزيادة مقابل الزمن (السلم والبيع المؤجل أو النساء)، وحرّم الربا التي هي زيادة مقابل الزمن لا يقابلها نشاط حقيقي. وفي الآية أيضاً يتجلى التفضيل الزمني من خلال الصبر والتضحية الآنية للنجاح والفوز بالدار الآخرة التي هي خير وأبقى، فكما ينبغي على المسلم تفضيل الآخرة من باب إيمانه بأن نعيم الآخرة باقٍ مقابل نعم الدنيا الزائلة بمعنى أن منفعته المستقبلية أكبر من تضحيته الآنية، فكذلك يكون سلوك المسلم في شؤونه الدنيوية ومنها الاقتصادية

<sup>1</sup> Abdul Khir, Op. Cit., PP. 14-29.

إذ عليه أن يقارن تضحيته الآنية بمنافعه المستقبلية، والقول بأن هناك تضحية آنية تقتضي أن يكون مقابل التضحية أكبر قيمة من الآني وإلا لما وجبت هذه التضحية أصلاً.

### الفرع الثالث: معايير للقيمة الزمنية للنقود في الهالية الإسلامية

رغم الإقرار بالقيمة الزمنية للنقود من قبل العديد من الكتاب في الاقتصاد الإسلامي، إلا أن التطبيق العملي يجعل هذا المفهوم أقرب ما يكون من الممارسات الربوية في ظل النظام البنكي المزدوج الذي يطبع الواقع الحالي للصيرفة الإسلامية، مما دفع بالعديد من الكتاب إلى البحث عن ضوابط ومعايير محددة لتطبيق القيمة الزمنية للنقود تنأى بها عن شبهة الربا وارتباطها به. وفي هذا السياق يمكن تلخيص هذه المعايير كما بينها محمد فيروز خان كما يلي:<sup>1</sup>

– العقد الذي يربط السلعة محل المبادلة بالزمن: هذا الشرط ضروري لدفع شبهة ربا النسئة الناتج عن الزيادة النقدية مقابل الزمن دون أي رابط لها بالسلعة محل المبادلة؛ فمشروعية المربحة متأتية من هذا المبدأ، إذ الزيادة مقابل تأجيل السداد في المربحة ليست ديناً لذاتها وإنما هي ضمن سعر السلعة المتعاقد عليها الذي تراضى عليه الطرفين، بمعنى أنها منصهرة ضمن سعر السلعة المتعاقد عليه، بينما تكون الزيادة في القرض لقاء التأجيل غير مرتبطة بأي معاملة حقيقية وإنما قائمة لذاتها. وهنا يمكن الاسترشاد بأحد أهم المبادئ المتعارف عليها في العقود بأنه "يغتفر في الشيء ضمناً ما لا يغتفر فيه قصداً"<sup>2</sup>؛ أي أن الزيادة في البيع الآجل متضمنة ضمناً في العقد وليست هدفاً لذاتها. وفي ذات السياق اقترح عبد الخير مبدأً ليحكم تطبيق القيمة الزمنية للنقود صاغه بعبارة: "الأجل يبادل بالمال تبعاً لا استقلالاً"<sup>3</sup>.

– يجب أن تخلو العقود القائمة على القيمة الزمنية من أي محاولة للالتفاف على حرمة الربا، عبر إيجاد منافذ للربا بمسالك ظاهرها شرعي، بمعنى منع شرعنة ربا النسئة تحت غطاء عملية البيع الآجل عبر الحيل غير المشروعة.

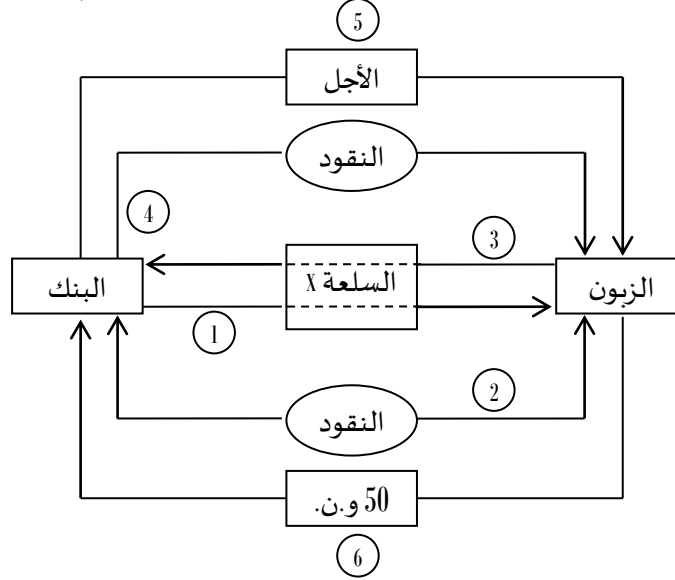
ومن الأمثلة على إحدى صور هذه الحيل المفضية للربا والتي تلجأ لها بعض البنوك، ما أورده عبد الخير من خلال المخطط التالي:

<sup>1</sup> Abdul Khir, Op. Cit., PP. 29-40.

<sup>2</sup> Ibid., P. 30.

<sup>3</sup> Ibid., P. 31.

شكل (3-1): مثال حول الحيل المفضية للربا



**Source:** Mohamed Fairouz Abdul Khir, The Concept of the Time Value of Money: A Shari'ah Viewpoint, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance -ISRA, Research paper N°. 38, Kuala Lumpur, 2012, P. 34.

تتلخص عملية الالتفاف الموضحة في المخطط في الخطوات التالية:

- 1- يقوم البنك ببيع السلعة X إلى الزبون بسعر 100 و.ن. مثلا على أساس تأجيل السداد؛
- 2- يسدد الزبون مبلغ 100 و.ن. للبنك على أقساط لمدة 10 أشهر فرضا؛
- 3- يقوم الزبون بإعادة بيع السلعة للبنك بسعر 60 و.ن. على أساس نقدي؛
- 4- يسدد البنك مبلغ 60 و.ن. للزبون نقدا؛
- 5- يبيع البنك الأجل للزبون مقابل 40 و.ن.؛
- 6- يسدد الزبون مبلغ 40 و.ن. للبنك كمقابل للأجل الممنوح من البنك.

واضح من خلال هذا المثال أن السلعة "X" ليست هي الغرض من العقد إنما أدخلت لتسهيل مبادلة المال بمال أعلى مقابل الأجل فهو بذلك عين الربا المحرم شرعا.

– ينبغي أن يتماشى تطبيق مفهوم القيمة الزمنية للنقود في العقود مع مقاصد الشريعة في المبادلات المالية: أي لا ينبغي أن يفضي تطبيقه إلى التعدي على مقاصد الشرع، فلا يتم اللجوء إلى الحيل الشرعية لتحقيق غايات أقل أولوية وأهمية من مقاصد شرعية أعلى أهمية، إذ هناك عقود إجرائيا مقبولة ولكن رفض التعامل بها من باب تحقيق غايات ومقاصد شرعية أعلى. فينبغي أن تكون المصالح الراجعة غالبية على المفسدات الراجعة، وهذا ما دفع بعض

- العلماء إلى القول ببطلان العينة شرعا رغم سلامتها من الناحية الإجرائية الشرعية إن لم يكن مآلها تحقيق مصالح راجحة، بينما عد نفس العقد مشروعاً شرعاً وقانوناً (صحيح قضاء وديانة) إن كانت المصلحة الراجحة من تطبيقه دون أي ضرر كان.<sup>1</sup>
- خلو العقود القائمة على القيمة الزمنية للنقود من أي غرر فاحش (excessive uncertainty)، وذلك عندما تكون نتيجة العقد غير معلومة أو مستور العاقبة للطرفين المتعاقدين، وحرمة الغرر نابعة من كونه مشابهاً للقمار.
- ينبغي أن يفضي تطبيق القيمة الزمنية للنقود لتحقيق قيم العدل في عقود البيع، والإحسان في عقود الدين: أي أن يفضي العقد لإشباع حاجة المشتري عند حصوله على سلعته من البائع، وتلبي حاجة البائع عند قبض المبلغ المتفق عليه في الأجل المحددة. بمعنى ضمان انتفاع الطرفين بالمعاملة لا أن تطلب الدراهم والدنانير لنفسها فتكون هي غاية المبادلة.

### المطلب الثاني: الخصر من منظور الاقتصاد الإسلامي

يعد الخصر من أهم المبادئ المعتمد عليها في الأدبيات المالية المعاصرة، فتقييم المشاريع الاستثمارية على سبيل المثال مبني على إيجاد القيمة الحالية للعوائد المتوقعة للمشروع، والتي تمتد على العديد من السنوات مما يجعل الوحدات النقدية المحققة في سنة ما تختلف عن عوائد السنوات الأخرى وإن تساوت من حيث المبلغ بسبب القيمة الزمنية للنقود التي سبق التطرق لها. إلا أن الاسترشاد بمعدل الفائدة في تحديد معدل الخصر المستخدم يطرح العديد من الشكوك حول مشروعية ذلك في الاقتصاد الإسلامي؛ فهل تعني حرمة الربا في الاقتصاد الإسلامي اعتماد سعر فائدة صفري، وما يعنيه ذلك من إلغاء للقيمة الزمنية للنقود، فيتساوى بذلك النقد المحقق بعد سنة مع النقد المحقق بعد 20 سنة مثلاً؟

لا شك أن تغييب أثر الامتداد الزمني لعوائد الاستثمار على عدد من السنوات في المفاضلة بين المشاريع يؤدي إلى تغييب عنصر الفعالية في تقييمها. ولكن من جانب آخر، هل من الطبيعي استخدام ما يصطلح عليه بجداول الفائدة المركبة في التقييم واتخاذ القرارات بينما يحرم التعامل بالفوائد؟ فيما يلي عرض وتحليل لمختلف الآراء حول الخصر وضوابطه في الاقتصاد الإسلامي:

<sup>1</sup> Ibid., P. 37.

### الفرع الأول: مشروعية الخصم في الاقتصاد الإسلامي

يرى عموم الفقهاء والمختصين في الاقتصاد الإسلامي جواز الخصم في التقييم، وأن الإسلام يفضل القيم الحالية على الآجلة، ويجوز بيع السلعة بثمن أجل أعلى من الثمن الحال، وقد تم فيما سبق عرض عديد الشواهد والأدلة على ذلك في سياق الحديث عن القيمة الزمنية للنقود.

تعد الورقة البحثية لمحمد أنس الزرقا سنة 1981، من أوّل وأبرز المساهمات التي بينت ووضحت مشروعية خصم العوائد المستقبلية لإيجاد قيمتها الحالية، وأن معدل العائد على الملكية، وليس معدل الفائدة، هو الأنسب للقيام بعملية الخصم. وقد استدل على ذلك بمثال بسيط طرحه على الفقهاء حول مشروعية عملية المفاضلة بين مشروعين وتفضيل الأول الذي يدر أرباحاً ثابتة سنوياً بمعدل 10% على مشروع آخر بتكلفة 100 دينار يحقق عوائد في السنة الثالثة ليصبح مقداره 130 ديناراً. هذا التفضيل منطلقه أن الأول سيصبح بعد سنة 110، بعد سنتين 121 و133 بعد ثلاث سنوات. ولم يروا أي مانع شرعي في تلك العملية، والتي تعد أساساً لعملية الخصم، مما يعني حسبه أن الخصم ليس أساسه التفضيل الزمني الايجابي للنقود، إنما يعود إلى كون أغلب المشاريع لها عوائد حدية إيجابية ما يجعل معدل العائد الأدنى المتوقع تحقيقه من مشروع ما هو أساس الخصم وليس معدل الفائدة.

فالعائد على الاستثمار حسبه مستقل تماماً عن معدل الفوائد الناتجة عن علاقات الإقراض والاقتراض وهو ما ذهب إليه فيشر أيضاً، وحتى المؤسسة التي تقرر عدم الاعتماد على أي مصادر تمويل خارجية (سواء ديون أو ملكية)، فبإمكانها حساب معدلات العائد لمشاريعها المختلفة وتوجيه أموالها بعقلانية لاختيار أفضلها.<sup>1</sup>

كما بين أن الخصم مطلوب وضروري في سبيل تحقيق أحد أهداف الإسلام المتمثل في محاربة الإسراف وضمنان فعالية استخدام الموارد، كما أنه من المشروع والمنطقي أن يختار المسلم المشروع الحلال الأكثر عائداً.<sup>2</sup>

وفي ذات السياق، يؤكد أنس المصري أن وسطية الإسلام تتجلى في كونه حرم الفائدة ولم يحرم الربح، على نقيض النظامين الاشتراكي والرأسمالي، فبينما نجد الأول يحرم كل ألوان العائد على رأس المال فائدة كان أم ربحاً، يمنح الثاني (أي النظام الرأسمالي) المال كل لون من ألوان العائد فائدة أو ربحاً.

<sup>1</sup> Anas Zarqa, an Islamic Perspective of the Economics of Discounting in Project Evaluation, Op. Cit., PP. 223-224.

<sup>2</sup> Ibid., P. 222.



وحسبه فإن معدل الربح المتوقع تحقيقه يمثل البديل في الاقتصاد الإسلامي لمعدل الفائدة للقيام بعملية الخصم.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يتبين أن عملية الخصم لا تعني إطلاقاً منح الشرعية للفوائد الربوية بقدر ما هي تعبير عن إمكانية استغلال الأموال في نشاطات مشروعة تدر عوائد بإمكانها أن تنمو من سنة لأخرى مما يعني أن المبلغ المتاح في الأجل القريب أعلى قيمة وأفضل من مبلغ متاح في الأجل البعيد وهذا يعني ضرورة القيام بالخصم لتوحيد وحدة القياس باعتبار أن الدينار الحالي لا يساوي الدينار المستقبلي وعليه لا يمكن مقارنة المبالغ المتحققة في مدد متباعدة إلا بعد خصمها وفق معدل خصم يأخذ بالحسبان معدل العائد الأدنى الممكن تحقيقه من توظيف الأموال وكذا خصوصية النشاط المراد الاستثمار فيه من حيث درجة المخاطرة وغيرها من العوامل التي سيتم الرجوع لها لاحقاً عند استعراض الباحث للنموذج المقترح لتحديد معدل الخصم.

### الفرع الثاني: مشروعية استخدام جداول الفائدة المركبة

فيما يخص الاعتماد على جداول الفائدة المركبة وما تثيره من شبهات لربطها بـ 'الفوائد المركبة'، يرى أنس الزرقا أن لا ضير في استخدام هذه الجداول ولا شبهة في ذلك، فمن الخطأ حسبه استخدام مصطلح الفوائد المركبة على تلك الجداول الرياضية لما تثيره من شبهة الربا، على اعتبار أن المعادلة الأساسية المستخدمة في إعدادها لا علاقة لها بالفوائد المركبة، ولا هي حكر على علم الاقتصاد، بل هي ببساطة "تعبير رياضي عن أي قيمة تنمو أو تتناقص بصفة أسية منتظمة وتستخدم من قبل العلماء لتتبع نمو البكتيريا والمجتمعات الإنسانية والحيوانية، وهي نفس المعادلة التي استخدمها الاقتصاديون لتحديد معدل نمو وتراجع العديد من المتغيرات... إن حقيقة استخدام نفس المعادلة في حساب نمو فوائد القروض لا تقتضي ضرورة تسميتها بمعادلة الفائدة المركبة، ولا ضرورة التخلي عنها إن سميت بذلك"<sup>2</sup>.

نفس الرأي تبناه محمد عبيد الله، فإن كان حسبه معدل الفائدة يمثل تكلفة الفرصة البديلة للأموال أو معدل العائد المتوقع تحقيقه من توظيف الأموال في البديل الذي يتمثل في إقراض الأموال بفائدة، فإنه في الاقتصاد الإسلامي المحرّم للفوائد، يكون معدل العائد المتوقع تحقيقه من الاستثمار "الحلال" هو معدل الخصم، وعليه فأسس طريقة التقييم تبقى ثابتة، والجداول المستخدمة في ذلك لا

<sup>1</sup> يونس المصري، الربا والحسم الزمني، مرجع سابق، ص. 46.

<sup>2</sup> Anas Zarqa, an Islamic Perspective of the Economics of Discounting in Project Evaluation, Op. Cit., P. 224.

تعدو أن تكون جداول رياضية يمكن تسميتها بـ "جداول النماء الدوري" أو أي تسمية أخرى تؤدي المعنى، بدلا من جداول الفائدة لما تحمله من شبهة.<sup>1</sup>

كما أكد يونس المصري على إمكانية ومشروعية استخدام جداول اللوغاريتمات والفائدة المركبة، والتي اقترح تسميتها بجداول نمو الأرباح باعتبارها: "وسيلة فنية تعد ثمرة لتطور العلوم الرياضية وأداة لتسهيل الحساب... وتبقى الحاجة إلى جداول الفائدة المركبة قائمة، أما اسمها فليس مهما كثيرا، فقد تسمى جداول نماء أو نمو أو حسم أو حطيطة أو غير ذلك، لأنها أداة رياضية حيادية، والخلاف الشرعي يكون في طبيعة التطبيقات المستندة إليها؛ فإذا كانت قروضا بفوائد بسيطة أو مركبة فلا تجوز، وإن كانت ببوعا أو مشروعات، فإنها لا شك مفيدة في تسهيل الحساب والوصول إلى القرار المالي المطلوب".<sup>2</sup>

مما سبق يمكن القول أن الجداول الرياضية المستخدمة في الخصم عبارة عن أداة رياضية حيادية ومجردة، وليست حكرا على تخصص أو ممارسات بعينها، وفي المجال المالي يرى الباحث أنه من الأجدر تسميتها بجداول الخصم أو الحسم بدل جداول الفائدة، فهي تستخدم لتحديد القيمة الحالية للمبالغ المستقبلية وفق معدل خصم قيمته تختلف بين النظام الإسلامي والنظام الربوي باختلاف مفهومه وكيفية تحديده في كل منهما، وهذا الاختلاف في القيمة والمفهوم لا يستدعي إطلاقا الاستغناء عن العلاقة الرياضية المستخدمة لإعداد هذه الجداول.

### الفرع الثالث: مشروعية الاسترشاد بهدلات الفائدة لتحديد هددلات عاند صيغ التمويل الاسلاميه

يتفق أغلب علماء الاقتصاد الإسلامي على أن الاسترشاد بمؤشرات قائمة على الفائدة مثل مؤشر ليبور (LIBOR) في حد ذاته لا يفسد العقود والمعاملات المالية الخالية من الموانع الشرعية، فإن طالب مستثمر بعائد في نشاط مشروع مساو للعائد المطلوب من مستثمر آخر في نشاط آخر غير مشروع (6% مثلا لكليهما)، فإن ذلك لا يعني انتقال حل المشروع ليصبح حراما، ومن الأمثلة التي يستشهد بها كثيرا في هذا السياق أن تساوي سعر بيع الدجاج المذبوح بطريقة شرعية مع سعر الدجاج المذبوح بطريقة غير شرعية لا يعني انطباق نفس الحكم الشرعي (الحرمة) لمجرد تساوي السعيرين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Mohammed Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Op. Cit., P. 40.

<sup>2</sup> يونس المصري، الربا والحسم الزمعي، مرجع سابق، ص. 48.

<sup>3</sup> Mahmoud A. El-Gamal, Islamic Finance: Law, Economics, and Practice, Cambridge University Press, 1<sup>st</sup> Ed., New York, 2006, P. 75.

لكن رغم كون الاسترشاد بأسعار الفائدة في حد ذاته ليس حراماً وممنوعاً، إلا أن علماء الاقتصاد الإسلامي يعتبرونه من الممارسات غير المرغوب فيها.<sup>1</sup> وأكدوا على ضرورة إيجاد مؤشرات بديلة للمؤشرات القائمة على الفوائد، لما يعنيه ذلك من دعم لصلاحية الفوائد في التخصيص الأمثل للموارد المالية.

#### الفرع الرابع: تحديد معدل الخصم في الاقتصاد الإسلامي

تم فيما سبق بيان أن العديد من الكتاب في المالية الإسلامية أقرّوا بمشروعية عمليات الخصم في تحديد القيمة الحالية للعوائد المستقبلية، إلا أن معدل الخصم المستخدم في النظام الإسلامي له خصوصيته التي تجعل من قيمته تختلف عن قيمته في النظام التقليدي، خصوصاً وأن هذه الأخيرة غالباً ما يعتمد في تحديدها على أسعار الفائدة التي، وعلاوة على حرمتها في الاقتصاد الإسلامي، فإن العديد من الاقتصاديين اعتبروها أداة رديئة في تخصيص الأموال ولا تستند لأسس متينة تجعل منها معياراً يعتد به لضمان كفاءة استخدام واستغلال الموارد. كل ذلك يستدعي إعادة صياغة الطريقة التي يتم بها تحديد معدل الخصم في الاقتصاد الإسلامي.

#### أولاً: المعايير المقترحة من قبل الباحثين في الاقتصاد الإسلامي

وردت العديد من المحاولات من قبل الباحثين في مجال الاقتصاد الإسلامي لإعطاء طرق بديلة لتحديد معدل الخصم في الاقتصاد الإسلامي. ويمكن إيجازها حسب تسلسلها الزمني حسب ما وردت من قبل كل من محمد غيث وأحمد الأقرع كما سيأتي بيانه، على أن ترد مناقشتها وملاحظات الباحث حولها بعدها وذلك لكون على العديد منها يشترك في نفس الملاحظات، تفادياً لتكرارها:<sup>2</sup>

#### 1- مقترح حسين شحادة 1978

اقترح استخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال للمشروعات محل المقارنة بمعنى حساب المقدار:  $\frac{\text{ربحية الاستثمار المتوقع للمشروع}}{\text{حجم رأس المال المستثمر في المشروع}}$  لكل مشروع محل المقارنة ثم بعدها حساب المتوسط الحسابي لهذه النسب.

<sup>1</sup> Ismail Bin Abdurrahman, Arief Salleh Bin Rosman, Islamic Cost of Capital: Profit Measurements and Investment Decisions from Authentic Sources, paper presented in the Proceeding of the 4<sup>th</sup> International Conference on Business and Economic Research (ICBER), 04 - 05 MARCH 2013, Bandung, Indonesia, P. 906.

<sup>2</sup> اعتمد في ذكر المقترحات على أعمال كل من:

- صالح قايد صالح أحمد الأقرع، سياسة التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: اليمين أنموذجاً، رسالة دكتوراه غير منشورة، المعهد العالمي للمصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية-ماليزيا، 2013، ص.ص. 157-172؛  
- مجدي علي محمد غيث، مرجع سابق، ص.ص. 199 - 208.

**2- مقترح معدل الخارجي 1982**

اقترح استخدام معدل العائد على الودائع المركزية قصيرة الأجل لدى البنك المركزي الإسلامي في نظام بنكي تام الأسلمة، والذي سماه اختصاراً بـ "معام".

**3- مقترح محمد أنس الزرقا 1982**

اقترح استخدام معدل الربح الداخلي لاستثمارٍ بديلٍ حلالٍ يتحد مع المشروع قيد الدراسة بنفس درجة المخاطرة.

**4- مقترح سيد الهواري 1984**

أكد على ضرورة أن يحدد العائد الأفضل اعتماداً على معايير تأخذ بعين الاعتبار سلم الأولويات الإسلامية والسلامة الشرعية. واقترح الاعتماد على معدل العائد لأحسن استثمارٍ بديلٍ يتصف بنفس مواصفات المشروع محل التقييم يتساوى معه في المخاطرة.

**5- مقترح كوثر الأبيحي 1985**

اقترحت الاعتماد على "متوسط المعدل المقترح مقدراً بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المثلية التي تتصف بنفس درجة مخاطرة المشروع تحت الدراسة".

**6- مقترح محمد فهد خان 1991**

اقترح ان يعتمد تحديد معدل الخصم على المقارنة بين تفضيل المستهلك للاستهلاك الحاضر والاستهلاك المستقبلي والفرق بينهما.

**7- مقترح حمدي عبد العظيم 1996**

اقترح كمعدل للخصم استخدام معدل الأرباح للبنوك الإسلامية مرجحاً بنسبة متوسط الربح في البنوك الإسلامية إلى متوسط الربح في الجهاز المصرفي كله.

**8- مقترح بونس المصري 2000**

اقترح الاعتماد على الفرق بين الثمن المعجل والمؤجل لاستخراج نسبة مئوية تناسب بدورها إلى وحدة زمنية معينة مستنداً على مشروعية الزيادة في البيع المؤجل على المعجل، والتي سبق التطرق لها عند الحديث عن القيمة الزمنية للنقود في الاقتصاد الإسلامي.

**9- مقترح محمد غيث 2010**

اقترح الباحث أن يتم تحديد معدل الخصم على أساس المتوسط الحسابي البسيط لمجموعة من المعدلات الأخرى والمتمثلة في:

- معدل عوائد الاستثمار على المشروعات المثيلة؛
- معدل الزكاة؛
- معدل التضخم؛
- معدل المخاطرة.

ثانيا: مناقشة المعايير المقترحة والأسس التي ينبني عليها تحديد معدل الخصم

بعد عرض مختلف المعايير المقترحة من قبل الباحثين في الاقتصاد الإسلامي، يمكن إيراد الملاحظات التالية:

1. بخصوص مراعاة السلامة الشرعية للمشروع (سيد الهواري): لا شك أن السلامة الشرعية للمشروع لها أهميتها وأولويتها في الاقتصاد الإسلامي إلا أنه لا ينبغي الخلط بين بين التقييم الشرعي والتقييم الاقتصادي، إذ يرى الباحث أن تكون السلامة الشرعية مرحلة مستقلة من مراحل التقييم، بعدها تأتي مرحلة التقييم المالي والاقتصادي للاختيار من بين البدائل المقبولة شرعا، الأكثر كفاءة في تخصيص الموارد، مما يعني ضرورة أن يكون المعيار الاقتصادي مستقلا عن الاعتبارات الشرعية ويهتم بالتقييم من زاوية اقتصادية بحتة. وهذا ما ذهب إليه كذلك أحمد الأقرع الذي اقترح "استبعاد العامل الخاص بالأولويات الإسلامية لأن المناسب أن يكون ضمن المعايير الشرعية لا المالية"<sup>1</sup>.

2. بخصوص مراعاة الأولويات الإسلامية في تحديد معدل الخصم (سيد الهواري): يرى الباحث أنه من غير المناسب مطالبة المشاريع الخاصة بضرورة مراعاة الأولويات الإسلامية على اعتبار أن تحديدها وإيجاد السبل والآليات لتجسيدها من اختصاص السلطات العمومية من خلال مجموعة من الإجراءات التحفيزية والإعفاءات والإعانات لفائدة المشاريع ذات الأولوية، هذه الامتيازات تجعل التقييم الاقتصادي البحت للمشاريع المختلفة يميل إلى تفضيل هذه المشاريع نظرا للقيمة الاقتصادية والمزايا النسبية من تلك التحفيزات والإجراءات، أما المشاريع الخاصة فليس لها لا القدرة ولا الأهلية لتحديد أولوية المشاريع.

3. بخصوص اعتماد الفرق بين الثمن المعجل والمؤجل لتحديد معدل الخصم (يونس المصري، فهيم خان): هنا تطرح إشكالية أي منهما يعتمد على الآخر، إذ يفترض أن يتم تحديد ثمن البيع المؤجل آخذين بعين الاعتبار معدلات العائد الممكن تحقيقها من توظيف الأموال توظيفات بديلة، مما يعني ضرورة أن يستند تحديد ثمن البيع الأجل على معدل الخصم وليس العكس.

<sup>1</sup> أحمد الأقرع، مرجع سابق، ص 162.

علاوة على ذلك، فإن بناء تقييم مختلف المشاريع الاستثمارية على الفرق بين ثمن البيع الآجل والحال دون مراعاة لمردودية ومخاطرة وخصوصية كل قطاع، يجعل من الاعتماد على هذا الأساس غير مناسب لتحديد معدل الخصم.

كما أن البيع الآجل غالباً ما يكون لفترات قصيرة، بينما يستخدم معدل الخصم لإيجاد القيمة الحالية لعوائد تمتد للعديد من السنوات. وهو نفس الانتقاد الذي يمكن توجيهه لمقترح الاعتماد على الودائع المركزية قصيرة الأجل لتحديد معدل الخصم (معبد الجارحي).

4. بخصوص اقتراح معايير للخصم في ظل نظام بنكي تام الأسلمة (الجارحي): هذه المعايير تصبح غير عملية على اعتبار أن أغلب الأنظمة السائدة حالياً قائمة على النظام المزدوج في أفضل الحالات، كما لا يقدم بديلاً للتقييم في البلدان الغربية التي سمحت بنوافذ إسلامية أو التي يغلب عليها النظام البنكي التقليدي.

5. بخصوص استخدام متوسط مجموعة من المعدلات (الأبجي، غيث، شحادة):

— بالنسبة للمعدل المقترح من طرف الأبجي فيتميز بصعوبة تحديده لكونه يعتمد على حجم كبير من المعلومات والبيانات التفصيلية على شكل سلاسل زمنية على المشروعات المثيلة، علاوة على أن حساب الأوزان الترجيحية يحتاج بدوره إلى معلومات عن تكرار حدوث العائد وأن عدم توفر هذه المعلومات يؤدي إلى الاعتماد على التقدير الشخصي حسب الباحثة مما يعني تحويل المقياس إلى مقياس شخصي.

— أما بالنسبة لمقترح غيث ورغم اشتماله على عناصر أساسية وهامة يتفق معه الباحث في ضرورة عدم إهمالها في تحديد معدل الخصم (معدل عوائد المشروعات المثيلة، معدل الزكاة، معدل التضخم، معدل المخاطرة)، إلا أنما يعاب عليه اعتماده على المتوسط الحسابي البسيط لهذه العناصر في تحديد معدل الخصم، مما يعني أنه وضع كل العوامل على نفس القدر من التأثير والأهمية (نفس الملاحظة لمقترح حسين شحادة). فعنصر المخاطرة على سبيل المثال يفترض أن يحظى بوزن نسبي أعلى بالنسبة للمشاريع عالية المخاطرة مقارنة بقليلة المخاطرة، كما أن نسبة الزكاة المرتفعة في القطاع الفلاحي ستؤدي إلى زيادة الميل لرفضها مقابل المشاريع التجارية مما يعني أنه لن يكون عادلاً في تخصيص الموارد بشكل متوازن وهو ما

ذهب إليه أيضا أحمد الأقرع، الذي أضاف صعوبة تحديد معدل المثلية "إذ أن آلية جمع البيانات لهذا المعدل ليست واضحة وتحتاج إلى المزيد من التمحيص"<sup>1</sup>.

— أما مقترح حسين شحادة فاستخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال المستثمر، يعني عدم أخذه لخصوصية كل استثمار، مما يجعل المعدل موحدًا لكل الاستثمارات ويلغي أي فروق بينها. كما يعاب عليه إهماله لحقيقة أن معدلات عائد مقبولة في قطاع ما تعد مرفوضة في قطاع آخر.

#### 6. ملاحظات حول باقي المقترحات (محمد أنس الزرقا، عبد العظيم):

— بالنسبة لأنس الزرقا، فرغم تأكيده على ضرورة أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار إلا أن إيجاد مشاريع على درجة متساوية من المخاطرة صعب للغاية، لذلك يرى الباحث أنه من الأفضل إعطاء علاوة أو منحة للمخاطرة للبدائل المشابهة تتناسب طرديًا مع زيادة مخاطرة المشروع.

— أما مقترح عبد العظيم فقد انتقده غيث لجمعه بين البنوك التقليدية والإسلامية في الاعتماد على الأرباح التي تتحقق في كليهما، مع أن أرباح البنوك التقليدية عبارة عن فوائد، وليست أرباحاً، ولا تعكس هذه. الفوائد تكلفة الفرصة البديلة.<sup>2</sup>

#### ثالثاً: النموذج المقترح من طرف الباحث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الإسلامية (ICAPM) (Islamic Capital Asset Pricing Model)

بعد استعراض الآراء والبدائل المختلفة المقترحة حول معدل الخصم في الاقتصاد الإسلامي، يقترح الباحث نموذجاً مستوحى من نظرة الإسلام للمال ووجوب توظيفه، فيكسبه بذلك هويته الإسلامية، ومن جانب آخر يتميز بالمرونة، بحيث يشتمل على العديد من العوامل المؤثرة المحددة للعوائد المتوقعة من بديل ما، وإن تعذر الحصول عليها في بدايات هذا النموذج أو لعدم توفر البيانات اللازمة، فيمكن قصره على عامل المخاطرة الذي يحظى بالإجماع في أهمية أخذه بعين الاعتبار، وفي هذه الحالة يمكن تبسيط النموذج ومقارنته بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية المعروف بغية الاستفادة من الكم الهائل من الأبحاث الاقتصادية النظرية والتطبيقية وإجراء المقارنات، دون أن يفقد النموذج هويته المبنية أساساً على عدم الاعتماد على الفوائد لتكون مرجعاً له.

<sup>1</sup> أحمد الأقرع، مرجع سابق، ص 161.

<sup>2</sup> غيث، مرجع سابق، ص 207.

## أ- العناصر المكونة لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار

يرى الباحث أن معدل العائد المطلوب على استثمار ما ينبغي أن يشتمل على العناصر التالية:

1. عائد الفرصة البديلة 2,5% ( $R_0$  Opportunity Return Rate)

إن أول ما يتحقق من توظيف الأموال هو تجنب تآكل أو تناقص الأموال بنسبة 2,5% (الزكاة)، فالشريعة الإسلامية تعاقب تجميد الأموال وعدم تدويرها والانتفاع بها، فيكون بذلك بديل عدم توظيفها هو تأكلها بهذه النسبة، فتكون الخسائر الناجمة عن خيار عدم التوظيف هي (-2,5%)، فيقترح الباحث تسمية هذه النسبة ب: عائد الفرصة البديلة، فمن المعلوم أن العوائد الممكنة تحقيقها من بديل استثماري للبديل محل التقييم تعتبر كتكلفة (تسمى تكلفة الفرصة البديلة)، فإنه في الحالة العكسية فإن التخلص من تكاليف يتضمنها البديل (المتثلة في -2,5% لخيار عدم التوظيف أو الاستثمار) يعتبر عائداً، وقياساً على تعريف تكلفة الفرصة البديلة على أنها القيمة المتوقعة لعوائد البدائل، يمكن تعريف عائد الفرصة البديلة على أنها القيمة المتوقعة للتكاليف المتخلص منها للبدائل (عدم التوظيف هنا)، فكما أن عوائد البدائل تمثل تكلفة الفرصة البديلة، فإن تكاليف البدائل تمثل عائد الفرصة البديلة.

لقد حارب الإسلام ظاهرة الاكتناز وضمها ورغب في تدوير الأموال، وسلط عقوبة على المال المكنوز لحرمان المجتمع من الانتفاع به متمثلة في النسبة 2,5% على المال الذي دار عليه الحول وبلغ النصاب، فإن لم يوظف في عمارة الأرض حرم المجتمع من منافعه، لذلك كانت هذه النسبة ترغيباً في تدوير الثروة لنمائها ليستفيد منها رب المال والمجتمع على حد سواء.

ويمكن النظر لهذه النسبة من زاوية أخرى من جانب كونها الحد الأدنى المطلوب تحقيقه من توظيف وتدوير الأموال في الاستثمار أو الحد الأدنى للكفاءة المطلوبة من توظيف الأموال في الاقتصاد الإسلامي، فهي النسبة الغالبة للزكاة وأدناها في النشاطات ذات الطابع الاستثماري. وكأن الشرع يعتبر أن أدنى نسبة لنماء الأموال ينبغي ألا تقل عن 2,5%، فيمكن اعتبارها كذلك الكفاءة الحدية لتوظيف الأموال، أو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه من توظيف الأموال في حالة عدم وجود تضخم.



2. معدل التضخم ( $R_i$ )

بينت العديد من الدراسات أن التضخم مصدره الأساسي الفوائد الربوية، وأن النظام الاقتصادي الإسلامي أقل تضخماً من الاقتصاديات الغربية<sup>1</sup>، إلا أن أغلب البلدان الإسلامية تشهد حالياً معدلات تضخم مرتفعة بسبب ارتباطها وتبعيتها للغرب والارتباط الوثيق لعملاتها بالعملة المهيمنة عالمياً (الدولار، اليورو، الخ)، ذات الطبيعة التضخمية، وكذا بسبب العولمة الاقتصادية.

وبعيداً عن البحث عن أسباب هذه الظواهر التضخمية وكيفية الحد منها، فإن ما يهمننا في هذا السياق هو إبراز ضرورة أن تؤخذ بعين الاعتبار في تحديد معدل الخصم، فمعلوم أن النقود هي وسيلة القياس المعتمد عليها، ومن خصائص وحدات القياس ثباتها (الكيلوغرام، المتر، اللتر، الخ)، ومعلوم كذلك عدم ثبات قيمة النقد، وعليه فحتى تحافظ على خاصية قابلية اعتمادها للقياس (كباقي وحدات القياس الأخرى)، وجب أخذ التضخم بعين الاعتبار.

رغم صعوبة التنبؤ الدقيق بمعدلات التضخم في الأمد البعيد، إلا أنه غالباً ما تكون الانحرافات في الظروف العادية ضئيلة مقارنة بالنسب المقدرة، وعليه يمكن الاعتماد على توقعات معدلات التضخم للبلد الذي يتم فيه تجسيد المشروع والمعلن عنها من قبل بعض الهيئات الدولية (صندوق النقد الدولي مثلاً)، والتأكيد هنا على ضرورة الاعتماد على الهيئات الدولية المعروفة في تقدير نسب التضخم نابع من أهمية توحيد المعايير وقابليتها للمقارنة.

لا شك أن نسب التضخم غالباً ما تتغير من سنة لأخرى، لكن يرى الباحث أن يتم الاعتماد على متوسط معدلات التضخم المتوقعة لسنوات العمر الافتراضي للمشاريع محل التقييم.

يعبر العنصرين السابقين (عائد الفرصة البديلة، ومعدل التضخم) عن الحدود الدنيا للعائد المطالب به منعا لتآكل الثروة، وهي ثابتة لكل المشاريع الاقتصادية في دولة ما أو مجموعة من الدول التي لها نفس معدلات التضخم. ولا تتغير هذه النسبة بتغير طبيعة المشروع أو القطاع الذي تنتهي إليه ولا علاقة لها بخصوصية الاستثمار المراد تقييمه، ويمكن تسميتهما مجتمعين بـ "معدل انحفاظ الثروة"

أراجع على سبيل المثال:

- Hanudin Amin, Rosita Chong, "Substitution Effects: Do Inflation and deflation Affect Islamic Home Financing?", Labuan e-Journal of Muamalat and Society, Vol. 1, 2007, PP. 41-51, P. 48;

- Hifzur Rab, Impact of Inflation on Mudarabah Profits: Some Observations, *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 17, No. 2, PP. 21-25, 2004, P. 24.

(Wealth Preservation Rate  $R_p$ ). أما الجزء الذي سيلبي بيانه من العائد فيختلف من مشروع لآخر حسب مجموعة من العوامل والخصوصيات التي سيتم إيرادها فيما بعد.

### 3. معدل النماء لاقتصاد ما أو قطاع اقتصادي ما

يهدف توظيف الأموال في النشاط الاقتصادي إلى تحقيق نماء الثروة، ولا يتأتى ذلك إلا من خلال تحقيق معدلات تضمن أولاً عدم تآكل الثروة  $R_p$  (عائد الفرصة البديلة، ومعدل التضخم)، ومعدل لنمائها ( $R_g$  Wealth Growth Rate)، أي أن عوائد المشاريع في اقتصاد ما أو قطاع ما تكون وفق المعادلة:

$$E(R_m) = R_p + E(R_g) \dots (1) \Rightarrow E(R_g) = E(r_m) - R_p \dots (2)$$

علماً أن:

—  $E(R_m)$ : معدل العائد المطلوب في اقتصاد ما أو قطاع اقتصادي ما

—  $R_p$ : معدل انحفاظ الثروة ( $R_0 + R_i$ )

—  $E(R_g)$ : معدل النماء الحقيقي لثروة المجتمع

### 4. معدل العائد المطلوب للمشروع (معدل الخصم) $E(R_e)$ Entity's Return Rate

مما لا شك فيه أن العوائد المطلوبة لمشروع ما غالباً ما تختلف عن معدل العائد المتوقع في الاقتصاد الذي سيتجسد فيه، وحتى في نفس القطاع تبعاً للخصوصيات والعوامل التي تميز هذا المشروع (والتي سنأتي على ذكرها لاحقاً)، ومما يلاحظ أيضاً أن العوائد المتوقعة على مشروع معين لا تتحدد بمعزل عن معدل العائد المتوقع في الاقتصاد الذي سيتجسد فيه؛ فالمستثمر الرشيد سيطلب ويتوقع عوائد مرتفعة في ظل ارتفاعها في اقتصاد معين، والعكس صحيح أيضاً. وعليه يمكن القول أن عوائد المشروع هو دالة لعوائد المجتمع، معالمها تتحدد في ضوء الخصائص والعناصر المميزة للمشروع والمؤثرة بصفة مباشرة على اختلاف عوائده عن عوائد المجتمع، أي:

$$E(R_e) = \beta [E(R_m)] \Leftrightarrow E(R_e) = \beta [R_p + E(R_g)] \dots (3)$$

من جانب آخر قلنا أن معدل انحفاظ الثروة ثابت في ظل اقتصاد معين أو قطاع اقتصادي معين (لكونه عبارة عائد الفرصة البديلة (2.5) + معدل التضخم الذي ينطبق على كافة المشروعات في اقتصاد دولة ما) وعليه تصبح العلاقة السابقة كما يلي:

$$E(R_e) = R_p + \beta [E(R_g)]$$

بتعويض قيمة  $E(Rg)$  بما يساويها من المعادلة رقم (2) نحصل على:

$$E(Re) = R_p + \beta[E(Rm) - R_p] \quad \dots (4)$$

يمثل المقدار  $[E(Rm) - R_p]$  معدل نماء ثروة المجتمع بعد تحقيق معدل انحفاظ الثروة  $R_p$  (أي مقدار الزيادة surplus في معدل العائد في اقتصاد ما عن معدل انحفاظ الثروة).

أما المقدار  $\beta$  فيمثل دالة للعوامل المؤثرة على اختلاف عوائد مشروع معين عن عوائد المجتمع وهو معطى بالصيغة التالية:

$$\beta = f(B_1, B_2, \dots, B_n) = \sqrt[N]{(B_1 \times B_2 \times \dots \times B_n)} = \sqrt[N]{\prod (B_1, \dots, B_n)} = \left[ \prod (B_1, \dots, B_n) \right]^{\frac{1}{N}}$$

علما أن:

–  $\prod (B_1, B_2, \dots, B_n)$  يمثل الجداء الديكارتي للمعلومات  $B_1, B_2, \dots, B_n$  –  
 –  $N$ : يمثل عدد العوامل المؤثرة على معدل النمى للمشروع  $(B_i)$  الغير معدومة، والتي تختلف قيمتها عن 1 أي:

$$N = \text{count}(B_i) / B_i \neq 1 \quad (N=n \text{ if } \forall B_i, B_i \neq 1)$$

–  $B_1, B_2, \dots, B_n$  تمثل مجموعة العوامل المؤثرة على اختلاف معدل نمى عوائد مشروع ما مقارنة بمعدل نمى ثروة المجتمع  $[E(Rm) - R_p]$ . وتتميز هذه العوامل بالخصائص التالية:  
 –  $B_1, \dots, B_n > 0$ : بحيث تستخدم القيمة المطلقة للعلاقة الرياضية المستخدمة لتحديد القيمة لكل عنصر  $B_i$  وتصاغ العلاقة الرياضية على أساس أن العوامل التي لا تأثر على تغير معدل نمى عوائد المشروع مقارنة بمعدل نمى عوائد المجتمع (لا تؤثر أو يراد تحييدها بسبب غياب المعلومات الكافية عنها لأخذها بعين الاعتبار) تأخذ قيمة 1 (أي يهمل العنصر وبالتبعية لا يؤخذ في حساب قيمة  $N$ ) كما أشرنا.

– إذا كان  $B_i < 1$  فمعنى ذلك أن هذا العامل  $B_i$  محفز سيؤدي إلى زيادة العوائد المطلوبة للمشروع محل التقييم مقارنة بعوائد المجتمع؛

– إذا كان  $B_i > 1$  فمعنى ذلك أن هذا العامل مبطئ يؤدي إلى المطالبة بمعدل نمى أقل من معدل النمى للمجتمع.

## ب- مثال توضيحي

لنفترض أن عوائد المشروع محل التقييم دالة لعوائد المجتمع ويتحكم فيها عاملين أساسيين هما:

–  $B_1$  المخاطرة: تمثل درجة تذبذب عوائد المشروع مقارنة بعوائد المجتمع وتحدد وفق العلاقة

$$B_1 = \left| \frac{cov(Rm, Re)}{var(Rm)} \right|$$

ولنفترض أنه بعد حسابها تحصلنا على  $B_1 = 1,09$

–  $B_2$  خصوصية عوائد القطاع  $E(R_{Sec})$  الذي ينتمي إليه المشروع مقارنة بعوائد المجتمع

$E(Rm)$  (قطاع التكنولوجيا على سبيل المثال يتميز بعوائد مرتفعة نسبيا عن متوسط

العوائد في اقتصاد معين):

في هذه الحالة يمكن اقتراح العلاقة التالية:

$$B_2 = \left| 1 + \frac{E(R_{Sec}) - E(Rm)}{E(R_{Sec})} \right|$$

فإن كان معدل العائد المتوقع في قطاع التكنولوجيا هو 12 بينما يقدر بـ 10 فسنحصل على

$$B_2 = \left| 1 + \frac{12 - 10}{10} \right| = 1,12$$

إذن في هذه الحالة يكون لدينا:

$$N=2;$$

$$\beta = \sqrt[2]{(B_1 \times B_2)} = \sqrt[2]{1,09 \times 1,12} = 1,105$$

إذا كان معدل التضخم قدر بـ 3% فتصبح بذلك كل معالم المعادلة متوفرة إذن:

$$\bullet \text{ معدل انحفاظ الثروة } R_p = 3 + 5,5\% = 8,5\%$$

$$\bullet \beta = 1,105$$

ويكون معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) للمشروع محل التقييم هو:

$$E(Re) = R_p + \beta [E(Rm) - R_p] = 8,5\% + 1,105(10 - 8,5)\% = 10,472\%$$

ت- خصائص ومزايا النموذج

يتميز هذا النموذج بمرونته؛ إذ يمكن استخدامه حسب توفر المعطيات حول العوامل المؤثرة على

اختلاف عوائد المشروع عن المجتمع  $B_i$ ، يبقى أن تنصب الجهود على حصر هذه العوامل التي ينبغي أن

تشتمل عليها الدالة وأن توحد طريقة الحساب لها (مقترح الباحث حول هذه العوامل وكيفية حسابها سيرد فيما بعد).

من مزايا النموذج أيضا أنه قابل للتطبيق والمقارنة إذ يكفي معرفة العوامل التي أخذت بعين الاعتبار في تحديده لتسهيل عملية المقارنة. وحتى يتم ضمان قابلية النتائج للمقارنة، فلا بد من ذكر المعلمات  $B_1$  التي استخدمت في الحساب مع ذكر العلاقة الرياضية المستخدمة لكل معلمة  $B_1$  في المثال السابق يمكن الترميز للنموذج اختصارا بـ:

$$ICAPEM_{(B_1, B_2)} / B_1 = \left| \frac{cov(Rm, Re)}{var(Rm)} \right| . B_2 = \left| 1 + \frac{E(R_{Sec}) - E(Rm)}{E(R_{Sec})} \right|$$

$B_1$ : مخاطرة أو تذبذب عوائد المشروع؛

$B_2$  عامل نسبة عوائد القطاع إلى عوائد الاقتصاد.

### ث- مقارنة النموذج بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من أشهر النماذج التي تستخدم في تحديد معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، وقد حضي بالاهتمام في كم هائل من الدراسات النظرية والتطبيقية التي سعت لتحديد طريقة استخدامه سواء في مالية الأسواق أو مالية المؤسسة.

تهدف هذه المقارنة بين النموذجين إلى بيان أوجه التشابه بينهما، وهذا ما سيسمح بالاستفادة من الدراسات الميدانية حول النموذج مما سيسهل أمام الباحثين الاختبار الميداني للنموذج المقترح، علما أن أهم ما افتقدته المقترحات السابقة هو الدراسات الميدانية وعدم ضبط كيفية تطبيقها واختبار صحتها في الحياة العملية.

كما تبرز هذه المقارنة الخصوصية أو الميزة التي تجعل النموذج المقترح بعيد عن شبهة الربا ومعالجته لأهم شق في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يثير ارتياب الباحثين في الاقتصاد الإسلامي (هو العائد الخالي من المخاطرة المعتمد أساسا على أسعار الفائدة للسندات الحكومية كما سيتم تفصيله لاحقا)

ينص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على أن على أن تكلفة الملكية تساوي إلى معدل العائد الخالي من المخاطر (عادة ما يعبر عنه بمعدل الفائدة على السندات الحكومية طويلة الأجل) مضافا إليه

الخطر النظامي على المؤسسة (معبر عنه بـ Beta) مضروباً في السعر السوقي لعلاوة المخاطرة. وتصاغ معادلة تكلفة الملكية  $R_S$  كما يلي:

$$R_S = R_F + \text{beta} \times [E(R_m) - R_F].$$

حيث:  $r_f$  معدل العائد الخالي من المخاطر.

$E(R_m)$ : معدل العائد على محفظة السوق.

$E(R_m) - R_f$ : علاوة على مخاطر السوق.

Beta: الخطر النظامي لأموال الملكية (الأسهم).

من جانب آخر، إذا اقتصرنا في النموذج المقترح  $ICAPEM_{(B)}$  في أخذ العوامل المؤثرة على اختلاف عوائد مشروع معين عن عوائد المجتمع  $\beta$  على عنصر المخاطرة فقط أي  $B_1 = \text{Beta}$ ، (وبالتالي  $N=1$ ) فينتج عن ذلك:

$$\beta = [\prod(B_1, \dots, B_n)]^{\frac{1}{n}} = [\prod(B_1)]^{\frac{1}{1}} = B_1 = \text{Beta}$$

وعليه ينتج لدينا:

$$\begin{cases} E(R_e) = R_p + \text{Beta} \times [E(R_m) - R_p] \dots (ICAPEM) \\ E(R_s) = R_f + \text{Beta} \times [E(R_m) - R_f] \dots (CAPEM) \end{cases}$$

يتضح جلياً من خلال مطابقة المعادلتين أن هناك تشابهاً كبيراً بين النموذجين والاختلاف بينهما يكمن في المعدل الخالي من المخاطرة،  $R_f$  في نموذج CAPEM، الذي يقابله  $R_p$  في النموذج المقترح، ولعل ذلك أهم ميزة لهذا الأخير كونه يعطي مفهوم مغاير للعائد الخالي من المخاطرة  $R_f$  الذي كان يشكل أهم المحاذير في تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كونه يعتمد على عائد للنقد مقابل الزمن، بينما استوحي معدل انحفاظ الثروة  $R_p$  من ترغيب الشريعة الإسلامية في توظيف الأموال، وفرض نسبة 2,5 بالمائة على المال غير الموظف، فكانت هذه النسبة بمثابة معدل عائد الفرصة البديلة (عدم التوظيف وتأكل الثروة بهذه النسبة) مضاف لها نسبة التضخم.

لا ينبغي أن يدفع هذا التقارب إلى القول بالانطباق الكلي بينهما، فعلاوة على الفرق الجوهرى بين المقدارين  $R_p$  و  $R_f$  الذي أشرنا إليه، فإن النموذج المقترح كما تم بيانه له مرونة تمكنه من أخذ عناصر أخرى تؤثر على اختلاف عوائد المشروع عن متوسط العائد في اقتصاد ما وهي النقطة التي انتقد فيها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هذه العوامل تتطلب أن تنصب الجهود حولها من أجل حصرها وتحديد العلاقة الرياضية المستخدمة لحسابها على أن تكون هذه الأخيرة تؤدي دائماً إلى القيمة  $I$  لكل

عامل حيادي ولا يؤثر على اختلاف عوائد المشروع مقارنة بعوائد المجتمع. وفيما يلي ذكر لأبرز هذه العوامل حسب ما يراه الباحث:

### ج- العوامل المؤثرة على اختلاف معدل نماء ثروة المشروع عن معدل نماء ثروة المجتمع ( $B_i$ )

هناك العديد من العوامل التي تدفع بعوائد المشروع للاختلاف عن متوسط العوائد التي تتحقق في اقتصاد ما أو قطاع اقتصادي ما، وقد تطرقت إليها العديد من الدراسات، وأتفق على مجموعة منها واختلف في أخرى. فيما يلي عرض لها حسب درجة أهميتها وتأثيرها حسب ما يراه الباحث:

#### 1. عنصر المخاطرة ( $B_1$ )

تعتبر المخاطرة أهم عنصر يتحدد في ضوئه معدل العائد المطلوب من المستثمرين، إذ من المنطقي أن يميل المستثمر في حالة المشاريع ذات العوائد المتساوية إلى تفضيل الأقل مخاطرة، مما يعني ضرورة أن تضمن المشاريع عالية المخاطرة عوائد أعلى تحفزهم على تقبلها، ونعني بالمخاطرة درجة تذبذب عوائد المشروع واختلافها، هذه الأخيرة تقاس غالباً بالانحراف المعياري، أما في حالة مقارنتها مع أخرى فيلجأ إلى التباين المشترك بينهما. وبالنسبة لهذا النموذج، ومادامت المقارنة تتم مع متوسط معدل العائد في اقتصاد ما أو قطاع اقتصادي ما، فإن عنصر المخاطرة يتمثل في مدى التذبذب في العوائد لبدل معين مقارنة بالتذبذبات الحاصلة في الاقتصاد عموماً أو القطاع الاقتصادي الذي ينتمي إليه المشروع محل التقييم (أي بنفس العلاقة المستخدمة في حساب Beta في نموذج CAPEM)، هذه العلاقة تعطى بالصيغة التالية:

$$B_1 = \frac{COV(R_e, R_m)}{\sigma_m^2}$$

ولمعرفة الطرق المختلفة لإيجاد قيمة  $B_1$ ، يمكن الرجوع إلى المطلب الثالث من المبحث الأول من الفصل الأول حول الطرق والمقاربات المستخدمة لتقدير قيمة  $\beta$  في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

لا شك أن أخذ عنصر المخاطرة يشكل نقطة التقاء بين المتخصصين في الاقتصاد الإسلامي والوطني، وقد أشار أنس الزرقا إلى أن من أهم مميزات العائد الحدي للاستثمار (Marginal Product of Investment MPI) أنه احتمالي، مخاطر، وغير أكيد<sup>1</sup>؛ فلا أحد ينكر أن زيادة مخاطرة مشروع ما، تدفع بالمستثمرين للنفور منه إلا إن كان العائد المتوقع منه يشتمل على علاوة أو منحة لقاء هذه المخاطر

<sup>1</sup> Anas Zarqa, An Islamic Perspective of the Economics of Discounting in Project Evaluation, Op. Cit., P. 210.

المرتفعة. فمبدأ الرشادة الاقتصادية تقتضي أن يسعى الإنسان لتفضيل المشاريع الأقل مخاطرة في ظل ثبات العوائد (وبقاء العوامل الأخرى على حالها)، وأن يختار العائد الأعلى لمستويات ثابتة من المخاطرة. وهذا يعني أن الإنسان الرشيد لا يقدم على مشروع عالي المخاطرة إلا إذا توقع تحقيق عوائد أعلى تعوضه عن هذه المخاطرة الزائدة.

إن هذا المبدأ لا يتعارض بأي شكل من الأشكال مع الشريعة الإسلامية، فحرمة القمار والغرر دليل على أن الإسلام يولي أهمية بالغة لعنصر المخاطرة ويحث على جعلها في إطار المعقول. من جهة أخرى، نجد أن الشريعة الإسلامية تدعو إلى الاستغلال الأمثل للموارد، مما يعني حث على تعظيم العوائد "المشروعة"، وسعي لتدنية المخاطرة وعدم المبالغة فيها حد الوصول إلى القمار.

إن كان معدل العائد المطلوب في اقتصاد ما أو قطاع اقتصادي ما في النموذج المقترح هو  $R_m$  فيتوقع أن يزيد معدل العائد المطالب به لمشروع عالي المخاطرة عن هذا المقدار مع افتراض بقاء العوامل الأخرى على حالها، هذه الزيادة تتحقق من خلال قيمة  $B_1$ ، التي تزيد بزيادة تذبذب عوائد المشروع كما تبينه العلاقة الرياضية أعلاه.

## 2. القطاع الذي ينتمي إليه المشروع ( $B_2$ )

تختلف معدلات العوائد المحققة من قطاع اقتصادي لآخر، إذ غالبا ما يعتبر معدل عائد مقبول ومجز في قطاع ما مرفوضا في قطاع آخر، وعليه فإن لخصوصية القطاع الذي ينتمي إليه المشروع تأثيره على اختلاف عوائد المشروع مقارنة بعوائد اقتصاد ما، وهنا نميز بين حالتين:

إذا أخذ متوسط معدل العائد  $R_m$  على اعتباره متوسط معدل العائد للقطاع الذي ينتمي إليه المشروع ففي هذه الحالة فخصوصية القطاع قد أخذت بعين الاعتبار، مما يعني أن لا ضرورة في هذه الحالة لأن يؤخذ هذا العنصر في تحديد قيمة  $\beta$  (بمعنى يتم تحديد قيمة  $B_2$  من خلال منحها قيمة  $B_2=1$ )

أما إن كان متوسط معدل العائد  $R_m$  المستخدم يمثل متوسط معدل العائد للاقتصاد ككل، فهنا يصبح من الضروري حساب قيمة  $B_2$ ، ويقترح الباحث لحسابها العلاقة التالية:

$$B_2 = \left| 1 + E \left[ \frac{(R_{Sec}) - (R_m)}{(R_{Sec})} \right] \right|$$



تشير هذه العلاقة إلى إن حساب نسبة عوائد القطاع إلى عوائد الاقتصاد ككل يكون بالاعتماد على المتوسط الحسابي لنسبة الفوارق المسجلة بين عوائد القطاع  $R_{Sec}$  وعوائد الاقتصاد  $R_m$  لعدد من السنوات (لا تقل عن 3 سنوات).

### 3. درجة الاعتماد على الاستدانة في التمويل ( $B_3$ ) (Corporate Indebtedness)

إن ارتفاع حجم الاحتياجات التمويلية للمؤسسة تزيد من معدلات العائد المطلوبة من الممولين (تكلفة الأموال)، وذلك للعديد من الأسباب أهمها تخوف الممولين من إمداد المؤسسة بمبالغ مالية معتبرة مقارنة مع حجمها بسبب عدم تأكدهم من قدرة المسيرين على توظيف تلك المبالغ بفعالية، علاوة على أن المؤسسات تجد صعوبة في حالة ضخامة المبالغ المطلوبة مما يضطرها إلى بيع إصداراتها بأقل من قيمتها الاسمية وما يعنيه ذلك من زيادة لتكلفة الأموال. وتزداد هذه التكلفة بالنسبة للمشاريع الجديدة والمشاريع صغيرة الحجم. علاوة على ذلك فإن ارتفاع نسبة استدانة المؤسسة مقارنة بنسبة الاستدانة للمؤسسات غير المالية في الاقتصاد أو القطاع الاقتصادي الذي تنتهي إليه المؤسسة، سيؤدي حتما إلى زيادة تأثر المؤسسة بظاهرة الرفع المالي، التي سبق شرحها في الفصل الأول.

يمكن قياس هذه النسبة من مقارنة نسبة الديون إلى إجمالي مصادر التمويل للمؤسسة مع النسبة المرجعية للاستدانة إلى إجمالي أصول المؤسسات غير المالية في الاقتصاد أو القطاع الاقتصادي الذي ينتهي إليه المشروع (The ratio of debt to total assets of non-financial corporations)<sup>1</sup>.

فإذا رمزنا بـ  $R_D(F)$  لنسبة استدانة المشروع إلى إجمالي أصوله (الهيكل المالي المستهدف)، وبـ  $R_D(B)$  لنسبة الاستدانة إلى إجمالي أصول المؤسسات غير المالية في الاقتصاد أو القطاع الاقتصادي الذي ينتهي إليه المشروع، فإن قيمة  $B_3$  تحسب وفق العلاقة:

$$B_3 = \frac{R_D(F)}{R_D(B)}$$

<sup>1</sup> هذه النسبة معتمد عليها في العديد من التقارير، انظر التقرير الدوري للبنك المركزي الأوروبي حول نسبة استدانة المؤسسات في منطقة اليورو (Corporate Indebtedness In The Euro Area) على الرابط:

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2\\_mb201202en\\_pp87-103en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201202en_pp87-103en.pdf), Visited 29/03/2015: 11h43 AM.

4. سياسات الدعم الحكومي (السياسات العامة لمراعاة الأولويات الإسلامية)  $B_4$ 

تنتهج بعض الدول سياسات دعم لبعض القطاعات الحيوية متمثلة في تخفيضات أو إعفاءات ضريبية، أو قروض حسنة لبعض الأنشطة والقطاعات ذات الأولوية، أو النشاطات التي تتميز بضعف مردوديتها وبالتالي ضعف إقبال المستثمرين عليها. هذه التسهيلات تزيد من العوائد المتوقع تحقيقها من هذه المشاريع مقارنة بباقي النشاطات التي لا تستفيد من الدعم. كما أن الدولة قد تتخذ بعض الإجراءات للحد من الاستثمار في قطاعات معينة، مثل الزيادات التي شهدتها أغلب دول العالم في الضرائب المفروضة على إنتاج السجائر.

أما الاقتصاد الإسلامي فميزته الأساسية أنه يولي أهمية بالغة لحلّ النشاط الذي يراد الاستثمار فيه وتماشيه وأحكام الشريعة الإسلامية. ولقد أشرنا سابقا أن عمليات تقييم المشاريع، ينبغي أن تمر أولا على مرحلة تقييم السلامة الشرعية، وأن قضية مراعاة الأولويات الإسلامية من اختصاص الدولة، فحتى بعد تحديد البدائل الاستثمارية السليمة من الناحية الشرعية فإن الدولة قد تضع أولويات في مجال الاستثمار مثل منح أولوية للاستثمار في القطاع الفلاحي على باقي القطاعات لتحقيق الاكتفاء الذاتي، بتقديم جملة من التسهيلات والإعانات والإعفاءات الضريبية مما يعني أن ذلك سيؤثر على العوائد المتوقعة من الاستثمار في هذه القطاعات.

وبنفس الطريقة يمكن للدولة أن تراعي الأولويات الإسلامية بدلا من مطالبة المشاريع الخاصة بذلك نظرا لكونها لا تمتلك الأهلية ولا يفترض مطالبتها بذلك على اعتبار أنها من اختصاصات الدولة والسلطات العمومية.

إذا افترضنا أن المشروع محل التقييم يستفيد من تسهيلات أو إعانات حكومية تتمثل في تخفيضات ضريبية مثلا قدرت بنسبة  $R_g$ ، مقارنة بباقي الأنشطة والقطاعات الاقتصادية، في هذه الحالة تحسب قيمة  $B_4$  كما يلي:

$$B_4 = 1 - R_g$$

(نفس طريقة تقدير تكلفة الاقتراض في الاقتصاد التقليدي، إذ أن قابلية الفوائد للخصم تجعل تكلفة الاقتراض تنخفض بمقدار الوفر الضريبي للفوائد  $(Kd=i(1-t))$ .<sup>1</sup> أما في حال ما إذا قررت الدولة إعفاء جزء من المداخيل من الضريبة  $t$  بنسبة قدرها  $R_g$  ففي هذه الحالة يكون مقدار  $B_4$  هي:

$$B_4 = 1 - t \times R_g$$

<sup>1</sup> أنظر الفصل الأول، المبحث الأول، المطلب الثالث: تكلفة الأموال.

## المطلب الثالث: العائِد والمخاطرة من منظور الاقتصاد الإسلامي

تعتبر المخاطرة من العناصر الهامة في الاقتصاد الإسلامي نظرا لكونها سببا في بطلان عقود، وسببا أيضا في قبول أخرى كما بين ذلك قندوز؛ إذ حسبه " قد يكون وجود الخطر سببا في تحقيق المصدقية الشرعية كما في صيغ المشاركات، وأحيانا أخرى سببا في عدم تحقق تلك المصدقية كالقمار، وأحيانا أخرى يكون غيابه سببا في عدم تحققها كالقرض الربوي".<sup>1</sup> لذلك كان من الضروري التعرف على مفهوم الخطر في الاقتصاد الإسلامي وأسس وضوابطه والحدود الفاصلة بين المخاطرة المقبولة والمرفوضة شرعا.

### الفرع الأول: تعريف المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي

وردت العديد من التعاريف في بيان معنى المخاطرة من منظور الاقتصاد الإسلامي:

- فقد أشار حمزة عبد الكريم محمد حماد إلى أن المخاطرة "استخدمت في المفهوم اللغوي والاصطلاح الفقهي للدلالة على الرهان والمراهنة وكذلك للدلالة على احتمالية وقوع الضرر"<sup>2</sup>، وبعد استعراضه لكل من المفهوم اللغوي، الفقهي والاقتصادي، بين أن "اللغوي يلتقي مع الاقتصادي في قضية الاضطراب وعدم التأكد، إذ من معاني المخاطرة في اللغة اضطراب الحركة والاهتزاز، ونجد هذا الأمر في المفهوم الاقتصادي... ويلتقي المفهوم الفقهي والاقتصادي للمخاطر في قضية الاضطراب والاحتمالية، فالمخاطر في المفهوم الفقهي، تصرف قد يؤدي إلى الضرر، أو فعل يكون فيه عدم التأكد غالبا، وهو ما نجده في التعريفات الاقتصادية لمفهوم المخاطر باعتبارها عدم التأكد أو احتمالية الفشل من حصول العائد المخطط له"<sup>3</sup>.
- أما محمود العجلوني فقد عرف المخاطرة على أنها: " احتمال توقع الخسارة، أو احتمال عدم الحصول على العائد المتوقع، وبالنسبة للبنك الإسلامي، تعني المخاطرة الهلاك الكلي أو الجزئي أو انخفاض قيمة الأصل الاستثماري"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة للملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5-6 أبريل 2012، ص2.

<sup>2</sup> حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 31.

<sup>3</sup> محمد حماد، نفس المرجع، بتصرف، ص.32.

<sup>4</sup> محمد محمود العلوي، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص. 421.

– وذهب سامي السويلم، في نفس السياق في اعتبار أن المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي هي "احتمال وقوع الخسارة"، مفضلاً هذا التعريف على كونه معدل التغيير أو التذبذب<sup>1</sup>، كما ميز بين مخاطرة مقبولة وغير مقبولة، معتبراً أن التمييز بينهما نابع أساساً من كون المخاطرة المقبولة تتبع النشاط الاقتصادي الذي يولد الثروة، بينما المخاطرة الممنوعة في الاقتصاد الإسلامي لا تولد الثروة وضارة بالنشاط الاقتصادي، مبرزاً في نفس السياق أن "الشريعة الإسلامية لا تحرم كل أنواع المخاطر، إذ الأنشطة البشرية لا تنفك عن المخاطر، إنما تحرم المخاطر التي يغلب عليها احتمال الخسارة، لأن الحكم يكون للغالب، ومن جهة أخرى تحرم الشريعة أكل المال بالباطل، وهو أن ينتفع أحد طرفي العقد على حساب الآخر، فمن يكسب إنما يكسب إذا خسر الآخر، فهو قد أكل ماله بدون مقابل، ولذلك كان الآخر خاسراً"<sup>2</sup>.

وأنكر الكاتب في سياق آخر التصورات الشائعة عن كون التشريع الإسلامي يستهدف التعرض للمخاطرة، وأن المخاطرة مقصودة شرعاً، ف"المخاطرة تعني التعرض لاحتمال الهلاك والتلف، كما هو معنى الكلمة لغة، وكما هو مفهومها الاقتصادي، ومن الثابت يقينا أن الشرع لا يقصد تلف المال أو هلاكه، ولا التعرض للهلك. بل إن من مقاصد التشريع المقطوع بها: حفظ المال، وهذا ينافي قصد التعرض للخطر والهلاك أو المخاطرة... فالمخاطرة هي أمر لازم للنشاط الاقتصادي، فجاءت النصوص باعتبارها من هذا الجانب، لا أنها هي بنفسها مقصودة، بل مقصود الشرع هو النشاط الاقتصادي النافع وجدت المخاطرة أو لم توجد"<sup>3</sup>. وفي نفس السياق، شدد العجلوني على ألا يفهم خطأً من ارتباط عائد الاستثمار الإسلامي المباح بالمخاطرة أن ذلك يعني عدم شرعية توخيه أو التحوط منه أو تقليبه، إذ "ومع الأخذ بعين الاعتبار قاعدة الغنم بالغرم، لا بد من اتباع سنة الرسول (ﷺ) في (اعقلها وتوكل) و (احرص على ما ينفعك)، و(استعن بالله ولا تعجز). فالعقود الإسلامية تشمل الضمان والكفالة والرهن والتأمين التعاوني، وجميعها أدوات لتخفيف الخسارة، وإن لم توفر الحماية الكاملة منها"<sup>4</sup>.

من التعريفات السابقة يتضح التقارب بين التعريفات المختلفة للخطر في الاقتصاد الإسلامي واتفاقها على اعتبار الخطر احتمال حدوث الخسائر، كما أنه بذلك يتقاطع مع مفهومه في الاقتصاد

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت 2013، ص 151.

<sup>2</sup> سامي السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، منشورات كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2012، ص 54.

<sup>3</sup> سامي السويلم، في البحث عن أدوات مبتكرة لمعالجة المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في ندوة مخاطر المصارف الإسلامية، المعهد المصرفي، الرياض، جانفي 2004، ص.ص. 2-3.

<sup>4</sup> محمود العجلوني، مرجع سابق، ص.ص. 422-423.

التقليدي خصوصا في اعتبار الخطر "عدم التأكد من وقوع خسارة معينة، أو احتمال وقوع خسارة"<sup>1</sup>، فهو نفس التعريف تقريبا الذي ذكره العجلوني والسويلم وغيرهم ممن سبق ذكرهم آنفا.

كما يتبين أيضا ضرورة الاحتياط والسعي لتدنية المخاطر من قبل البنوك والمؤسسات الإسلامية إذ أن غياب سياسة متطورة لإدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية سيؤثر لا محالة على حاضر ومستقبل تنامي هذه الأسواق، وسيؤدي إلى ارتفاع المخاطرة للمستثمرين وعلى ثرواتهم، ويرجع ذلك حسب زمير إقبال (Zamir Iqbal, et All.) للأسباب التالية:<sup>2</sup>

1. فقدان المؤسسات التي تنشط وفق الشريعة لتنافسيتهما بسبب عدم قدرتها على التحكم في تذبذب وتغير تكاليفها، عوائدها وربحيتهما من خلال تقنيات ووسائل التحوط من المخاطر المالية؛

2. ينظر للمؤسسات التي ليس لها سياسة فعالة في إدارة مخاطرها على أنها منشآت عالية المخاطرة مما سيرفع من تكاليف تمويلها وارتفاع معدلات العائد المطلوبة؛

3. يؤدي ذلك إلى تقلص إمكانية تنوع المشاريع الاستثمارية لقلة المشاريع المقبولة؛

4. تعرض المنشأة لمخاطر إفلاس عالية، خصوصا أثناء فترات الأزمات.

يتبين مما سلف ذكره أن الشريعة الإسلامية صنفت المخاطر إلى قسمين: مباحة وأخرى غير مباحة والتي منها الغرر والقمار، ونظرا لبعض أوجه التشابه بين هذه المفاهيم، فمن الضروري بيان الحدود الفاصلة بينهما، والفروق الجوهرية التي تجعل من بعضها مباحا ومن أخرى غير جائزة.

### الفرع الثاني: المخاطرة، الغرر، والقمار

يتقارب مفهومي الخطر والغرر، إذ ارتبط معنى الخطر لدى فقهاء المسلمين قديما بالغرر في العقد ولم يشر الفقهاء القدامى إلى مصطلح المخاطرة بمعناه الحديث، لكنهم تناولوا ما يفيد هذا المعنى ومنها الغرر، الضمان والكفالة والغنم بالغرر وغيرها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، "إدارة الخطر والتأمين"، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2010، ص. 20.

<sup>2</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance, 2011, P. 276.

<sup>3</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة للملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5-6 أبريل 2012، ص. 4.

ونجد هذا التقارب من حيث المفهوم اللغوي أيضا باعتبار أن "الغرر يعرف لغة على أنه الخطر أو وصف لشيء ظاهره مرغوب ولكن باطنه غير مرغوب فيه".<sup>1</sup>

أما الغرر في الفقه فقد عرفه قنطجعي على أنه "كل بيع مجهول العاقبة، كجهالة الثمن أو السلعة أو صفاتها".<sup>2</sup> وما يلاحظ على هذا التعريف هو حصره للغرر في البيوع.

وعرف قحف الغرر على أنه: "ما لا يُعلم مآله لجهالة حول حقيقة وجوده أو لجهالة في صفاته الأساسية. أي أن الغرر إذا اتصفت به سلعة فمعنى ذلك أن صفاتها الأساسية المؤثرة في ثمنها والانتفاع بها غير معلومة، أو أن هنالك شك في أصل وجود هذه السلعة أو عدم وجودها".<sup>3</sup>

أما القمار أو المقامرة فعرفها قندوز على أنها: "التردد بين الربح والخسارة دون ارتباط بمعاملة حقيقية، أو هو كل معاملة مالية يدخل فيها المرء مع تردده فيها بين أن يغرم أو يغنم".<sup>4</sup>

نفس التعريف نجده عند قحف باعتبار أن الميسر أو القمار لا يربط بين ما قد يحصل عليه المرء من زيادة في ثروته وما يقوم به من عمل أو ما يقدمه من ثمن لتلك الزيادة، إذ إن الرابط بين الزيادة التي يحصل عليها المقامر وبين ما يدفعه من ثمن إنما هو رابط عبثي محض".<sup>5</sup>

رغم الاختلاف بين الغرر والقمار إلا أن عددا من الكتاب صنفوا الغرر والقمار معا معتبرين أن الفرق الأساسي بين المخاطرة المقبولة شرعا والغرر والمقامرة يتمثل في غياب الرابط بين المخاطرة المرفوضة شرعا والاقتصاد الحقيقي أو أن يغلب الخطر في العقد فيصبح هو الأساس فيه:

فمحمد عويضة بين أن "في المخاطرة بمفهوم الغرر أو المقامرة، يكون ما يربحه طرف هو ما يخسره الطرف الآخر، إذ يكون الثمن أو المئتمن مجهول يتردد بين الوجود والعدم، وتكون المبادلة غير عادلة، فطرف رابح على حساب الطرف الآخر مما يجلب العداوة والبغضاء، ويؤدي إلى أكل المال بالباطل".<sup>6</sup> ويضيف أيضا "أن مفسدة العقد مردها إلى بيع الخطر، أي إلى التعاقد المبني أساسا على الخطر، إذ يمس الخطر أركان العقد فيكون أحد طرفي التعاقد بين الربح أو الخسارة، بينما المخاطرة بمعنى

<sup>1</sup> منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، منشورات الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2011، ص 141.

<sup>2</sup> سامر مظهر قنطجعي، صناعة التمويل في المؤسسات والمصارف الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010، ص 109.

<sup>3</sup> قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 141.

<sup>4</sup> قندوز، مرجع سابق، ص 5.

<sup>5</sup> قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 145.

<sup>6</sup> عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط. 1، فرجينيا، 2010، ص 27.

احتمالية الربح أو الخسارة الناتجة عن أحوال السوق وتذبذب الأسعار نتيجة للمتغيرات الاقتصادية مردها إلى ظروف السوق، لا أصل التعاقد، وهي مخاطرة مباحة، فالمعاوضة المباحة لا تقوم على أساس تعارض المصالح (non zero sum game)، إذ تتضمن الاحتمالات التالية فيما يتعلق بنتيجتها من حيث الربح أو الخسارة: فهي إما أن تنتهي إلى ربح- ربح ... أو تنتهي المبادلة بربح- خاسر... أو تنتهي المعاوضة بخاسر- خاسر...<sup>1</sup>.

وحسب (Angelo M. Venardos) فإن الغرر والقمار يتميزان بكونهما مخاطرة مجردة عن القيمة الاقتصادية لذلك جاء الشرع بتحريمهما، فنتيجة الربح أو الخسارة في القمار تظهر بمجرد الانتهاء منها دون أن يكون لها أي أثر أو إنتاج حقيقي.<sup>2</sup>

وفي نفس السياق، بين السويلم أن "القمار والغرر لا ينافي اشتراط الضمان في الربح، لأن المخاطرة المجردة هي في ذاتها ممنوعة شرعا لأنها تعريض للمال للهلاك. أما الضمان الذي اشترطه الشرع للربح فيراد به المسؤولية اللازمة للملكية الحقيقية للمال. وهذه المسؤولية تستلزم في الغالب التعرض للمخاطرة... لأن مسؤولية الهلاك والتلف يقابلها حق امتلاك الغلة والعائد... ف"الخراج بالضمان"، ويقابل هذا التوازن طرفان: أحدهما ضمان بلا خراج، وهو ممنوع لأنه مخاطرة مجردة عن الملكية، وهذا حقيقة الغرر. والطرف الآخر هو الخراج أو الربح بلا ضمان. وهو ممنوع أيضا لأنه حقيقة الربا. وهذان الطرفان، الربا والغرر، هما أصول المعاملات المحرمة شرعا."<sup>3</sup>

نفس ما ذهب إليه ريتنبارغ (M. Rittenberg) معتبرا أن كل من الغرر والقمار والربا يشترك في العلة الأخلاقية، فإن كان من غير اللائق الحصول على عوائد دون تحمل أي التزامات في الربا، فمن غير اللائق أيضا في الغرر أن يربح الفرد أو يخسر المال بسبب عنصر عدم التأكد والجهالة التي تحيط بالعقد أو بالأصل محل العقد.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، بتصرف، ص ص. 27-28.

<sup>2</sup> Angelo M. Venardos, Current Issues in Islamic Banking and Finance: Resilience and Stability in the Present System, World Scientific Publishing Company, Singapore, 2010, P. 63.

<sup>3</sup> سامي السويلم، في البحث عن ادوات مبتكرة لمعالجة المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في ندوة مخاطر المصارف الإسلامية، المعهد المصرفي، الرياض، جانفي 2004، ص ص. 3-4.

<sup>4</sup> Ryan M. Rittenberg, Gharar in Post-Formative Islamic Commercial Law: A Study of The Representation of Uncertainty in Islamic Legal Thought, PhD Presented to the Faculties of the University of Pennsylvania, Published by ProQuest LLC, 2014, P. 86.

إلا أن هناك من الكتاب من فصل بين الغرر والقمار رغم تشابه مفهومهما، وبينوا أن الفرق الجوهرى بين القمار والغرر أن الأول خطر محض ولا يرتبط بأي أصل حقيقي أي أنه عقد محله المخاطرة، بينما الغرر عقد محله أصل حقيقي لكن عنصر الجهالة الغالب على العقد هو علة تحريمه.

وهذا ما نجده عند قندوز، فحسبه: "يقصد بالقمار أو المقامرة التردد بين الربح والخسارة دون ارتباط بمعاملة حقيقية، ... وذلك ينطوي على غرر وجهالة، لكن هذا الغرر وهذه الجهالة هي بذاتها محل العقد بخلاف المعنى الأول الذي تقدم (يقصد به الغرر)، وفيه يكون محل العقد صحيحا من حيث الأصل لكن الجهالة تفسده أو تبطله، أما هنا فمحل العقد هو محض الغرر الذي يتقاسمه العاقدان، وقد اثبت القرآن الكريم وجوب اجتناب الميسر مع ما قد يبدو فيه من نفع لأن إثمه أكبر من نفعه".<sup>1</sup>

مما تقدم يمكن القول أن المخاطرة المقبولة شرعا هي تلك المخاطرة المرتبطة بالنشاط الحقيقي التي يقبل بها عامة الناس ولا مناص من تحمل هذا الغرم في سبيل تحقيق الغنم، أما إن غلب عنصر الجهالة وعدم التأكد حول الأصل محل العقد أو أحد أركانه عد ذلك غررا مرفوضا شرعا، ونفس الحكم ينطبق على العقود التي أساسها ومحملها المخاطرة دون أي ارتباط بالنشاط الحقيقي المنتج للقيمة المضافة، وهي المخاطر التي تندرج ضمن القمار والميسر.

تقسم أصناف الجهالة ومخاطر عدم التأكد التي قد تفضي للغرر إلى:<sup>2</sup>

#### 1. مخاطر بخصوص الكمية والنوعية

وتندرج في هذا الإطار حرمة بيع الثمار قبل نضجها من باب كونه بيع ما لم يخلق، فالله وحده يعلم كميتها ونوعها، فهو بذلك يشتمل صنفين من عدم التأكد: عدم التأكد حول إمكانية وجودها من عدمه، وكذا عدم التأكد بخصوص الكمية والنوعية؛

#### 2. مخاطر متعلقة بمدى القدرة على تسليم السلعة

يعد التملك تعبيرا على القدرة على تسليم العين المملوكة، لذلك فإن بيع ما لا تملك يحرم كذلك من باب عدم القدرة على تسليمه ولا يمكن وصفه بدقة، إلا أن الكاتب أشار إلى أن عدم التأكد بخصوص القدرة على تسليم السلعة وحدها لا تفضي دائما إلى الغرر؛<sup>3</sup>

<sup>1</sup> قندوز، مرجع سابق، بتصرف، ص. 5.

<sup>2</sup> Rittenberg, OP. Cit., PP. 93-97.

<sup>3</sup> Ibid., P. 96.



## 3. مخاطر متعلقة بتاريخ التسليم

بين الكاتب أنه رغم اتفاق الفقهاء على أن عدم التأكد من تاريخ التسليم بإمكانه إبطال بعض المعاملات، فقد اختلفوا في المعايير المستخدمة لوصف هذه المخاطرة.

## الفرع الثالث: الهخاطرة والعائد في التحويل الاسلامي

تتميز كل الأصول المالية الإسلامية بمختلف أشكالها باشمالها على عنصر المخاطرة كما تم بيانه سابقا، كما أن سعر هذه الأصول يتحدد في ضوء الموازنة بين العوائد المتوقعة منها والمخاطرة، ولا وجود لأصول مالية إسلامية خالية من المخاطرة تحقق عوائد في شكل فوائد. وتتأثر عوائد هذه الأصول بمتوسط معدلات العائد في الاقتصاد الحقيقي بناء على عوامل تتعلق بتفضيلات المستهلكين والانتاجية الحدية لرأس المال وغيرها. وحسب حسين الأقصاري (Hossein Askari et Al.) فإن ما يميز هذه العوائد هو ثباتها النسبي مقارنة بالتقلبات التي تشهدتها معدلات الفائدة في الاقتصاد التقليدي.<sup>1</sup>

## أولا: علاقة العائد بالمخاطرة في التمويل الاسلامي

ترتبط العوائد المطلوبة بدرجة المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي كما في الاقتصاد التقليدي، وقد أكد على ذلك العديد من الكتاب في الاقتصاد الإسلامي، ويؤسس هذا الترابط من النواحي الشرعية على القاعدتين الشرعيتين "الخراج بالضمان"، و"المغنم بالمغرم"، اللتين سبق ذكرهما في الفصل والمبحث السابقين، بل وأكثر من ذلك فهناك من ذهب لاعتبار هذا التلازم بين العائد والمخاطرة من بين معايير السلامة الشرعية، وهو ما ذهب إليه محمد أيوب مضييفا أن الربح لا بد لتحقيقه أن يترافق مع تحمل وتقاسم المخاطرة والعائد على الملكية وأن يتجسد ذلك تسعير السلع أو منافعها والخدمات.<sup>2</sup>

كما اعتبر عدنان محمد عويضة في كتابه حول نظرية المخاطرة أنها من المعايير الشرعية التي يحكم بها على صحة أو بطلان صيغ التمويل والاستثمار المختلفة.<sup>3</sup>

أما عبيد الله فأكد على أن تلازم العائد بالمخاطرة يقتضي أن يتجسد في القرارات الاستثمارية

والمالية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Hossein Askari, Zamir Iqbal, Noureddine Krichene, Abbas Mirakhor, "The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future", John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2010, P. 93.

<sup>2</sup> Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley & Sons Ltd, England, 2007, P. 81.

<sup>3</sup> عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي - دراسة تأصيلية تطبيقية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، بيروت، 2010، ص ص، 316-325.

<sup>4</sup> Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Op. Cit., P. 15.

ففي القرارات الاستثمارية، فينبغي للمشروع البحث عن العوائد المرتفعة في حال ارتفاع المخاطرة والعكس صحيح، بمعنى أن متخذ القرارات الاستثمارية لا ينبغي له أن يعتمد في ترتيب المشاريع الاستثمارية على ربحيتها المستقبلية وتدفعاتها النقدية المتوقعة فقط، وإنما أن يترافق ذلك أيضا مع تقييم لدرجة مخاطرة كل بديل استثماري.

أما من النواحي المالية، فإن تكلفة أي مصدر تمويلي ينبغي أن تزيد بزيادة المخاطرة والعكس، هذه التكلفة لطالب التمويل تمثل في المقابل معدل العائد المطلوب من قبل موفر الأموال والذي ينبغي كذلك أن يشتمل على تعويض للمخاطر التي يتحملها على التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن منحه للتمويل.

مما تم عرضه يمكن القول أن المخاطر باعتبارها ملازمة للنشاط الاقتصادي، فهي بذلك من المحددات التي ينبغي أن تؤخذ في تحديد العوائد المطالب بها وكذا تكلفة الأموال، إذ من الرشادة في ظل تساوي العوائد أن يتم السعي لتدنية المخاطر، وفي المقابل يفضل الفرد الرشيد البدائل مرتفعة العائد في حالة تساوي المخاطرة. وهذا السلوك لا يتعارض مع الفكر المالي الإسلامي.

#### ثانيا: مقارنة بين المخاطرة في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية

تتميز البنوك الإسلامية عن التقليدية في قيامها على مبدأ تقاسم المخاطرة مع المستثمرين ومودعي الأموال، وهو أحد الأسس التي أكدت عليها لجنة بازل للرقابة البنكية ودعم استقرار الأسواق المالية الدولية.<sup>1</sup>

فمن الناحية النظرية فإن أي تأثير سلبي على عوائد أصول البنوك الإسلامية يتم تقاسمه بين حملة الأسهم والمستثمرين أو المودعين، باعتبار أن استثمارات البنوك الإسلامية قائمة على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر (PLS)، بينما تقع على البنوك التقليدية التزامات ثابتة تجاه المودعين بمنحهم عوائد ثابتة على أصول البنك متمثلة في أسعار فائدة محددة سلفا مع ضمان حصولهم على أصل القرض، دون مراعاة لربحية البنك من توظيف أصوله.

<sup>1</sup> HosseinAskari, ZamirIqbal, Noureddine Krichene, Abbas Mirakhor, The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore,2010, PP. 134-135.

## ثالثاً: مخاطر صيغ التمويل الاسلامي

هناك العديد من المخاطر التي تنتج عن الوساطة المالية بصفة عامة ونذكر منها: خطر عدم قدرة المقترض على الوفاء وإفلاسه، مخاطر السوق الناتجة عن الظروف المحيطة بالاقتصاد ككل أو في قطاع اقتصادي معين، مخاطر السيولة الناتجة عن صعوبة تسويق بعض الأصول والاصدارات المالية أو صعوبة الحصول على مصادر تمويل بتكلفة معقولة، مخاطر السداد المسبق للالتزامات المالية، مخاطر تشغيلية ناتجة عن ضعف أو سوء تحكم في دورة الاستغلال، مخاطر الاعمال الناتجة عن تغيير التنظيمات والقوانين، مخاطر التقلبات في أسعار الصرف، مخاطر الملكية الناتجة عن تغير قيمة الأصول في السوق، مخاطر الأحداث التي تقع بصفة فجائية وغير متنبأ بها، كآزمات القطاع البنكي وانتقال العدوى والتأثير السلبي لأزمات بعض الأسواق نتيجة للعولمة المالية، مخاطر تتعلق بالدولة وعدم الاستقرار السياسي، الخ. هذه المخاطر تشترك فيها الوساطة المالية التقليدية والاسلامية. إلا أن هناك مجموعة من المخاطر خاصة بالصيرفة الاسلامية بسبب طبيعتها وخصوصيتها. ويمكن إيجازها من خلال الجدول الموالي:

جدول (3-1): مخاطر خاصة بالخدمات المالية الاسلامية

مدلوله	نوع الخطر
نتيجة عن الاحتفاظ بأصول سواء بغرض إعادة بيعها في إطار عقود المرابحة أو لتأجيرها في إطار صيغة الاجارة	مخاطر السلع والمخازن
قد تنتج بسبب استثمار ودائع الاستثمار في مرابحات ثابتة العائد مما قد يشكل خطراً في حالة ارتفاع معدلات العائد المطلوبة على الاستثمار.	مخاطر معدل العائد
مخاطر تتعلق بالفشل المحتمل للأنظمة الناتجة عن إجراءات تخل بالسلامة الشرعية للصيغة قد تنتج على تغييرات قانونية تمس بمصداقية الصيغة التمويلية أو بسلامتها الشرعية	مخاطر قانونية أو متعلقة بعدم التوافق مع الشريعة
نتيجة عن مخاطر تتعلق بصيغ المضاربات والمشاركات	مخاطر ملكية
رغم عدم تعامل المصارف الاسلامية بالفوائد إلا أنها تسترشد بها في تسعير منتجاتها، فينتج عن ذلك تحمل مخاطر التقلبات المحتملة في المعدلات المعيارية (benchmark rates)	مخاطر الهامش المعلوم أو الخطر المعياري ( benchmark risk)

Source: Simon Archer, Rifaat Ahmed Abdel Karim; Islamic Finance: The Regulatory Challenge, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore, 2007, P. 78.

علاوة على المخاطر التي تميز الوساطة المالية الإسلامية عموماً، هناك مخاطر خاصة بكل صيغة من صيغ التمويل في الاقتصاد الإسلامي، وفيما يلي عرض لهذه المخاطر:

### 1. مخاطر صيغة المضاربة

تعتبر مخاطرة رب المال في صيغة المضاربة (البنك) الأكبر مقارنة العقود الأخرى، نظراً لكون رب المال مسؤول لوحده عن الخسارة ولا يتحمل رب العمل أية خسارة مادية ما لم يثبت الإهمال أو التعدي أو التقصير. لذلك فإن أكبر جزء من المخاطرة تتأتى من رب العمل، مما يحتم على البنوك الإسلامية ضرورة التحقق كثيراً من شخصية العميل والمشروع والسلعة أو الخدمة المراد إنتاجها.

وقد نقل العجلوني عن اتحاد المصارف العربية عدداً من العوامل المنتجة للمخاطرة في صيغة

المضاربة، وتتمثل أساساً في:<sup>1</sup>

- تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة؛
- تلف البضاعة تحت يد المضارب؛
- سوء أمانة رب العمل أو نقص كفاءته، وسوء إدارته للمشروع؛
- عدم الالتزام بشروط عقد المضاربة؛
- صعوبة التدقيق والتقييم والمتابعة من قبل رب المال؛
- احتمال أن يكون الناتج النهائي خسارة أو ربح قليل؛

مما تقدم يتضح جلياً أن مخاطر عدم الالتزام الأخلاقي من قبل المضارب تمثل أبرز المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة، لذلك ينبغي توافر مجموعة من المعايير في الشخص طالب التمويل مع وضع إجراءات تحفيزية من شأنها تقليل هذه المخاطرة، كأن ينص المصرف في عقد المضاربة على أن يتنازل المصرف عن حصته فيما تحقق من ربح يزيد على النسبة المتوقعة في دراسة الجدوى للمشروع لصالح المضارب، وهذا ما من شأنه أن يدفع المضارب إلى مضاعفة الجهد ولا يضطره للخداع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> العجلوني، مرجع سابق، ص 436.

<sup>2</sup> محمد حماد "مخاطر الاستثمار..."، مرجع سابق، ص 63.

## 2. مخاطر صيغة المشاركة

بيننا سابقا أن المشاركة على نوعين، مشاركة دائمة، ومشاركة متناقصة. وبحسب نوع المشاركة، ذكر أبو محييمد المخاطر المصاحبة لكل منها كما يلي:<sup>1</sup>

## أ. مخاطر المشاركة الدائمة

- مخاطر تآكل رأس المال، وهي خسارة المبلغ المقدم للمشروع؛
- مخاطر تذبذب العائد، حيث إنه لا يجوز لأحد طرفي العقد (المصرف والعميل) الحصول على عائد ثابت؛
- إذا كانت طبيعة الشركة تجارية فستعرض لمخاطر السوق؛
- مخاطر إدارة المشروعات من قبل الشريك العامل الذي يدير أعمال الشركة وبالتالي يتعرض لمخاطر التشغيل.
- يضيف أيونيس أكيزيديس (Ioannis Akkizidis) أن إمكانية اختلاف معدل تقاسم الربح عن معدل المساهمة في رأس المال من جهة، مع وجود تناسب الخسارة مع معدل المساهمة في رأس المال من جهة أخرى قد يؤدي إلى عدم تناسب نسب الربح مع مخاطر الخسارة.<sup>2</sup>

## ب. مخاطر المشاركة المتناقصة

- عدم قدرة أو رغبة الشريك بالدفع للمصرف (مخاطر ائتمان)؛
- قد تكون المبالغ القابلة للاسترداد من الشريك أقل من المبلغ المستثمر، وهذا ما يعرف بمخاطر تآكل رأس المال؛
- المخاطر المتعلقة بتقصير المصرف في الدراسة الائتمانية للمشروع، أو أي أخطاء من قبل المصرف تعرض المشروع للخسارة، ولذلك فسيعرض لمخاطر تشغيلية.
- رغم أن تناقص ملكية البنك في المشروع في حالة المشاركة المتناقصة يقلل من مخاطره نظرا لانخفاض نسبته في رأس المال إلا أن العجلوني بين أن ذلك مصحوب بتراجع عوائد البنك أيضا، ف"مع مرور الزمن يلاحظ ازدياد ربحية المشروعات لكونها قد تخطت مرحلة ما قبل التشغيل والتجريب، وعليه

1 موسى عمر مبارك أبو محييمد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى قسم المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العالمية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص ص. 101-102.

<sup>2</sup> Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, Financial risk management for Islamic banking and finance, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2008, P. 44.

فمع تراجع حصة البنك في المشروع، تتراجع أيضا ربحيته كمبلغ وإن ازدادت كمعدل على المبلغ المستثمر، مما يعني أن معدل العائد الإجمالي في عقود المشاركة المتناقصة أقل من معدل المخاطرة فيها".<sup>1</sup>

### 3. مخاطر صيغة الإجارة

من أبرز مخاطر هذه الصيغة اختلاف الأسعار وتغير سعر الصرف، وقد اختلف في مشروعية طلب زيادة سنوية في عقد الإجارة بسبب ارتفاع الأسعار، فمحمود حماد على سبيل المثال رأى بأنه لا يصح ذلك إذا كان الارتفاع طبيعياً أما إن كان الارتفاع في الثلث أو ما يزيد عنه فاقترح تعيين جهة مستقلة لتقوم بتقدير القيمة الفعلية للأجرة، ليعود بعدها مباشرة لانتقاد ذلك على اعتبار أن القول بذلك يعني ضرورة انخفاض الأجرة إذا انخفضت الأسعار وهذا ما لا تقبله غالباً المصارف الإسلامية.<sup>2</sup>

### 4. مخاطر التمويل بالسلم

باعتبارها، كما تم بيانه سابقاً، صيغة يتم فيها تعجيل السداد وتأجيل استلام السلعة، فهي تمكن البائع من الحصول على تمويل لنشاطه علاوة على تحديد سعر البيع مسبقاً، بينما يستفيد المشتري (أو البنك الإسلامي)، من إمكانية استلام البضاعة وقت احتياجه لها دون تحمل تكاليف تخزينها كما يستفيد أيضاً من ثبات السعر من حيث تجنب مخاطر تذبذب الأسعار، علاوة على كون الشراء بصيغة السلم أقل كلفة من الشراء نقداً.

رغم المزايا سالف الذكر إلا أن عقد السلم يعرض المؤسسات المالية إلى مخاطر تشغيلية، ائتمانية، مخاطر السوق، ومخاطر السيولة، وتتمثل هذه المخاطر أساساً في:<sup>3</sup>

- مخاطر إخلال البائع وعدم التزامه بتسليم السلعة في الأجل المتفق عليه (مخاطر تشغيلية ومخاطر ائتمان)؛
- خطر احتمال عدم اتفاق الطرفين على تفاصيل وخصوصيات المنتج عند التسليم، وهذا ما قد يؤدي إلى تأخر استلام السلعة عن التاريخ المتفق عليه، أو حتى إبطال العقد. وقد يؤدي ذلك أيضاً إلى المساس بسمعة البنك والرفع من مخاطر الأعمال علاوة على التكاليف الإضافية والتي منها تكلفة الفرصة البديلة؛

<sup>1</sup> العجلوني، مرجع سابق، ص ص. 435-436.

<sup>2</sup> محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 182.

<sup>3</sup> Ioannis Akkizidis, Op. Cit., PP. 59-60.

– رغم أن تثبيت السعر في العقد للطرفين يؤدي لتجنب مخاطر تذبذب سعر السلعة، إلا أن كلا الطرفين معرض لمخاطر السوق نتيجة للتذبذبات في السعر وخطر الهامش. (خطر احتمال أن يقل السعر السوقي عن المتفق عليه بالنسبة للمشتري والعكس بالنسبة للبائع).

– في حالة تأخر البائع في التسليم، فإن المشتري (البنك الإسلامي)، يكون معرضاً كذلك لمخاطر السيولة بسبب توقعه لتدفقات نقدية قد لا تقبض في التاريخ المحدد.

كما يضيف خان وأحمد أن عدم تداول عقود السلم في الأسواق المنظمة أو خارجها باعتباره اتفاق طرفين ينتهي بتسليم سلع عينية وتحويل ملكيتها. ولكون هذه السلع تحتاج إلى تخزين، فهذا يحمل المشتري تكلفة إضافية ومخاطر أسعار تقع على المصرف الذي يملك هذه السلعة بموجب عقد السلم. وهذا النوع من التكاليف والمخاطر خاص بالمصارف الإسلامية فقط.<sup>1</sup>

### 5. مخاطر صيغة المراجعة

هناك إجماع فقهي على أن صيغة المراجعة بتطبيقاتها المصرفية الحالية هي عقد جديد قد تمت إجازته كأحد صور البيع الآجل رغم أن صياغته جاءت بجمع عدد من العقود المختلفة. وشرط صحة هذا العقد تقوم على حقيقة أنه يتعين على المصرف شراء أو تملك السلعة ومن ثم تحويل ملكية هذه السلعة للزبون.

إن أهم المخاطر الخاصة لهذا العقد قد تنشأ من عدم الاتفاق على طبيعة العقد وما قد يطرأ من مسائل قضائية بسبب ذلك، خصوصاً الخلاف حول إلزامية الوعد بالشراء، باعتبار أن الذي يصدر عن الزبون لا يمثل عقد بيع وإنما هو فقط وعد بالشراء، ووفقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، فإن الوعد قد يكون ملزماً لطرف واحد في عقد المراجعة. وعلى هذا، فإن مجمع الفقه الإسلامي وهيئة المحاسبة ومعظم المصارف الإسلامية تعتبر هذا الوعد ملزماً للزبون، إلا أن فقهاء آخرين يعتبرون الوعد غير ملزم له، مما يعني أنه بإمكان الزبون أن يتراجع عن إتمام عقد الشراء حتى بعد أن يصدر عنه الوعد وبعد أن يقوم بدفع العربون.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، ورقة مناسبات رقم 5 صادرة عن المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص 69.

<sup>2</sup> طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص 68.

وثمة مشكلة أخرى محتملة قد تحدث في عقد بيع مثل بيع المربحة هي تأخر الزبون في سداد ما عليه، حيث أن المصارف الإسلامية لا تقوم في الأساس بأخذ ما يزيد عن السعر المتفق عليه للسلعة المباعة. ويعني التباطؤ في سداد الالتزامات نحو المصرف الإسلامي أنه يواجه خطر الخسارة.<sup>1</sup>

#### رابعاً: مقارنة بين مخاطرة صيغ التمويل الإسلامية

رغم كون المخاطر تظل قائمة في صيغة المربحة إلا أنها أقل عن كل الصيغ سالفه الذكر التي يكون إجمالي المبلغ وكذلك تكلفة الأموال غير أكيد إلى غاية استرداد المبلغ كما بينه فهيم خان:<sup>2</sup>

ففي المضاربة والمشاركة، كل المبلغ المستثمر يشتمل على عنصر المخاطرة، فالممول في المضاربة مسؤول عن تحمل كل الخسائر المالية للمؤسسة التي استخدمت التمويل مما يعني أن المخاطر تظل قائمة إلى غاية انتهاء المشروع واسترجاع الأموال. أما في المشاركة فيتحمّل مستخدم الأموال نسبة من الخسائر بقدر مساهمته في تمويل الاستثمار، وفي هذه الحالة أيضاً يكون إجمالي المبلغ في خطر إلى أن يتم استرداده، ونفس الشيء تقريباً بالنسبة للإجارة، على اعتبار أن الممول مسؤول عن كافة المخاطر المرتبطة بالأصل، ويظل الأصل مخاطراً إلى غاية انتهاء العمر الاقتصادي المقدر له. وتمثل المخاطرة في بيع السلم أساساً في عدم التأكد من الأسعار المستقبلية للسلع محل العقد.

في كل الصيغ سالفه الذكر، يكون إجمالي المبلغ غير أكيد وكذلك تكلفة الأموال إلى غاية استرداد المبلغ. أما بالنسبة للتمويل عن طريق المربحة، تظل المخاطر قائمة ولكنها أقل من الصيغ السابقة، إذ أن المخاطرة تستمر لغاية تسليم البضاعة لمستخدم الأموال وليس لغاية استرداد الأموال، فبمجرد تسليم السلعة لطالها، تنتقل كافة المخاطر معها، ولا يتقاسم بعدها موفر السلعة أي مخاطر إلى أن يسترد مبلغ التمويل.

وعليه ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإن المربحة تعتبر وسيلة التمويل الأقل مخاطرة للأسباب التالية:<sup>3</sup>

— الممول لا يتحمل المخاطرة لكامل فترة العقد، وتمتد فقط لغاية اقتناء السلعة محل العقد وتسليمها للعميل. أما للفترة المتبقية، فإجمالي مبلغ التمويل مع الهامش المتفق عليها له صفة الدين وهو خال من المخاطرة. بينما باقي الصيغ الأخرى تتحمل المخاطرة إلى غاية نهاية العقد.

<sup>1</sup> نفس المرجع والصفحة.

<sup>2</sup> Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, PP. 50-51.

<sup>3</sup> Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, Op. Cit., PP. 50-51.



- لا يتطلب التمويل عن طريق المربحة إلا معرفة الأسعار الحالية للمنتجات لتحديد مبلغ التمويل والهامش، بينما في باقي الصيغ هناك بعض التقديرات والتنبؤات اللازمة لقيم بعض المتغيرات مما يضمنها عنصر المخاطرة من احتمال عدم دقة وصحة التنبؤات؛ فبيع السلم يتطلب تقدير السعر السوقي المستقبلي، بينما الإجارة تتطلب تقدير العمر الإنتاجي للأصل، أما المضاربة والمشاركة فتتطلب تقدير مردودية المؤسسة أو النشاط محل العقد.
- علاوة على ما تقدم، يضيف عبد الباري مشعل بأن المربحة في صورتها المصرفية تواجه مخاطر أقل منها في صورتها العادية، ومن أهم الإجراءات التي أدت إلى تخفيض المخاطر في المربحة المصرفية حسب ما يأتي:<sup>1</sup>
- الوعد الملزم بشراء البضاعة بالتكلفة مضافاً إليها الربح المتفق عليه، وبهذا الإجراء يتم تحييد مخاطر تقلبات أسعار السلع وتقلبات أسعار الصرف.
- هامش الجدية لتعويض البنك عن النقص في تكلفة السلعة عليه في حال نكول العميل عن الوعد.
- خيار الرد بالشرط بين البنك والمورد، ويستخدمه البنك في حال نكول العميل عن وعده.
- فرض غرامات تأخير لردع المدينين المماطلين تصرف في وجوه الخيرات ولا يستفيد منها البنك.

### المطلب الرابع: تكلفة الأموال ومعدل العائد ومبرجة خصم التأخير

يطلق مصطلح تكلفة الأموال على المبالغ التي يدفعها طالب التمويل للممول زيادة على أصل المبلغ المتحصل عليه منه (الممول). أما ما يحصل عليه الممول فهو يمثل عائداً بالنسبة له، هذا الأخير قد يتطابق وقد يختلف عن التكلفة المتحملة من طالب التمويل.

ويستخدم لقياس تكلفة التمويل في الاقتصاد الإسلامي معدل الربح المتوقع بدلا من معدلات الفائدة السائدة في السوق المحرمة شرعا، والتي تمثل كذلك جوهر ولب الاختلاف بين النظامين. كما يستخدم معدل العوائد المتوقعة لخصم التدفقات النقدية في عمليات التقييم المختلفة (كحساب صافي القيمة الحالية)<sup>2</sup>. إلا أن ما يميز هذا المعدل هو صعوبة وتعقد عملية تحديده تبعا للاختلاف بين وجهات النظر بخصوص القيمة الزمنية للنقود بين مفهومها في ظل الاقتصاد الربوي والإسلامي والتي سبق

<sup>1</sup> عبد الباري مشعل، المخاطر في البنوك الإسلامية - وصف وتحليل -، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، عدد مارس 2015، نسخة إلكترونية من المقال على الرابط: <http://www.giem.info/article/details/ID/78/print/yes>، اطلع عليه بتاريخ: 2015-04-19 على الساعة 13:00 بتوقيت ماليزيا.

<sup>2</sup> Siddiqi, M. N., Teaching Islamic Economics. Kingdom of Saudi Arabia: King Abdulaziz University Islamic Economics Research Centre, 2005, PP. 9-11.

التطرق لها، خصوصاً فيما يتعلق برفض مفهوم الأصل الخالي من المخاطرة، الذي تنبني عليه أغلب نماذج التقييم التقليدية (مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية)، رغم أن التطورات الحديثة للصيرفة الإسلامية بظهور الصكوك السيادية (sovereign Sukuk) (أو السندات الإسلامية Islamic bonds)، أدت إلى إعادة بعث استخدام معدل العائد الخالي من المخاطرة من خلال معدل عائد الربح على الصكوك الإسلامية كتقدير لهذا الأخير.<sup>1</sup>

وتلجأ بعض المؤسسات في بعض الدول كالسودان إلى الاعتماد في التقييم على طرق بديلة كمعدل العائد الداخلي وطريقة فترة الاسترداد، واستخدام نماذج رسملة توزيعات الأرباح (مثل نموذج قوردون وشاييرو (Gordon & Shapiro, 1956)، التي تمثل بدائل تسمح بتجاوز مفهوم العائد الخالي من المخاطرة المختلف فيه، علاوة على كون التمويل الإسلامي يقدم توزيعات أرباح مما يجعل النماذج القائمة على توزيعات الأرباح بدائل مقبولة.<sup>2</sup>

وعليه تتجلى الضرورة الملحة لبيان معالم كيفية تحديد تكلفة صيغ التمويل الإسلامية، ولكن قبل ذلك، سنحاول إجراء مقارنة بين مختلف الصيغ من حيث ثبات وتغير التكلفة، ومدى تطابق العائد والتكلفة، والمخاطرة المحيطة بكل منها.

### الفرع الأول: مقارنة بين صيغ التمويل الإسلامية من حيث العائد والتكلفة ودرجة عدم التأكد

تختلف صيغ التمويل الإسلامية من حيث ثبات وتغير العائد والتكلفة وكذا من حيث درجة عدم التأكد، ويعد عنصر ثبات التكاليف أو تغييرها من المسائل الهامة؛ لكون ثبات التكاليف هي المصدر الأول لظاهرة الرفع المالي والتشغيلي كما سبق بيانه في الفصل الأول؛ إذ بينا أن زيادة حجم التكاليف الثابتة تمكن من تعظيم التغير في العائد للملاك بتغيرات أقل في مستوى النشاط، مقابل ازدياد درجة المخاطرة لزيادة هذا التذبذب، وفيما يلي نقارن بين مختلف الصيغ من حيث ثبات وتغير تكلفتها وعائدها.

#### أولاً: من حيث ثبات التكلفة والعائد وتغيرها

تعتبر تكلفة التمويل في حالة الإجارة والمرابحة ثابتة ومحددة سلفاً وشبه مؤكدة. إلا أن معدل العائد على رأس المال في حالتي الإجارة والمرابحة تبقى دائماً غير أكيدة ومتغيرة.<sup>3</sup> ويخطأ البعض عند اعتبار أن الصيغ ذات الطبيعة التجارية والإجارة ثابتة العوائد، ويعود هذا الخطأ أو سوء الفهم للهامش

<sup>1</sup> Obaidullah, M. Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Op. Cit., P. 22.

<sup>2</sup> Bruce Hearn, Jenifer Piesse, Roger Strange, Islamic Finance and Market Segmentation- Implications for the Cost of Capital, International Business Review, N°. 21, 2012, P. 109.

<sup>3</sup> Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, P. 55.

(Mark up)؛ إذ يُعتقد أنه ومادام الهامش ثابتا ومحدد سلفا كنسبة مئوية من رأس المال فهي ذات معدلات عائد ثابتة وشبه أكيدة. فيقال في الإجارة أن تأجير عتاد بقيمة 100 ألف و.ن. بمبلغ سنوي قدره 10 آلاف يعني عائدا ثابتا بنسبة 10%. ويقال بالنسبة لبيع السلم أنه مادام أن الكمية والسعر للبضاعة التي سيتم اقتناؤها معلومة ومحددة مسبقا فالممول يحصل بذلك على عائد ثابت مقدما. وفي الحالتين ينظر للمبلغ المحصل من الممول على أنه معدل العائد على رأس المال وهذا خطأ؛ فهناك مخاطر خسائر للممول في كلا الحالتين السابقتين، ففي المرابحة يتعرض الممول لكل المخاطر المتضمنة في النشاط التجاري كاحتمال فساد السلعة أثناء نقلها، تخزينها، الخ، وعلاوة على ذلك فإن موفر الأموال يتحمل مخاطر ألا تقبل السلع من قبل طالب التمويل على أساس نقص في الجودة أو أي حجة أخرى. هذه المخاطر تجعل من معدل العائد غير مضمون إلى غاية التسليم النهائي للسلع محل المرابحة. وفي بيع السلم، فإنه رغم أن الكمية والسعر محددة سلفا فالعائد يبقى غير أكيد حتى يتم تسليم السلعة للمشتري، وعليه فمعدل العائد المطلوب سيرتبط بالأسعار السائدة أثناء طرح السلعة في السوق، مقارنة مع السعر المسدد للسلع، والتكلفة المحتملة لإنتاجها. ولا يمكن اعتبار معدل تأجير الأصول هو معدل العائد للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- عدم التأكد من العمر الإنتاجي للأصل، علاوة على عدم التأكد من سعر الأصل إذا ما تقرر طرحه في السوق خلال عمره الإنتاجي؛
- مالك الأصل ليس متأكدا من الفترة التي سيبقى فيها الأصل مؤجرا خلال عمره الإنتاجي، فبعد انتهاء عقد الإيجار مع المستأجر الأول، لا يضمن المالك المدة المستغرقة لإعادة تأجير الأصل مرة أخرى، ولا مبلغ التأجير المستقبلي له. كما قد يطالب المستأجر الأول بمراجعة الإيجار بمجرد ظهور أي أعطال تؤثر على مردودية الأصل المؤجر.

#### ثانيا: من حيث تطابق العائد مع التكلفة

فبالنسبة للمشاركة والمضاربة، فإن تكلفة الأموال ومعدل العائد ضمينا يمثلان نفس الشيء؛ أما في حالة بيع السلم، فإن معدل العائد للممول (والمرتبط بالفرق بين السعر الذي يمكن الحصول عليه من السوق وتكاليف التسويق) قد يختلف عن التكلفة التي يتحملها طالب التمويل، ونفس الشيء

<sup>1</sup> Ibid., PP. 53-54.

بالنسبة للمرابحة والإجارة، فكما أشرنا سابقا فالتكلفة ثابتة بينما معدل العائد يتميز بالمخاطرة وعدم التأكد.

### ثالثا: من حيث درجة التأكد من التكلفة

إن تكلفة التمويل بالنسبة لصيغ المضاربة والمشاركة وبيع السلم تبقى غير أكيدة حتى انتهاء العقد.<sup>1</sup>

بعد هذه المقارنة بين مختلف صيغ التمويل الإسلامية من حيث التكلفة والعائد ودرجة التأكد، سيتم فيما يلي بيان تكلفة كل صيغة وكذا العائد في حالة اختلافهما، لنصل في الأخير إلى ترتيب لهذه المصادر على أساس التكلفة.

### الفرع الثاني: قياس تكلفة وعائد صيغ التمويل الإسلامية

ينبغي بداية التذكير بأن التكلفة الفعلية لأغلب صيغ التمويل الإسلامية والعائد منها لا يتحدد بدقة إلا بعد الانتهاء من المعاملة، كما أشرنا سابقا. إلا أن المستثمر والممول على حد سواء بحاجة لمعرفة تكلفة الأموال أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار قبل الشروع فيه من أجل القيام بعمليات التقييم واختيار المشاريع من جانب المستثمر، ومن جانب المصرف كذلك الذي ينبغي عليه التصريح بالعائد المتوقع لجذب وحث المودعين للإقبال عليه. لكن وفي ظل غياب مؤشر إسلامي لمعدل العائد المطلوب، فقد درجت التطبيقات العملية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على اعتماد مؤشرات تقليدية أهمها مؤشر (LIBOR)<sup>2</sup> رغم كونه عبارة عن معدل فائدة مما يطرح الكثير من الحرج، مما حدا ببعض للدسعي لإيجاد نماذج ومؤشرات بديلة تغني عن الاعتماد بالمؤشرات القائمة على الفوائد واعتبارها معيار ذي كفاءة في تخصيص الموارد رغم تناقضها الصريح مع روح الشريعة والاقتصاد الإسلامي القائم أساسا على ذم وحرمة التعامل بالفوائد ومحاربتها.

وعليه، سيتم فيما يلي بيان تكلفة مختلف صيغ التمويل الإسلامية.

#### أولا: تكلفة الصيغ المبنية على الهامش (Mark-up)

تضم صيغ الهامش المعلوم كلا من المرابحة، السلم، الاستصناع، البيع بالتقسيط، والإجارة المنتهية بالتمليك

<sup>1</sup> Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, Op. Cit., PP. 55-56.

<sup>2</sup> Ismail Bin Abdurrahman, Arief Sallah Bin Rosman, Islamic Cost of Capital: Profit Measurements and Investment Decisions from Authentic Sources, paper presented in the Proceeding of the 4<sup>th</sup> International Conference on Business and Economic Research (ICBER), 04 - 05 MARCH 2013, Bandung, Indonesia, P. 905.

## 1. المربحة

تقاس تكلفة التمويل بالمربحة بالنسبة لطالب التمويل (مشتري الأصل مربحة) من خلال الفرق بين ثمن شراء الأصل مربحة و ثمن شراؤه نقدا، وبقسمة هذا الفرق على العمر الإنتاجي للأصل محل المربحة نتحصل على مقدار التكلفة السنوية لصيغة المربحة. وبالتالي فهي تشبه من حيث ثبات تكلفتها وعدم ارتباطها بمستويات النشاط المحققة، الأعباء المالية للديون التقليدية.

ويمكن توضيح تكلفة التمويل بالمربحة رياضيا كما يلي:<sup>1</sup>

لتكن الرموز التالية:

$A_0$ : ثمن اقتناء الأصل بدون اللجوء لصيغة المربحة.

$A$ : ثمن اقتناء الأصل مربحة  $(M+A_0)$  ، حيث يرمز  $M$  لمقدار هامش المربحة الذي يحصل عليه البائع (التكلفة بالنسبة للمشتري) ؛

$N$ : مدة الاستثمار (عدد السنوات) ؛

$R$ : معدل التكلفة السنوي ؛

$$R = \frac{1}{N} \times \frac{M}{A_0} \times 100\% = \frac{A-A_0}{A_0 \times N} \times 100\% \quad \text{إذن:}$$

## 2. السلم

تشبه صيغة السلم صيغة المربحة من حيث كون تكلفة التمويل لا ترتبط بمستوى النشاط، فتكلفة التمويل بالسلم بالنسبة للمتمول تتمثل في ذلك الفارق بين سعر السلعة الحاضر  $(A_0)$  وسعر السلعة الآجل  $(A_1)$ ، بعبارة أخرى هو مقدار الفرق بين سعر السلعة في الوقت الآجل وسعر السلعة في الوقت العاجل، لكنهما يختلفان من حيث كون المربحة معلومة التكلفة وقت إبرام العقد، بينما يتم تحديد تكلفة صيغة السلم عند استلام السلعة وليس عند الاتفاق.

إذا رمزنا بـ  $N$  للمدة المطلوبة لعملية بيع السلم، سعر السلعة الحاضر  $(A_0)$  (أي ثمن بيع السلعة في الوقت الحاضر) وسعر السلعة الآجل  $(A_1)$  (أي سعر السلعة وقت تسليمها)، فيعطى معدل تكلفة صيغة السلم بالعلاقة:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> انظر:

- مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، دار أس دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2012، ص.ص 323-324.  
- محمد بوجلل وشوقي بورقبة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 23، ع 2، 2010، ص ص: 53-82.

<sup>2</sup> انظر:

- مصطفى كمال السيد طایل، مرجع سابق، ص 326:

$$R = \frac{A_1 - A_0}{A_0 \times N} \times 100\%$$

### 3. الاستصناع

تكون صيغة الاستصناع من مصادر التمويل إذا كان ثمن الشيء المصنوع مؤجلا، وفي هذه الحالة، فإن تكلفة الاستصناع تتمثل في ذلك الفرق بين سعر الشيء المصنوع حاضرا وسعره الآجل (وقت التسليم)، وبذلك تكون صيغة معدل تكلفة الاستصناع مطابقة لصيغة تكلفة السلم، أي<sup>1</sup>:

$$R = \frac{A_1 - A_0}{A_0 \times N} \times 100\%$$

حيث تصبح (A<sub>1</sub>) تمثل الثمن الآجل للشيء المصنوع، (A<sub>0</sub>) تمثل الثمن الحاضر، (N) مدة الاستصناع بالسنوات.

بما أن صيغة الاستصناع بدورها تحمل المؤسسة تكلفة ثابتة مالية لا تتأثر بتغير مستويات النشاط، فهذا يعني أن التمويل عن طريقها يعد مصدرا لظاهرة الرفع.

### 4. البيع بالتقسيط

طريقة حساب تكلفة التمويل عند الشراء بالتقسيط لا تختلف عن طريقة حساب تكلفة التمويل بالمراوحة، حيث تتمثل في ذلك الفرق بين ثمن الشراء بالتقسيط والسلعة والثمن الحاضر، ونحصل على التكلفة السنوية بقسمة هذا الفرق على عدد سنوات سداد الأقساط. وبالتالي فهي تكاليف ثابتة لا ترتبط بمستوى النشاط المحقق مما يجعلها مصدرا لظاهرة الرفع.

### 5. الإجارة المنتهية بالتمليك

يتم حساب تكلفة التأجير المنتهى بالتمليك من خلال الفرق بين مجموع إيجارات الأصل وبين قيمة شراء الأصل نقدا مقسومة على عدد سنوات سداد أقساط الإيجار، وهو ما يجعلها من المصادر المولدة لظاهرة الرفع.

يتبين من خلال تناول مختلف صيغ الهامش المعلوم انها تساهم في زيادة الأعباء الثابتة وبالتبعية فهي تمثل مصدرا مولدا لظاهرة الرفع المالي وتشبه من هذه الزاوية التأثير المحتمل للقروض التقليدية.

<sup>1</sup> - محمد بوجلال وشوقي بورقبة، مرجع سابق، ص 66.

<sup>1</sup> نفس المرجعين.

## ثانيا: تكلفة صيغ التمويل بالمشاركة في الربح

تتميز هذه الصيغ في كون الممول يحصل على جانب من الأرباح ان تحققت وليس على مبلغ محدد سلفا، فهي بذلك تشبه أموال الملكية من حيث الخصوصية، وتضم هذه الصيغ أساسا: المشاركة والمضاربة.

### 1. المشاركة

يقوم الممول إما بالمشاركة الدائمة في رأسمال الشركات الطالبة للتمويل أو مشاركة متناقصة تنتهي ملكيتها تدريجيا بمرور الوقت وتسمى المشاركة المنتهية بالتمليك. على أن يحصل على نسب من الأرباح تتناسب مع مقدار مساهمته في تمويل المشروع.

كما قد تكون المشاركة في صفقات معينة تنتهي بمجرد انتهاء تلك الصفقة، حيث يساهم الممول بنسبة معينة من مبلغ الصفقة ويساهم العميل بالنسبة الباقية، ويتم الاتفاق بينهما على نسبة مشاركة البنك في نتيجة الصفقة والتي تمثل تكلفة التمويل بالنسبة للعميل.<sup>1</sup>

وعليه فإن تحديد تكلفة مشاركة الممول في الشركة تشبه كيفية تحديد تكلفة الأسهم العادية التقليدية، إذ أن المؤسسة تلتزم تجاه المشارك (البنك الإسلامي)، باعتباره شريكا بجزء من الأرباح مما يعني أن لها نفس طبيعة الأموال المملوكة، بمعنى لا تنجر عنها تكاليف مالية ثابتة، وبالتبعية لا تؤثر على الرفع المالي للمؤسسة.

### 2. المضاربة

يتمثل رأس مال مشروع المضاربة في الأموال التي يقدمها رب المال مقابل التزام المضارب بتقديم نسبة متفق عليها من الأرباح في حال تحققها، وبذلك يكون العائد المطلوب يشبه العائد بالنسبة لرأس المال في المشاركة من حيث كونه جزء من الأرباح المحققة وبالتبعية لا يؤثر على الرفع المالي للمؤسسة.

من خلال ما سبق، يمكن بيان خصوصية كل صيغة من الصيغ التمويلية من حيث عناصر التكلفة والمخاطرة وغيرها من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> محمد بوجلال وشوقي بورقبة، مرجع سابق، ص 69.

جدول (3-2): الخصائص المميزة لصيغ التمويل الإسلامية

المربحة	السلم	الاجارة	المشاركة	المضاربة	الخصائص / الصيغ
مزيج بين الدين والعمل التجاري	مزيج بين الدين والعمل التجاري	قائم على الاجار	قائمة على الاستثمار	قائمة على الاستثمار	طبيعة التمويل
ثابتة ومحددة مسبقا	عدم تأكد قبلي	ثابتة ومحددة مسبقا	عدم تأكد قبلي	عدم تأكد قبلي	تكلفة التمويل
ارتباط قوي ولكن ليس كلي	لا ارتباط	ارتباط ضعيف	ارتباط كلي	ارتباط كلي	العلاقة بين التكلفة والعائد المطلوب
- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة	- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالإضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة	- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالإضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة	نفسها مع المضاربة	1- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالإضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة	المخاطر المتحملة من قبل موفر الأموال
2- لمدة قصيرة إلى غاية شراء السلع واستلامها من قبل مستخدم الأموال	2- حتى بعد انتهاء العقد إلى غاية التسليم النهائي لكل السلعة	2- لغاية انتهاء العمر الانتاجي للمشروع أو لغاية التمليك النهائي للأصل	2- لكامل مدة العقد	2- لكامل مدة العقد	درجة عدم التأكد من العوائد
عدم تأكد فقط لمدة قصيرة من العقد	عدم تأكد مطلق	عدم تأكد مطلق	عدم تأكد مطلق	عدم تأكد مطلق	دور الممول في التسيير
تحكم شامل في استخدام التمويل	منعدم	تحكم شامل في استخدام التمويل	تحكم شامل	منعدم	

Source: Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, research paper N° 12, 1991, P. 57.



## البحث الثاني: صياغة الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي

بعد التطرق في المبحث الأول من هذا الفصل لأهم العناصر ذات العلاقة بالهيكل المالي في ظل الاقتصاد الإسلامي وصيغته التمويلية، خصوصاً ما تعلق بتكلفة التمويل، العائد والمخاطرة، والخصم، سنحاول من خلال هذا المبحث تناول نظرية الهيكل التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي.

كما رأينا في الفصل الأول، فإن نظرية الهيكل المالي تركز أساساً على طبيعة المزيج بين الأموال المملوكة والديون في تمويل الأصول. هذه الأخيرة تقسم إلى أصول متداولة وثابتة، بحيث تمول أغلب الأصول المتداولة بتمويل قصير الأجل، وينصب الاهتمام هنا على إدارة رأس المال العامل والسيولة. أما الأصول الثابتة فتمول بمصادر طويلة الأجل التي يشكل مزيجها بين الأموال المملوكة والديون الهيكل المالي. وترتكز نظرية الهيكل المالي على تحديد هذا المزيج الذي يعظم قيمة المؤسسة. وهو ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث، ولكن في ظل صيغ التمويل الإسلامية. وعليه سيتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

**المطلب الأول: التمويل بالديون مقابل الأموال المملوكة في الاقتصاد الإسلامي**

**المطلب الثاني: العناصر المحددة للهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي**

**المطلب الثالث: الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي**

### المطلب الأول: التمويل بالديون مقابل الأموال المملوكة في الاقتصاد الإسلامي

يعتقد الكثير من المختصين في الاقتصاد والمالية الإسلامية أن الصيغ القائمة على الشراكة، أي على الملكية هي الصيغ الوحيدة القادرة على أن تكون بديلاً للفوائد في الاقتصاد الإسلامي، وهذا خطأ باعتبار أن الاستدانة متواترة التعامل بها في التاريخ الإسلامي، والرسول (ﷺ) نفسه تعامل بالدين؛ فالأساس في الاقتصاد الإسلامي هو عدم التعامل بالفوائد وليس حرمة الاستدانة. وفي هذا السياق، يرى محمد أيوب أن الجهود ينبغي أن تتركز على إيجاد المستويات التوازنية بين الديون والأموال المملوكة التي تضمن تحقيق

النماء والرفاهية الاقتصادية دون المغالاة في الاستدانة وما ينجر عنها من أزمات حادة كالتي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>1</sup>

لعل أهم ما يميز الديون مقابل الأموال المملوكة هو ثبات تكاليفها المالية التي تؤدي إلى ظاهرة الرفع المالي، وفيما يلي سيتم التركيز عليها وبيان حدودها وما يميزها في المالية الإسلامية.

### الفرع الأول: الرفع المالي والتهويل الإسلامي

يستخدم الرفع المالي في الأدبيات التقليدية كأحد الوسائل الهامة لتعظيم الأرباح من خلال الاعتماد على الديون مقابل دفع فوائد عليها. هذه الأخيرة معلوم حرمة التعامل بها في الاقتصاد الإسلامي. فهل يعني ذلك عدم إمكانية الاستفادة من هذه الظاهرة في إطار صيغ التمويل الإسلامي؟

تتلخص ظاهرة الرفع المالي كما أشرنا سابقاً في تعظيم العائد على الملكية (ROE) من الاقتراض إن كان العائد على الأصول (ROA) أعلى من معدل الفائدة، ولكن في المقابل تكون العوائد على الملكية أقل للمؤسسة المقترضة إن كان معدل العائد على الأصول أقل من معدل الفائدة، فظاهرة الرفع ترفع من درجة تغير العوائد للأموال المملوكة مقارنة بدرجة تغير العائد على الأصول.

يرى البعض أن عدم تعامل المؤسسات بالفوائد الربوية يعني عدم استفادتها من ظاهرة الرفع.<sup>2</sup> لكن إذا تأملنا في مسببات الظاهرة (الرفع المالي) فهي تكمن في وجود تكاليف ثابتة مالية، أما التكاليف الثابتة التشغيلية فينشئ عنها ما يسمى بالرفع التشغيلي، ولكليهما يتشابه الأثر من حيث تعظيم التذبذب الحاصل في عائد السهم بدلالة التغيرات في مردودية الأصول. ومن هذا المنطلق فبالإمكان الحديث عن ظاهرة الرفع في مؤسسة تتمول بالصيغ الإسلامية إن نتج عنها دفع تكاليف ثابتة.<sup>3</sup>

من الصيغ الإسلامية التي تكيف على أنها ديون: المرابحة، السلم والإجارة، وبالتالي سيتم فيما يلي تحليل وتتبع تكاليف هذه الصيغ لمعرفة إن كان ينجر عنها ظاهرة الرفع أم لا، مع التطرق لباقي الصيغ، التي قد تكون تكاليفها ثابتة فينشأ عنها أيضاً رفع سواء مالي أو تشغيلي.

<sup>1</sup> Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley & Sons Ltd, England, 2007, P. 86.

<sup>2</sup> انظر مثلاً:

Brian Kettell, Case Studies in Islamic Banking and Finance-Case Questions & Answers, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 2011, P. 109,148.

<sup>3</sup> للمزيد حول ظاهرة الرفع راجع المبحث الأول من الفصل الأول.

## أولاً: المربحة للأمر بالشراء

أشرنا سابقاً إلى أن المربحة المركبة أو المربحة للأمر بالشراء هي التي يجري التعامل بها مع المصارف الإسلامية كصيغة تمويلية، وتكيف هذه الأخيرة على أنها عملية مركبة من وعد بالشراء ووعد بالبيع وبيع بالمربحة، والأصل ألا تنفذ البنوك الإسلامية هذا البيع إلا بعد تملك السلعة فالربح الذي تحصل عليه ناتج عن تملكها السلعة وتصرفها به.<sup>1</sup>

حتى نستبين ما إن كانت هذه الصيغة للأمر بالشراء (المؤسسة طالبة التمويل) تؤدي إلى ظاهرة الرفع (مالي أو تشغيلي)، ينبغي تتبع كيفية معالجتها محاسبياً.

عند استلام المشتريات نقداً تقييد المؤسسة في دفاتها القيد التالي<sup>2</sup>:

من ح. المشتريات

إلى ح. الصندوق أو البنك

علماً أن تكلفة المشتريات في هذه الحالة يتضمن هامش الذي تحصل عليه البنك أي هو عبارة عن تكلفة اقتناء البنك للبضاعة مضاف إليها هامش ربح البنك المتفق عليه. ولتوضيح طبيعة الفروقات الجوهرية بين القرض والمربحة من حيث التكاليف، نستعرض المثال التالي:

لنفترض أن مؤسستين تسعيان لاقتناء نفس السلعة وبنفس الكمية (100000 وحدة بسعر سوقي للوحدة قدره 10 و.ن). هذه المعاملة تستلزم إذن توفير مبلغ 1000000 و.ن، المؤسسة (1) قررت الحصول على قرض بفائدة قدرها 10%، بينما اتفقت المؤسسة (2) مع البنك على أن يشتري السلعة بصيغة المربحة للأمر بالشراء بهامش ربح معلوم تقدر نسبته بـ 10%.

بالنسبة للشركة المقترضة، ستتحمل فوائد بمقدار 100000 و.ن عبارة عن مصاريف مالية تؤدي إلى ظهور ظاهرة الرفع المالي (إلا أن تكلفتها الفعلية أقل بسبب الوفر الضريبي للفوائد، فكما بينا سابقاً، فإن تكلفة الاقتراض الفعلية هي (1-10)%، حيث ا ترمز لمعدل الضريبة)<sup>3</sup>.

أما في حالة المؤسسة (2). فهذه التكلفة يتم تضمينها في تكلفة الشراء، فهي بذلك لا تعد مصاريف مالية، كما يعني ذلك أنها كذلك ستطرح ضمن التكاليف التشغيلية وبالتالي ستستفيد المؤسسة من نفس

<sup>1</sup> للمزيد، انظر الفصل الثاني، المبحث الثاني.

<sup>2</sup> زياد عبد الحليم الذبيبة، حسين محمد سمحان، دراسات محاسبية إسلامية، دار الفكر، ط1، عمان، 2011، ص 131.

<sup>3</sup> للمزيد حول الموضوع يرجى الرجوع للمبحث الأول من الفصل الأول.

الوفر أو الأثر الضريبي المتمثل في تخفيض الوعاء الضريبي وبالتالي الضريبة، لكن من جانب آخر، فإن تضمينها في التكلفة الوحودية للمشتريات يعني أنها تكاليف متغيرة وليست ثابتة وبالتالي لا ينشأ عنها رفع تشغيلي ولا مالي.

لكن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين وعند تطرقها لرأي لجنة معايير المحاسبة حول رسملة تكاليف تمويل المربحة للأصول الثابتة، بينت أن: "...الأصل عند شراؤه يكون عبارة عن تكلفة الشراء مضافاً لها هامش ربح الشراء المطبق من قبل البنك. لذلك، فمن حيث المبدأ، قد ينظر إلى الربح على أنه جزء من تكلفة الشراء وبالتالي يرسملاً كاملاً. ولكن على الرغم من أن عملية المربحة تتضمن بيع وشراء، إلا أن المقصود هو تأجيل الدفع بما يسمح للبنك أن يمول العميل خلال فترة عقد المربحة. بمعنى أنه بالنظر إلى جوهر العملية، فإن البنك مول العميل، وأن ربح البنك يمثل تكلفة تمويل للعميل وأن دخول الأصل ضمن المربحة إنما قصد به تزويد العميل بتدفقات مالية. لذلك، تزداد تكلفة تمويل المربحة (أرباح البنك) إذا امتد الأجل، مما قد يؤدي إلى تضخيم قيمة الأصل، لو تم رسملة تكلفة تمويل المربحة كاملة... وبناء على ذلك، فإن خصم مبلغ المربحة على أساس القيمة الحالية باستخدام معدل الفائدة السائد ينتج عنه قيمة عادلة للأصل في تاريخ بدأ العملية، بافتراض أن البنك استخدم نفس المعدل في تسعير عقد المربحة. وبالتالي فإن جميع ربح البنك يمثل تكاليف تمويل يتحملها العميل على الدفعات المؤجلة بحيث توزع على فترة العقد. وفي حالة أن العميل استخدم الأصل المشتري بموجب عقد المربحة في عمليات المنشأة (سواء كان مخزوناً أو أصلاً ثابتاً)، فإن العميل يجب عليه فصل مبلغ المربحة بين القيمة العادلة للأصل وبين تكلفة التمويل التي يتم الاعتراف بها خلال فترة التأجيل موزعة على الفترات المالية المستقبلية لفترة الأجل، بحيث يخصص لكل فترة مالية نصيبها من هذه التكاليف".<sup>1</sup>

وعليه، إن أخذ بهذا الرأي فإن ذلك يعني تحمل المؤسسة لتكلفة مالية ثابتة تؤدي إلى نشوء رفع مالي. مما يعني أن صيغة المربحة من الصيغ التي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها إن أرادت الاستفادة من ظاهرة الرفع.

<sup>1</sup> رأي لجنة معايير المحاسبة حول رسملة تكاليف تمويل المربحة للأصول الثابتة، رقم 9/2، بتاريخ 2010-04-28، صادر عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص 1، 2، بتصرف، اطلع عليه على الرابط: <http://www.socpa.org.sa/Accounting-Standards/AS-026>. شوهد يوم 1-12-2015 على الساعة 17:45 بتوقيت ماليزيا.

## ثانيا: صيغة الاجارة

سيتم التركيز فيما سيلي على التأجير التمويلي كونه المطبق بكثرة في المصارف الإسلامية كصيغة تمويلية للمؤسسات. ويتميز هذا النوع من التأجير بطول مدته نسبيا وبارتفاع أقساط التأجير.<sup>1</sup> لفهم طبيعة التكاليف التي تتحملها المؤسسة المستأجرة للأصول، نعرض فيما يلي القيود المحاسبية في دفاتر المستأجر.<sup>2</sup>

من ح. أصول مستأجرة منتهية بالتمليك

إلى ح. التزامات مقابل أصول مستأجرة منتهية بالتمليك

وعند دفع القسط يسجل القيد التالي:

من ح. مصروف الايجار .... (تمليك) (ريح المؤجر)

ح. مخصص اهتلاك الأصل (سداد الأصل)

ح. التزامات مقابل أصول مستأجرة م. بالتمليك (قيمة القسط)

إلى مذكورين:

ح. الصندوق (قيمة القسط المدفوع)

ح. أصول مستأجرة منتهية بالتمليك (قيمة القسط)

وفي نهاية السنة المالية يسجل القيد التالي

من ح. الأرباح والخسائر

إلى ح. مصروف الايجار... تمليك

أما في نهاية مدة الايجار وتملك الأصل فيسجل القيد الآتي:

من ح. الأصل

إلى ح. مخصص اهتلاك الأصل

<sup>1</sup> حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الاسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2011، ص 239.

<sup>2</sup> زياد عبد الحلیم الذبيبة، مرجع سابق، ص 166.

إذا حللنا المعالجات المحاسبية السابقة، يتبين لنا أن الإيجار المالية شبيهة بالقرض من حيث تحمل المستأجر تكلفة مالية ثابتة لا ترتبط بمستوى النشاط تتمثل في مصروف الإيجار (ريح المؤجر).<sup>1</sup> من جانب آخر، فإن هذه التكلفة قابلة للخصم عند احتساب الضريبة مما يعني أن هناك وفرات ضريبية مشابهة للوفر الضريبي للفوائد. مما سبق، يمكن القول إن أثر الإيجار التمويلي مشابه لأثر القرض من حيث كونهما يؤديان إلى توليد ظاهرة الرفع.

### ثالثاً: السلم والسلم الموازي

بيننا سابقاً أن السلم من البيوع المشروعة التي بموجبه يسدد المشتري (المسلم) بثمن حال على أن يستلم ما اشتراه (المسلم فيه) من البائع (المسلم إليه) في المستقبل، مع تحديد مواصفات السلعة محل السلم التي باختلافها يختلف السعر كالجودة، والرداءة والطعم والريح واللون، الخ، إلا أن يكون المبيع مضبوطاً عرفاً. وكما ينبغي تحديد تاريخ مضبوط للتسليم قدر المستطاع، مع تحديد مكان التسليم أيضاً نظراً لما فيه من نفقات، فيجب تحديد الجهة التي تتحملها.

أما السلم الموازي فهو عقد سلم ثاني يعتمد على شروط تنفيذ العقد الأول تجريه البنوك الإسلامية، بحيث يكون البنك مسلماً إليه في العقد الأول ومسلم في العقد الثاني.<sup>2</sup>

وعليه إذا حللنا طبيعة التكاليف التي يتحملها البائع أو المؤسسة طالبة التمويل بهذه الصيغة، فهي تتمثل في الفرق بين سعر البيع المتفق عليه والسعر السوقي لها، وبالتالي لا يمكن تحديد تكلفة التمويل مسبقاً بدقة إلا بعد البيع ومقارنته بالسعر السوقي عند التنفيذ، إلا أنه يمكن تقدير هذه التكلفة مسبقاً خصوصاً إذا تميزت أسعارها بالثبات النسبي.

من الناحية المالية، يمكن النظر للسلم على أنه قرض للبائع، وتكلفته تتمثل في الفرق بين مبلغ السلم المتفق عليه والمبلغ الممكن تحصيله من بيع المسلم فيه في السوق، ومن حيث كونها تكاليف ثابتة أم متغيرة، فيمكن القول بأنها ثابتة؛ فلو فرضنا أن (تك) تمثل التكلفة التي يتحملها البائع نظير هذه المعاملة،

<sup>1</sup> هذا في الحالات العادية، دون الأخذ بعين الاعتبار حالة عدم صلاحية الأصل المستأجر وغيرها. وعلى العموم تكون المؤسسة المستأجرة في كل الحالات تقريباً تتحمل تكلفة مالية تتسم بالثبات النسبي

<sup>2</sup> مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية، إثناء للنشر والتوزيع، ط.أ، عمان، 2008، ص 342.

فهي بالتالي لن تزيد بزيادة نشاطه أو تراجعها إذ يبقى المبلغ (تك) ثابتا بعض النظر عن الكمية التي ينتجها هذا البائع.

فلو فرضنا مثلا أن البائع باع سلما كمية قدرها 10000 وحدة بسعر وحدوي قدره 20 و.ن على أن يتم التسليم بعد 4 أشهر، بينما قدر أن سعرها السوقي وقت التنفيذ في حدود 22 و.ن (مع افتراض اتفاق البائع والمشتري بأن تكاليف النقل وغيرها تقع على عاتق المشتري)، وبذلك تكون التكلفة المالية التي يتحملها البائع هي:

$$CR = \frac{20000}{200000} \times \frac{12}{4} = 30\% \text{ تك} = 10000(22-20) = 20000 \text{ و.ن، ويكون معدل التكلفة السنوي هو: } 30\%$$

وتتحمل المؤسسة هذه التكلفة بغض النظر عن مستوى نشاطها، فزيادة نشاطها من إنتاج 25000 وحدة إلى 35000 وحدة مثلا، يبقي تكلفة السلم ثابتة في حدود 20000 و.ن. ومنه نستنتج من ثبات هذه التكاليف وعدم ارتباطها بالنشاط أن هذه الصيغة مولدة لظاهرة الرفع.

#### رابعا: الاستصناع والاستصناع الموازي

سبق الإشارة إلى تعريف الاستصناع بكونه عقدا بين المستصنع (المشتري) والصانع (البائع)، بحيث يقوم الأول بصناعة سلعة موصوفة (المصنوع) أو الحصول عليها عند أجل التسليم على أن تكون مادة الصنع وتكلفة العمل من الصانع، وذلك في مقابل الثمن الذي يتفقان عليه وعلى كيفية سداده حالاً أو مقسّطاً أو مؤجّلاً<sup>1</sup>.

أما الاستصناع الموازي الذي تجريه البنوك الإسلامية فهو شبيه بالسلم الموازي بحيث يكون البنك مستصنعا في العقد الأول وصانعا في العقد الثاني المرتبط بتنفيذ الأول.

وبالتالي فالاستصناع شبيه بالسلم، خصوصا من الناحية المالية بحيث يتحمل الصانع تكلفة تتمثل في الفرق بين السعر السوقي للشيء المصنوع وقت التسليم، والسعر المتفق عليه. وتحدد التكلفة المالية للاستصناع بنفس الكيفية التي ورد ذكرها في السلم. كما أن التكاليف التي يتحملها الصانع هي تكلفة مالية ثابتة كما سبق بيانه أعلاه في السلم.

<sup>1</sup> معايير المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص352.

## خامسا: المشاركة

وفق هذه الصيغة، يقدم الممول التمويل الذي يطلبه المتعاملون دون اشتراط فائدة ثابتة أو عائد ثابت، وإنما يشارك الممول المتعامل في النتائج المتوقعة ربحا كانت أو خسارة. وعليه واضح أن العلاقة هنا عبارة عن شراكة وليست في إطار علاقة الدائن بالمدين، كما أن مقابل المشاركة هو الربح وليس مبلغا ثابتا كما في الاقتراض، وعليه فإن هذه الصيغة لا تؤدي إلى أي رفع، لا مالي ولا تشغيلي.

## سادسا: المضاربة

كما سبق بيانه فإن المضاربة باعتبارها عقد مشاركة بين مالك لرأس المال، وعامل يقوم بالاستثمار، بحيث يوزع الربح بينهما بحسب الاتفاق، على أن يتحمل رب المال الخسارة بشرط عدم تقصير المضارب وتعديه، وبالتالي فجلي أن هذه الصيغة لا تؤدي إلى ظاهرة الرفع لعدم وجود مصاريف مالية تدفع للممول وتتميز بالثبات.<sup>1</sup>

لكن من جانب آخر، فإن تحمل رب المال الخسارة في حالة عدم ثبوت التقصير يجعل من هذه الصيغة أقل مخاطرة للمضارب المستثمر مقارنة بالتمويل بالديون أين يلزم المستثمر بدفع خدمات الدين مهما كانت النتيجة ربح أو خسارة. وبالتالي فإن مزايا الرفع المالي مقابل الاستدانة يقابلها مزايا المضاربة مقابل التأثير السلبي لظاهرة الرفع في حالة تحقيق المشروع لخسائر.

من خلال التحليل السابق لمختلف الصيغ من حيث تسببها في ظهور الرفع من عدمه، فيمكن القول أن صيغ التمويل الإسلامية المولدة للرفع تتمثل في صيغة الإجارة، السلم والاستصناع، وصيغة المرابحة في حالة اعتماد رأي لجنة معايير المحاسبة السعودية بخصوص تسجيل الأصول المقتناة بالقيمة العادلة وإثبات فرق المرابحة كتكاليف مالية، أما إن اعتمدت طريقة إضافة ربح المرابحة لتكلفة الشراء، فهذا معناه عدم توليد ظاهرة الرفع كما سبق بيانه.

<sup>1</sup> Obiyathulla Ismath Bacha, "Conventional Vs Mudarabah Financing: An Agency Cost Perspective", *Journal of Islamic Economics*, Vol. 4 No. 1&2, International Islamic University Malaysia Press, 1995, P. 40.



## المطلب الثاني: العناصر المحددة للهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي

كما سبق بيانه في الفصل الأول، فإن تفسير وتحديد الهيكل المالي في الأدبيات التقليدية كان على أساس نظريات كل منها بينت وفسرت طبيعة العلاقة الطردية أو العكسية بين مجموعة من المحددات ودرجة الاستدانة. ومن أبرز هذه النظريات:

– النظرية التفاضلية (Trade-Off Theory): يحدد فيها الهيكل المالي الأمثل عند النقطة التي تكون المزايا الضريبية للديون تعادل تكاليفها؛

– النظرية السلمية للتمويل (Pecking Order Theory): تقترح ترتيباً للمصادر من الأموال الخاصة كأول مصدر، ثم الديون، ثم الأسهم الممتازة، وصولاً إلى التمويل بإصدار الأسهم العادية، والذي يعتبر في ظل هذه النظرية آخر خيار يلجأ له.

– نظرية الوكالة (agency theory): على خلاف النظرية السلمية للتمويل، نظرية الوكالة تقضي بأن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عندما تنخفض التكاليف المتولدة من صراع المصالح وتعارضها.

– النظريات السابقة تتفاعل مع نظريات فرعية كما تتداخل فيما بينها أحياناً، فنظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric information) والتكاليف المتعلقة بها تفسر جانباً هاماً من النظرية السلمية للتمويل، كما أن نظرية الوكالة تتداخل وتفسر جانباً من النظرية التفاضلية للتمويل، باعتبار أن تكاليف الوكالة الناتجة عن الاستدانة تعد من العناصر المحددة للمستوى الأمثل للرفع المالي، كما نجد أن جانباً من نظرية الوكالة ينشأ عن مشاكل عدم تماثل المعلومات.

سنحاول من خلال ما سيأتي بيان العوامل والمحددات التي ينبغي مراعاتها أثناء تحديد المصدر التمويلي المناسب للمؤسسة في إطار صيغ التمويل الإسلامي، والنظريات المفسرة لطبيعة تأثير كل عامل، فلا شك أن تنوع الصيغ التمويلية وشروطها وخصائصها يحتم على المدير المالي الامام بالأسس والمحددات التي على ضوءها يتم اختيار الصيغة التمويلية المناسبة.

تنقسم محددات الهيكل التمويلي إلى محددات داخلية خاصة بكل مؤسسة وظروفها، ومحددات خارجية لا تمتلك المؤسسة قدرة على التحكم وفيها ولا تغييرها وإنما ينبغي لها أن تأخذها في الحسبان نظراً لتأثيرها على طبيعة المزيج التمويلي.

### الفرع الأول: المحددات الداخلية للهزيج التمويلي

هناك العديد من العناصر المحددة لطبيعة الصيغ التمويلية التي تلجأ لها المؤسسات، منها التي تؤثر إيجاباً على درجة الاستدانة ومنها ذات التأثير السلبي عليها، ومنها محددات ذات تأثير مزدوج بحسب ظروف المؤسسة. وتتحدد طبيعة هذا التأثير وتفسيره بحسب إحدى النظريات المفسرة للهيكل المالي المشار إليها أعلاه. وفيما يلي نستعرض هذه النوع من المحددات.

#### أولاً: طبيعة النشاط (Main Activity)

إذا كان لعامل طبيعة نشاط المؤسسة دور في تحديد مصادر التمويل المناسبة للمؤسسة في أدبيات الاقتصاد التقليدي، فإن ذلك يتضح جلياً في الاقتصاد الإسلامي، بسبب طبيعة الصيغ التمويلية التي تميزه؛ إذ أن بعض الصيغ لا تصلح إلا لنشاطات معينة كالزراعة والمساقاة والمغارسة والتي تستخدم في القطاع الفلاحي دون باقي القطاعات الاقتصادية الأخرى. ونفس الأمر بالنسبة لصيغة الاستصناع. ونجد الأمر ينطبق كذلك على باقي الصيغ من مشاركة ومضاربة وإجارة وسلم ومرابحة، إذ إن طبيعة النشاط تحدد في كثير من الأحيان طبيعة الصيغ التي يمكن اللجوء إليها.

#### ثانياً: حجم المؤسسة (Firm Size)

يعد حجم المؤسسة من بين العوامل المحددة لطبيعة المزيج التمويلي، إذ أشارت العديد من الدراسات إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم لها مستويات استدانة أعلى مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. كما تطغى الديون طويلة الأجل على الديون قصيرة الأجل في هيكل تمويلها، وذلك راجع لقدرتها على تحمل التكاليف المالية للديون، كما أن كبر الحجم مؤشر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها وبعدها عن خطر الإفلاس، مما يجعل المقرضين يتساهلون في منح القروض مع المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالصغيرة والمتوسطة.<sup>1</sup>

من زاوية أخرى، نجد دراسات أخرى دعمت هذا الرأي، والتي اعتبرت أن المؤسسات كبيرة الحجم تجد سهولة للولوج لمختلف صيغ التمويل مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم بسبب انخفاض تكاليفها الثابتة مقابل ضخامة مبالغ التمويل بمعنى انخفاض تكلفة المعاملات (lower transaction costs) بما يتماشى

<sup>1</sup> أنظر:

- Titman, S. and Wessels, R., "The determinants of capital structure choice", The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1, 1988, PP. 1-19.  
 - Rajan, R. and Zingales, L., "What do we know about capital structure? some evidence from international data", The Journal of Finance, Vol. 50 No. 5, 1995, PP. 1421-1460.  
 - Harris, M. and Raviv, A., "The theory of capital structure", The Journal of Finance, Vol. 46 No. 1, 1991, PP. 297-355.

واقترادات الحجم، مما يجعلها تفضل الاقتراض على الملكية، وهو ما يعني وجود علاقة طردية بين الحجم ودرجة الاستدانة.<sup>1</sup>

لكن فيه دراسات أخرى ذهبت عكس ذلك من حيث كون المؤسسات صغيرة الحجم غير قادرة على إقناع المستثمرين لشراء أسهمها نظرا لقلّة خبرتها وإمكاناتها، مما يجعلها مجبرة على الاستدانة ولو بتكاليف مرتفعة، بينما يتيسر للشركات الكبيرة القيام بإصدار أوراق ملكية وضمان اقبال الجمهور عليها بفضل السمعة التي تتميز بها كبريات الشركات، وهذا ما يعني إمكانية وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ودرجة استدانته.<sup>2</sup>

وبالنظر لخصوصية صيغ التمويل الإسلامية المتاحة، وبسبب ضخامة المبالغ المطلوبة لسد احتياجات المؤسسات كبيرة الحجم، نجد أن بعض الصيغ التمويلية الإسلامية لا تلائم المؤسسات كبيرة الحجم بسبب محدودية الأموال التي يمكن الحصول عليها وعدم قدرتها على توفير المبالغ الكافية.<sup>3</sup>

أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فتجد صعوبة في الحصول على بعض الصيغ التمويلية نظرا لضعف مركزها المالي وقوتها التفاوضية، وهو ما يدفعها للاعتماد على صيغ تمويلية قد تتسبب في فقدانها جزءا من حصص ملكيتها لفائدة الممولين بتبني صيغ تشاركية. بينما تسعى المؤسسات كبيرة الحجم إلى صيغ توفر الأموال دون فقدان عامل السيطرة والادارة لفائدة الممولين. مما يعني ميلها أكثر لصيغ الاستدانة بدلا من المشاركات مقارنة بالشركات الصغيرة والمتوسطة.

هذا الرأي يدعمه أحمد حبيب أيضا عند تطرقه للنظرية السلمية للتمويل (POT) في إطار صيغ التمويل الإسلامية، حيث أشار إلى أن هناك قيودا على التمويل بالديون (المرابحة والاجارة)، بحيث لا تمنحها البنوك إلا للمؤسسات تتمتع بسمعة جيدة مع توفر ضمانات رهن الأصول، وهي من سمات المؤسسات كبيرة الحجم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> See:

- Myers, S. "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 2, 1977, PP. 147-175.

- Theresa A. Gunn, A Comparative Analysis of The Implications of The Islamic Religion on Corporate Capital Structures of Firms in Emerging Countries, PhD. thesis, Faculty of the College of Business Administration, TUI University, California, 2008, P. 46.

<sup>2</sup> Amr Attar, Corporate Strategy and Capital Structure- an Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in Saudi Arabia, PHD thesis, Brunel Business School, Brunel University 2014, P. 39.

<sup>3</sup> أنضر:

- Jasim Al-Ajmi et al., "Decisions on Capital Structure in A Zekat Environment with Prohibition of Riba, the case of Saudi Arabia", The Journal of Risk Finance, Vol. 10 No. 5, 2009, PP. 460-476.

<sup>4</sup> Habib Ahmed, "Issues in Islamic Corporate Finance: Capital Structure in Firms", Op. Cit., P. 23.

هذا التحليل يتماشى أيضا مع كل من النظرية السلمية للتمويل (Trade-off Theory) التي تقدم التمويل بالديون على أموال الملكية من مصادر خارجية باعتبارها أعلى تكلفة، أو نظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information Theory)، التي بينت أن المؤسسات كبيرة الحجم لها قدرة أكبر على نشر المعلومات عن المؤسسة مما يقلص من عدم تماثل المعلومات في السوق، وبالتالي تجد سهولة أكبر في الحصول على التمويل من الدائنين، بمعنى أن يتناسب حجم المؤسسة طردا مع قدرتها على الاقتراض.<sup>1</sup>

### ثالثا: أداء المؤسسة وأفاقها المستقبلية (Growth Opportunity)

يقاس هذا المعيار عادة بنسبة القيمة السوقية لمليكة المؤسسة (أسهمها) إلى القيمة الدفترية لها، ويعتبر من بين أهم العوامل التي تؤثر في طبيعة الصيغ التمويلية؛ فالمؤسسات ذات الأفاق الواعدة والأداء الايجابي تميل حسب النظرية السلمية إلى الاعتماد بصفة أقل على الاستدانة باعتمادها على احتجاز الأرباح لتمويل أنشطتها، مما يعني علاقة عكسية بين فرص النمو ودرجة الاستدانة.

لكن من جانب آخر، وحتى يعود النصيب الأكبر من الأرباح على الملاك والمساهمين، قد تلجأ هذه المؤسسات لصيغ التمويل ذات التكاليف الثابتة، ويدعم هذا التوجه أيضا لكونها غالبا ما تخلو من حقوق التصويت والتدخل في إدارة المؤسسة، أما المؤسسات الناشئة أو التي يتميز نشاطها بالتذبذب وعدم الاستقرار، فتتجه لصيغ المشاركة في الأرباح والخسائر سعيا للاستفادة من خبرة البنوك الإسلامية وتجربتها في إدارة المشاريع، ولتجنب الآثار العكسية لظاهرة الرفع المالي الناتجة عن التمويل بالصيغ ذات التكلفة المالية الثابتة، وبالتالي تكون العلاقة طردية بين فرص النمو ودرجة الاستدانة.<sup>2</sup>

### رابعا: الربحية (Profitability)

باعتبارها تمثل نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) إلى إجمالي الأصول، وبسبب عدم تماثل المعلومات وما طرح من إشكالات، تتوقع الأدبيات التقليدية أن تلجأ المؤسسات للمصادر الداخلية للتمويل كأول خيار باعتباره المصدر الأقل تكلفة، مما يعني أن المؤسسات ذات الربحية الأعلى تميل إلى تمويل استثماراتها من الأرباح المحتجزة بدلا من المصادر الخارجية، سواء كانت أدوات دين أو ملكية. وبالتالي وبحسب النظرية السلمية للتمويل (POT) يتوقع ان تتناسب ربحية المؤسسة عكسيا مع الهيكل التمويلي للمؤسسة. أما النظرية التفاضلية للتمويل (Trade-off Theory)، فتتوقع أن المؤسسات ذات الربحية

<sup>1</sup> Razali Haron and Khairunisah Ibrahim, "Target Capital Structure and Speed of Adjustment Panel Data Evidence on Malaysia Shari'ah Compliant Securities", Op. Cit., P. 92.

<sup>2</sup> Nur Azura B.T. Sanusi, "The dynamics of capital structure in the presence of zakat and corporate tax", International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 7 Iss 1, 2014, PP. 89 – 111.

العالية يمكنها تعظيم استفادتها من الوفرات الضريبية من خلال استغلالها للمزايا الضريبية للاستدانة، وبالتالي تتوقع علاقة طردية بين الربحية ودرجة الرفع (الاستدانة).<sup>1</sup>

وهناك رأي ثالث يعتبر أن هناك تأثيراً مزدوجاً للربحية على درجة الرفع؛ فبما أن التوزيعات والاستثمارات تتميز بنوع من الثبات، فطبيعة العلاقة تتحدد بحسب التمويل السائد في هيكل تمويل المؤسسة؛ فإن كانت الاستدانة هي أهم تمويل خارجي للمؤسسة، فإن التغيرات في ربحية المؤسسة ترتبط عكسياً بالتغيرات في الرفع، بينما إن كان التمويل الخارجي يغلب عليه التمويل بالملكية، فستقلل المؤسسات ذات الربحية العالية والكبيرة الحجم من إصدار أدوات الملكية في ظل قلة الفرص الاستثمارية، مما يعني علاقة طردية بين الربحية والرفع. لكن في حالة المؤسسات الصغيرة فإن ارتفاع الربحية يمكن أن يؤدي على عمليات أكبر لإصدار الأسهم، مما يخفف من العلاقة الطردية بين الربحية والرفع.<sup>2</sup>

ومن زاوية المؤسسات التي تتمول تمويلًا متوافقًا مع الشريعة، فلا يوجد مانع شرعي في سعي المؤسسة للتحكم الجيد في تكاليفها ومنها تكاليف التمويل. هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن الاستدانة في ظل الاقتصاد الإسلامي تعد غير محبذة ولا يلجأ لها إلا إذا اقتضت الحاجة لها، ومنه فيتوقع ألا تلجأ المؤسسة لمصادر خارجية في ظل توفرها على بدائل داخلية للتمويل والتي تزيد بزيادة ربحية المؤسسة، مما يعني وجود علاقة عكسية بين ربحية المؤسسة ونسبة الاستدانة لها.<sup>3</sup>

#### خامساً: مخاطر الأعمال (Business Risk)

نعني بها احتمالية العسر المالي والافلاس؛ إذ يتوقع أن تقلل المؤسسات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة وذات المستويات المتقلبة في نشاطها، أن تقلل من درجة اعتمادها على الديون بسبب التأثير السلبي المضاعف الذي قد تتسبب فيه ظاهرة الرفع المالي، علاوة على ارتفاع تكاليف الديون تناسباً مع المخاطر المرتفعة للأعمال، وهذا معناه توقع علاقة عكسية بين مخاطر الأعمال ودرجة الاستدانة؛ بمعنى أن زيادة مخاطر الأعمال تقتضي أن تخفف المؤسسة من درجة اعتمادها على الديون تجنباً لتضاعف هذه المخاطر بسبب ظاهرة الرفع المالي. كما أن المؤسسات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة يتوقع منها أن تلجأ أكثر لإصدار أدوات ملكية بدلاً من أدوات الدين نظراً لأن المساهمين الجدد سيتحملون جزءاً من المخاطر

<sup>1</sup> Amr Attar, Op. Cit., P. 35.

<sup>2</sup> Rajan, R.G. and Zingales, L., "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", Journal of Finance, Vol. 50, 1995, PP. 1421-1460.

<sup>3</sup> أنظر:

- Nur Azura B.T. Sanusi, Op. Cit PP. 89 - 111.

- Jasim Al-Ajmi et al., Op. Cit PP. 460-476.

بسبب عدم ضمان عوائدهم كما في حالة الدين. وفي نفس السياق، ومن زاوية الاقتصاد الإسلامي فإن قاعدة الخراج بالضمان تعد من القواعد الأساسية المعمول بها والتي تنص على أن يترافق العائد المأمول مع تحمل جزء من المخاطر المصاحبة لهذا العائد، مما يعني أنه يتوقع أن تكون العلاقة عكسية بين مخاطر الأعمال ودرجة الاستدانة للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.<sup>1</sup>

#### سادسا: مادية الأصول (Tangibility)

تقاس مادية الأصول من خلال نسبة الأصول الثابتة الصافية إلى إجمالي الأصول، وتعد هذه النسبة مهمة من زاوية النظرية التفاضلية من حيث قدرة المؤسسة التي لديها نسبة كبيرة من الأصول الثابتة على الاستدانة أكثر بسبب إمكانية استخدامها كرهن، مما يعني زيادة رغبة الممولين لتمويلها نظرا لقلّة مخاطرها، كما أن إصدار ديون مضمونة برهون يؤدي إلى التخلص من بعض التكاليف الخاصة بالديون والتي تتحملها المؤسسات بسبب امتلاك المسيرين لمعلومات أكثر عن المؤسسة مقارنة بحملة السندات، فيطلبون معلومات أكثر تكلف المؤسسة مزيدا من الأعباء، إلا أن ضمان القروض بأصول معلومة القيمة يجعلهم في غنى عن هذه المعلومات الإضافية وبالتالي تتخلص منها المؤسسة. مما يعني أنه يتوقع أن تزيد قدرة وقابلية المؤسسات على الاقتراض بزيادة نسبة أصولها الثابتة.<sup>2</sup>

أما من زاوية نظرية الوكالة، فقد اختلف في طبيعة العلاقة بين مادية الأصول ودرجة الرفع المالي؛ فمن زاوية، نجد أن المؤسسات برهون أقل على الأصول تميل للاقتراض أكثر لمنع المسيرين من تجاوز المستويات المثلى للأموال السائلة، والتي تؤدي بهم للسعي لتحقيق أغراضهم وطموحاتهم الخاصة على حساب كفاءة استغلال الأموال، مما يعني علاقة عكسية بين مادية الأصول والاستدانة.<sup>3</sup> لكن من زاوية أخرى يمكن للمؤسسات استخدام الأصول المادية لتقليص تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون، وهذا معناه أن زيادة نسبة الأصول المادية سيؤدي إلى زيادة رغبة المقرضين في الإقراض.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Razali Haron and Khairunisah Ibrahim, "Target Capital Structure and Speed of Adjustment Panel Data Evidence on Malaysia Shari'ah Compliant Securities", Op. Cit., P. 91.

<sup>2</sup> See:

- Scott, J.H. Jr, "Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure", Journal of Finance, Vol. 32 No. 1, 1977, PP. 1-19.

- Myers, S.C. and Majluf, N.S., "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have", Journal of Financial Economics, 13, 1984, PP. 187-222.

<sup>3</sup> Grossman, S. and Oliver, H., "Corporate financial structure and managerial incentives," McCall, J.J. (Ed), The Economics of Information and Uncertainty, University of Chicago Press, Chicago, IL, 1982, PP. 123-155.

<sup>4</sup> See:

- Fauzias Mat Nor, Razali Haron et al., "Determinants of Target Capital Structure: Evidence on South East Asia Countries ", Journal of Business and Policy Research, Vol. 6, No. 3, December 2011, PP. 42-43.

ومن زاوية صيغ التمويل الإسلامية، تتعاطم أهمية هذه النسبة بسبب ضرورة أن تغطي الديون بالأصول فلا يجوز أن تتجاوز ديون المؤسسة ما عندها من أصول ثابتة، مما يعني أن قدرة المؤسسة على الاستدانة تزيد وتناسب طردياً مع نسبة الأصول الثابتة عندها.<sup>1</sup>

#### سابعاً: السيولة (Firm Liquidity)

أظهرت أغلب الدراسات نتائج متشابهة حول طبيعة العلاقة بين السيولة ودرجة استدانة المؤسسة؛ بحيث بينت أن السيولة تناسب عكسياً مع نسبة الاستدانة بسبب كون المؤسسات عالية السيولة تفضل استخدام مصادرها الداخلية لتمويل المشاريع الاستثمارية حسب النظرية السلمية للتمويل (POT). وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها نظرية الوكالة؛ فالمسيرون بإمكانهم التصرف في الأصول السائلة لصالح الملاك بما لا يخدم مصالح الدائنين، وهذا ما يؤدي على زيادة تكاليف الوكالة للديون، وبالتالي قلة جاذبيتها من جهة، ومن جهة أخرى فإن المقرضين في هذه الحالة يحجمون عن زيادة مد المؤسسة بالديون بسبب ارتفاع هذه التكاليف، وهو ما يعني علاقة عكسية بين السيولة ودرجة الاستدانة.<sup>2</sup>

أما من زاوية التمويل الإسلامي ومبادئه، فإن السيولة تعني زيادة الأموال المتاحة للمؤسسة، وبالتالي تعتمد عليها المؤسسة في المقام الأول، إذ لا تلجأ للاقتراض إلا في حالة عدم توفر مصادر داخلية للمؤسسة، وهذا ما يتماشى مع النظرية السلمية للتمويل، بمعنى توقع علاقة عكسية بين السيولة ودرجة الاستدانة.<sup>3</sup>

#### ثامناً: الوفورات الضريبية لغير الديون (Non-Debt Tax Shield)

تؤدي الوفورات الضريبية الناتجة عن قابلية خصم المصاريف المالية عند تحديد الوعاء الضريبي إلى تخفيض التكلفة الفعلية للديون، وهو من بين أهم العناصر التي ركزت عليها الدراسات المتعلقة بمحددات الهيكل المالي في تفسير اعتبار الديون أقل تكلفة من الملكية.

- Rajan, R.G. and Zingales, L., "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, Vol. 50, 1995, PP. 1421-1460.

<sup>1</sup>Ahmed, Habib, *Issues in Islamic Corporate Finance: Capital Structure in Firms*, Op. Cit., P. 15.

<sup>2</sup> See:

- Deesomsak, R., K. Paudyal, and G. Pescetto. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region." *Journal of Multinational Financial Management* 14, 2004, PP. 387-405.

- Myers, S.C., and N.S. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13, 1984, PP. 187-221.

<sup>3</sup> Shazal Shafaai and Mansur Masih, "Determinants of cost of equity: The case of Shari'ah-compliant Malaysian firms", MPRA Paper No. 62364, posted 26. February 2015, PP. 1-51.

إلا أن هناك حالات وفرات ضريبية أخرى ناتجة عن قابلية خصم بعض المصاريف عدا المصاريف الخاصة بخدمات الدين، وبالتالي يكون لها الأثر في طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسة. وقد بينت بعض الدراسات تأثيراً مزدوجاً لهذا العنصر على درجة استئدانة المؤسسة؛ فما دام أنه بإمكانها اللجوء لطرق بديلة عن الاستئدانة تمكنها من الحصول على الوفرات الضريبية مثل الاهتلاكات ومؤونات تدني القيم (Depreciation)، الإعفاءات الضريبية للاستثمار (Investment Tax Credits)، التعويضات الضريبية للخسائر الرأسمالية (Tax Loss Carryforward)، الخ. وبالتالي فبدلاً من المبالغة في الاستئدانة للاستفادة من الوفرات الضريبية وما يعنيه ذلك من زيادة مخاطر عدم القدرة على السداد، فيمكن المؤسسة في حالة توفر هذه الوفرات الضريبية لغير الفوائد أن تقلل من الاستئدانة وتضمن هذه الاستفادة، وعليه فإن زيادة الوفرات الضريبية لغير الفوائد سيؤثر عكساً على مستويات الاستئدانة (علاقة عكسية).<sup>1</sup>

لكن من جانب آخر، أشارت بعض الدراسات إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة بين الوفر الضريبي لغير الفوائد (NBTs) والمزيج التمويلي للمؤسسة<sup>2</sup>، بينما أشارت أخرى إلى وجود علاقة طردية نظراً لأن بعض المؤسسات التي تستثمر بكثافة في الأصول المادية تحقق بذلك مستويات عالية لمبالغ الاهتلاكات وتدني القيم، لكنها تكون مصحوبة بمستويات استئدانة عالية.<sup>3</sup>

وإذا أخذنا طبيعة وخصوصية التمويل في الاقتصاد الإسلامي بعين الاعتبار، فيتوقع الحصول على علاقة عكسية ذات دلالة بين الوفرات الضريبية لغير الفوائد ومستويات الاستئدانة، وذلك نظراً للضوابط الشرعية التي تضع حدوداً قصوى على قدرة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة على الاستئدانة؛ بحيث كما أشرنا سابقاً فإن مستوى الاستئدانة محكوم بما تملكه المؤسسات من أصول مادية تغطيها. وهو ما يجعلها تلجأ للطرق البديلة التي تسمح بالحصول على مزايا الوفرات الضريبية لتعويض تلك المتأتية من الفوائد والمصاريف المالية.

### تاسعاً: أداء أسهم المؤسسة (Share Price Performance)

أشارت بعض الدراسات التطبيقية إلى وجود تأثير عكسي لأداء أسهم المؤسسة على درجة الاستئدانة والرفع؛ فبحسب نظرية توقيت الأسواق، فإن المؤسسات تكون أكثر قابلية لإصدار أدوات الملكية عندما

<sup>1</sup> Fauzias Mat Nor, Razali Haron et al., "Determinants of Target Capital Structure: Evidence on South East Asia Countries", Op. Cit., P. 41

<sup>2</sup> See for example:

- Titman, S and Wessels, R, 'The determinants of capital structure choice', Journal of Finance, Vol. 43, 1988, PP. 1-19.

- Bauer, P, 'Determinants of capital structure: empirical evidence from the Czech Republic', Czech Journal of Economics and Finance, Vol. 54, 2004, PP. 2-21.

<sup>3</sup> Bradley, M, Jarrell, GA and Kim, EH, 'On the existence of optimal capital structure: Theory and evidence', Journal of Finance, Vol. 39, 1984, PP. 857-878.



تكون قيمتها السوقية مرتفعة مقارنة بالقيمة الدفترية أو القيم السوقية التاريخية، كما تُقْبَل على إعادة شرائها عندما تنخفض قيمتها السوقية، وهو ما يعني وجود علاقة عكسية بين أداء أسهم المؤسسة ودرجة استدانها.<sup>1</sup> وفي نفس السياق تسعى المؤسسات لإصدار أوراق الملكية في حالة ارتفاع قيمتها السوقية نظرا لأن مسيرها يعتقدون أنه بإمكانهم الحصول على الأموال بأفضل الشروط في هذه الحالة.<sup>2</sup>

من جانب آخر، فإن دراسات أخرى بينت أن هناك أثرا مزدوجا لأداء أسهم المؤسسة على رافعتها المالية؛ فمن زاوية نظرية الإشارة، فإن المؤسسات ذات الأداء الضعيف لأسهمها تلجأ لإصدار ديون قصيرة الأجل لإعطاء إشارة جيدة للسوق، بينما تقوم المؤسسات التي ينظر لأسهمها على أنها ذات أداء جيد بإصدار ديون طويلة الأجل لاستغلال التقدير الخاطئ لقيمتها السوقية.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: محددات خاصة بكل دولة (Country Specific Determinants)

تختلف الظروف الخاصة بالبيئة التمويلية من دولة لأخرى، والقيود التي تضعها كل دولة للحصول على الأموال، مما يؤثر على طبيعة الخيارات التمويلية التي تلجأ لها المؤسسات. وهذه المحددات الخارجة عن نطاق سيطرة المؤسسة وقدرتها على التحكم فيها وتعديلها، لها أثرها على المزيج التمويلي.

ومن منظور الصيرفة الإسلامية فإن بعض القيود التي تفرضها الدولة على القطاع المصرفي تحد من قدرة البنوك الإسلامية على التوسع في الصيغ التمويلية الإسلامية مما ينعكس سلبا على المؤسسات طالبة التمويل، فمن خلال منع البنوك من تملك الأصول والمتاجرة فيها في الجزائر مثلا، تصبح بعض الصيغ القائمة على المشاركة صعبة التطبيق، أو تطرح مشاكل بخصوص مشروعيتها مثل صيغ المربحة للأمر بالشراء التي يشترط فيها تملك البنك للسلعة تملكا حقيقيا قبل بيعها مربحة. وعليه فمحدودية مصادر التمويل المتوافقة مع الشريعة بسبب هذه القيود يدفع المؤسسات إما للاعتماد على أموالها الخاصة، أو اللجوء مكرها إلى صيغ ربوية أو في أحسن الأحوال صيغ إسلامية متحفظ على مشروعيتها الممارسات العملية لها كالمربحة كما سبق بيانه.

<sup>1</sup> Baker, M. and Wurgler, J. 'Market Timing and Capital Structure', Journal of Finance, Vol. 57, No. 1, 2002, PP. 1-32.

<sup>2</sup> راجع مثلا:

- Deesomsak, R. Paudyal, K and Pescetto, G. 'The Determinants of Capital Structure: Evidence from The Asia Pacific Region, Journal of Multinational Financial Management, Vol. 14, 2004, PP. 387-405.

- Welch, I. 'Capital Structure and Stock Returns', Journal of Political Economy, Vol. 112, No. 1, 2004, PP. 106-131.

<sup>3</sup> Deesomsak, R. Paudyal, K and Pescetto, G., 'Debt Maturity Structure and the 1997 Asian Financial Crisis', Journal of Multinational Financial Management, Vol. 19, 2009, PP. 26-42.

من بين العوامل الخارجية التي أكدت العديد من الدراسات على أهميتها وتأثيرها على المزيج التمويلي نذكر: مدى تطور السوق المالي، تطور سوق السندات (والصكوك بالنسبة للمؤسسات طالبة التمويل اللاربوي)، معدلات الفائدة والاقراض (تتأثر بها المؤسسات المصرفية الإسلامية بطريقة غير مباشرة)، النمو الاقتصادي، والتضخم<sup>1</sup>. وفيما يلي شرح وتوضيح لطبيعة تأثير هذه العناصر.

### أولاً: التضخم (Inflation)

يؤثر التضخم على طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات، إذ أن توقع ارتفاع مستوى التضخم يدفع المؤسسات للاعتماد أكثر على الاستدانة وزيادة درجة الرفع، وذلك لكون معدلات الفائدة على القروض تتناقص قيمتها الحقيقية جراء التضخم، بل هناك حتى من تحدث عن معدلات فائدة سالبة في حالة ما إذا تجاوزت نسب التضخم نسب الفائدة على القروض، وهو ما يعني أن المؤسسة تتحمل تكاليف مالية أقل نظراً لثبات المعدل وبالتالي مبلغ الفوائد مقابل تدني قيمة العملة وقيمتها الشرائية<sup>2</sup>.

ومن زاوية صيغ التمويل الإسلامية، فقد بينا سابقاً أن التضخم من بين أهم العوامل المحددة لتكلفة صيغ التمويل الإسلامية، وبالتالي فيتوقع أن يؤثر في الخيارات المالية للمؤسسات بنفس طريقة التأثير السابقة، بمعنى توقع ازدياد الاعتماد على صيغ الاستدانة مقارنة بصيغ الملكية بسبب أن التضخم يؤدي إلى تآكل القيمة الحقيقية للمصاريف المالية مما يجعلها منخفضة التكلفة؛ وبالتالي يتوقع أن يزيد الميل نحو الاستدانة بزيادة معدلات التضخم.

### ثانياً: تطور السوق المالي للأسهم (Stock Market Development)

تستخدم في الأدبيات التقليدية نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP) في بلد ما كمقياس لمدى تطور السوق المالي فيها، ويتوقع أن زيادة حجم التداول في سوق مالي ما وزيادة تطوره يكون مصحوباً بزيادة تفضيل المؤسسات للأموال المملوكة على الديون نظراً لسهولة تداول أدوات الملكية في الأسواق المتطورة، وبالتالي زيادة إقبال الجمهور عليها، مما يعني أن أداء السوق المالي على علاقة عكسية مع حجم الاستدانة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> انظر مثلاً:

Razali Haron, Global Business Review Factors Affecting Speed of Adjustment to Target Leverage Malaysia Evidence, *Global Business Review*, 14, 2, 2013, P. 251. available at: <http://gbr.sagepub.com/content/14/2/243>

<sup>2</sup> Lama Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia, 2012, P. 92.

<sup>3</sup> أنظر مثلاً:

- Demircuc-Kunt, A. and Maksimovic, V. 'Stock Market Development and Firms' Financing Choices', *World Bank Economic Review*, 10, 1996, 341-369.

أما من زاوية صيغ التمويل الإسلامية فإن زيادة تطور السوق المالي الإسلامي وتنوع الصيغ التمويلية عن طريق الملكية سيسهل من عملية تداولها مما يعني زيادة الاقبال على إصدارها، وهذا ما سيؤدي إلى زيادة نسبة الاعتماد على الأموال المملوكة في المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

### ثالثاً: تطور سوق السندات (Bond market development)

كما أن تطور السوق المالي يؤثر على طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات، فإن تطور سوق السندات من شأنه أيضاً أن يؤثر أيضاً؛ فتطور سوق السندات وسهولة تداولها على نطاق واسع يسهم في توفير بدائل تمويلية أقل تكلفة من المعتادة وهو ما يعني أن تطور سوق السندات والاقراض بصفة عامة يتوقع أن يؤثر إيجاباً على درجات الرفع والاستدانة للمؤسسات.<sup>1</sup>

أما من زاوية صيغ التمويل الإسلامية، فإن ظهور وتطور سوق الصكوك الإسلامية المتسارع يبرز مدى تأثير هذا الأخير في لجوء المؤسسات للتمويل عن طريق الصكوك الإسلامية التي تمثل البديل الإسلامي لسوق السندات التقليدية مما يعني توقع علاقة طردية بين درجة تطور سوق الصكوك الإسلامية ودرجة استدانة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

### رابعاً: معدلات الفائدة (Interest rates)

يعد عنصر معدلات الفائدة والإقراض من العوامل الهامة المؤثرة على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسة، فمن المنطقي أن تسعى المؤسسات لتقليل تكلفة حصولها على الأموال، ما يعني أن تدني معدلات الفائدة يزيد من درجة تضمين الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسات، وفي الحالة العكسية فإن ارتفاع معدلات الفائدة يزيد من تكلفة الأموال، كما يزيد من احتمالات عدم قدرة المؤسسات على الوفاء بالتزاماتها تجاه دائنيها وهو ما يعني زيادة مخاطر الإفلاس، وبالتالي يكون خيار التمويل عن طريق الملكية أفضل في هذه الحالة.

لكن ينبغي الإشارة إلى أن هناك دراسات بينت وجود علاقة طردية بين معدلات الفائدة ونسب الاستدانة ولعل ذلك راجع إلى ان انخفاض معدلات الفائدة غالباً ما يكون تبعاً لحالة الاقتصاد وضرورة

- Agarwal, S and Mohtadi, H, 'Financial Market and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries', Global Finance Journal, Vol. 15, 2004, PP. 2-14.

<sup>1</sup> انظر مثلاً:

- De Jong, A, Kabir, R and Nguyen, TT, 'Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants', Journal of Banking and Finance, Vol. 32, 2008, PP. 1954-1969.

- Agarwal, S and Mohtadi, H, 'Financial Market and The Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries', Global Finance Journal, 2004, PP. 2-14.

تحفيز الدورة الاقتصادية، بمعنى وجود نوع من الركود في الاقتصاد وهي الحالة التي تعاني فيها المؤسسات من شبح الإفلاس فتعرض بذلك عن الاقتراض مخافة تفاقم مشاكلها المالية.<sup>1</sup>

أما من زاوية الاقتصاد الإسلامي فرغم حرمة التعامل بالفوائد إلا أن الممارسات التطبيقية تسترشد حالياً بهذه المعدلات كما سبق بيانه المبحث الأول من هذا الفصل، وهو ما يؤثر بطريقة غير مباشرة على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، بحيث يتوقع أن انخفاض معدلات الفائدة من شأنه أن يؤثر على انخفاض تكلفة صيغ الدين الإسلامية وبالتالي زيادة الاعتماد عليها، بمعنى افتراض وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة ونسب الاستدانة.

#### خامساً: النمو الاقتصادي (Economic Growth)

تؤثر الظروف الاقتصادية التي يمر بها اقتصاد بلد ما على الخيارات التمويلية للمؤسسات؛ إذ أن مرور الاقتصاد بحالة ركود أو دخول في أزمة يزيد من تخوف المؤسسات من عدم قدرتها على الاستمرار وسداد ما عليها من التزامات، وعليه يتوقع في هذه الحالة أن تتجنب المؤسسة الذهاب لمزيد من الاقتراض والذي سيزيد وضع المؤسسة تعقيداً بسبب تأثير ظاهرة الرفع المالي، أما في حالات الرواج الاقتصادي، تكون المؤسسات بعيدة عن شبح العسر المالي والإفلاس مما يسهل عليها اللجوء للاقتراض للاستفادة من الأثر الإيجابي لظاهرة الرفع، بحيث يزيد العائد للملاك بزيادة نسب الاستدانة في مثل هذه الظروف. كما أن فترات الرواج الاقتصادي تتميز بسعي المؤسسات للاستفادة من الفرص المتاحة بتبني خطط استثمارية توسعية تتطلب مزيداً من التمويل، وإن كانت المصادر الداخلية لا تكفي لتمويل هذه الأنشطة التوسعية، فإنها تلجأ للاستدانة، وهذا بحسب النظرية السلمية للتمويل (POT)، وعليه فيتوقع أن تتناسب حالة الاقتصاد طرداً مع درجة الاعتماد على الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسات.<sup>2</sup>

أما من زاوية تأثير هذا العنصر في إطار صيغ التمويل الإسلامية، فيتوقع أن يحدث نفس الأثر بمعنى التقليل من الاعتماد على صيغ الاستدانة في حالات الكساد والركود والأزمات الاقتصادية، تفادياً لأن تؤدي الأعباء المالية إلى تأزم الوضع المالي للمؤسسات بسبب عدم قدرتها على وفائها بالتزاماتها المالية لتأثرها بتراجع حالة الاقتصاد. بينما يحدث العكس سعياً للاستفادة من مزايا المتاجرة بحقوق الآخرين في حالات الرواج الاقتصادي.

<sup>1</sup> Frank, MZ and Goyal, VK, 'Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure,' Journal of Financial Economics, Vol. 67, No. 2, 2003, PP. 217-248.

<sup>2</sup> De Jong, A. et al., 'Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country Specific Determinants', Op. Cit., PP. 1954-1969.

## المطلب الثالث: الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي

رغم أهمية موضوع الهيكل التمويلي ومسألة المفاضلة بين الصيغ التمويلية، إلا أن الأبحاث التي تناولت مالية المؤسسة عموماً، والهيكل التمويلي خصوصاً شحيحة، فأغلب من كتبوا عن صيغ التمويل الإسلامية ركزوا عليها من جانب البنوك الإسلامية وأهملوا جانب المؤسسات طالبة التمويل. فيما يلي سنحاول إبراز بعض الأعمال والمقالات التي تطرقت لعناصر لها علاقة بالهيكل المالي، وبعدها سنركز على الأعمال التي تناولت الهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي تحديداً.

### الفرع الأول: عرض لبعض الأعمال التي تطرقت لعناصر ذات علاقة بالهيكل المالي

تتميز الأبحاث والمقالات ذات العلاقة المباشرة بالهيكل المالي للمؤسسات غير المالية التي تتمول بصيغ التمويل الإسلامي بقلتها، فأغلب الذين تطرقوا لمسألة الهيكل المالي تناولوها من جانب البنوك الإسلامية وأهملوا جانب المؤسسات طالبة التمويل. ومن بين بعض هذه الأبحاث نذكر ما يلي:

تناول طارق القائد<sup>1</sup> (Lama Tarek Al-Kayed) محددات الهيكل المالي والأداء في البنوك الإسلامية مركزاً على بيان الخليط المناسب بين الدين وحصص المساهمين. ومن خلال استخدام عينة مكونة من 85 بنك إسلامي والتي تغطي 91 نظام بنكي، توصل إلى أن أداء البنوك الإسلامية (ربحيتها) تستجيب إيجاباً للزيادة في حصص المساهمين متلائمة مع نظرية الإشارة، كما توصل إلى أن البنوك الإسلامية التي تتمتع بربح أكثر تعتمد على نسب دين أعلى.

أما الأبحاث التي تطرقت للهيكل المالي من جانب المؤسسات طالبة التمويل فهي قليلة كما ذكرنا منها ما يلي:

تناول خان<sup>2</sup> العائد والمخاطرة للمفاضلة بين مختلف الصيغ التمويلية، وتوصل إلى أن المؤسسات التي تتميز مداخيلها بالنمو بثبات تميل إلى صيغ التمويل ذات العوائد الثابتة مما يمكنها من استثمار فائض العائد في تحفيز النمو.

أما شودري والسكران<sup>1</sup> (Choudhury & Al-Sakran) فقد ركزوا على بيان مزايا التمويل عن طريق الملكية، باعتبارها الأفضل لهيكل تمويل المؤسسات، ليس لكونها تتوافق مع الشريعة الإسلامية فحسب، ولكن

<sup>1</sup> Lama Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia, 2012.

<sup>2</sup> Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Research Paper N° 12, 1991, P. 45.

أيضا لكونها تحفز على تحريك عجلة النمو والانتاج وتسخير الموارد لتعود بالفائدة على المجتمع مركزين على الجانب القيمي للتمويل عن طريق صيغ الملكية من حيث كونها تخدم المجتمع ككل لا فئة الممولين فقط لكونها تضمن استقرار أسواق رأس المال وتقيها من الهزات العنيفة التي يتسبب فيها الإفراط في الاستدانة.

يستنج مما قدمه شودري والسكران ولو بطريقة غير مباشرة أنهم يميلون إلى كون الهيكل المالي الأمثل يميل لاستخدام أكبر لصيغ الملكية على حساب صيغ الاستدانة. لكنهما لم يتعمقا في طبيعة المزيج التمويلي وكيفية بناءه كما لم يتناولوا بالتفصيل مسألة ارتفاع تكاليف التمويل عن طريق الأموال المملوكة مقارنة بالديون.

أما نازم ذو القرنين ومريزة منحت<sup>2</sup> (Nazam Dzol Karnaini & Marizah Minhat) فقد تطرقوا لمدى استخدام صيغ التمويل الإسلامية في الهيكل المالي للمؤسسات غير المالية في عينة من 16 دولة يتم فيها التعامل بصيغ التمويل الإسلامية إلى جانب الصيغ التقليدية، وذلك بالاعتماد على التقارير المالية للفترة بين 2005-2009 لـ 20 مؤسسة الأولى في كل دولة شملتها الدراسة. وخلصوا إلى بطء تغلغل صيغ التمويل الإسلامي في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية بحيث أن المؤسسات التي شملتها الدراسة لجأت للتمويل الإسلامي في نصف دول العينة فقط، كما أن نسب الاعتماد على التمويل الإسلامي في هذه المؤسسات مقارنة بالاعتماد على التمويل التقليدي ضعيفة، وذلك حسيهم لأن صيغ التمويل الإسلامي أقل جاذبية للمؤسسات مقارنة بصيغ التمويل التقليدية، داعين إلى ضرورة أن تركز الأبحاث على جانب طالبي الأموال لمعرفة أسباب ذلك. إلا أن هذه الدراسة لم تركز على بيان المزيج من صيغ التمويل الإسلامي، واكتفت بتصنيفها إلى صيغ تمويل إسلامية وغير إسلامية. بينما اهتمامنا منصب على معرفة طبيعة المزيج التمويلي الإسلامي المعتمد وفهم تركيبته ومحدداته.

<sup>1</sup> Masudul Alam Choudhury and Sulaiman A. Al-Sakran, "Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia", *Managerial Finance*, Vol. 27, Issue 10/11, 2001, PP. 25-48.

<sup>2</sup> Nazam Dzol Karnaini & Marizah Minhat, "In Search of a Theory of Corporate Financing and Islamic Financial Instruments", Paper presented in the 8<sup>th</sup> International Conference on Islamic Economics and Finance, organized by Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation, held in December 19-21, 2011, Doha.

### الفرع الثاني: مقترح أحمد حبيب في منهجية اختيار الهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي

لعل أبرز مساهمة في مجال بناء الهيكل المالي للمؤسسات التي تتمول بصيغ التمويل الإسلامي تمت من قبل أحمد حبيب<sup>1</sup>. وفيما يلي عرض ملخص لما ورد فيها.

أولاً: تلخيص لمقترح أحمد حبيب لصياغة الهيكل المالي في الاقتصاد الإسلامي

انطلق حبيب في تحليله من مبدأ ضرورة أن تكون الديون مغطاة بالأصول تغطية كاملة، بمعنى:

$L_d \leq A_d$  علماً أن  $L_d$  تمثل الديون ط. الأجل و  $A_d$  الأصول الثابتة المادية. وبقسمة طرفي المعادلة على إجمالي الأصول، تحصل على القيد التالي:

$$L_d \leq A_d$$

يمثل المقدار  $L_d$  نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وهي النسبة المستخدمة لقياس درجة الرفع المالي، وعليه خلص إلى أن المؤسسة في إطار مبادئ الاقتصاد الإسلامي لا ينبغي أن يتجاوز رفعها نسبة معينة تتمثل في نسبة الأصول الثابتة المادية إلى إجمالي الأصول<sup>2</sup>.

بعدها ركز حبيب على بيان أهم الاختلافات بين أسهم المضاربة (سماها المجموعة أ) وأسهم المشاركة (سماها أسهم المجموعة ب). كأحد أبرز صيغ التمويل بالملكية  $K$  حيث بين أن أسهم المضاربة (مج أ) ليس لأصحابها الحق في التصويت والمشاركة في الإدارة عكس أسهم المشاركة (مج ب)، هذه الأخيرة بالتالي شبيهة بأموال المؤسسين، هذا التشابه تجلى أيضاً في كونها تصدر لأجل بعيد المدى، وقد تستمر طيلة حياة المشروع، وبالتالي ينصب اهتمام حملة أسهم المجموعة (ب) على الأرباح في الأمد البعيد والنمو والإدارة، بينما يركز حملة أسهم المجموعة (أ) على تحقيق الأرباح وتعظيم القيمة في الأمد المتوسط والقريب، باعتبارها أسهم تصدر لفترة زمنية محددة، مما يعني حسبه أن يتم توزيع الأرباح لحملة أسهم هذه المجموعة قبل اتخاذ قرارات احتجاز الأرباح لإعادة استثماره من قبل حملة الأسهم للمجموعة (ب).

هذه الخصائص تجعل من المؤسسات التي لا تريد فقدان السيطرة والملكية تصدر أسهما من الصنف (أ)، إلا أن ذلك غير متاح لكل المؤسسات، إذ أن المؤسسات الكبيرة فقط هي التي تحقق معدلات نمو وأداء مستقرة وبإمكانها إصدار هذا الصنف.

<sup>1</sup> Ahmed Habib, "Issues in Islamic Finance: Capital Structure in Firms", *IRTI Research paper*, N° 70, 2007, Jeddah, SA. PP. 1-32.

<sup>2</sup> *Ibid.*, PP. 14-17.

وبخصوص التمويل عن طريق الديون فينبغي أن يتم ذلك حسب أحمد حبيب من خلال إما الاجارة وتحديدًا صيغة اجارة واقتناء على اعتبار أن الأصل المؤجر يكون على شكل دين خلال فترة الإيجار، إضافة إلى الصيغ ذات الطبيعة التجارية وتحديدًا المربحة والاستصناع.<sup>1</sup>

جدول (3-3): خصائص الصيغ الإسلامية لتمويل المؤسسات

الخصائص	المجموعة ب (أسهم المضاربة)	المجموعة أ (أسهم المشاركة)	الاجارة	المربحة / الاستصناع
الطبيعة المحاسبية	ملكية	ملكية	دين	دين
حق الرقابة	نعم	لا	لا	لا
طبيعة التدفقات	تقاسم الأرباح والخسائر	تقاسم الأرباح والخسائر	ثابتة	ثابتة
أولوية الأرباح	الأخير (بعد قرار توزيع الأرباح)	قبل قرار التوزيع	قبل الأرباح	قبل الأرباح
الاستحقاق	دائمة	محددة	محددة	محددة
قابلية تحويل الملكية	قابلة للتنازل	قابلة للتنازل	قابلة للتنازل	غير قابلة للتنازل

Source: Ahmed Habib, Issues in Islamic Finance: Capitals Structure in firms, IRTI Research paper, N° 70, 2007, Jeddah, SA. P. 17.

إضافة إلى الخصائص السابقة، فإن الديون تأتي في المقام الأول من حيث استحقاقها للعوائد، بعدها يأتي حملة أسهم المجموعة (أ) الذين لا يتأثرون بسياسة توزيع الأرباح وقرارات احتجازها. أما أسهم المجموعة (ب) فيتباين نصيبها من الأرباح تبعاً لسياسة توزيعها وقرارات احتجازها.

من خلال التحليل السابق وعلى اعتبار أن تكلفة الصيغ المختلفة للتمويل تعد من أبرز العناصر المحددة للهيكل المالي، قام حبيب بحصر مختلف التكاليف وفق أوزان ترجيحية من 0 إلى 3 (3 مرتفعة، 2 متوسطة، 1 منخفضة، 0 معدومة) ولخصها في الجدول الموالي:

<sup>1</sup> Ibid., P. 16.



جدول (3-4): التكاليف المختلفة لصيغ التمويل الإسلامية

إجمالي التكلفة	التكاليف غير المباشرة			التكاليف المباشرة		المصدر التمويلي
	المعلومة	الإفلاس	التميع (dilution)	التعاقد	الأموال	
3	مع (=0)	مع (=0)	مع (=0)	مع (=0)	مر (=3)	الأموال المحتجزة
4	مع (=0)	مت (=2)	مع (=0)	من (=1)	من (=1)	الديون
4	مع (=0)	مت (=2)	مع (=0)	من (=1)	من (=1)	الإجارة
7	من (=1)	مع (=0)	مت (=2)	مت (=2)	مت (=2)	أسهم المحج. أ
11	مت (=2)	مع (=0)	مر (=3)	مر (=3)	مر (=3)	أسهم المحج. ب

مر: تكلفة مرتفعة (=3)، مت: متوسطة (=2)، من: منخفضة (=1)، مع: مت. منعدمة (=0).

Source: Ahmed Habib, "Issues in Islamic Finance: Capitals Structure in firms", IRTI Research paper, N° 70, 2007, Jeddah, SA. P.19.

وفق هذا الجدول خلص أحمد حبيب إلى ترتيب مصادر التمويل المختلفة حسب تكلفتها فكانت مرتبة تصاعدياً كما يلي: الأرباح المحتجزة، الديون، الإجارة، ثم المجموعة (أ) (أسهم المضاربة)، وأعلىها تكلفة أسهم المجموعة (ب) (أسهم المشاركة).

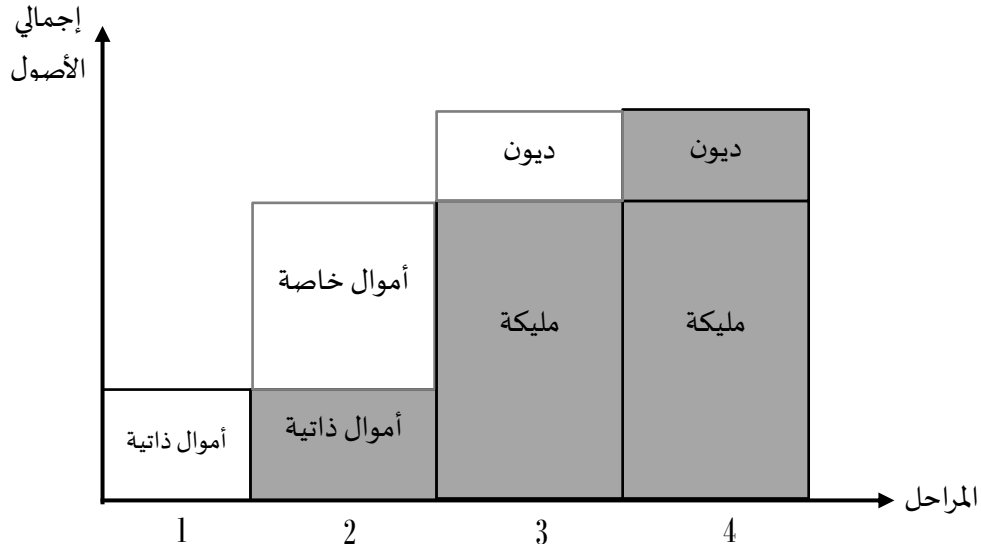
انطلاقاً مما سبق حاول حبيب أحمد الوصول إلى صياغة نظرية للهيكل المالي معتمداً على نفس مقاربة النظرية السلمية للهيكل المالي (Pecking Order Theory)، مع أخذ تكلفة الإفلاس بعين الاعتبار الواردة ضمن نظرية المعاوضة (Trade Off Theory) بين مزايا الاقتراض وتكاليفه. وخلص إلى أن المؤسسة تلجأ إلى أموالها الخاصة والأرباح المحتجزة باعتبارها المصدر الأقل تكلفة، ولا تؤدي إلى انحسار ملكية المساهمين وحقهم في الإدارة والتصويت.

هذا المصدر غالباً ما يقل عن احتياجات المؤسسة فتلجأ إلى مصادر خارجية، ويكون أول هذه المصادر الديون لانخفاض تكلفتها مقارنة مع باقي مصادر التمويل. ولكن الديون محكومة بنسبة لا ينبغي تعديها كما سبق بيانه، مما يعني الانتقال إلى مصادر أخرى متمثلة أولاً في أسهم المجموعة (أ) لما لها من خصائص تجعلها أقل كلفة من أسهم المجموعة (ب) التي تمثل آخر مصدر تلجأ إليه المؤسسة.

يجدر التنبيه هنا إلى أن التسلسل السابق ليس ألياً باعتبار أن المؤسسة إن حققت عوائد واحتجرت الأرباح، فهذا يفتح المجال للحصول على ديون إضافية بسبب ارتفاع إجمالي أصول المؤسسة. ونفس الأمر

إن أصدرت المؤسسة أسهما من الصنف (أ) باعتبارها تزيد من نسبة الأموال المملوكة فتقل نسبة الاستدانة عن الحد الأقصى، فتمكن المؤسسة بذلك من الحصول على ديون إضافية وهكذا. وعليه فإن سيورة العملية التمويلية حسب فهم خان تكون وفق ما يبينه الشكل الموالي:

شكل (2-3): مراحل تطور الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية.



Source: Ahmed Habib, "Issues in Islamic Finance: Capitals Structure in firms", IRTI Research paper, N° 70, 2007, Jeddah, SA. P. 26.

من خلال تحليله السابق، توصل أحمد حبيب إلى أن الهيكل المالي للمؤسسة في إطار الاقتصاد الإسلامي يتفاعل مع مجموعة من العوامل أبرزها: الحجم، قابلية النمو، نسبة الأصول الثابتة وبيانات المؤسسة، وخلص إلى ترتيب الحصول على الأموال كما يلي:

الأموال الخاصة والأرباح المحتجزة، الديون (عن طريق الاجارة أو المرابحة) لتأتي بعدها أسهم المضاربة (مج. أ) وبعدها أسهم المشاركة (مج. ب).

ثانياً: تحليل وملاحظات على نموذج أحمد حبيب

من خلال العرض السابق، يتبين أن ما قدمه أحمد يعد من أبرز المساهمات وأهمها في مجال الهيكل المالي للمؤسسات غير المالية التي تتمول بمصادر تتوافق مع الشريعة الإسلامية، كما أن هذه المقاربة تتماشى مع نظرية أفضلية ترتيب مصادر التمويل (POT).

لكن هذا الترتيب يطرح مجموعة الاشكالات؛ فإن كان من البديهي أن تلجأ المؤسسة للأموال الخاصة والأرباح المحتجزة في تمويل نشاطاتها، فإن المؤسسات الناشئة تميل إلى التمويل عن طريق صيغ تقاسم الأرباح والخسائر (صيغة المشاركة) نظراً لحاجتها إلى المرافقة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية ذات

الخبرة في مجال رعاية المشاريع وضمان نجاحها نظرا لافتقار أصحابها للخبرة الكافية في إدارة المشاريع. كما أن صيغة المشاركة تجعل المؤسسات المالية أكثر حرصا على إنجاح المشروع نظرا لكونها طرفا فيه. كما تركز المؤسسات الناشئة في سنواتها الأولى بالأساس على نجاح المشروع واستمراره وتجنب الفشل فيكون تحقيق هذا الهدف أهم مقارنة بتدنية تكاليف مصادر الأموال. وهذا ما ذهب إليه بعض الباحثين في هذا المجال، ومنهم منذر بلالة (Mondher Bellalah)<sup>1</sup> الذي بين أن المؤسسات الناشئة تميل لصيغ تقاسم الأرباح والخسائر (PLS) تجنباً للمخاطر وكذا لشح مواردها المالية، كما حرص على التأكيد بضرورة أن تكون المشاركات متناقصة في هذه المشاريع لأسباب كثيرة منها كون البنوك الإسلامية تهدف في شقها الاجتماعي لزيادة عدد المشاريع في إطار سعيها لمكافحة الفقر، كما تقلل من تحكم الأجانب في المشاريع المحلية، وتحفز في نفس الوقت الاستثمارات الأجنبية المباشرة. كما أن البنوك الإسلامية إن لم تكن مشاركتها متناقصة رغم حاجة مشاريع أخرى للأموال وللشراكة فسيؤدي ذلك إلى الحد من إمكانية البنوك في تمويل عديد المشاريع بهذه الصيغة.

كما يتوقع أن تميل المؤسسات الناشئة إلى المضاربة نظرا لكونها تجنبهم تحمل الخسائر في حال الفشل دون ثبوت التقصير والتعدي من لدن أصحاب المشروع، علاوة على كونها توفر الأموال باعتبار أن أغلب المؤسسات الناشئة تعاني من مشكل شح الموارد المالية، فتكون هذه الصيغة الأنسب لهذه المؤسسات خصوصا إن كانت مواردها المالية لا تسمح بالدخول في صيغة المشاركة.

<sup>1</sup> Mondher Bellalah, "Short and Long-Term Financing and Capital Structure of Islamic Firms: A Survey of Literature", *the International Journal of Finance*, Vol. 15, N. 3, 2003, P. 2776.

## البحث الثالث: نظريات الوكالة، عدم توافر المعلومات، والاشارة في ظل الاقتصاد الإسلامي

رأينا سابقا أن تحديد الهيكل التمويلي المناسب تحكمه مجموعة من المحددات، ويتم تفسير طبيعة العلاقة بين كل محدد والهيكل التمويلي بناء على مجموعة من النظريات، أهمها نظرية الوكالة، عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة. وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث إسقاط هذه النظريات على صيغ التمويل الإسلامي لمعرفة طبيعة التأثيرات الممكنة على صياغة المزيج التمويلي وفق صيغ التمويل الإسلامية. وعليه سيتم التطرق لهذه النظريات وفق المطالب الآتية:

<p><b>المطلب الأول: نظرية الوكالة</b></p> <p><b>المطلب الثاني: نظرية عدم تماثل المعلومات</b></p> <p><b>المطلب الثالث: نظرية الإشارة</b></p>
---

### المطلب الأول: نظرية الوكالة

تعد مساهمة نديم الحق وعباس ميراخور (Nadeem Ul Haque & Abbas Mirakhor) من بين أولى المساهمات في شرح طبيعة تكاليف وقيود الوكالة التي تميز صيغ التمويل الإسلامي وبالخصوص صيغ المشاركة في الربح والخسارة؛ فالمستثمر يعلم أن له في إطار هذه الصيغ نصيبا محددًا من أرباح المشروع الذي استثمر فيه، غير أنه غير قادر على تتبع مخرجات العمليات التي يقوم بها الوكيل (Agent) (المسير) والتي علي أساسها سيتحدد نصيبه من الربح والخسارة، لذلك يسعى المستثمر أثناء التعاقد إلى وضع قيود تضمن له أن يتخذ الوكيل القرارات المثلى، وأن يوفر القدر الأمثل من المعلومات التي تجعله يتخذ القرار المناسب. هذه التكاليف تمثل تكاليف الوكالة.<sup>1</sup>

في نفس السياق، بين منور إقبال وفيليب مولينو (Munawar Iqbal & Philip Molyneux) أن مشاكل الوكالة تظهر بسبب عدم قدرة الأصيل على مراقبة الوكيل بفعالية وبدون تكلفة، وأن عدم حل مشاكل

<sup>1</sup> Nadeem Ul Haque, Abbas Mirakhor, "Optimal Profit-Sharing Contracts and Investment in an Interest-Free Islamic Economy, *Theoretical studies in Islamic Banking and Finance*", Edited by Mohsin s. khan, Abbas Mirakhor, the Institute for Research and Islamic Studies, Houston, USA, 1987, PP. 141-161.

الوكالة يؤدي إلى مشاكل حقيقية في العقود المالية، مما يشكل تحدياً لإيجاد عقود واتفاقات تمكن من تقييد وحماية مصالح كل من العميل والأصيل.<sup>1</sup>

فعلاقة الوكالة تنشأ- كما سبق شرحها بالتفصيل في الفصل الأول- بمجرد أن يرتبط فرد (الأصيل) بنتائج أفعال فرد آخر (الوكيل). وفي صيغة المضاربة مثلاً فإن رب المال هو الأصيل والمقاول أو المضارب هو الوكيل، وتكلفة الوكالة في هذه الصيغة تتمثل في القيود التي يفرضها رب المال على المضارب لضمان أن يخدم المضارب مصلحة رب المال، ولا يغلب مصلحته الشخصية.

للتحكم في مشاكل الوكالة، يتم تضمين العقود بمجموعة من البنود تهدف لربط مقابل الوكيل بمدى سعيه لخدمة مصالح الأصيل، بحيث تضم مجموعة من الحوافز والعقوبات؛ في هذا الإطار، بين خالد الجفري (Khaled Aljifri et al.) أن الوكيل قد يسبب مشاكل للأصيل عندما يقوم الوكيل بنشاطات لم يكن ليقوم بها الأصيل بنفسه، فإن كان بإمكان الأصيل مراقبة تصرفات الوكيل، فسيسعى لتضمين العقد الذي يربط بينهما بحوافز تتماشى مع درجة مطابقة تصرفات الوكيل لرغبات الأصيل، كما قد يضمنه أيضاً عقوبات تبعاً لنشاطات لا تصب في مصلحته، لكن إذا تعذر على الأصيل مراقبة تصرفات الوكيل، فهنا يلجأ إلى اتخاذ قرارات بناء على المخرجات، بحيث ترتبط الحوافز بدرجة تحقيق الأهداف، مع التركيز على تحديد الحالات التي تظهر تعارضاً في مصلحة كل منهما وتحديد ميكانزمات الإشراف والرقابة التي تحد من النزعة الفردية للوكيل. وعليه تهدف نظرية الوكالة لاختيار العقود الأكثر فعالية والمفاضلة بين العقود القائمة على السلوك أو العقود السلوكية (Behavior-Oriented Contract)، وبين العقود القائمة على المخرجات (Outcome-Oriented Contract). إلا أن العقود الإسلامية لها خصوصيتها من حيث تركيزها على جانبيين، الجانب المادي للعقد، والجانب الأخلاقي كالصدق والأمانة وغيرها، بينما تصاغ العقود التقليدية وفقاً للجانب المادي فقط. بمعنى أنهما يشتركان ويتشابهان في الشق المادي للعقد بينما يختلفان في الجانب الأخلاقي: فأى جانب خلقي قد يخل بالعقد فيصبح باطلاً، وبالتالي فالجانب المالي للعقد مرتبط بقوة الجانب الأخلاقي ولا يمكن فصلهما، ولكلهما تأثير في تحديد المهام والمسؤوليات.<sup>2</sup>

من جانب المؤسسات المالية الإسلامية، هناك نوع آخر من تكاليف الوكالة تتعلق بسعيها لأن يتم استثمار أموالها بطريقة تتوافق مع الشريعة الإسلامية، فإذا كانت تكاليف الوكالة في المؤسسات التقليدية

<sup>1</sup> Munawar Iqbal, Philip Molyneux, Thirty Years of Islamic Banking History: Performance and Prospects, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2005, P. 146.

<sup>2</sup> Khaled Aljifri et al., "Financial Contracts in Conventional and Islamic Financial Institutions: An Agency Theory Perspective", *Review of Business and Finance Studies*, Vol. 4, No. 2, 2013, P. 83.

تظهر عندما ينحرف الوكيل عن هدف تعظيم القيمة للمساهمين، فإن أي انحراف من مسيري الهيئات المالية الإسلامية بتوظيف مصادر الأموال في نشاطات غير متوافقة مع الشريعة يخلق نوعاً جديداً من تكاليف الوكالة. كما أن البنوك الإسلامية تدفع عوائد للمودعين فيها مرتبطة بالعوائد التي تحققها من توظيف هذه الأموال وربحيتها، مما يخلق نوعاً آخر من المخاطر تتعلق بالتلاعب بالعوائد الحقيقية للمودعين بأن يتم التصريح بعوائد أقل مما تحقق، وفي كلتا الحالتين تظهر الحاجة للرقابة على الوكيل لضمان توافق سلوكه مع مصالح الموكِّل.<sup>1</sup>

وفيما يخص تكلفة الوكالة لصيغ التمويل الإسلامية فهي تختلف من صيغة تمويلية لأخرى؛ فمنها القائمة على المشاركة في التسيير والتدخل في الإدارة ومنها صيغ تمويلية بهامش معلوم دون التدخل في القرارات، وبالتالي فتكاليف الوكالة لها تأثيرها في تحديد المزيج التمويلي المناسب الذي يخفض إجمالي التكاليف التي منها تكاليف الوكالة.

في تحليله لتكاليف الوكالة لكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، بين فهيم خان أن في صيغة السلم لا يتدخل الممول في التسيير، إذ بمجرد تسليم الأموال يكون لمستخدمها حرية التصرف فيها فيما يراه مناسباً. أما بالنسبة لصيغ الهامش المعلوم وصيغ التمويل عن طريق الاجارة، فالممول له رقابة كاملة على استخدام الأموال. أما المضاربة فتشبه السلم من حيث عدم الجواز للممول بأن يتدخل في تسيير المؤسسة أو في الطريقة التي تستغل بها الأموال.<sup>2</sup>

إلا أن تكاليف الوكالة في صيغة المضاربة للبنوك مانحة التمويل مرتفعة ومتعددة، ومنها إمكانية التصريح الكاذب بالعوائد من قبل المضارب (الوكيل)، علاوة على المخاطر الأخلاقية الأخرى مثل التضليل في البيانات حول المشاريع الممولة وما ينجر عنه من سوء الاختيار.<sup>3</sup> كما أن خصوصية المضاربة تجعلها من الصيغ الهجينة التي تجمع بين الدين والملكية في الصيغ التقليدية، مما جعلها تشتمل على مشاكل الوكالة التي تتضمنها كل من صيغ الدين وصيغ الملكية معاً، وهو الأمر الذي أثر على نسبة تمويل البنوك بصيغة المضاربة إلى إجمالي الأصول والتي لم تبلغ حتى العشر.<sup>4</sup> ومنه فإن انخفاض تكلفة الوكالة بالنسبة للمتمول

<sup>1</sup> Assem Safieddine, "Islamic Financial Institutions and Corporate Governance New Insights for Agency Theory", *Corporate Governance: An International Review*, Blackwell Publishing Ltd, Vol.17, No. 2, March 2009, P. 144.

<sup>2</sup> Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, *Islamic Research and Training Institute*, Islamic Development Bank, research paper N° 12, 1991, P. 52.

<sup>3</sup> Abdel-Fattah Khalil et al., Evidence on Agency-Contractual Problems in Mudarabah Financing Operations by Islamic Banks, *Islamic banking and finance: new perspectives on profit-sharing and risk*, Ed. Edward Elgar, UK, 2002, P. 59.

<sup>4</sup> Obiyathulla Ismath Bacha, Conventional Vs Mudarabah Financing: An Agency Cost Perspective, *Journal of Islamic Economics*, Vol. 4, No. 1&2, International Islamic University Malaysia Press, 1995, P. 33.

يقابله عزوف من قبل موفري الأموال لاستخدام هذه الصيغة في التمويل، مما يطرح مشكلة إمكانية الاعتماد على الصيغة التمويلية في صياغة الهيكل المالي ومدى توفر هذا البديل.

وبخصوص صيغ تقاسم الأرباح والخسائر، يرى منور إقبال أنها من أفضل الصيغ التي تحد وتقلل من تكاليف الوكالة باعتبار أن كل طرف شريك في الأرباح والخسائر وبالتالي تتقاطع مصلحة الوكيل مع الأصل فيسعى كل طرف لتحقيق أهداف الطرف الآخر لأن ذلك يعود بالنفع عليهما معا.<sup>1</sup>

يتحدد الهيكل المالي الأمثل وفق نظرية الوكالة عند المستوى الذي تنخفض فيه التكاليف الناتجة عن تعارض وتصادم مصالح الأطراف ذات العلاقة، وينتج عن التمويل بديون تخفيف حدة التعارض وسوء الاختيار بين حملة الأسهم والدائنين من باب أن الديون تؤدي إلى ضبط سلوكيات المسيرين من خلال تقليل السيولة التي بحوزتهم، إلا أنها تسبب في تحمل تكاليف للوكالة تشمل تكاليف الرقابة ( monitoring expenditure) للأصيل، وتكلفة التعهد (bonding expenditure) للوكيل، والتكلفة أو الخسارة المتبقية ( residual loss)، فيتحدد بذلك المزيج التمويلي المناسب عندما تتساوى التكاليف السابقة للدين مع مزاياه.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: نظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) في الاقتصاد الإسلامي

بيننا في الفصل الأول أن عدم تماثل المعلومات يقصد به عدم تطابقها بين مسيري المؤسسة والغير باعتبار المسير أكثر اطلاعا على معلومات المؤسسة وأكثر وضوحا.

وفي المجال التجاري، فإن اطلاع البائع على معلومات حول جودة الأصل يجعله يرفض الشروط المقدمة من المشتري لقلّة علم هذا الأخير ببعض الخفايا التي تجعل سعره أدنى مما يأمله البائع، أو قد يضطر لبيعه بأقل مما لو أن كافة متعاملي السوق على دراية بهذه المعلومات، ويصطلح على هذه الظاهرة بـ "مشكل سوق الليمون في التقييم" (The Lemon Market Problem in Valuation)، بحيث يستخدم مصطلح الليمون للدلالة على رداءة جودة منتج ما، شركة ما أو مقرض ما.<sup>3</sup>

وفي الجانب المالي فإن تطبيق نظرية عدم تماثل المعلومات يؤثر على التمويل بالديون أو الأموال المملوكة كما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Munawar Iqbal, Philip Molyneux, Thirty Years of Islamic Banking History: Performance and Prospects, Op. Cit., P. 146.

<sup>2</sup> Razali Haron, Key Factors Influencing Target Capital Structure of Property Firms in Malaysia, *Asian Social Science*, Vol. 10, No. 3, 2014, P. 63.

<sup>3</sup> Brian Kettell, Introduction to Islamic Banking and Finance, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 1<sup>st</sup> Ed. 2011, P. 36.

<sup>4</sup> Ibid.

- بالنسبة للتمويل عن طريق الملكية، فإن حملة الأسهم يطلبون علاوة على شراء أسهم مؤسسة ما، للتعويض عن تمويل "الليمون". هذه العلاوة ترفع من تكلفة التمويل عن طريق الملكية التي تواجه المسيرين مقارنة بالجودة العالية للمؤسسة مقارنة بتكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في معدل عائد التمويل الذي يحصل عليه حملة الأسهم الحاليين.
- أما في سوق الاقتراض، فالمقرض لديه معلومات أفضل حول العوائد المحتملة والمخاطر المرتبطة بالمشاريع الاستثمارية محل التمويل، لكن من جانب آخر يفتقد للمعلومة الكافية بخصوص ظروف المقترض.

يظهر مشكل عدم تماثل المعلومات سواء قبل الشروع في الاستثمار أو بعده، ويتعاضم خطرهما قبل الشروع في الاستثمار بحيث يواجه المستثمرون صعوبة في إيجاد الفرص والتمويل اللازم، ويتحملون تكاليف البحث عن الشريك. وحتى بعد إيجاد الشريك، فالمستثمر أو المقاول عادة أكثر علما وإحاطة بحالة الصناعة وأفاق الأعمال من أصحاب رأس المال المخاطر؛ بحيث يمتلك معلومات داخلية عن المشروع محل التمويل لا يمتلكها الممول. وعليه فإن غياب تناقل المعلومة بين الطرفين بشكل مثالي يؤدي إلى مخاطر سوء الاختيار (Adverse Selection) (نقص المعلومة حول خصائص المشروع)، ومخاطر أخلاقية (Moral Hazard) متعلقة بالسمات الأخلاقية الحقيقية للمستثمر أو المقاول.<sup>1</sup>

في نفس السياق أوضح كتال (Kettell) أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى مشكلي سوء الاختيار والمخاطر الأخلاقية؛ ويعني سوء الاختيار الحالة التي يكون فيها البائع (أو المقترض) أعلم من المشتري (المقرض) (أو العكس) ببعض جوانب جودة المنتج، ويظهر هذا المشكل قبل إتمام المعاملة، بحيث قد يرغب المقرضون في إتمام عملية الاقتراض لجهلهم بعيوب المنتج أو النشاط محل التمويل، فينشأ عنها خطر القروض غير الجيدة نتيجة تمويل نشاطات أسوء من أخرى كان يمكن تمويلها. ويظهر هذا الاشكال جليا في صيغ تقاسم الأرباح والخسائر نظرا لطبيعتها.<sup>2</sup>

أما الخطر الأخلاقي فيظهر بسبب عدم تماثل المعلومات بعد الدخول في الصفقة من خلال تحميل المقرضين مخاطر أن يبادر المقرضون لنشاطات غير محببة من المقرضين بسبب زيادتها لمخاطر عدم الوفاء.

<sup>1</sup> Mohammad Abalkhail and John R. Presley, How Informal Risk Capital Investors Manage Asymmetric Information in Profit/Loss-Sharing Contracts, article in the book: Islamic Banking and Finance: New Perspectives on Profit Sharing and Risk, edited by Munawar Iqbal and David T. Llewellyn, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 2002, P. 112.

<sup>2</sup> Brian Kettell, Op. Cit., P. 36.



يتعاطم الخطر الأخلاقي في صيغ التمويل الإسلامية القائمة على المشاركة في الربح والخسارة (PLS) مقارنة بالاقتراض التقليدي، فالمقرض يحصل على دفعات دورية ولا يحتاج إلى معرفة حجم الأرباح الحقيقية التي يجنيها المقرض ولا يكثرث مادام المشروع قادرا على تحقيق تدفقات تمكنه من سداد القروض، فلا يهتم المقرض إلا إن عجز المقرض عن الوفاء بديونه وهي الحالة التي يقترب فيها من الإفلاس لذلك تميل البنوك التقليدية إلى العقود والصيغ القائمة على معدلات العائد الثابتة خصوصا عندما لا تتوفر البيانات الكافية عن أداء المشروع وعدم وضوحها للمؤسسات المالية.<sup>1</sup> أما في ظل مبادئ التمويل الإسلامي، فالممول (الممول الشريك) ينصب اهتمامه على مقدار الأرباح التي يحققها طالب التمويل مما يعني تعاطم الخطر الأخلاقي في صيغ التمويل الإسلامية.

ينص مبدأ تقاسم الربح والخسارة على أن الشريكين لهما حرية تحديد نسب تقاسم الأرباح بعض النظر عن المساهمة المالية لكل طرف، بينما يجب تقاسم الخسائر بالتناسب مع المساهمة المالية لكل طرف، ففي صيغة المشاركة كما أشرنا في الفصل الثاني لا ضمان ولا رهن في حالة فشل المشروع نتيجة مخاطر الأعمال دون ثبوت التقصير، مما يعني التعرض لمخاطر عدم تماثل المعلومات لكلا الطرفين.

من جانب آخر، وفي إطار النظام البنكي التقليدي، فالتنظيم يحتم تأمين الودائع فتكون الودائع في بنك ما شبيهة بالودائع في بنك آخر، ما يُغني المودعين عن مراقبة أنشطة البنك. أما موظفي الأموال لدى البنوك الإسلامية بإحدى صيغ المشاركة فينبغي عليهم جمع بيانات حول درجة أمان وسمعة ومخاطرة وربحية البنك الإسلامي، مما يعني أعباء وتكاليف أخرى لعدم تماثل المعلومات في صيغ التمويل بالمشاركة مقارنة بالصيغ التقليدية.<sup>2</sup>

تتجلى كذلك تكاليف عدم تماثل المعلومات في صيغ التمويل الإسلامية مقارنة بالصيغ التقليدية في إمكانية فرض البنك التقليدي لغرامات على المقرضين المتخلفين عن السداد، بينما تنص مبادئ الشريعة على أن هذه الغرامات يجب أن تودع في حسابات خاصة بالأعمال الخيرية والتبرعات، بدلا من احتفاظ المؤسسات المالية بها وتوزيعها على المساهمين؛ فإن أخفق المقرض في البنوك الإسلامية فلا ضمان لها مما يعني تكلفة إضافية لعدم تماثل المعلومات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Kazem Sadr and Zamir Iqbal, Choice Between Debt and Equity Contracts and Asymmetrical Information: Some Empirical Evidence, article published in the book: Islamic Banking and Finance: New Perspectives on Profit Sharing and Risk, Op. Cit., P. 140.

<sup>2</sup> Brian Kettell, Op. Cit., P. 37.

<sup>3</sup> Ibid.

مما سبق يتضح جليا ان صيغ التمويل القائمة على تقاسم الأرباح والخسائر أكثر مخاطرة من صيغ الاقتراض والاقتراض التقليدية من زاوية تكاليف عدم تماثل المعلومات، لكن لا ينبغي إغفال المزايا المقابلة لهذه الصيغ والمتمثلة في حالة تحقيق أرباح مجزية من المشاريع قيد الشراكة والتمويل، هذه العوائد لا يستفيد منها المقرض بالصيغ التقليدية، وبالتالي فمعنى ذلك أن زيادة هامش المخاطر يتناسب أيضا مع زيادة هامش الأرباح الممكن تحقيقها من الاستثمار في صيغ التمويل الإسلامية.

من جانب آخر، وما دام أن المفاضلة بين الديون والأموال المملوكة يتحدد أيضا حسب درجة الاحجام عن المخاطرة، ففي ظل افتراض تماثل المعلومات وفي كلا حالي الاحجام عن المخاطرة أو حيادية المخاطرة (Risk Aversion and Risk Neutrality)، يكون من غير المنطقي تفضيل الاستدانة على الأموال المملوكة؛ إذ تختفي ميزة العوائد الثابتة مقارنة بصيغ الملكية، فرغم أن صيغ العوائد الثابتة (الديون) تخفض من تكاليف الرقابة كما أشرنا أعلاه، فهي لا تعدمها، كما أن الإعراض عن المخاطرة قد يجعل من صيغ الملكية أفضل من صيغ الاستدانة. أما في حالة حيادية المخاطرة أو محدوديتها يكون من غير المنطقي المطالبة بعوائد مرتفعة على الأموال المقترضة فتكون الصيغ القائمة على الملكية بذلك أفضل، وعليه فإن تخفيض تكاليف تماثل المعلومات يعد أمرا ضروريا لنجاح الصيغ الإسلامية القائمة على الملكية، مما يتطلب من المؤسسات المالية الإسلامية ضرورة استثمار مصادر إضافية للنشاطات المتعلقة بجمع البيانات.<sup>1</sup>

وبخصوص المفاضلة بين صيغ التمويل الإسلامية، فالواقع الحالي بين تفضيل البنوك الإسلامية وميلها لصيغ الهامش المعلوم، التي تشبه من هذه الناحية الديون، على الصيغ القائمة على تقاسم الأرباح والخسائر، نظرا لارتفاع مخاطر عدم تماثل المعلومات وتكلفة جمع البيانات الكافية عن طالبي التمويل، مما يعني ضرورة البحث عن السبل والوسائل التي تمكن من تخفيض هذه التكاليف في سبيل تنوع صيغ التمويل الإسلامية بدلا من طغيان صيغ الهامش المعلوم والصيغ التجارية قصيرة الأمد التي تطبع الممارسات الحالية.

يؤدي دعم الرقابة والتحكم من أجل تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات إلى تحمل تكاليف إضافية يعتبرها البعض أعباء إضافية غير مجدية لكونها لا تؤدي إلى خلق قيمة مضافة، وتحد من تنافسية المؤسسات المالية الإسلامية مقارنة بالتقليدية، إلا أن كاظم وإقبال (Kazem Sadr & Zamir Iqbal) انتقدا هذا الرأي من حيث كون هذه التكاليف الإضافية تعوض بمزايا الرقابة، والتي منها تقليص المخاطر الأخلاقية

<sup>1</sup> Kazem Sadr and Zamir Iqbal, Op. Cit., P. 142.

ومخاطر سوء الاختيار، كما أن الرقابة الفعالة تسمح بفهم حالة الأسواق والبيئة المحيطة، مما يسمح بقابلية أكبر على التنبؤ الدقيق بالفرص الاستثمارية والتطورات الواعدة للأسواق، كما تمكن هذه الرقابة المحكمة من الإطلاع على العديد من المزايا التنافسية للصناعة أو البلد الذي تستثمر فيه الأموال، مما يمكن من إجراء تقديرات أدق للعوائد واحتمال استكشاف فرص استثمارية جديدة. وخلصنا في الأخير إلى أن قرارات الوساطة المالية في اعتماد صيغ دين أو مشاركة في جانب أصولها شديدة التأثير بدرجة عدم تماثل المعلومات، وكلما قل عدم تماثلها أدى ذلك إلى زيادة الميل نحو صيغ المشاركة على صيغ الديون، والتكاليف الإضافية الناتجة عن إنتاج المعلومة والتحكم والرقابة ينبغي أن ينظر لها كاستثمار يؤدي إلى اختيار مشاريع أحسن وإلى التوظيف الأمثل للموارد المالية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: نظرية الإشارة في الاقتصاد الإسلامي

تعتمد نظرية الإشارة على واقع عدم تماثل المعلومات وما ينتج عنها من مشاكل؛ فمسيري المؤسسات غالبا ما يمتلكون معلومات أفضل عن واقع المؤسسة وأدائها مقارنة بحملة أسهمها، لذلك تحاول نظرية الإشارة ترجمة مختلف القرارات التي يتخذها المسكرون لاستخلاص الدوافع الكامنة وراءها. ومن هذه الزاوية فإن اتخاذ قرار التمويل عن طريق الديون أو عن طريق الملكية يحمل في طياته معلومات وخلفيات عن الدافع وراء تفضيل طريقة تمويل بدلا من أخرى؛ إذ يترجم قرار زيادة الاعتماد على الديون على أن المؤسسة تتوقع تحقيق تدفقات نقدية عالية في المستقبل تسمح لها بتغطية نفقات الديون، والاحتفاظ بالقسط الأكبر لصالح المؤسسة. أما إصدار أدوات ملكية فتترجم بطريقة مختلفة؛ إذ تعد إشارة على أن المسكرين يشكون في دقة القيمة السوقية لأسهم الشركة؛ فإن كانت الأسهم مسعرة بأكثر من قيمتها، فهي بذلك فرصة سانحة لإصدار مزيد من أدوات الملكية (أسهم)، باعتبار أن ذلك سيؤدي إلى نقل القيمة من المسكرين الجدد لصالح المسكرين الحاليين، أما إن قيم السوق الأسهم بأقل من قيمتها، فهنا يلجأ المسكرون لإصدار أدوات الدين بدلا من أدوات الملكية.

وعليه وبافتراض أن المسكرين يعملون لمصلحة حملة الأسهم الحاليين، فإن المسكرين يقرؤون ويستنتجون من إصدار أسهم جديدة أن قيمة الأسهم الحالية مبالغ فيها، وهو ما يؤدي إلى تراجع قيمة

<sup>1</sup> Kazem Sadr and Zamir Iqbal, Op. Cit., P. 142.

الأسهم الحالية عند الإصدار، مما يؤدي إلى تضائل حقوق الملاك الحاليين؛ هذا الانخفاض يعبر عنه بتكلفة المعلومات.<sup>1</sup>

إذا نظرنا لصيغ التمويل الإسلامية فإن لجوء المؤسسات لصيغ الهامش المعلوم مثل المرابحة والاجارة يشير إلى تفضيل المؤسسات لتثبيت مقدار الأرباح التي يستفيد منها مقدموا التمويل وفق هذه الصيغ، ويمكن أن يترجم ذلك على أن لها نظرة متفائلة حول أدائها المستقبلي؛ فهي بذلك تبعث بإشارات جيدة للجمهور عن آفاقها المستقبلية، بينما إن تم اللجوء إلى صيغ المضاربات، رغم ما تحمله من زيادة تدخل مانح التمويل في سبيل ضمان استرداد أمواله والرقابة على استخدامها، فإن ذلك يشير إلى تخوف من احتمال عدم نجاح المشاريع الممولة، وبالتالي يكون لجوئها لهذه الصيغ من أجل الحد من حجم الخسائر في حالة فشل المشروع؛ إذ تقع الخسائر في هذه الحالة على رب المال دون المضارب إن لم يثبت التقصير من جانبه. وبذلك تتشابه الإشارات المرسله مع تلك الخاصة بالصيغ التقليدية، بمعنى أن الاعتماد على صيغ الهامش المعلوم يعطي إشارات مشابهة لتلك الناتجة عن إصدار أدوات دين في ظل الاقتصاد التقليدي، كما تشبه الإشارات المستخلصة من اللجوء لصيغ التمويل القائمة على الملكية (المشاركة والمضاربة وما في حكمهما) لتلك الإشارات المترجمة من إصدار أسهم جديدة.

<sup>1</sup> Barclay, Michael J. and Clifford W. Smith, "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 17, N. 1, 2005, PP. 8-17.

## خلاصة الفصل الثالث

يتطلب موضوع المزيج التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي التطرق للعديد من الجوانب المؤثرة فيه وهذا ما سعى هذا الفصل لبيانها؛ حيث تم عرض رأي منظري الصيرفة الإسلامية لمسألة الحسم الزمني، العائد والمخاطرة، وتكلفة الأموال مع إبراز التمويل بالديون مقابل الأموال المملوكة في الاقتصاد الإسلامي. من جانب آخر، تم استعراض بعض النماذج المقترحة لتسعير الأصول المالية الإسلامية في محاولة للابتعاد عن استخدام معدلات الفائدة والاسترشاد بها في تحديد العوائد المطلوبة في صيغ التمويل الإسلامية.

بعدها، تم الإلمام بالعوامل والمحددات التي ينبغي مراعاتها أثناء تحديد المصدر التمويلي المناسب للمؤسسة في إطار صيغ التمويل الإسلامية، والنظريات المفسرة لطبيعة تأثير كل عامل على كيفية المزاجية بين مختلف الصيغ التمويلية المتاحة للمؤسسات، وما إن كان هناك توليفة مثلى للصيغ التمويلية. كما تم إبراز المحددات الداخلية الخاصة بكل مؤسسة وظروفها، وكذا المحددات الخارجية التي لا تمتلك المؤسسة قدرة على التحكم وفيها ولا تغييرها والمتعلقة أساسا بحالة الاقتصاد وظروفه.

كما تم أيضا إبراز إسهام نظريات الوكالة، الإشارة، وتمائل المعلومات في إطار الاقتصاد الإسلامي، وغيرها من المفاهيم ذات التأثير على طبيعة المزيج التمويلي.

هذه الخلفية النظرية ستتبع في الفصول اللاحقة بمحاولة إسقاطها على الواقع والممارسات التطبيقية، من خلال عينة من المؤسسات المتوافقة مع الشريعة، حيث سيتم اختبار مدى أخذها بمختلف العناصر المساهمة في تحديد الهيكل التمويلي.

الفصل الرابع: الإطار المنهجي للدراسة

التأصيلية

## الفصل الرابع: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية

### تقديم

بعد الامام بالجوانب النظرية المتعلقة بموضوع الهيكل التمويلي في الاقتصاد الإسلامي، سيتم من خلال هذا الفصل تناول الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية من خلال شرح تفاصيل الدراسة التطبيقية، والعينة المستخدمة، مع بيان مختلف العناصر التي ستشملها الدراسة، والمتغيرات التابعة والمستقلة التي يتحدد في ضوءها الهيكل التمويلي، كما سيتم عرض الفرضيات الجزئية الخاصة بكل متغير، وطبيعة العلاقة المفترضة بينه وبين المتغير التابع بناء على ما تم تناوله في الجانب النظري للموضوع.

كما سيتم تفصيل أدوات ونماذج المعالجة الإحصائية للبيانات والبرامج المستخدمة لذلك، مع شرح معلمات النماذج الإحصائية التي سيتم الاعتماد عليها في قراءة النتائج المتحصل عليها، على أن يتم عرض هذه الأخيرة وتحليلها وتفسيرها في الفصل الخامس.

وعليه سيتضمن هذا الفصل المباحث التالية:

**المبحث الأول: فرضيات ومنغبرأت الدراسة**

**المبحث الثاني: نموذج الدراسة وطريقة جمع البيانات**

**المبحث الثالث: منهجيات تحليل بيانات الدراسة**

## البحث الأول: فرضيات ومتغيرات الدراسة

تقوم الدراسة التطبيقية على مجموعة من الفرضيات المتعلقة بالهيكل التمويلي للمؤسسات المشمولة بالدراسة، والتي يتم اختبارها من خلال مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة.

**المطلب الأول: فرضيات الدراسة حول خصوصية المزيج التمويلي الإسلامي**

**المطلب الثاني: فرضيات الدراسة حول مكونات الهيكل التمويلي**

**المطلب الثالث: توصيف النموذج الرياضي لمكونات الهيكل التمويلي**

### المطلب الأول: فرضيات الدراسة حول خصوصية المزيج التمويلي الإسلامي

تتميز المؤسسات التي يتوافق نشاطها مع الشريعة الإسلامية بمجموعة من الخصائص التي سبق بيانها في الشق النظري، والتي من أبرزها حرمة التمويل عن طريق الصيغ الربوية، والاعتماد على مجموعة من صيغ التمويل الإسلامية البديلة، والتي تتميز بدورها عن التمويل التقليدي، مما يؤدي إلى مجموعة من السمات والخصائص للمزيج التمويلي الإسلامي:

#### الفرع الأول: التمويل الإسلامي يميل لاستخدام الأموال المملوكة مقارنة بالديون

من بين سمات صيغ التمويل الإسلامي سواء القائمة على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر، أو صيغ الهامش المعلوم، كونها تربط التمويل بالجانب الحقيقي للاقتصاد، مما يعني أنها أقرب من حيث خصوصيتها للتمويل عن طريق الأموال المملوكة.

من جانب آخر، يشترط ألا تتجاوز الديون حجم الأصول الثابتة، بمعنى ضرورة أن تغطي الأصول الثابتة ديون المؤسسة كما سبق بيانه في الشق النظري.<sup>1</sup> هذه القيود على حجم الاستدانة تدفعنا لافتراض أن يتميز الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة بارتفاع نسبة الأموال المملوكة مقارنة بالديون. وعليه يمكن صياغة هذه الفرضية كما يلي:

**الفرضية 1:** يغلب على الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة التمويل بالأموال المملوكة وما في حكمها مقارنة بالديون.

<sup>1</sup> راجع المبحث الثاني من الفصل الثالث.



### الفرع الثاني: التمويل الإسلامي يميل للاعتماد على التمويل قصير الأجل مقارنة بالتمويل ط. الأجل

تتميز صيغ التمويل الإسلامية بكون أغلبها صيغ قصيرة المدى؛ فإن استثنينا صيغتي المشاركة والمضاربة، فإن باقي الصيغ، والتي تشكل السمة الغالبة حالياً للتمويل الإسلامي، هي صيغ قصيرة إلى متوسطة المدى (المرابحة، الاجارة، السلم، الخ). هذه الخصوصية لصيغ التمويل الإسلامي تجعلنا نفترض أن يزيد حجم الديون قصيرة المدى عن الطويلة.

لكن من جانب آخر، فإن طبيعة وخصوصية نشاط المؤسسة له أثره في الهيكل التمويلي مما يعني ضرورة القيام بتحليل قطاعي للمؤسسات لمعرفة مدى تأثيره على المزيج من الديون طويلة وقصيرة الأجل، فعدد من الدراسات التطبيقية السابقة بينت أن المؤسسات الناشئة والصغيرة غالباً ما تلجأ للديون قصيرة الأجل نظراً لافتقارها للقدرة على الحصول على التمويل طويل الأجل، بينما تكتسب المؤسسات الكبيرة ثقة البنوك والمؤسسات المالية مما يتيح لها إمكانية الاعتماد على المصادر طويلة الأجل.

بناء على ما تقدم، يمكن وضع الفرضية التالية:

الفرضية 2: يغلب التمويل قصير الأجل على التمويل طويل الأجل في الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تتمول وفق صيغ التمويل الإسلامية.

### المطلب الثاني: فرضيات الدراسة حول مكونات الهيكل التمويلي

يتأثر الهيكل التمويلي للمؤسسات بمجموعة من العناصر أو المحددات كما رأينا في الجانب النظري؛ منها عناصر داخلية خاصة بكل مؤسسة، ومنها عناصر خارجية تتعلق بالمحيط الاقتصادي، ولا تتحكم فيها المؤسسة ولكنها تؤثر في طبيعة مزيجها التمويلي المستخدم. وسنحاول في هذه الدراسة بيان وزن وتأثير هذه العناصر على الهيكل التمويلي لعينة الدراسة.

ولكل قبل التطرق إلى النسب والمتغيرات التي تقيس لنا مختلف محددات الهيكل التمويلي وطبيعة العلاقة المفترضة، ينبغي بداية ضبط وتحديد نسب الهيكل التمويلي المعتمد عليها كمتغير تابع.

### الفرع الأول: الهيكل التمويلي والنسب المعبرة عنه

تركز الدراسة على بيان المحددات والعوامل المؤثرة في صياغة الهيكل التمويلي المناسب للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وعليه فالمتغير التابع يتمثل في الهيكل التمويلي معبراً عنه عن التوليفة أو

التركيبية من مصادر التمويل المختلفة مع التركيز على إبراز وزن الديون باعتباره أهم عنصر يتم التركيز عليه عند تناول موضوع الهيكل التمويلي.

رغم تعدد الدراسات السابقة التي تطرقت لقضية الهيكل التمويلي، لم يتم الاتفاق على مفهوم موحد للنسب المعبرة عن الرفع المالي التي تستخدم كمؤشر عن الهيكل التمويلي رغم اتفاقها على إبراز مستوى التكاليف المالية التي تتحملها المؤسسة، فاختلاف النسبة المعبرة عن الهيكل التمويلي يؤدي حتما إلى اختلاف النتائج المتوصل إليها، وهو ما لوحظ في الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، لذلك ارتأينا اعتماد أكثر من نسبة معرفة للرفع، مما يسمح بملاحظة تأثير كل عنصر يتم تضمينه في النسب المستخدمة على نتائج الدراسة، كما تسمح بفحص موثوقية (robustness) النتائج المستخلصة من الدراسة.

لضمان التجانس بين مختلف بيانات الدراسة، سيتم الاعتماد على نفس المصدر في قاعدة بيانات داتا ستريم (Datastream) وهي بيانات وورد سكوب (Worldscope)<sup>1</sup>. وتم اعتماد رموز وورد سكوب لاستخراج المتغيرات رغم أن قاعدة بيانات ثومسون رويترز (Thomson Reuters) تحتوي على نفس بيانات الدراسة برموز آخر<sup>2</sup>، وذلك من أجل ضمان تناسق البيانات فيما بينها ونفس نسق معالجة البيانات، فعلى سبيل المثال، نجد أن إجمالي الأصول حسب ترميز وورد سكوب في سنة 2009 نجده عند داتا ستريم مذكور في سنة 2010. مما يعني ضرورة استخدام نفس مصدر البيانات لتفادي هذه الاختلافات. لكن قمنا في نفس الوقت باستخراج بعض البيانات من أكثر من مصدر لغرض المقارنة، وكذلك من أجل الحصول على بيانات إضافية متوفرة لسنوات معينة في بيانات قاعدة ما، وغير متوفرة في قاعدة أخرى (توفرت على سبيل المثال معطيات الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا في وورد سكوب وThomson رويترز، لكن لوحظ تطابق من حيث المبالغ مع توفر بيانات 2015 في Thomson رويترز وعدم توفرها في وورد سكوب، هذه المقارنة سمحت بإتمام بيانات الناتج المحلي لكافة سنوات الدراسة).

عموما هناك أربع نسب أساسية للرفع (Leverage) سيعتمد عليها للدلالة على طبيعة المزيج التمويلي

للمؤسسة:

<sup>1</sup> قاعدة بيانات داتا ستريم تمكن من الحصول على نفس المعلومة من مصادر متعددة، بيانات من البنوك المركزية، المراكز الوطنية للتخطيط والاحصاء، بيانات خاصة بـ داتا ستريم، البنك الدولي، وورد سكوب، الخ. ولوحظ في حالات عديدة اختلاف القيم بين هذه المصادر، فعلى سبيل المثال، لوحظ أن إجمالي الأصول حسب ترميز وورد سكوب في سنة 2009 نجده عند داتا ستريم مذكور في سنة 2010، علاوة على بعض الاختلافات من حيث القيم، مما يعني ضرورة استخدام نفس مصدر البيانات لتفادي هذه الاختلافات وضمان تناسق البيانات وكذا طريقة معالجتها.

<sup>2</sup> مثلا إجمالي الأصول في وورد سكوب تحت رمز 02999 نجده في Thomson رويترز برمز WC02999، أي أنه نفس الرمز مع إضافة (WC) للدلالة على مصدر المعلومة وهي قاعدة وورد سكوب (WorldScope).

### 1- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (Lev1= TD/TA)

تشتمل هذه النسبة على كافة الديون في بسطها، سواء طويلة أو قصيرة المدى وهو ما يتماشى ومفهوم الهيكل التمويلي. ورغم تأكيد بعض الدراسات على استخدام المصادر طويلة الأجل فقط في دراسة الهيكل المالي، إلا أن ما يميز المؤسسات المتوافقة مع الشريعة هو اعتمادها كما أشرنا سابقاً على صيغ تمويل إسلامية يغلب على أكثرها كونها قصيرة إلى متوسطة الأجل مما يعني ضرورة عدم إهمال الديون متوسطة وقصيرة الأجل عند تناول الميزج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

وردت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ضمن بيانات وورد سكوب تحت رمز (08236)<sup>1</sup>؛ ويتضمن بند إجمالي الديون (TD) المستخدم، بحسب التعريف الوارد عن وورد سكوب، كل الديون بفوائد والالتزامات المرسمة لعقود الاستئجار (Interest Bearing and Capitalized Lease Obligations)، فالحساب بذلك يشمل مجموع الديون طويلة وقصيرة الأجل.<sup>2</sup>

علاوة على هذه النسبة وبغرض التدقيق والتوسع في التحليل سيتم الاعتماد أيضاً على باقي النسب

التالية:

### 2- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (Lev2= TD/TC)

تحسب هذه النسبة، والواردة تحت رمز (08221) في بيانات وورد سكوب، بقسمة إجمالي الديون (مجموع الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل والجزء الحالّ للديون طويلة الأجل) على إجمالي رأس المال (الذي يضم رأس المال والديون قصيرة الأجل والجزء الحالّ للديون طويلة الأجل)<sup>3</sup>.

### 3- نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال (Lev3= LD/TC)

هذه النسبة الواردة برمز (08216) في بيانات وورد سكوب تضم في بسطها إجمالي الديون طويلة الأجل (03251) والتي تشمل كل الالتزامات المالية طويلة الأجل مستثنى منها الجزء واجب السداد خلال سنة (الديون الحالّة)، وترد صافية من أي علاوة أو تخفيض.<sup>4</sup> أما المقام فيتمثل في إجمالي رأس المال بنفس التعريف السابق (رأس المال والديون قصيرة الأجل، والجزء الحالّ للديون طويلة الأجل).

<sup>1</sup> رموز النسب والحسابات الواردة في وورد سكوب نجدها بنفس الرمز في قاعدة بيانات داتاستريم لكن مسبوقة بـ WC بغرض التمييز بينها وبين البيانات من مصادر أخرى، فمثلاً نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول لوورد سكوب رمزها 08236، بينما نجدها في قاعدة داتاستريم برمز: WC08236.

<sup>2</sup> WorldScope Database, Data Definitions Guide Manual, ISSUE 14.3, Thomson Reuters, 2015, P. 656.

<sup>3</sup> Total Debt % Total Capital = (Long Term Debt + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) / (Total Capital + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) \* 100. (See: WorldScope Database, Data Definitions Guide Manual, Op. Cit., P. 657.).

<sup>4</sup> LONG TERM DEBT represents all interest bearing financial obligations, excluding amounts due within one year. It is shown net of premium or discount. (Ibid., P. 537)

نشير في الأخير إلى أن إجمالي رأس المال بالمفهوم السابق يختلف عن إجمالي الأصول من حيث كون إجمالي رأس المال يستثني الالتزامات التجارية تجاه الموردين (الموردون وأوراق الدفع).

#### 4- نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (Lev4= LD/ TA)

تضم في بسطها إجمالي الديون طويلة الأجل بحسب التعريف السابق، أما إجمالي الأصول في المقام (الوارد تحت رمز 02999)، فيضم كل الأصول طويلة وقصيرة الأجل.<sup>1</sup> وتبرز هذه النسبة وزن الديون طويلة الأجل إلى إجمالي ما تملكه المؤسسة من أصول.

#### الفرع الثاني: المحددات الداخلية للهيكل التمويلي للمؤسسة

يقصد بالمحددات الداخلية للهيكل التمويلي مجموعة العوامل الخاصة بالمؤسسة، والتي يتوقع أن تؤثر على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسة، وتمثل هذه المحددات فيما يلي:

##### أولاً: ربحية المؤسسة (Profitability)

تعد ربحية المؤسسة من بين العوامل المحددة للهيكل التمويلي؛ فكما سبق بيانه فإن عدم تماثل المعلومات (Informational Asymmetries) يجعل المؤسسات تميل لاستغلال مصادرها الداخلية كأول خيار للتمويل باعتبارها الأقل كلفة، مما يعني أن زيادة ربحية المؤسسات سيؤدي إلى الميل نحو تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الأموال المحتجزة بدلا من المصادر الخارجية مما يعني أن ربحية المؤسسة تتناسب عكسيا مع الرفع المالي. وتتماشى هذه العلاقة مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (النظرية السلمية للتمويل) (POT). إلا أن النظرية التفاضلية للتمويل (TOT) تتوقع علاقة طردية بين ربحية المؤسسة ودرجة الرفع المالي، انطلاقا من سعيها لتعظيم الأرباح باعتمادها على الديون، وكذا للاستفادة من الوفورات الضريبية للمصاريف المالية.

وبخصوص تأثير هذا العنصر على الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، فقد بينا سابقا أن ميل هذه المؤسسات يكون دوما لتفضيل مصادر التمويل الخاصة كلما توفرت، مما يعني أن زيادة ربحية المؤسسة يتناسب عكسيا مع الرفع المالي، وهي بذلك تتماشى مع ما تتوقعه النظرية السلمية وليس النظرية التفاضلية للتمويل. وعليه:

الفرضية (ف.أ.1): توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ربحية المؤسسة والهيكل التمويلي.

<sup>1</sup> TOTAL ASSETS represent the sum of total current assets, long term receivables, investment in unconsolidated subsidiaries, other investments, net property plant and equipment and other assets. (Ibid., P. 653).

سيتم قياس متغير ربحية المؤسسة (PROF) اعتماداً على نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) إلى إجمالي الأصول (TA)، أي:

$$PROF = \frac{EBIT}{TA} \times 100\%$$

ثانياً: حجم المؤسسة (Firm Size)

بينما في الشق النظري أن حجم المؤسسة من بين العناصر المحددة للهيكل التمويلي للمؤسسة؛ إذ يتوقع أن يؤثر حجم المؤسسة إيجابياً على درجة الرفع المالي حسب النظرية التفاضلية، وهي النتيجة التي أكدتها بعض الدراسات التطبيقية. إلا أن دراسات أخرى بينت وجود علاقة عكسية بين الحجم والرفع المالي، وذلك بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسبب محدودية قدرتها على ولوج أسواق الأموال المملوكة مما يدفعها نحو الاقتراض لتمويل استثماراتها.

يمكن صياغة الفرضية الخاصة بهذا العنصر في هذه الدراسة كما يلي:

الفرضية (ف.أ.2): توجد علاقة طردية ذات دلالة بين حجم المؤسسة (SIZE) ودرجة الرفع المالي.

سيستخدم اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (TA) كمقياس لمتغير الحجم، وهو نفس المقياس المستخدم في العديد من الدراسات التي تناولت الموضوع.<sup>1</sup> وعليه تعطى العلاقة بالصيغة التالية:

$$SIZE = \ln(TA)$$

ثالثاً: مادية الأصول (Tangibility)

تتنبأ النظرية التفاضلية للهيكل التمويلي أن زيادة الأصول المادية سيتناسب طرداً مع درجة الرفع المالي بسبب إمكانية رهنها للحصول على قروض بضمانات، مما يشجع المقرضين على تمويلها نظراً لوجود هذه الضمانات.

<sup>1</sup> أنظر مثلاً:

-Al-Sakran, S., "Leverage determinants in the absence of corporate tax system: the case of non-financial publicly traded corporations in Saudi Arabia". Managerial Finance, Vol. 27 Nos 10/11, 2001, PP. 58-86.

- Fan, J., Titman, S. and Twite, G., "An international comparison of capital structure and debt maturity choices", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 47 No. 1, 2012, PP. 23-56.

- Razali Haron, Khairunisah Ibrahim, "Target Capital Structure and Speed of Adjustment- Panel Data Evidence on Malaysia Shari'ah Compliant Securities", International Journal of Economics, Management and Accounting 20, no.2, 2012, PP. 87-107.

أما نظرية الوكالة فتتنبأ بعلاقة عكسية بين مادية الأصول ودرجة الرفع المالي نتيجة السعي لرفع مستوى الديون للمؤسسات قليلة الرهون من أجل كبح رغبة المسيرين في الإنفاق غير العقلاني للسيولة فوق مستوى الإنفاق المثالي.

أما في ظل صيغ التمويل الإسلامي فقد بينا في الشق النظري أن من ضوابط التمويل بالديون في الاقتصاد الإسلامي ألا يتجاوز حجم الديون الأصول المادية<sup>1</sup>، مما يعني أن درجة الاستدانة ستترتبط بمادية الأصول. وعليه تصاغ الفرضية الخاصة بهذا العنصر كما يلي:

الفرضية (ف.أ.3): هناك علاقة طردية ذات دلالة بين مادية الأصول والهيكل التمويلي.

سيتم قياس متغير مادية الأصول (TANG) اعتماداً على نسبة صافي الأصول الثابتة (NFA) إلى إجمالي الأصول (TA)، أي:

$$TANG = \frac{NFA}{TA} \times 100\%$$

رابعاً: الوفورات الضريبة المتأتية من المصاريف غير المالية (Non-Debt Tax Shield)

تؤدي زيادة الوفورات المتأتية من المصاريف غير المالية إلى قلة اهتمام المؤسسة بالاستفادة من الوفورات الضريبية المتأتية من المصاريف المالية؛ وذلك لأن المصاريف غير المالية تؤدي إلى الاستفادة من ظاهرة الرفع التشغيلي كما سبق بيانه في الشق النظري، ويتشابه تأثير الرفع التشغيلي مع تأثير الرفع المالي، وعليه يتوقع أن زيادة المصاريف غير المالية ستأثر عكسياً على درجة الرفع المالي.

وعليه تفترض الدراسة بخصوص هذا العنصر ما يلي:

الفرضية (ف.أ.4): توجد علاقة عكسية ذات دلالة بين حجم المصاريف غير المالية والرفع المالي.

سيتم قياس متغير المصاريف غير المالية (NDS) بالاعتماد على نسبة مصاريف الاهتلاك السنوية (DEP) إلى إجمالي الأصول، أي:

$$NDS = \frac{DEP}{TA} \times 100\%$$

<sup>1</sup> أنظر الفصل الثالث، المبحث الثاني، المطلبين الثاني والثالث.

**خامسا: مخاطر الأعمال (Business Risk)**

يتوقع أن زيادة مخاطر الأعمال من شأنه أن يؤثر سلبا على درجة الرفع المالي؛ بسبب كون زيادة هذه المخاطر يؤثر على ارتفاع مخاطر العجز المالي والإفلاس فيدفع ذلك المقرضين إلى الإحجام عن توفير التمويل، كما يدفع بالمسيرين كذلك إلى تقليل الاعتماد على الديون لتجنب ظاهرة الرفع المركب للمخاطر نتيجة مزج مخاطر الأعمال (مخاطر الرفع التشغيلي) مع مخاطر الرفع المالي. وعليه نورد الفرضية التالية الخاصة بهذا العنصر:

الفرضية (ف.أ.5): توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الأعمال والهيكل التمويلي.

وسيتم قياس مخاطر الأعمال (BUSR) من خلال نسبة التغير السنوي في الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)، بمعنى:

$$BUSR = \Delta EBIT\%$$

**سادسا: سيولة المؤسسة (Firm Liquidity)**

يتوقع أن زيادة السيولة لدى المؤسسة يدفعها للاعتماد على مصادرها الداخلية، وبالتالي تقليل لجوئها للاستدانة وفق ما نصت عليه نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، وهي الملاحظة التي تتفق مع خصوصية المؤسسات التي تتمول وفق صيغ التمويل الإسلامية، كما بينا في الشق النظري، حيث يتم الاعتماد على المصادر الداخلية كلما توفرت للمؤسسة.

وعليه تفترض هذه الدراسة ما يلي:

الفرضية (ف.أ.6): هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة والرفع المالي.

يقاس متغير سيولة المؤسسة (LQDT) من خلال نسبة إجمالي الأصول المتداولة (CAT) إلى إجمالي الخصوم المتداولة (CLT) أي:

$$LQDT = \frac{CAT}{CLT} \times 100\%$$

**سابعا: فرص النمو (Growth Opportunities)**

تقتضي نظرية الإشارة أن المؤسسات ذات فرص النمو الواعدة تقلل من مستوى الرفع المالي (علاقة عكسية) بسبب سعي مسيريهما إلى إرسال إشارات للسوق مفادها عدم شروعاتها في إحلال أصولها (Asset

(substitution). كما تتوقع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل نفس العلاقة العكسية من حيث أن فرص النمو الواعدة تتجلى من خلال تحقيق المؤسسة لأرباح تدفعها إلى تقليل اعتمادها على الديون.

وبناء على ذلك نورد الفرضية التالية الخاصة بهذا العنصر:

الفرضية (ف.أ.7): توجد علاقة عكسية ذات دلالة بين متغير فرص النمو والهيكل التمويلي.

تستخدم هذه الدراسة للتعبير عن متغير فرص النمو (GROP) نسبة القيمة السوقية (MVE) إلى القيمة الدفترية للملكية (BVE)، أي:

$$GROP = \frac{MVE}{BVE} \times 100\%$$

ثامنا: أداء أسهم المؤسسة (Share Price Performance)

تميل المؤسسات لإصدار الأسهم عندما ترتفع قيمتها السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية والتاريخية، وتقوم بشراء أسهمها عندما تنخفض قيمتها السوقية، وعليه تتوقع نظرية توقيت الأسواق (MTT) علاقة عكسية مع نسبة الرفع المالي. ومنه يمكن صياغة الفرضية الخاصة بهذا العنصر كما يلي:

الفرضية (ف.أ.8): هناك علاقة عكسية ذات دلالة بين أداء أسهم المؤسسة والهيكل التمويلي.

سيتم قياس متغير أداء أسهم المؤسسة (SHPP) من خلال التغير السنوي في سعر سهم المؤسسة (SP)

أي:

$$SHPP = \Delta SP\%$$

### الفرع الثالث: المحددات الخارجية للهيكل التمويلي للمؤسسة

نعني بالمحددات الخارجية للهيكل التمويلي للمؤسسة مجموعة العوامل التي لا تتحكم فيها، إلا أنها تؤثر على هيكلها التمويلي المناسب، وتشمل هذه المحددات الخارجية مجموعة من المؤشرات الكلية للاقتصاد والأسواق المالية كما سيلى بيانها:

أولاً: معدل النمو الاقتصادي (Economic Growth)

تعتبر حالة اقتصاد ما من بين العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسات؛ إذ أن الأزمات الاقتصادية تزيد من مخاطر الإفلاس، مما يدفعها إلى التقليل من الآثار السلبية لظاهرة الرفع المالي، والتي تنتج كما سبق بيانه من التكاليف المالية للديون. فيتوقع بذلك أن تسعى المؤسسات لتقليل اعتمادها على الديون في فترات الركود الاقتصادي، ويحدث العكس في حالات الانتعاش أين تسعى المؤسسات للاستفادة



من مزايا ظاهرة الرفع المالي في ظل الافاق الواعدة للاقتصاد. وبالتالي تفترض الدراسة بخصوص هذا المتغير ما يلي:

الفرضية (ف.أ.9): توجد علاقة طردية ذات دلالة بين معدل النمو الاقتصادي والهيكل التمويلي لعينة الدراسة.

سيستخدم معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP Growth Rate GDPGR) كمقياس لمعدل النمو الاقتصادي، والذي يتم قياسه وفق العلاقة:

$$\text{GDPGR} = \Delta \text{GDP} \%$$

ثانيا: التضخم (Inflation)

يتوقع أن يؤثر عامل التضخم على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسة، ذلك أن التكلفة الفعلية لصيغ التمويل عن طريق الديون تتناقص بزيادة التضخم، مما يعني ميل المؤسسات نحو التمويل عن طريق الديون خلال فترات التضخم. وبالتالي يمكن صياغة الفرضية التالية:

الفرضية (ف.أ.10): توجد علاقة طردية ذات دلالة بين التضخم والهيكل التمويلي لعينة الدراسة.

سيعتمد في قياس مستوى التضخم (INF\_CP) على مؤشر تضخم أسعار المستهلكين (Inflation, Consumer Prices)، الوارد في قاعدة بيانات داتاستريم تحت رمز (MYWD7JI8R). ويقاس هذا المؤشر التغير السنوي في التكلفة إلى متوسط معدل تكلفة اقتناء سلة متضمنة سلعا وخدمات ثابتة أو متغيرة على فترات زمنية محددة.<sup>1</sup> وتستخدم في ذلك معادلة لسبيرز (The Laspeyres formula) التالية:<sup>2</sup>

$$\text{INF\_CP} = \frac{\sum_i P_{it} Q_{i0}}{\sum_i P_{i0} Q_{i0}} \text{ ، حيث:}$$

$P_{it}$ : تمثل سعر السلعة  $i$  في السنة  $t$ ؛

$Q_{i0}$ : تمثل الكمية المستهلكة من السلعة  $i$  في السنة 0 (سنة الأساس وفي ماليزيا هي سنة 1960 لهذا

المؤشر حسب داتاستريم في نفس الرابط السابق).

<sup>1</sup> ورد شرح وتعريف هذا المؤشر في قاعدة بيانات داتا ستريم كما يلي:

Inflation as measured by the consumer price index reflects the annual percentage change in the cost to the average consumer of acquiring a basket of goods and services that may be fixed or changed at specified intervals, such as yearly. The Laspeyres formula is generally used. Aggregation Method: Median

التعريف متوفر على الرابط:

[http://product.datastream.com/NavigatorLegacy/NotesSearchResults.aspx?userid=ZUM001&entity=1070186&category=Economics&name=INFLATION%2c+CONSUMER+PRICES+\(ANNUAL+%25\)](http://product.datastream.com/NavigatorLegacy/NotesSearchResults.aspx?userid=ZUM001&entity=1070186&category=Economics&name=INFLATION%2c+CONSUMER+PRICES+(ANNUAL+%25))

<sup>2</sup> <http://www.statisticalconsultants.co.nz/blog/different-ways-of-measuring-the-cpi.html> , Visited: 04/12/2016 at 08:35 (GMT+1).

## ثالثاً: تطور السوق المالي (Stock Market Development)

يساعد تطور السوق المالي على سهولة الوصول لمصادر التمويل عن طريق اللامسة، وانخفاض تكاليف الحصول على التمويل. وقد أشارت دراسات سابقة إلى أن زيادة تطور السوق المالي يدفع إلى ميل المؤسسات أكثر للتقليل من الاعتماد على الديون.

تفترض هذه الدراسة حدوث نفس التأثير بالنسبة للمؤسسات التي تتمول بصيغ التمويل الإسلامية، وعليه تكون الفرضية الخاصة بهذا العنصر كما يلي:

الفرضية (ف.أ.11): توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين درجة تطور السوق المالي والهيكل التمويلي لعينة الدراسة.

سيتم في هذه الدراسة لقياس درجة تطور السوق المالي (SMDV) على نسبة رسملة السوق (MC) (Stock Market Capitalization) إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أي:

$$SMDV = \frac{MC}{GDP} \times 100\%$$

## رابعاً: معدلات الاقراض (Lending Rates)

بيننا سابقاً أن حرمة التعامل بالفوائد من أبرز مبادئ التمويل الإسلامي، إلا أن الممارسات الحالية في الأسواق المالية الإسلامية تعتمد على معدلات الإقراض بفائدة للاسترشاد بها في تحديد معدلات الربح والهامش، وقد سبق بيان آراء الفقهاء والمفكرين الإسلاميين بخصوص هذا الاسترشاد بين من يرى أن لا حرج في ذلك وبين متحفظ أو داع لإيجاد بديل إسلامي.<sup>1</sup>

وعليه فإن معدلات الفائدة - بحكم الاسترشاد بها- ستؤثر بطريقة غير مباشرة على طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة. بحيث يتوقع أن يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى ارتفاع معدلات العائد على الصكوك ووسائل الدين المتوافقة مع الشريعة مما يؤدي إلى التقليل من الاعتماد على الديون. وعليه نورد الفرضية التالية بخصوص هذا العنصر:

الفرضية (ف.أ.12): معدلات الاقراض (LERT) على علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مع الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافق نشاطها مع الشريعة الإسلامية محل الدراسة.

<sup>1</sup> أنظر الفصل الثالث، المبحث الأول، المطلب الثاني.

تستخدم هذه الدراسة معدل الفائدة الذي يقرض بموجبه البنك المركزي البنوك التجارية ( Repo Rate) والذي يستخدمه البنك المركزي عادة للتحكم في معدلات التضخم.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: توصيف النموذج الرياضي لمكونات الهيكل التمويلي

تصاغ المعادلة العامة للهيكل التمويلي وفق العلاقة الرياضية العامة التالية:

$$Levit = \alpha_0 + \alpha_i Bit + \beta X_i + \varepsilon_{it} \text{-----}(2)$$

بحيث:

–  $(Levit)$ : يرمز إلى الرفع التمويلي (درجة الاستدانة)، كمقياس للهيكل التمويلي للمؤسسة  $i$  في السنة  $t$ ؛

–  $Bit$ : تمثل المتغيرات المستقلة الداخلية الخاصة بالمؤسسة  $i$  في السنة  $t$ ، وتتضمن كما أشرنا سابقاً؛  
–  $X_i$ : تمثل المتغيرات الاقتصادية الكلية في السنة  $t$  وتتضمن كل من معدل التضخم، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي؛

–  $\varepsilon_{it}$ : يمثل الخطأ العشوائي للمؤسسة  $i$  في السنة  $t$ .

باستبدال الرموز في العلاقة النظرية رقم (2) بمتغيرات الدراسة، تصبح العلاقة العامة كما يلي:

$$Levit = \alpha_0 + \alpha_1 PROF_{it-1} + \alpha_2 SIZE_{it-1} + \alpha_3 TANG_{it-1} + \alpha_4 NDT_{it-1} + \alpha_5 BUS_{it-1} + \alpha_6 LQD_{it-1} + \alpha_7 GROPI_{it-1} + \alpha_8 SHPP_{it-1} + \beta_9 GDPGR_t + \beta_{10} INF_t + \beta_{11} SMDV_t + \beta_{12} LERT_t + \varepsilon_{it}$$

في تقدير معلمات المعادلة السابقة، فإن المتغيرات المفسرة الخاصة بالمؤسسة تم تأخيرها أو تثبيطها بسنة واحدة (Lagged Variables) للأخذ في الحسبان تأثير حدوث تأخر زمني، باعتبار أن هناك من يرى بأن المؤسسات في لحظة زمنية معينة، لا تكون عند هيكلها التمويلي الأمثل، وإنما تسجل تأخراً زمنياً في تعديل الهيكل التمويلي للوصول للهيكل الأمثل بسبب تكاليف تحملها المؤسسة عند تعديلها للمزيج التمويلي سعياً منها للعودة للهيكل المالي الأمثل. أما بالنسبة للمتغيرات المفسرة الكلية فهي آنية نظراً لظهور تأثيرها مباشرة ودون تأخر زمني.

الجدول التالي يلخص مختلف فرضيات الدراسة، والخاصة بمحددات الهيكل التمويلي والعلاقة

الرياضية المستخدمة لاختبار كل فرضية:

<sup>1</sup> معدل الفائدة الذي يقرض به البنك المركزي البنوك التجارية وارد في قاعدة بيانات داتا ستريم تحت رمز .xxPRATE، حيث يرمز xx للبلد - بالنسبة لماليزيا: .MYPRATE.

جدول (4-1): فرضيات الدراسة الخاصة بمحددات الهيكل التمويلي والنموذج الرياضي المستخدم

الهدف	النموذج المستخدم	الفرضية
<p>دراسة العوامل المحددة للهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية المشمولة بالدراسة، وكذا تحديد أي من النظريات (نظرية أفضلية ترتيب مصادر التمويل، النظرية التفاضلية، نظرية الوكالة، ونظرية الاشارة) تفسر أفضل طبيعة العلاقة بين كل عنصر والمزيج التمويلي</p>	$\text{Levit} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PROFit-1} + \alpha_2 \text{SIZEit-1} + \alpha_3 \text{TANGit-1} + \alpha_4 \text{NDTSit-1} + \alpha_5 \text{BUSRit-1} + \alpha_6 \text{LQDTit-1} + \alpha_7 \text{GROPit-1} + \alpha_8 \text{SHPPit-1} + \beta_9 \text{GDPCRt} + \beta_{10} \text{INFt} + \beta_{11} \text{SMDVt} + \beta_{12} \text{LERTt} + \varepsilon_{it}$	<p>ف.أ.1: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ربحية المؤسسة والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{PROF} = \text{EBIT} / \text{TA} * 100</math> الربحية = نسبة الربح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول</li> </ul>	<p>ف.أ.2: توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{SIZE} = \log(\text{TA})</math> الحجم = اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.</li> </ul>	<p>ف.أ.3: توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مادية الأصول والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{TANG} = \text{NFA} / \text{TA} * 100</math> مادية الأصول = نسبة صافي الأصول الثابتة على إجمالي الأصول</li> </ul>	<p>ف.أ.4: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الوفرات الضريبية للمصاريف غير المالية والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{NDTS} = \text{DDA} / \text{TA}</math> الوفرات الضريبية من غير الديون = اهتلاك وتدني قيمة الأصول إلى مجموعها</li> </ul>	<p>ف.أ.5: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الأعمال والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{BUSR} = ((\text{EBIT} - \text{EBIT}_{[n-1]}) / \text{EBIT}_{[n-1]}) * 100</math> مخاطر الأعمال = نسبة التغير السنوي للأرباح قبل الفوائد والضرائب</li> </ul>	<p>ف.أ.6: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\text{LQDT} = \text{CAT} / \text{CLT} * 100</math></li> </ul>	<p>ف.أ.7: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو</p>

	<p>السيولة = نسبة إجمالي الأصول المتداولة إلى إجمالي الالتزامات المتداولة</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>GROP = Price/Book\ Value\ Ratio\ (WC09306)</math> فرص النمو = نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية</li> <li>• <math>SHPP = (MPYE/MPYE[_n-1] - 1) * 100</math> أداء سعر السهم = نسبة التغير في السعر السوقي للسهم نهاية كل سنة</li> <li>• <math>GDPGR = (GDP/ GDP[_n-1] - 1) * 100</math> معدل النمو الاقتصادي = نسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي (ن.م.إ.)</li> <li>• <math>INF\_CP = \frac{\sum_i P_{it} Q_{io}}{\sum_i P_{io} Q_{io}}</math> التضخم = نسبة (ن.م.إ.) بالأسعار الجارية إلى (ن.م.إ.) بالأسعار الثابتة</li> <li>• <math>SMDV = MC/GDP \times 100\%</math> تطور السوق المالي = نسبة رسملة السوق إلى (ن.م.إ.)</li> <li>• LERT معدل الاقراض (الفائدة)</li> </ul>	<p>والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p> <p>ف.أ.8: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أداء أسهم المؤسسة والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p> <p>ف.أ.9: توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو الاقتصادي والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p> <p>ف.أ.10: توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين التضخم والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p> <p>ف.أ.11: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين تطور السوق المالي والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p> <p>ف.أ.12: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل الإقراض (الفائدة) والهيكل التمويلي (نسبة الاستدانة أو الرفع)</p>
--	---	---

المصدر: من إعداد الباحث.

## البحث الثاني: عينة الدراسة وطريقة جمع البيانات ومعالجتها

سنبرز في هذا المبحث الخطوات المتبعة لتصفية عينة الدراسة وكذا شرح الطريقة التي تمت بها عملية جمع البيانات ومعالجتها.

**المطلب الأول: عينة الدراسة**  
**المطلب الثاني: طريقة جمع البيانات ومعالجتها**

### المطلب الأول: عينة الدراسة

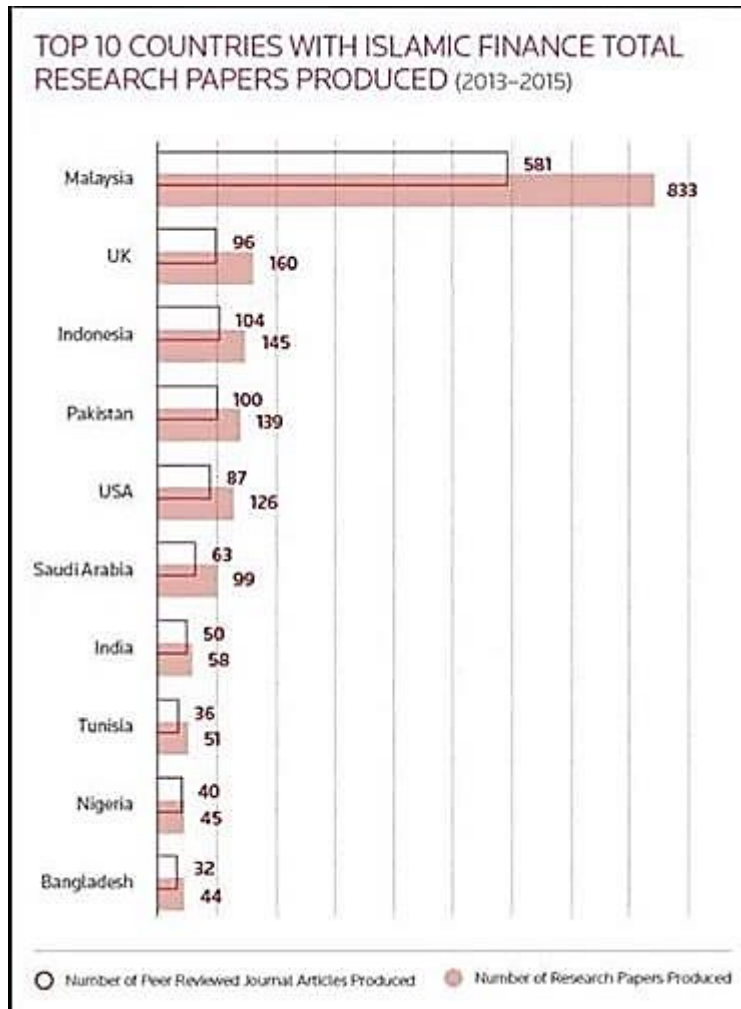
تستخدم هذه الدراسة لوحة بيانات (panel data) خاصة بالمؤسسات المدرجة في البورصة الماليزية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية طيلة الفترة 2005 – 2015، حسب تقارير المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية بماليزيا (The Shari'ah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia) الصادرة في نوفمبر من كل سنة بحيث تم استثناء الشركات التي صنفت ضمن الموافقة مع الشريعة في سنوات وحذفت في أخرى وحصرت عينة الدراسة في المؤسسات الحاضرة في التصنيف طيلة الفترة محل الدراسة.

### الفرع الأول: أسباب اختيار عينة الدراسة

تقوم هذه الدراسة التطبيقية على افتراض أساسي وهو أن صيغ التمويل الإسلامية متوفرة كبديل تمويلية للمؤسسات بنفس درجة سهولة ويسر الحصول على باقي الصيغ التقليدية، مع تنوع في هذه الصيغ يتيح للمؤسسات اختيار ما يناسبها، وهو الأمر الذي يمكن من دراسة صياغة الهيكل التمويلي في إطار صيغ التمويل الإسلامية وتتبع واختبار المحددات الأبرز المؤثرة على طبيعة توليفة التمويل المناسبة. هذه السمات تتوفر في البيئة الماليزية باعتبارها رائدة في مجال الصيرفة الإسلامية بتنوع صيغ التمويل المتاحة وكذا الحركية النشطة في مجال الهندسة والابتكارات الإسلامية، علاوة على الاهتمام الرسمي المتزايد، والعناية التي توليها ماليزيا لدعم أسس الصيرفة الإسلامية من خلال توفير منظومة مؤسساتية متكاملة تعمل على تفعيلها وفي مقدمتها البنك المركزي الماليزي.

كما يبرز أيضا الدور الريادي لماليزيا في دعم الصيرفة الإسلامية من خلال تصنيف Thomson Reuters لأكثر الدول اهتماما بالبحث في مجال المالية الإسلامية حيث جاءت ماليزيا في الصدارة.

شكل (4-1): تصنيف (Thomson Reuters) لأكثر الدول اهتماما بالبحث في مجال المالية الإسلامية (2013-2015)



المصدر: التقارير الدورية الصادرة عن ثومسون رويترز: <http://thomsonreuters.com/en/press-releases/2014/islamic-social-finance-report.html>

شاهد يوم 2016/12/21 على الساعة 16:00.

من جانب آخر، تقتضي الدراسة وجود هيئة رسمية تعنى بتصنيف المؤسسات المتوافقة مع الشريعة، مع وضع قواعد وأسس تصنيف واضحة، مع ثباتها طيلة فترة الدراسة، وهو ما يتوفر في البيئة الماليزية من خلال تقارير المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية بماليزيا (The Shari'ah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia) التابع للبنك المركزي الماليزي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سنأتي على شرحها وتفصيل الأسس والقواعد التي تحكم عملية التصنيف في الفرع التالي.

أما باقي الدول التي تتوفر فيها الصيرفة الإسلامية وفي حدود علم الباحث، فإنها لا تتوفر على هيئة رسمية تعنى بعملية التصنيف، وإنما نجد بعض المبادرات غير الرسمية و حديثة العهد؛ ففي السعودية مثلا نجد تصنيفات جهات متعددة مع اختلاف المعايير المعتمد عليها، كما أن العمل بها بدأ في السنوات الخمس الأخيرة فقط<sup>1</sup>، وهي نفس الملاحظة على باقي الأسواق الخليجية<sup>2</sup>، وأخرى رسمية ولكن حديثة النشأة مثل التصنيف الصادر عن سوق دبي المالي الذي بدأ يصدر تصنيفا ربع سنوي ابتداء من سنة 2012<sup>3</sup>، فهي بذلك لا توفر تصنيفات للعديد من السنوات مما يخل بأهم مبادئ استخدام النماذج التي تعتمد على لوحة البيانات الطولية، التي تحتاج عدد كبير من السنوات يتناسب مع العدد الكبير لتغيرات الدراسة.

من جانب آخر، لوحظ اختلاف معايير التصنيف من هيئة لأخرى في نفس البلد، وفي بعض الأحيان لا يتم تفصيل المعايير والمؤشرات المعتمد عليها للتصنيف، بينما تتضمن التقارير الدورية للمجلس الاستشاري الشرعي الماليزي تفصيلا لمختلف النسب والمؤشرات والضوابط المعتمد عليها في التصنيف، مع تفاصيل للشركات الداخلة والخارجة منه في كل مرة، كما تتميز هذه المعايير بالثبات مما يزيد من مصداقيتها. علاوة على أن التقارير الدورية تتضمن الرموز الرسمية الخاصة بكل شركة، وهو نفس الرمز الموجود في قاعدة بيانات داتاستريم (مسبوقة بحرف A)، وهو ما يمكن من الحصول على كل بياناتها ومن نفس المصدر.

### الفرع الثاني: عدد الشركات الشهولة في الدراسة وخطوات التصفية الراجعة

تتضمن التقارير الدورية للمجلس الاستشاري الشرعي للبنك المركزي الماليزي تفاصيل عن الشركات المتوافقة مع الشريعة؛ بحيث يتم فيها بيان الشركات الخارجة من التصنيف لإخلالها ببعض معايير التصنيف، وكذا شركات داخلة للتصنيف باستثناءها لجميع هذه المعايير، والجدول الموالي يبين عدد المؤسسات الماليزية التي صُنفت ضمن الموافقة مع الشريعة خلال سنوات الدراسة حسب كل قطاع:

<sup>1</sup> أشهر التصنيفات في السوق السعودي: تصنيف الراجحي المالية، تصنيف الدكتور محمد بن سعود العصيمي، تصنيف الانماء للاستثمار، تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تصنيف الشيخ الدكتور عبد العزيز بن فوزان الفوزان، وتصنيف البلاد المالية. للمزيد راجع:  
<sup>2</sup> للمزيد حول التصنيف في الدول الخليجية راجع: <http://www.argaam.com/ar/company/shariahcompanies> (شاهد يوم 21.12.2017 على الساعة 19:16)  
<sup>3</sup> للاطلاع راجع رابط سوق دبي المالي: <http://www.dfm.ae/ar/sharia/companies-classification> . شهود يوم 12 /01/ 2017، على الساعة 18:57 (GMT+1)



جدول (4-2): عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة قطاعيا للفترة 2005 – 2015

Main Market/ ACE	Shari'ah-compliant securities										
Market	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumer Products	129	130	123	123	126	131	133	125	106	107	101
Industrial Products	289	291	280	286	280	273	268	253	194	200	194
Mining	1	1	1	-	1	1	1	1	1	-	-
Construction	59	60	54	51	48	48	42	43	36	35	39
Trading/Services	166	171	167	171	171	170	168	178	143	146	150
Properties	82	78	78	75	73	71	77	74	59	67	65
Plantation	41	40	37	39	38	38	39	39	34	37	36
Technology	79	103	101	100	98	104	101	95	71	73	74
Infrastructure (IPC)	7	7	7	5	6	7	7	7	5	4	4
Finance	4	5	5	5	5	3	3	2	2	2	2
SPAC	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2
Hotel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Close End Fund	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	857	886	853	855	846	846	839	817	653	673	667

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على التقارير الدورية الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي:

(<http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/>)

يبين الجدول أن عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة خلال فترة الدراسة تراوح بين 653 و886، إلا أن كل سنة تشهد تصنيف شركات جديدة استوفت شروط التصنيف، وشركات تغادر القائمة نظرا للإخلال ببعض الشروط والنسب المعيارية التي يعتمد عليها في التصنيف والتي سنأتي على ذكرها فيما بعد. وحتى تكون العينة أكثر دلالة، ارتأينا ألا تشمل إلا على المؤسسات المتوافقة مع الشريعة التي تضمنها التصنيف طيلة 10 سنوات من فترة الدراسة أي بين 2005-2014، فكانت القائمة النهائية تتضمن 408 مؤسسة منها مؤسستين ذات طابع مالي (بنك ومؤسسة تأمين)، ونظرا لخصوصيتها وطبيعة نشاطها (مؤسسات مالية)، والتي تجعل من مؤشراتها ونسبها تختلف عن باقي مؤسسات القطاع الاقتصادي؛ فتم استثناءها من العينة، وبذلك تضمنت العينة النهائية 406 مؤسسة اقتصادية. والجدول الموالي يلخص عددها قطاعيا:

جدول (3-4): عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة في عينة الدراسة

Main Market/ ACE Market	Shari'ah-compliant securities
Consumer Products	80
Industrial Products	139
Mining	-
Construction	29
Trading/Services	76
Properties	34
Plantation	24
Technology	21
Infrastructure (IPC)	3
Finance	(تم حذفها من العينة) -
SPAC	-
Hotel	-
Close End Fund	-
<b>Total</b>	<b>406</b>

المصدر: من إعداد الباحث.

أشرنا أعلاه إلى أن إصدار القائمة دوريا يتم من قبل المجلس الاستشاري الشرعي معتمدا على مجموعة من الشروط والنسب المعيارية في التصنيف، لذا سيتم فيما يلي إعطاء نبذة مختصرة عن المجلس وعن الشروط والمعايير التي يعتمد عليها للتصنيف.

### الفرع الثالث: نبذة عن المجلس الاستشاري الشرعي (Shariah Advisory Council - SAC)

تأسس المجلس الاستشاري الشرعي للبنك المركزي الماليزي في ماي 1997 باعتباره أعلى سلطة شرعية في مجال التمويل الإسلامي في ماليزيا، ويناط به مراقبة السلامة الشرعية للعمليات المصرفية الإسلامية، وأعمال التكافل، والأعمال التجارية المالية الإسلامية، وتطوير الأعمال المالية الإسلامية، وغيرها التي تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية، كما تعد هيئة مرجعية واستشارية لبنك نيجارا ماليزيا (البنك المركزي الماليزي) في المسائل الشرعية، إذ تقدم له النصائح حول أي قضية شرعية متعلقة بالأعمال المالية الإسلامية أو معاملات بنك نيجارا ماليزيا فضلا عن الكيانات الأخرى ذات الصلة. وفي سنة 2009، تم تعزيز دور ومهام SAC من خلال منحه صفة الهيئة الرسمية الوحيدة على المسائل الشرعية المتعلقة بالمصرفية الإسلامية، التكافل والتمويل الإسلامي كما تغلب الأحكام الصادرة عن SAC على أي أحكام تقدمها أي هيئة شرعية أو لجنة أخرى، كما طلب من المحاكم الرجوع والإشارة إلى

القرارات الصادرة عن SAC في أي إجراءات تتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية، وتكون هذه الأحكام ملزمة.<sup>1</sup>

يتألف المجلس من علماء الشريعة البارزين ورجال القانون والعاملين في السوق، من ذوي المؤهلات والخبرة الواسعة في مجال الخدمات المصرفية والمالية والاقتصاد والقانون وتطبيق الشريعة، وخاصة في مجالات الاقتصاد والتمويل الإسلامي.

#### الفرع الرابع: معايير التصنيف المعتمدة من المجلس

يصدر المجلس دورياً قائمة بالشركات والمؤسسات التي يتوافق نشاطها مع الشريعة، وتحين القائمة كل سداسي بحيث تصدر شهري ماي ونوفمبر من كل سنة. وحسب البورصة الماليزية، فإن هذه القائمة تهدف لتحقيق مجموعة من الأهداف:<sup>2</sup>

- تسهيل الاستثمار في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة والمدرجة في البورصة الماليزية؛
  - ضمان توحيد ومركزية القرارات الشرعية على المستوى المحلي؛
  - تعزيز الإفصاح والشفافية.
  - تشجيع تطوير أسواق رأس المال الإسلامي.
  - تشجيع تطوير الأدوات المالية الإسلامية.
- يتبنى المجلس في تصنيفه للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة المنهج الكمي في شقين أساسيين: معايير تنطبق على الأعمال التجارية والاقتصادية، أي خاصة بالنشاط الاقتصادي، ومعايير تتعلق بالأنشطة المالية متمثلة في نسب مالية معيارية. ويمكن أيجاز هذه القواعد كما يلي:<sup>3</sup>

#### أولاً: النسب المعيارية للنشاط

عبارة عن نسب قصوى لمساهمة الأنشطة الغير متوافقة مع الشريعة في العوائد الإجمالية أو في الربح قبل الضرائب، وتتمثل فيما يلي:

<sup>1</sup> للمزيد حول، المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي، راجع:

[http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en\\_about&pg=en\\_thebank&ac=439&lang=en](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_about&pg=en_thebank&ac=439&lang=en) , Viewed: 03/09/2016 at 11:15

<sup>2</sup> <http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities> , Viewed: 03/09/2016 at 18:30

<sup>3</sup> - تقارير التصنيف الدورية الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي، انظر مثلاً: التقرير الصادر بتاريخ 2015/11/27، ص 11-13. التقارير الدورية من 1996 إلى 2016 متوفرة على الرابط:

<http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council>، شوهد يوم: 2016/09/04 على الساعة: 10: 35.

- 5- معيار 5%: ينبغي لبعض الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة أن تقل نسبتها عن 5%، وتمثل هذه النشاطات في:
- المصرفية التقليدية؛
  - التأمين التقليدي؛
  - القمار؛
  - الخمر والأنشطة ذات الصلة بالخمور؛
  - لحم الخنزير والأنشطة ذات الصلة بلحم الخنزير؛
  - الطعام والمشروبات غير الحلال؛
  - أنشطة الترفيه غير المتوافقة مع الشريعة؛
  - التبغ والأنشطة المرتبطة بالتبغ؛
  - الفائدة المتأتية من الحسابات والأدوات التقليدية (بما في ذلك إيرادات الفوائد الممنوحة الناشئة عن حكم قضائي أو عن التحكيم، وتوزيعات الأرباح من استثمارات غير متوافقة مع الشريعة)؛
  - أنشطة أخرى تعتبر غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 6- معيار 20%: تطبق هذه النسبة على الأنشطة التالية:
- أنشطة الفنادق والمنتجعات الفندقية؛
  - تداول الأسهم.
  - أعمال السمسرة في الأسواق.
  - عوائد إيجار من أنشطة غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
  - أنشطة أخرى تعتبر غير متوافقة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

#### ثانياً: النسب المعيارية المالية

تتمثل النسب المعيارية المالية التي يأخذها المجلس الاستشاري الشرعي بعين الاعتبار فيما يلي:

- 1- نسبة السيولة الجاهزة إلى إجمالي الأصول: تؤخذ فقط السيولة الناتجة من الأنشطة التقليدية أو التوظيفات التقليدية، بينما تستثنى الحسابات الإسلامية والتوظيفات المتوافقة مع الشريعة في حساب هذه النسبة.

2- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول: تؤخذ فقط الديون الربوية في الحساب، ويستثنى منها صيغ التمويل الإسلامية والصكوك.

تهدف كل نسبة إلى قياس نسبة الربا أو الأنشطة الربوية في القوائم المالية للمؤسسات، ويجب أن تقل كل نسبة عن 33%.

علاوة على النسب الكمية المعيارية للنشاط، والنسب المالية المعيارية السابقة، يأخذ المجلس بعين الاعتبار البعد المعنوي أو الكيفي متمثلاً في النظرة العامة أو نظرة المجتمع لأنشطة بعض المؤسسات من ناحية مدى تماشها مع تعاليم الدين الإسلامي.

### المطلب الثاني: طريقة جمع البيانات ومعالجتها

بعد تحديد عينة الدراسة والمتمثلة في 406 مؤسسة ماليزية غير مالية متوافق نشاطها مع الشريعة الإسلامية طيلة فترة الدراسة حسب تقارير التصنيف الدورية التي تصدر عن لجنة المعايير الشرعية للمجلس الاستشاري الشرعي التابع للبنك المركزي الماليزي، وبغرض دراسة العوامل المحددة للهيكلة التمويلي لهذه المؤسسات، وتحديد طبيعة التأثير ودرجته ومعنويته الإحصائية، تم جمع البيانات والنسب المالية الخاصة بكل مؤسسة (إجمالي الأصول، إجمالي الديون، الأرباح قبل الفوائد والضريبة، الخ) بالاستعانة بقاعدة بيانات داتا ستريم (Datastream)، هذه الأخيرة تحتوي على البيانات المالية لأكثر من 95% من الشركات المدرجة في البورصات عبر العالم، علاوة على البيانات الاقتصادية الكلية لأغلب الدول<sup>1</sup>، كما تحتوي على نفس البيانات من مصادر مختلفة، وفي هذا السياق، ونظراً لبعض الاختلافات الموجودة بين هذه المصادر بخصوص كيفية حساب بعض المؤشرات والنسب، وبغية ضمان تجانس البيانات، فقد تم الاعتماد على نفس المصدر والمتمثل في بيانات وورد سكوب (Worldscope)، فيما تعلق بالبيانات المالية للمؤسسات. أما البيانات العامة الخاصة ببعض المؤشرات والنسب الكلية (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، الخ) فقد تم فيها استخدام أكثر من مصدر بسبب توفر بعضها في سنوات دون أخرى في مصدر، بينما وجدت البيانات الناقصة في مصادر أخرى<sup>2</sup>، وكلها متضمنة في نفس قاعدة

<sup>1</sup> للمزيد حول Thomson Reuters Datastream، راجع مثلاً:

- <http://financial.thomsonreuters.com/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macroeconomic-analysis.html>  
- <http://training.thomsonreuters.com/datastream/>

<sup>2</sup> سجل اختلاف على سبيل المثال في الناتج المحلي الإجمالي الماليزي، بحيث ظهرت القيم من 2010 إلى 2015 بالنسبة للبيانات الواردة من دائرة الإحصاء الماليزية تحت رمز "MYGDP...D"، بينما المتأتية من البنك العالمي (رمز: "MYWDALAPC")، فالبيانات متوفرة للفترة 1960 إلى 2014، وبالتالي استغلال المصدرين سمح بالحصول على كامل القيم المطلوبة للفترة 2005 إلى 2015. مع العلم أن كلا المصدرين متوفر في قاعدة البيانات Datastream.

البيانات (Datastream)، مما يجعل هذه الأخيرة من أفضل مصادر البيانات الاقتصادية والمالية الجزئية والكلية للباحثين.<sup>1</sup>

إضافة إلى البيانات أعلاه، تم أيضا الحصول على البيانات الوصفية الخاصة بكل شركة (اسم الشركة، تاريخ بداية نشاطها (Date Company Founded)، رمز التصنيف القطاعي لها (Industry Group)، وغيرها)، وهي بيانات تدعم الدراسة (فرمز التصنيف القطاعي يسمح مثلا بالقيام بتحليل القطاعي).

بعد الانتهاء من جمع البيانات اللازمة للدراسة في ملف اكسل، تم معالجة الملف بغية استغلال بياناته في الدراسة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي ستاتا (Stata) الذي يعد من بين أفضل البرامج الإحصائية، خصوصا ما تعلق بالدراسات التي تعتمد على نماذج البيانات الطولية أو لوحة البيانات أو نماذج البانل (Panel Data)<sup>2</sup>، والتي ستستخدم في هذه الدراسة، ويتميز برنامج ستاتا بقدرته على معالجة الكم الهائل من البيانات، وكذا إتاحتها لإمكانية استخدام بعض الطرق الإحصائية الحديثة في تناول البيانات المقطعية الطولية.

يتطلب نقل البيانات من ملف اكسل إلى ستاتا القيام بمجموعة من التعديلات من حيث شكل البيانات وكذا بعض الخصوصيات المتعلقة ببرنامج ستاتا. ويمكن تلخيص أهم خطوات التحويل من اكسل إلى ستاتا كما يلي:

1- إعادة تسمية المتغيرات وترقيمها في ملف اكسل: تم استحداث عمود "ID" يمثل رقم خاص لكل مؤسسة محل الدراسة وآخر خاص بأرقام تمثل المتغيرات "Vars" أو البيانات المالية والكلية، وهذه الخطوة ضرورية للقيام بعملية تحويل شكل البيانات (Reshape) في ستاتا كون هذا الأخير يشترط أن تكون أفراد العينة والمتغيرات عبارة عن أرقام حتى تتم عملية التحويل (تم الاحتفاظ بالتسميات الأصلية حتى يتم استرجاعها بعد عملية التحويل أو القولية، وذلك لتكون ذات دلالة وواضحة بدلا من استخدام الأرقام).

بالنسبة للسنوات تستبدل مثلا سنة 2005 ب data2005 وهكذا لأن ستاتا لا يقبل ان تسمى رؤوس الجداول بالأرقام.

<sup>1</sup> تم الحصول على البيانات باستخدام التطبيق المدمج مع اكسل (Datastream For Office) الذي يسمح بتنفيذ الأوامر وتحميل البيانات مباشرة في ملف اكسل. قاعدة البيانات تتطلب اشتراكا خاصا، وقد تم الحصول عليها من جامعة مالايا بماليزيا: (<http://www.umlib.um.edu.my/databases.asp?ys=en>)  
<sup>2</sup> تسمى كذلك ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

2- استبدال القيم المفقودة بنقطة: ستاتا يستخدم نقطة مكان الخانات الفارغة أو القيم المفقودة (Missing variables).

3- للقيام بعملية التحويل أو القولية (Reshape)، ينبغي حذف الأعمدة الزائدة والاحتفاظ فقط بأرقام الشركات والمتغيرات والبيانات السنوية. الشكل النهائي للبيانات قبل التحويل كما يلي:

جدول (4-4): مقطع توضيحي لشكل البيانات النهائية في اكسل قبل عملية التحويل في ستاتا

ID	Vars	data2005	data2006	data2007	data2008	data2009	data2010	data2011
1	1	.	.	0.05	6.57	37.05	47.3	47.94
1	2	.	.	0.06	8.07	44.33	52.74	54.07
1	3	.	.	0.04	4.04	40.9	45.31	46.61
1	4	.	.	31	3448	63045	85194	87896
1	5	67996	77914	88450	109531	195810	242597	247218
2	1	40503	47311	53797	59327	69292	68368	68172
2	2	35.43	32.63	32.71	32.87	16.9	23.49	18.62
2	3	39.99	36.23	36.37	36.37	.	26.43	20.9

المصدر: من إعداد الباحث

4- بعد الخطوة السابقة يكون ملف اكسل جاهزا لتصدير البيانات إلى برنامج ستاتا، هذا الأخير يشترط أن يعاد تشكيل البيانات حتى يتم استخدامها كلوحة بيانات (Panel Data) بحيث تظهر كل السنوات في عمود واحد (Time) بينما يتحول كل متغير (Vars) إلى عمود مستقل، ويتم ذلك من خلال تنفيذ الأمرين:

reshape long data, i (ID Vars) j(time)

reshape wide data, i (ID time) j(Vars)

بعدها يصبح شكل البيانات كما يبينه المثال التالي:

جدول (4-5): مثال توضيحي لشكل البيانات بعد إعادة التشكيل في ستاتا

ID	time	Data1	Data2	Data3	Data4	Data5	Data6	Data...
1	2005	.	.	.	39.99	37.05	47.3	...
1	2006	77914	47311	32.63	36.23	44.33	52.74	...
1	2007	88450	53797	32.71	36.37	40.9	45.31	...
1	...	...	...	...	...	...	...	...
1	2015	109531	59327	32.87	36.37	195810	242597	...
2	2005	195810	69292	16.9	.	69292	68368	...
2	2006	242597	68368	23.49	26.43	16.9	23.49	...
2	2007	247218	68172	18.62	20.9	.	26.43	...

المصدر: إعداد الباحث

5- حتى تكون المتغيرات التي تظهر في الأعمدة (Data1، الخ) ذات دلالة يتم إعادة تسميتها من جديد<sup>1</sup> (مع الأخذ بعين الاعتبار ضرورة خلو التسمية الجديدة من أي رموز خاصة)، ويتم ذلك من خلال تنفيذ الأمر التالي (مثلا إعادة تسمية Data1 باسم TA):

rename data1 TA, replace

6- بعد الانتهاء من تحويل البيانات الخاصة بالمؤسسات محل الدراسة، تم دمج الملف مع ملف آخر يحتوي على بعض المؤشرات الكلية (المتغيرات الخارجية) المراد دراسة تأثيرها على صياغة الهياكل التمويلية لعينة الدراسة (مثل متغير آفاق النمو معبر عنه بالتغير السنوي في الناتج المحلي الإجمالي، معدلات التضخم، الخ).

7- تتمثل الخطوة الأخيرة قبل بدأ استغلال البيانات لبناء النماذج المختلفة في حساب بعض متغيرات الدراسة المشار إليها سابقا انطلاقا من البيانات الخام الأولية المتواجدة في الملف المحول (مثل حساب متغير الربحية (PROF) انطلاقا من عمودي الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وإجمالي الأصول (TA) بقسمة الأول على الثاني كما ورد في شرح متغيرات الدراسة في بداية هذا الفصل).

<sup>1</sup> كما أن عملية نقل البيانات من اكسل إلى ستاتا غالبا ما ينتج عنه أن كل الحقول تتحول من أعداد إلى حروف (strings) وهو ما يؤدي إلى ظهور أخطاء في معالجة البيانات لذلك يجب إعادة تحويلها إلى أرقام من جديد بواسطة الأمر .destring.



## البحث الثالث: نماذج الدراسة وتقنيات تحليل البيانات

بعد الانتهاء من تحضير ملف بيانات الدراسة وحساب مختلف المتغيرات المركبة، تأتي مرحلة استغلالها، بحيث سيتم استخدام نماذج البيانات الطولية المعروفة أيضا بنماذج "البانل" (Panel Model) بهدف الحصول على نتائج مضبوطة وزيادة الدقة في التنبؤ التي يتميز بها هذا النوع من النماذج من خلال زيادة عدد المشاهدات عن طريق ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية إذ أنها تمزج وتأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن وكذلك أثر التغير في المشاهدات المقطعية.<sup>1</sup>

تتمتع نماذج البيانات المقطعية بمجموعة أخرى من المزايا، منها أنها تسمح بزيادة درجات الحرية، وتقليل مشاكل الخطية المتعددة (Multicollinearity)، وكذا إزالة أو تقليل التحيز (Bias) في التقدير، كما توفر الأسس الدقيقة لتحليل البيانات الكلية للاقتصاد، وغيرها من المزايا.<sup>2</sup>

انطلاقاً من البعدين الزمني والمقطعي، تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية؛ نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثير المجمع (Pooled Effect Model) PE، نموذج التأثير الثابت FE (Fixed Effect Model)، نموذج التأثير العشوائي (Random Effect Model) RE، وسيتم في هذا المبحث شرح هذه النماذج الإحصائية والاختبارات التي تسمح بتحديد أفضلها.

وعليه سيتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

**المطلب الأول: طرق أو نماذج الانحدار للبانل**

**المطلب الثاني: أنواع المقدرات**

**المطلب الثالث: اختبارات جودة النماذج الإحصائية**

**المطلب الرابع: معاملات قياس جودة المعنوية الإحصائية**

<sup>1</sup> See: - Cheng Hsiao, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, 2<sup>nd</sup> Ed., New York, 2003, P. 3;

- Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, 3<sup>rd</sup> Ed., England, 2005, P. 4.

<sup>2</sup>Cheng Hsiao, Analysis of Panel Data, Op. Cit., P. 311.

## المطلب الأول: طرق أو نماذج الانحدار (Regression Methods) للبانل

تتميز بيانات البانل كما أشرنا أعلاه بأخذها لبعدين بعين الاعتبار: البعد الزمني والبعد المقطعي (ما بين الأفراد محل الدراسة)، لذلك عند اختيار نماذج الانحدار يتم التركيز على مقدار التغيرات، وبحسب البعد المأخوذ بعين الاعتبار نميز بين:

- التغير بدلالة كل من الزمن والأفراد (المؤسسات في هذه الدراسة) بمعنى بدلالة البعدين الزمني والمقطعي، ويسمى التغير الشامل (Overall Variation)؛
- التغير بين المؤسسات (الاختلاف بين المؤسسات) دون البعد الزمني ويسمى التغير البيئي (Between Variation)؛
- التغيرات لنفس الفرد (المؤسسة أو مؤسسات نفس القطاع) بدلالة الزمن ويسمى التغير الضمني (Within Variation)

### الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي أو الشامل (Pooled Regression Model)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية، حيث يهمل فيه أي تأثير للزمن وتكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى أنه يعالج كل البيانات على أنها بيانات مقطعية ويلغي البعد الزمني لها، كما يلغي خصوصية كل مؤسسة ويضعها كلها في نفس الخانة؛ وبالتالي فالعيب الكبير يتمثل في إلغائه للاختلافات الموجودة بين المؤسسات.

تعطى صيغة المعادلة العامة لنموذج الانحدار التجميعي كما يلي:

$$\beta_k = \beta_{k,it} \Rightarrow y_{it} = \alpha + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad / \quad i=1, N \quad t=1, T$$

$y_{it}$ : تمثل المتغير التابع للفرد  $i$  والفتره  $t$ ؛

$\alpha$ : الحد الثابت.

$x_{k,it}$ : تمثل قيمة المتغير المفسر الموافق للفرد  $i$  في الفتره  $t$  للمعلمة  $\beta_k$

$\beta_k$ : المعلمات المجهولة أو الأوزان الموافقة للمتغيرات المفسرة (المستقلة) والمراد تقديرها.

$\varepsilon_{it}$ : يسمى حد الخطأ أو الاضطراب العشوائي، والغير مفسرة من النموذج، ويمكن تجزئته مقداره إلى 3

عناصر:

$$\varepsilon_{it} = \alpha_i + v_t + w_{it}$$

$\alpha_i$ : الآثار الخاصة الفردية؛

$v_t$ : الأثر الخاصة الزمنية؛

$w_{it}$ : الأثر المتبقي، وهو يبين تأثير التغيرات الأخرى المهملة التي تتغير بدلالة كل من الأفراد والزمن، مع عدم ارتباطها بالبعد الفردي، ولا بالبعد الزمني (Idiosyncratic).

تتميز الأثار الخاصة الفردية والزمنية بتغيرهما العشوائي، وعدم ارتباطهما ذاتيا، ولا مع بعضهما، وكذا عدم ارتباطهما بالأثر المتبقي، كما أنها غير مرتبطة مع المتغيرات المفسرة  $x_{k,it}$ .

يقل استخدام هذا النموذج في الدراسات التطبيقية نظرا لمحدوديته وإهماله للخصائص الفردية والخصائص الزمنية، بدمجه لكل البيانات الفردية لكل الفترات.

النموذجان الآخرا يفترضان وجود الخصائص أو التأثيرات الفردية الملتقطة من خلال  $\alpha_i$  والغير ملتقطة في النموذج (Unobserved Heterogeneity)؛ بحيث تمثل  $\alpha_i$  التغيرات الخاصة بكل مؤسسة والتي لم يفسرها النموذج (متغيرات أخرى لم تشملها الدراسة). يختلف النموذجين من حيث مدى وجود ترابط بين الخصائص الفردية مع المتغيرات المفسرة (نموذج التأثير الثابت) من عدم وجود هذا الترابط (نموذج التأثير العشوائي)، بمعنى إذا كانت التغيرات الخاصة بكل فرد مرتبطة مع الافراد الآخرين، أي مشتركة معهم، فهنا يستخدم نموذج التأثير الثابت، أما في حالة استقلالها عن بعضها فيتم استخدام نموذج التأثير العشوائي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نموذج التأثير الثابت FE (Fixed Effect Model)

يتميز نموذج التأثير الثابت كما بينا أعلاه بسماحه بوجود ترابط بين التأثيرات الفردية الخاصة  $\alpha_i$  والمتغيرات المفسرة  $x_{k,it}$ ، وتتميز التأثيرات الفردية بثباتها بدلالة الزمن لكل فرد واختلافها من فرد لآخر، لذلك لم يظهر فيها مؤشر الزمن  $t$ .

يمكن صياغة نموذج التأثير الثابت مصفوفيا كما يلي:

$$y_{it} = \alpha_i + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

يعاد صياغة المعادلة باستخدام القيم التقديرية كما يلي:

$$\hat{\alpha}_i = \bar{y}_i - \bar{X}'_i\hat{\beta}$$

<sup>1</sup> Ani Katchova, Panel Data Models, PP. 3-5, Retrieved from: <https://docs.google.com/file/d/0BwogT18d6EEiX2ZGeTR0bjkt0Vk/edit?usp=sharing> , Viewed, 18/12/2016 at 16:30.

تعني هذه المعادلة أن التأثيرات الخاصة الفردية  $\alpha_i$  تمثل الجزء المتبقي من المتغير التابع الذي لا يمكن تفسيره من خلال المتغيرات المفسرة.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: نموذج التأثير العشوائي RE (Random Effect Model)

يفترض نموذج التأثير العشوائي بأن التأثيرات الخاصة الفردية  $\alpha_i$  مستقلة عن المتغيرات المفسرة، ويتم بذلك تضمينه ضمن حد الخطأ أو الاضطراب العشوائي  $\varepsilon_{it}$ ، وبالتالي يكون لكل فرد نفس معاملات الانحدار مع معلمة خطأ مركب معطاة بالعلاقة:<sup>2</sup>

$$\varepsilon_{it} = \alpha_i + w_{it}$$

وعليه فإن نموذج التغييرات العشوائية يتميز عن نموذج التأثيرات الثابتة من خلال تعامله مع التأثيرات المقطعية والزمنية على أنها عشوائية وليست ثابتة كما في النموذج السابق، إذ يفترض أن العينة مسحوبة بشكل عشوائي مما يعني أن معاملات النموذج تمثل العينة بأكملها.<sup>3</sup>

### الفرع الرابع: اختبارات الهفاصلة بين النماذج

أشرنا سابقاً إلى أنه يقل استخدام نموذج الانحدار التجميعي في الدراسات التطبيقية للبانل نظراً لمحدوديته وإهماله للخصائص الفردية والخصائص الزمنية بدمجه لكل البيانات الفردية. ويتم التأكد من عدم صلاحيته من خلال اختبار بورش-بيقان (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test)، الذي يختار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، وفي حالة اختيار هذا الأخير، يتم بعدها اختبار الأفضل بين نموذجي التأثيرات العشوائية أو نموذج التأثيرات الثابتة وذلك من خلال اختبار هوسمان (Hausman Test):

### أولاً: اختبار بورش-بيقان (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test)

قام كل من بروش (Trevor Breusch) وبيقان (Adrian Pagan) سنة 1979، باستحداث اختبار سمي باسمهما (Breusch-Pagan Test) يسمح بفحص اختلاف التباين (Heteroskedasticity) في نموذج انحدار خطي،

<sup>1</sup> Ani Katchova, Panel Data Models, available at: <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/panel-data-models>, Viewed, 19/12/2016 at 15:43.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> بدراوي شهبناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2015)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، نوقشت بجامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، السنة الجامعة 2014-2015، ص 213.

بحيث يختبر ما إذا كان تباين حدود الأخطاء (Errors) لمعادلة الانحدار مرتبطة بقيم المتغيرات المستقلة، فإن كانت كذلك فمعناه وجود ما يسمى بظاهرة اختلاف التباين (Heteroskedasticity).<sup>1</sup>

يعتمد هذا الاختبار على اختبار كي مربع (Chi-Squared Test) بحيث إن كان احتمال هذا الاختبار أقل من حد ملامم (غالبا يؤخذ  $p < 0.05$ )، فيتم رفض فرضية العدم الخاصة بعدم اختلاف التباين (Homoscedasticity)، وقبول الفرضية البديلة التي تعترف بوجود اختلاف في التباين (Heteroskedasticity).<sup>2</sup>

إذا افترضنا نموذج انحدار خطي من الشكل:  $y = \beta_0 + \beta_1 x + u$  واستخرجنا قيم البواقي من أخذ العينات  $\hat{u}$ ، فإن طريقة المربعات الصغرى تفترض أن متوسطاتها معدومة، وأن تباينها لا يرتبط بالمتغيرات العشوائية المستقلة (Homoscedastic)، وبالتالي فإن أدى اختبار بورش بيغن إلى الإقرار بوجود اختلاف في التباين، فبذلك تكون أهم الفرضيات المستخدمة في طريقة المربعات الصغرى خاطئة.

ومادام أن نموذج الانحدار التجميعي قائم على طريقة المربعات الصغرى، هذا يعني أنه إن كان الاختبار إيجابياً، يفضل بذلك استخدام نموذج التأثير العشوائي بدلا من نموذج الانحدار التجميعي. وغالبا ما يؤدي هذا الاختبار لاختيار نموذج التأثير العشوائي بدلا من استخدام نموذج المربعات الصغرى. لكن ينبغي بعد ذلك إجراء اختبار للاختبار بين نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي، وذلك من خلال اختبار هوسمان.

ثانياً: اختبار هوسمان (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي (Fixed VS. Random Effect)

يعتبر هذا الاختبار هاما في تحديد أحد النماذج الأصلية الخاصة بلوحة البيانات؛ بمعنى الاختيار بين نموذج التأثير الثابت والتأثير العشوائي. ويتميز نموذج التأثير العشوائي بكونه أكثر فعالية (كما سيتم توضيحه لاحقا) مقارنة بنموذج التأثير الثابت، لذلك يقوم هذا الاختبار بالتأكد من صحة استخدام نموذج التأثير العشوائي من خلال قياس مدى الاختلاف بين نتائج مقدرات النموذجين، فإن كان هذا الاختلاف طفيفا فمعنى ذلك أن لا فوارق جوهرية بين نتائجهما وبالتالي يفضل نموذج التأثير العشوائي أما إن تم تسجيل فوارق كبيرة في نتائجهما، فهنا نستخدم نموذج التأثير الثابت.

<sup>1</sup> Breusch, T. S, Pagan, A. R. "A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation", research paper, Econometrica, N°47, Vol.5, 1979. PP. 1287-1294.

<sup>2</sup> heteroskedasticity: إن كانت العينات لنفس المجتمع وبنفس النموذج تختلف من حيث مقدار التباين، فهذا معناه وجود لظاهرة اختلاف التباين.

يمكن هذا الاختبار من دراسة المتغيرات بدلالة الزمن فقط، وتصاغ عبارة الاختبار كما يلي:

$$H = (\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE})' (V(\hat{\beta}_{RE}) - V(\hat{\beta}_{FE})) (\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE})$$

إذا كان الفارق بين النموذجين ضئيل جدا فإن هذا الاختبار تقترب قيمته من الصفر، والعكس في

حالة اختلاف نتائجهما. وتصاغ الفرضيتان الخاصتان باختبار هوسمان بطريقة أخرى كما يلي:<sup>1</sup>

$$H_0: \text{Cov}(X_{itj}, \alpha_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T; j = 1, 2, \dots, k.$$

$$H_1: \text{Cov}(X_{itj}, \alpha_i) \neq 0, t = 1, 2, \dots, T; j = 1, 2, \dots, k.$$

عدم رفض فرضية العدم ( $H_0$ ) يعني أن كلا من نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت

يؤديان لتقديرات متقاربة، مما يعني تفضيل نموذج التأثير العشوائي، أما في حالة الرفض، فذلك

معناه أن أهم فرضية لنموذج التأثير العشوائي (فرضية أن التأثيرات العشوائية الغير ملتقطة مستقلة

عن المتغيرات المفسرة) خاطئة، مما يستدعي استخدام نموذج التأثير الثابت. بمعنى آخر إن أدى هذا

الاختبار إلى فوارق غير معتبرة فالنتيجة هي استخدام نموذج التأثير العشوائي، أما إن كانت النتيجة

معتبرة (فوارق كبيرة بين نتائج النموذجين)، فهنا يستخدم نموذج التأثير الثابت. ومن الناحية التطبيقية

ترفض فرضية العدم ( $H_0$ ) إذا كان الاحتمال الموافق لكي مربع أقل من 5%، بمعنى تفضيل نموذج التأثير

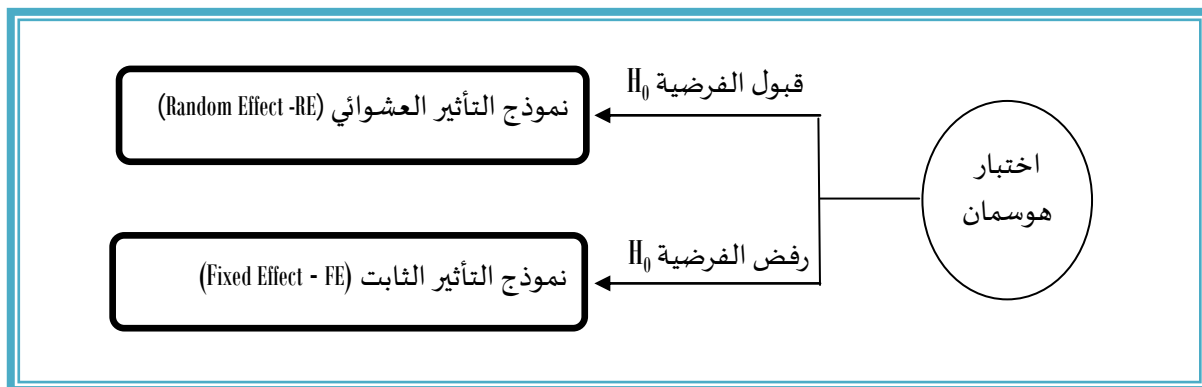
الثابت، وفي الحالة العكسية نقبل فرضية العدم بمعنى نفضل نموذج التأثير العشوائي.

يخضع اختبار هوسمان لتوزيع كي مربع، بدرجة حرية قيمتها هي عدد المتغيرات المتغيرة بدلالة

الزمن. ويمكن تلخيص كيفية تحديد النموذج المناسب من خلال الشكل الموالي:

<sup>1</sup> LAMA Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University, Malaysia, 2012, P. 128.

شكل (4-2): المفاضلة بين طرق الانحدار المستخدمة في لوحة البيانات



**Source:** LAMA Tarek AL-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University, Malaysia, 2012, P. 130.

### المطلب الثاني: أنواع المقدرات

يتم تقدير معاملات نماذج البانل بواسطة العديد من المقدرات. وتختلف فيما بينها بحسب ما إذا كانت تحسب التغيرات ما بين المجموعات (Between Groups) أو التغيرات ضمن المجموعات (Within Groups).<sup>1</sup> كما تختلف درجة اتساقها (Consistency) تبعاً للنماذج الأكثر مناسبة.

#### الفرع الأول: خصائص المقدرات (Estimator properties)

يتم الاعتماد على المقدرات التي تتصف بخاصية الاتساق والفعالية (Consistent and Efficient). وتعني خاصية الاتساق أن زيادة حجم العينة تزيد من دقة المقدرات، بمعنى:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \hat{\beta}_n = \beta$$

أما الفعالية فهي مرادف لأدنى تباين (Minimum Variance) بمعنى أنه بجانب خاصية الاتساق يتم السعي للحصول على أدنى تباين بين مقدرات النموذج، ومن المعروف على سبيل المثال أن طريقة المربعات الصغرى تتمتع بخاصية الفعالية (OLS is Efficient) ضمن مجموعة المقدرات الخطية الغير متحيزة (Linear, Unbiased Estimators).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Frank J. Fabozzi, et al., The Basics of Financial Econometrics: Tools, Concepts, and Asset Management, Frank J. Fabozzi Series, John Wiley & Sons, New Jersey, 2014, P. 285.

<sup>2</sup> Ani Katchova, Panel Data Models, Op. Cit.

**الفرع الثاني: مُقدِّر المربعات الصغرى المجمعة (Pooled OLS Estimator)**

تعد من أكثر الطرق انتشاراً في تقدير النموذج الخطي العام القائم على تحديد قيمة المتغير التابع  $y$  كدالة خطية لعدد  $k$  من المتغيرات المستقلة  $x_k$ ، بحيث يمكن من توقع قيم  $y$  للقيم المختلفة للمتغيرات المستقلة.

وفي حالة البانل يتم الحصول على معادلة المربعات الصغرى بوضع البيانات بدلالة الأفراد والزمن في شكل دالة انحدار خطية طويلة بعدد مشاهدات قدره  $NT$  (عدد الافراد \* عدد الفترات الزمنية). وتصاغ المعادلة العامة للمربعات الصغرى وفق العلاقة:

$$Y = X\beta + u$$

يمثل  $u$  الحد العشوائي، والذي يحقق الافتراضات التالية:

$$E(u) = 0; V(u) = \sigma^2$$

كما أن الأخطاء العشوائية غير مترابطة فيما بينها ( $E(u_i u_j) = 0$ )، وكذلك المتغيرات المفسرة مستقلة عن خطئها العشوائي ( $E(x_i u_i) = 0$ )، كما أن هذا الأخير يتبع التوزيع الطبيعي.

تستخدم طريقة المربعات الصغرى سواء في حالة التغير البيئي (Between Variation) أو التغير الضمني (Within Variation)، وإن كان النموذج الأصلي هو النموذج المجمع مع عدم ترابط المتغيرات المفسرة مع حد الخطأ العشوائي، فيكون نموذج المربعات الصغرى في هذه الحالة متسق (Consistent). أما إذا كان النموذج الأصلي هو نموذج التأثيرات الثابتة، فيكون نموذج المربعات الصغرى غير متسق (Inconsistent). لكن عموماً يحبذ استخدام نماذج أخرى عدا نموذج المربعات الصغرى عند دراسة البانل لكونها تحقق نتائج أكثر دقة منه.<sup>1</sup>

**الفرع الثالث: المقدر البيئي (Between Estimator)**

تعتمد هذه الطريقة على التغير بين الأفراد (Between Variation) من خلال استخدام المتوسطات الزمنية لقيم كل متغير (مثلاً إن كان عامل يملك خبرة 9، 10 و 11 سنة لثلاث فترات زمنية، فيستخدم متوسطها أي 10 في النموذج)، وبذلك يمكن النظر لهذه الطريقة على أنها طريقة مربعات صغرى للمتوسط الزمني لقيم المتغير التابع بدلالة المتوسطات الزمنية للمتغيرات الخاصة بكل فرد). وبذلك

<sup>1</sup> <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/panel-data-models>. Viewed, 21/12/2016 at 13:15.



يكون عدد المشاهدات هو  $N$  بسبب عدم اعتبار البعد الزمني من حيث اعتماد قيمة واحدة (المتوسط) لكل فرد، وتصاغ المعادلة العامة لهذا النموذج كما يلي:

$$\bar{y}_i = \alpha + (\bar{X}_i)' \beta + (\alpha_i - \alpha + \bar{e}_i)$$

نادرا ما تستخدم هذه الطريقة لكون الطريقة التأثيرات التجميعية، وطريقة التأثيرات العشوائية تعطي نتائج أكثر فعالية.

#### الفرع الرابع: مقدر التأثيرات الضمنية أو التأثيرات الثابتة (Within or Fixed Effects Estimator)

هذه الطريقة قائمة على قياس التغيرات الضمنية الخاصة بكل فرد بدلالة الزمن بحيث تؤخذ قيم المتغيرات المتحصل عليها من خلال الفوارق الزمنية الخاصة بقيم كل فرد عن متوسطة الزمني لقيمه. ففي المثال السابق بدلا من استخدام متوسط القيمة الزمنية في الطريقة السابقة، يتم في هذه الطريقة أخذ الفرق بين القيم ومتوسطها الزمني أي  $(-1, 0, 1)$  التي تمثل الفرق بين القيم المشاهدة (9)، (10، 11)، ومتوسطها الزمني (10).

وبالتالي فيمكن القول أن هذه الطريقة عبارة عن استخدام لطريقة المربعات الصغرى للفوارق الزمنية للمتغير التابع بدلالة الفوارق الزمنية للمتغيرات المفسرة، أي:

$$y_{it} - \bar{y}_i = (X_{it} - \bar{X}_i)' \beta + (e_{it} - \bar{e}_i)$$

- في هذه الحالة يكون عدد المشاهدات هو  $NT$ ؛
- تختفي التأثيرات الفردية  $\alpha_i$  بسبب عملية الطرح المستخدمة؛
- قيمة  $\alpha$  في هذه الحالة تمثل القيمة المتوسطة للتأثيرات الفردية؛
- من سلبيات الطريقة أنها تؤدي إلى اختفاء المتغيرات الثابتة بدلالة الزمن من النموذج وبالتالي عدم التمكن من تقدير معالمها (مثل جنس الأفراد)، وبالتالي إن كان لهذه المتغيرات أهمية في الدراسة، فينغي في هذه الحالة استخدام طرق بديلة (المربعات الصغرى، أو الطريقة الضمنية السابق ذكرهما)

#### الفرع الخامس: مقدر الفوارق الأولى (First-Differences Estimator)

تستخدم هذه الطريقة التغير (الفرق) لفترة زمنية واحدة لكل فرد، ففي المثال السابق أين كانت لدينا القيم 9، 10، 11 لخبرة فرد ما لثلاث فترات، فتكون القيم المستخدمة في هذه الحالة هي: (قيمة

مفقودة)،  $l, l$ ، بمعنى لكل قيمة للفرد نحصل على  $l-1$  فارق مباشر. وبالتالي فهذه الطريقة عبارة عن استخدام طريقة مربعات صغرى لتقدير تغير فترة واحدة في المتغير التابع بدلالة تغيرات لفترة واحدة للمتغيرات المستقلة، أي:

$$y_{it} - y_{i,t-1} = (X_{it} - X_{i,t-1})' \beta + (e_{it} - e_{i,t-1})$$

- عدد المشاهدات في النموذج بذلك يكون  $N(t-1)$ ؛
- تختفي التأثيرات الخاصة الفردية  $\alpha_i$  نتيجة عملية الطرح؛
- من سلبيات الطريقة أنها تؤدي كسابقها إلى اختفاء المتغيرات الثابتة بدلالة الزمن من النموذج وبالتالي عدم التمكن من تقدير معالمها (مثل جنس الأفراد)، وبالتالي إن كان لهذه المتغيرات أهمية في الدراسة، فينغي في هذه الحالة استخدام طرق بديلة؛

#### الفرع السادس: طريقة مقدر التأثيرات العشوائية (Random Effects Estimator)

تتمثل هذه الطريقة في طريقة المربعات الصغرى العادية ولكن للنموذج المعدل كما يلي:

$$y_{it} - \hat{\lambda} \bar{y}_i = (1 - \hat{\lambda}) \mu + (X_{it} - \hat{\lambda} \bar{X}_i)' \beta + v_{it}$$

بحيث:

- $v_{it} = (1 - \hat{\lambda}) \alpha_i + (e_{it} - \hat{\lambda} \bar{e}_i)$
- $\lambda = 1 - \sigma_e / \sqrt{\sigma_e^2 + \sigma_\alpha^2}$

- عدد المشاهدات هو  $NT$ ؛
- التأثيرات الفردية  $\alpha_i$  متضمنة في حد الخطأ؛
- عندما تكون  $\hat{\lambda} = 0$  نحصل على مقدر طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة السابقة (POLS) بينما في حالة  $\hat{\lambda} = 1$  نحصل على مقدر التأثيرات الثابتة؛ وبالتالي فالمقدر العشوائي هو المتوسط المرجح بالأوزان للمقدر البيئي والمقدر الضمني (Between and Within Estimates)؛
- يكون المقدر العشوائي فعال كلياً في حالة نموذج التأثيرات العشوائية.

انطلاقاً مما سبق يمكن بيان العلاقة بين النماذج والمقدارات من حيث خاصية الاتساق من خلال

الجدول التالي:

جدول (4-6): علاقة النماذج بالمقدّرات من حيث الاتساق

المقدّر / النموذج الأصلي	النموذج التجميعي	نموذج التأثيرات العشوائية	نموذج التأثيرات الثابتة
مقدّر المربعات الصغرى المجمعة	متسق	متسق	غير متسق
المقدّر البيئي	متسق	متسق	غير متسق
المقدّر الضمني (مقدّر التأثيرات الثابتة)	متسق	متسق	متسق
مقدّر الفوارق الأولى	متسق	متسق	متسق
مقدّر التأثيرات العشوائية	متسق	متسق	غير متسق

Source: <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/panel-data-models>, Viewed: 21/12/2016 at 13:55.

انطلاقاً من الجدول وبإضافة خاصية الفعالية فيمكن بيان الملاحظات التالية:

- مقدر التأثيرات الثابتة يعطي دائماً تقديرات متسقة، إلا أنها ليست دائماً الأكثر فعالية؛
- مقدر التأثيرات العشوائية يكون غير متسق إن كان النموذج المناسب هو نموذج التأثيرات الثابتة؛
- مقدر التأثيرات العشوائية يعطي تقديرات متسقة ويكون الأكثر ثباتاً إن كان النموذج المناسب هو نموذج التأثيرات العشوائية؛

### المطلب الثالث: اعتبارات جودة النماذج الإحصائية

حتى يتم التأكد من جودة النتائج من النواحي الإحصائية، يتم القيام بمجموعة من الاختبارات مثل اختبار الاستقرار، اختبار الخطية المتعددة، ....، وفيما يلي شرح لها:

#### الفرع الأول: اختبار الاستقرار (الثبات) (Testing for Stationarity)

تؤدي عدم استقرارية البيانات إلى الحصول على نتائج انحدار زائفة (Spurious Regression Results)، وهي الحالة التي نحصل فيها على قيم عالية لمعامل التحديد ( $R^2$ ) وتكون الإحصائية ذات دلالة، ولكن بدون أي مدلول اقتصادي لتلك العلاقة، وبالتالي، فمن المهم التحقق مما إذا كانت سلسلة البيانات تتميز بالثبات أم لا قبل استخدامها في الانحدار. بمعنى أن هذا الاختبار يستخدم في حالة ما إذا كان

النموذج جيد ولكن طبيعة المعاملات تتعارض مع المنطق الاقتصادي (مثلا علاقة طردية بدلا من علاقة عكسية).

نستخدم اختبارات جذر الوحدة للبانل (Unit Root Tests) للتحقق من الثبات. وتصنف هذه الاختبارات على أساس ما إذا كانت هناك قيود على الانحدار الذاتي (Auto Regressive Process) سواء ضمن المقاطع العرضية أو المقاطع الزمنية.<sup>1</sup>

تقسم اختبارات الجذور للبانل إلى مجموعتين على أساس الفرضيات التي تقوم عليها بخصوص معالم الاستمرارية (Persistence Parameters  $\rho_i$ )، بحيث تفترض المجموعة الأولى ثبات المعالم لكل المجموعات الجزئية (Cross-sections) بمعنى  $\rho_i = \rho$ ، ويعتبر اختبار (The Levin, Lin and Chu) LLC، من أشهر اختبارات هذه المجموعة. أما المجموعة الثانية فتسمح بتغير حر لقيم  $\rho_i$  بين المجموعات الجزئية، ومن أهم الاختبارات في هذه المجموعة نجد: اختبار Im، اختبار IPS (Pesaran & Shin)، اختبار فيشر (Fisher). وفي دراسة لـ "مادالا" و "وو" (Madala & Wu) توصلا إلى إن اختبار فيشر أفضل من اختباري IPS و LLC في حالة صحة فرضية المجموعة الثانية وهي الأقرب للواقع، أما في الحالات الخاصة والنادرة التي تتحقق فيها فرضية المجموعة الأولى السابقة، فهنا يصبح اختبار LLC هو الأفضل.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: الخطية المتعددة (Multicollinearity)

تشير ظاهرة الخطية المتعددة إلى وجود ترابط قوي بين متغيرين مستقلين أو أكثر، مما يعني أن أحد هذه المتغيرات المترابطة يفسر جزءا من النتائج، والتي يفسرها كذلك المتغير المترابط الآخر وقد لا يضيف لها إلا القليل، وقد ينتج عن ذلك أن حذف هذا الأخير لا يؤدي إلى تغير ملحوظ في النتائج، مما يعني أنه لا يضيف كثيرا في تفسير قيم المعادلات محل الدراسة.<sup>3</sup>

يتم فحص البيانات من حيث ظاهرة الخطية المتعددة بالاعتماد على معامل مضاعف التباين (VIF) (Variance Inflation Factor) لتحديد حالات الارتباط القوي ما بين المتغيرات المستقلة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Lee c. Adkins, r. Carter hill, Using Stata For Principles of Econometrics, John Wiley & Sons, Inc, 4<sup>th</sup> Ed., New York, 2011, P. 393.

<sup>2</sup> Lama Tarek AL-Kayed, Op. Cit, P. 131.

<sup>3</sup> Christopher Baum, An Introduction to Modern Econometrics Using Stata, Stata Press, Massachusetts, 2006, PP. 84-87.

<sup>4</sup> Theresa A. Gunn, A Comparative Analysis of The Implications of The Islamic Religion on Corporate Capital Structures of Firms in Emerging Countries, PhD thesis, Faculty of the College of Business Administration, TUI University, Malaysia, 2008, P. 63.

يقيس لنا معامل  $VIF_k$  مقدار التضاعف أو التضخم الحاصل في تباين المعامل  $B_k$  للمتغير المستقل  $X_k$  نتيجة لظاهرة الخطية المتعددة ويقاس وفق العلاقة:<sup>1</sup>

$$VIF_k = \frac{1}{1-R_k^2}$$

يمثل المقدار  $R_k^2$  التباين الناتج عن صياغة المقدّر  $x_k$  بدلالة باقي المقدرات، وكلما زاد الارتباط الخطي بين المقدّر  $x_k$  وباقي المقدرات كلما زادت قيمة  $R_k^2$ ، والتي بدورها تؤدي إلى ارتفاع تباين  $B_k$  وترجم قيمة المعامل  $VIF_k$  على أنها مقياس لمدى تضخم تباين معامل الانحدار للمتغير المستقل  $X_k$ ، بسبب وجود ارتباط بين المتغيرات المقدّرة (المستقلة) في النموذج. وبالتالي يمكن حذف المتغير ذي القيمة العالية لـ  $VIF$  لكونه لا يضيف شرحاً للمعادلة.

### المطلب الرابع: معاملات قياس جودة المعنوية الإحصائية

تحتوي مختلف النماذج المستخلصة من البرامج الإحصائية عامة بما فيها ستاتا على مجموعة من القيم والمعاملات الإحصائية التي تساعد على قياس الجودة والمعنوية الإحصائية، سواء تعلق الأمر بالنموذج ككل أو خاصة بأحد المتغيرات المشمولة بالدراسة، ومن أبرزها ما يلي:

#### الفرع الأول: معامل سبيرمان للارتباط ( Spearman's Rank Correlation Coefficient or Spearman's Rho )

يعرف أيضاً بمعامل ارتباط الرتب لسبيرمان، والذي يرمز له عادة بـ (Rho) ، وتعتمد هذه الطريقة على إعطاء المتغيرات رتباً لتحل محل القياس العددي. فإذا تم ترتيب مفردات المتغيرات  $x$  ترتيباً تصاعدياً ووجدنا أن مفردات المتغير  $y$  المناظرة لها مرتبة ترتيباً تصاعدياً أيضاً نستنتج وجود ارتباط طردي تام بين المتغيرين، والعكس يعني ارتباطاً عكسياً بينهما.

وتعني قيمة Rho نسبة الاختلاف في نتائج المتغير التابع بسبب العوامل غير المرئية الخاصة بكل فرد  $ai$  والمليقطة من خلال الحد  $u_i$ ، فمثلاً  $0.98 = Rho$  معناه أن 98 بالمئة من التغيرات غير المرئية مفسرة من خلال المعامل الخاص بكل فرد. والباقي يعود لأخطاء مهمة  $e_{it}$  (غريبة، خاصة، غير مفسرة) (Idiosyncratic Error)، وبالتالي كلما كان هذا المعامل كبيراً زاد ذلك من جودة النموذج.

<sup>1</sup> <https://onlinecourses.science.psu.edu/stat501/node/347>, Viewed: 16/01/2017:17:20.

### الفرع الثاني: قراءة المهملات الإحصائية الخاصة بالحكم على جودة النماذج

عند القيام بتقدير النموذج باستخدام برنامج ستاتا، يظهر هذا الأخير مجموعة من القيم والمؤشرات الإحصائية التي تسمح بالحكم على جودة النموذج ومعنوية قيمه المختلفة، وفيما يلي شرح مختصر لمدلولها:

$Prob > F$ : يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا للاحتمال الموافق لاختبار فيشر، ويبين لنا ما إن كان النموذج جيد، بحيث إن كان أقل من 5% فهذا معناه أن كل معاملات (coef). النموذج (الحجم، الربحية، الخ) تختلف عن 0 والنموذج جيد بمعنى أن النموذج مزج بين المتغيرات المستقلة بشكل جيد.<sup>1</sup>

$Prob > chi2$ : يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا إلى الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع، وبصفة عامة يستخدم كي مربع لاختبار احتمال الصدفة<sup>2</sup> في النتائج، بمعنى قياس البعد بين القيم المتحصل عليها من العينة والقيم المفترضة المستخلصة من النموذج، وكلما كان هذا الاحتمال (الفرق) ضعيفا، دل ذلك على نتائج ذات دلالة للاختبار بمعنى قبول فرضية العدم. ويستخدم في فحص الكثير من الاختبارات أيضا، منها اختبار هوسمان واختبار بورش بيقن أعلاه.

كما يستخدم أيضا في بعض النماذج كبديل عن اختبار فيشر السابق، فمثلا في نموذج التأثير العشوائي، يستخدم برنامج ستاتا اختبار كي تربيع بدلا من اختبار فيشر، ولكن بنفس القراءة أو الترجمة المذكورة أعلاه والخاصة باختبار فيشر.<sup>3</sup>

أ: تمثل معلمة توزيع ستيودنت وتساعد في الحكم على قدرة المتغيرات المستقلة لعينة الدراسة على تفسير قيم المتغير التابع، فكلما ابتعدت قيمة الإحصائية  $t$  من الصفر دل ذلك على زيادة درجة تمثيل ذلك المتغير في العينة للمجتمع، وذلك لأن الإحصائية  $t$  لكل متغير تمثل حاصل قسمة معامل المتغير المستقل على انحرافه المعياري، وبالتالي فزيادة الانحراف المعياري تشير إلى ابتعاد قيم العينة عن

<sup>1</sup> راجع مثلا: - [http://www.justindoran.ie/uploads/6/9/6/0/6960312/ireland\\_solow\\_growth\\_model\\_example.dta](http://www.justindoran.ie/uploads/6/9/6/0/6960312/ireland_solow_growth_model_example.dta) (شاهد يوم 2016/11/12 على الساعة 10:09)

- <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/panel-data-models> (شاهد يوم 2016/11/13 على الساعة 18:35)

<sup>2</sup> Alan C. Acock, A Gentle Introduction to Stata. StataCorp LP, 4<sup>th</sup> Ed., Texas, 2014, P. 125.

<sup>3</sup> للمزيد طالع، شروحات ستاتا في الملف: <http://www.stata.com/manuals13/xtxtreg.pdf> (شاهد يوم 2017/01/11، على الساعة 9:00)

القيم المفترضة للمجتمع، ويتجسد ذلك في انخفاض قيمة  $t$  واقترابها من الصفر، وعموما يعطى المجال الحرج للرفض عندما تكون  $t$  محصورة في المجال  $[-2, 2]$ .<sup>1</sup>

$P > |t|$ : يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا للاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت ( $t$  Test) الذي يسمح بمعرفة المتغيرات الإحصائية المفسرة ذات الدلالة في النموذج، بحيث إذا كان  $P > |t|$  أقل من 5%: لأحد المتغيرات المستقلة فيعني ذلك أنه ذو دلالة إحصائية وأن هذا المتغير يفسر جيدا قيم المتغير التابع.

$P > |z|$ : يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا للاحتمال الموافق لاختبار التوزيع الطبيعي المعياري ( $z$  Test) ، وله نفس دلالة الاختبار السابق (ستيودنت) ونفس القراءة، ولكن بحسب طبيعة النموذج المستخدم، يتحدد ما إن كان الأنسب استخدام توزيع ستيودنت أو التوزيع الطبيعي (فمثلا نموذج الانحدار التجميعي يستخدم توزيع ستيودنت، بينما يستخدم نموذج الانحدار العشوائي التوزيع الطبيعي)

<sup>1</sup> أنظر مثلا: <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/linear-regression> (شومد يوم 22/01/2017 على الساعة 13:19).

## خلاصة الفصل الرابع

يتطلب إعداد الدراسة التطبيقية اتباع مجموعة من الخطوات المنهجية، وهو ما تضمنه هذا الفصل؛ حيث تم فيه بداية عرض مختلف فرضيات الدراسة المراد اختبارها والاجابة عنها، والتي تضمنت فرضيات على علاقة بخصوصية المزيج التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي، وكذا فرضيات خاصة بطبيعة التأثير المفترض لمختلف محددات الهيكل التمويلي الداخلية والخارجية على نسب الاستدانة للمؤسسات المشمولة في الدراسة، وفي هذا السياق تم بيان كيفية حساب كل متغير مستقل مع بيان نسب الرفع المختلفة المعبرة عن المزيج التمويلي.

ثم تم بعدها توصيف النموذج الرياضي المراد استخدامه وكذا شرح لكيفية بناء العينة والخطوات المنهجية المتبعة لتصفيته، كما تم تقديم نبذة عن المجلس الاستشاري الشرعي التابع للبنك المركزي باعتباره الهيئة المصدرة للتصنيف الخاص بالشركات المتوافقة مع الشريعة، مع بيان الأسس والنسب المعيارية التي تعتمد عليها للتصنيف.

بعد الانتهاء من إعداد ملف بيانات الدراسة وكذا بيان كيفية حساب مختلف المتغيرات المؤثرة في صياغة الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، تأتي مرحلة استغلالها، وذلك باستخدام النماذج المقطعية الطولية حيث تم شرح مختلف النماذج الإحصائية التي سيتم تطبيقها، وكذا عرض مختلف معالم هذه النماذج ودلالاتها، مع إبراز كيفية تحديد النموذج المناسب ومختلف الاختبارات المرتبطة به.

بعد الانتهاء من توصيف النماذج من الناحية الرياضية وكيفية قراءة نتائجها ودلالاتها، وكذا إبراز متغيرات الدراسة المستقلة والمتغيرة، تأتي مرحلة عرض، تحليل وتفسير النتائج، والإجابة على مختلف فرضيات الدراسة، وهي المحاور التي سيتم التطرق لها في الفصل الموالي.



الفصل الخامس: عرض، تحليل ونفس

نتائج الدراسة

## الفصل الخامس: عرض، تحليل وتفسير نتائج الدراسة

### تهدية

بعد أن بينا في الفصل السابق الخطوات المنهجية للدراسة التطبيقية، من حيث تحديد العينة ومتغيرات وفرضيات الدراسة التطبيقية، وكذا مختلف الاختبارات الخاصة بجودة النماذج المستخدمة، سنستعرض في هذا الفصل مختلف النتائج المتحصل عليها وتحليلها وتفسيرها، والإجابة على فرضيات الدراسة.

في البداية سيتم عرض مختلف النتائج الخاصة بعينة الدراسة مع التركيز على تحليل جودة النماذج ومعاملات مختلف المتغيرات من الناحية الإحصائية، بينما سيخصص المبحث الثاني لتحليل وتفسير النتائج التطبيقية في ضوء ما تم تناوله في الفصول السابقة، مع الإجابة على فرضيات الدراسة. أما المبحث الثالث فسيخصص لتحليل القطاعي لمحددات الهيكل التمويلي وتفسير النتائج قطاعيا.

وعليه سيتضمن هذا الفصل المباحث التالية:

**المبحث الأول: عرض وتكليل نتائج الدراسة بالنسبة لمكونات المزيج التمويلي**

**المبحث الثاني: تفسير النتائج والإجابة على فرضيات الدراسة**

**المبحث الثالث: نتائج التحليل القطاعي لمكونات الهيكل التمويلي**

## البحث الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة بالنسبة لهحدات الهزج التمويلي

بعدما بينا في الفصل السابق مختلف العناصر التي يفترض ان يكون لها تأثير على صياغة المزيج التمويلي المناسب، مع الفرضيات الخاصة بطبيعة التأثير أو العلاقة لكل عنصر منها، سيتم في هذا المبحث عرض نتائج النماذج الأساسية التي تم تقديمها في الفصل الرابع، والمستخدم في دراسة البيانات المقطعية الطولية، وهي نموذج التأثيرات المجمعة، نموذج التأثير العشوائي، ونموذج التأثيرات الثابتة. وسيتم استعراض وتحليل نتائج كل منها وبيان مدى جودة النماذج من الناحية الإحصائية في كل حالة، وإجراء الاختبارات التي تسمح بتحديد النموذج الأفضل للدراسة. بينما سيتم تفسير طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والهيكل المالي، وكذا الإجابة على الفرضيات الخاصة بكل محدد من محددات الهيكل التمويلي في مبحث مستقل.

وعليه سيتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

**المطلب الأول: النوصيف الإحصائية لمنغبرات الدراسة**  
**المطلب الثاني: عرض ونكابل نتائج نموذج الانحصار التجمعي**  
**المطلب الثالث: عرض ونكابل نتائج نموذج التأثير العشوائي**  
**المطلب الرابع: عرض ونكابل نتائج نموذج التأثير الثابت**

### المطلب الأول: النوصيف الإحصائية لمنغبرات الدراسة

يبين الجدول الموالي تلخيص للمعالم الإحصائية لمتغيرات الدراسة، حيث تم استخراجها من برنامج ستاتا. يمكن هذا الجدول من توضيح معالم الدراسة التطبيقية حتى يسهل شرحها وتفسيرها، بحيث يظهر الجدول لمختلف متغيرات الدراسة عدد المشاهدات، كما تم حساب المتوسط الحسابي (Mean) والانحراف المعياري (Std. Dev) لكل متغير اعتمادا على المشاهدات الخاصة بكل مؤسسة من العينة وطيلة فترة الدراسة (2005-2015)، بينما تظهر قيمتي Min و Max أصغر قيمة وأكبر قيمة تم تسجيلها لكل متغير على التوالي.

جدول (5-1): وصف إحصائي لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ID	4466	203.50	117.21	1.00	406.00
time	4466	2010.00	3.16	2005.00	2015.00
lev1	4324	18.60	15.13	0.00	99.59
lev2	4300	23.23	18.78	-52.65	98.24
lev3	4321	11.71	14.47	-52.75	90.96
lev4	4340	8.01	10.49	0.00	98.12
SIZE	4341	12.67	1.31	8.06	18.58
NDTS	3451	2.75	2.34	0.00	28.83
TNGB	4341	37.71	20.42	0.00	95.54
PROF	4312	5.61	10.59	-224.82	127.71
BUSR	3873	-1.82	1264.90	-33692.31	44425.00
GROP	4323	1.20	3.26	-52.95	138.95
LQDT	4209	282.78	519.60	3.93	25273.81
SHPP	4050	15.03	61.29	-93.14	888.06
INFL_CP	4060	2.64	1.27	0.58	5.44
SMDV	4060	17.25	3.43	10.56	22.69
LERT	4466	5.32	0.72	4.58	6.50
GDPG	4466	4.94	2.17	-1.51	7.43

المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا

يظهر العمود الأول للجدول مختلف متغيرات الدراسة والتي تضم أربعة أصناف أساسية:

– الصنف الأول يظهر بعدي لوحة البيانات؛ البعد المقطعي والمتمثل في هذه الدراسة في المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة طيلة فترة الدراسة حسب تصنيف المجلس الاستشاري الشرعي التابع للبنك المركزي المالي، إذ يمثل (ID) رمز عددي لكل مؤسسة شملتها الدراسة، أما البعد الثاني فهو البعد الزمني (time). ويظهر الجدول أن عدد المشاهدات الكلية لهما (Obs) بلغ 4466؛ وهي القيمة الموافقة لـ 11 مشاهدة خلال الفترة من 2005 إلى 2015 لكل مؤسسة مشمولة في الدراسة والتي بلغ عددها 406 مؤسسة.

– الصنف الثاني، يشتمل على المقاييس المستخدمة للمتغير التابع المتمثل في الرفع المالي مقاساً بالمتغيرات: lev1 (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، lev2 (إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال)، lev3 (الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول)، وlev4 (الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول).

– الصنف الثالث من المتغيرات يشتمل على مختلف المتغيرات المستقلة الداخلية للمؤسسة والتي يفترض أن لها تأثير في صياغة المزيج التمويلي، ويراد اختبارها، والتي تشتمل على متغيرات: الحجم

(SIZE)، الإعفاءات الجبائية لغير الديون (NDTS)، مادية الأصول (TNGB)، الربحية (PROF)، مخاطر الأعمال (BUSR)، فرص النمو (GROP)، السيولة (LQDT)، وأداء أسهم المؤسسة (SHPP). وقد بينا في الفصل الرابع العلاقة الرياضية المستخدمة في حساب كل منها مع طبيعة التأثير المفترض.

– أما الصنف الرابع من المتغيرات فقد اشتمل على العناصر أو المتغيرات المستقلة الخارجية المؤثرة في المزيج التمويلي والتي لا تمتلك المؤسسة أي رقابة أو تحكم فيها، وتشمل: التضخم (INFL\_CP)، درجة تطور السوق المالي (SMDV)، معدل الاستدانة (LERT)، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDPG).

### المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج نموذج الانحدار التجميعي

يقوم هذا النموذج على دمج كل البيانات مع بعضها مع إلغاء البعد الزمني، كما سبق تفصيله في الفصل الرابع، وفيما يلي سيتم استعراض النموذج المستخلص انطلاقاً من برنامج ستاتا، والخاص بكل نسبة من نسب الرفع المالي المستخدمة في الدراسة، مع التركيز على تقييم مدى صلاحية النموذج من النواحي الإحصائية، وذلك قبل القيام بعملية تحليل وقراءة نتائج الانحدار الخاصة بكل متغير مفسر شملته الدراسة.

#### الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (Lev1)

الجدول الموالي يستعرض مختلف معالم النموذج في حالة اعتماد نسبة الرفع المالي باعتبارها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، والمستخلصة من برنامج ستاتا من خلال تنفيذ الأمر:

```
.reg $ylist $xlist
```

علماً أن \$ylist تمثل المتغير التابع وهو في هذه الحالة (Lev1)، بينما يمثل \$xlist مختلف المتغيرات المستقلة المفسرة الداخلية والخارجية المشمولة في الدراسة والتي سبق شرحها.

جدول (5-2): نموذج الانحدار لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2850
Model	164020.611	12	13668	F (12, 2837)	=	83.09
Residual	466709.456	2837	164.5	Prob > F	=	0
Total	630730.067	2849	221.4	R-squared	=	0.26
				Adj R-squared	=	0.2569
				Root MSE	=	12.826

lev1	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
SIZE	1.988761	0.190915	10.42	0	1.614415	2.363107
NBTS	-0.09046	0.121835	-0.74	0.458	-0.32935	0.148436
TNGB	0.032417	0.013918	2.33	0.02	0.005128	0.059707
PROF	-0.28572	0.026155	-10.92	0	-0.33701	-0.23444
BUSR	-3.8E-05	0.000181	-0.21	0.836	-0.00039	0.000318
GROP	0.123057	0.076097	1.62	0.106	-0.02615	0.272268
LQDT	-0.02095	0.000858	-24.43	0	-0.02263	-0.01927
SHPP	-0.00132	0.004172	-0.32	0.752	-0.0095	0.006859
INFL_CP	0.2626	0.653199	0.4	0.688	-1.01819	1.543394
SMDV	0.110536	0.226572	0.49	0.626	-0.33373	0.5548
LERT	2.192314	0.927225	2.36	0.018	0.37421	4.010418
GDPG	-0.13133	0.151522	-0.87	0.386	-0.42843	0.165775
_cons	-14.4764	3.225286	-4.49	0	-20.8006	-8.15227

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من برنامج ستاتا.

نظراً لكون معالم هذا النموذج المبينة على شكل جدول أعلاه ستكرر لمختلف النماذج الأخرى التي سيتم عرضها، فينبغي بداية شرحها وبيان كيفية قراءتها قبل تحليل النتائج.

### أولاً: شرح النموذج

يبين الجدول أعلاه نتائج معادلة الانحدار باستخدام مُقدِّر طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS Estimator)، بحيث يشتمل الجدول على جزئين الجزء العلوي والجزء السفلي:

– يظهر الجزء العلوي ما يسمى بجدول تحليل التباين (Anova)، ويساعد هذا الجدول في الحكم على جودة النموذج ككل، وهو بدوره يحتوي على جانبين:

– جانب أيسر بحيث يبين السطر الأول منه القيم المستخرجة من النموذج (Model)، وقيم البواقي (Residual) في السطر الثاني، ومجموعها في السطر الثالث، أما الأعمدة فتظهر على التوالي، مجموع مربعات القيم (SS)، درجات الحرية (df)، ومتوسط مربعات القيم (MS)، وهي تمثل حاصل قسمة مجموع مربعات القيم على درجة الحرية الموافقة ( $MS = SS / df$ ).

– أما الجانب الأيمن منه فيظهر بعض القيم الإحصائية عن النموذج والمتمثلة تباعاً في عدد المشاهدات الخاصة بالمتغير التابع (Number of obs)، قيمة معلمة فيشر الموافق لدرجات الحرية المستخرجة من النموذج ومن البواقي على التوالي ((F (12, 2837) عبارة عن  $\frac{MS_{Model}}{MS_{Residual}}$ ، الاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob > F)، معامل التحديد (R-squared) عبارة عن  $\frac{SS_{Model}}{SS_{Total}}$ ، معامل التحديد

المعدل (Adj R-squared)، والجذر التربيعي لمتوسط مربع قيم البواقي (Root MSE)  $(MSE=12.826 = \sqrt{MS_{Residual}} = \sqrt{164.5}$ .

– أما الجزء السفلي من الجدول فيظهر القيم الخاصة بمعادلة الانحدار؛ إذ يظهر أعلى العمود الأول المتغير التابع (lev1) بينما تمثل القيم أسفله مختلف المتغيرات المفسرة محل الدراسة بينما تمثل القيمة الأخيرة (\_cons) ثابت معادلة الانحدار. أما باقي الأعمدة فتعطي لكل متغير على التوالي: المعاملات (Coef.)، الانحراف المعياري (Std. Err.)، معلمة ستودنت (t) (نحصل عليها بقسمة المعامل على الانحراف المعياري لكل متغير)، الاحتمال الموافق لاختبار ستودنت ( $P>|$ )، والذي يسمح بالحكم على معنوية ذلك المتغير من الناحية الإحصائية ومدى قدرته على المساهمة في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع. ويمثل العمودين الأخيرين حدود مجال الثقة الموافق لنسبة 95% (هامش الخطأ المسموح به  $\alpha=5\%$ ).

بعد شرح ما يتضمنه النموذج أعلاه، نأتي الآن لبيان كيفية استغلال بعض معالمه في الحكم على مدى جودته من الناحية الإحصائية.

ثانياً: جودة النموذج من الناحية الإحصائية.

كان الاحتمال الموافق لاختبار فيشر ( $Prob > F$ ) مساو للصفر مما يعني أن كل معاملات النموذج تختلف عن الصفر وهو ما يكسب النموذج نوعاً من الجودة والدلالة الإحصائية، أما معامل التحديد ( $R^2$ ) فلم يتجاوز 25.69 %، مما يعني أن مختلف متغيرات النموذج المستقلة لا تفسر تغيرات الهيكل التمويلي (المتغير التابع) إلا في حدود 25.69 %، كما يتضح من خلال معاملات متغيرات النموذج أنها لا تختلف كثيراً عن الصفر وهو ما انعكس في قيم معلمة ستودنت  $t$ ؛ حيث نلاحظ أن أغلبها كان قريباً من الصفر مما يعني أنها تنتمي لمجال الرفض  $[-2, 2]$ ، كما سبق بيانه<sup>1</sup>. علاوة على ذلك، فإن عدداً كبيراً من هذه المعاملات أظهرت قيماً لاحتمال اختبار ستودنت ( $P>|$ ) أكبر من 5% وهو ما يعني أنها ليست ذات دلالة إحصائية؛ بمعنى أن هذه المتغيرات لا تفسر جيداً قيم المتغير التابع وليس لها تأثير معتبر في تحديد الهيكل التمويلي في هذه الحالة. يضاف إلى ما سبق أن أغلب مجالات الثقة الخاصة بمعاملات المتغيرات المستقلة تحتوي على قيمة 0، كل هذه المؤشرات بالتالي تدفع من الناحية الإحصائية إلى التقليل من دلالة هذا النموذج، وهو الأمر المتوقع نظر لكون نموذج الانحدار التجميعي لا يناسب في أغلب الحالات الدراسات

<sup>1</sup> للمزيد حول شرح مدلول هذه المعلمات الإحصائية، انظر الفصل الرابع، المطلب الثالث من المبحث الثالث.

التي تعتمد على نماذج البائل كما بينا سابقا، باعتبار أنه (النموذج) يلغي الخصائص الفردية الخاصة بكل مؤسسة كما يهمل البعد الزمني (بمعنى يعالج بيانات سنة 2005 و2015 وكأنها في نفس السنة أي يهتم لأثر تسلسل المعطيات زمنيا).<sup>1</sup>

انطلاقا ضعف جودة هذا النموذج من النواحي الإحصائية يتوقع مبدئيا ألا تختلف النتيجة بالنسبة لباقي نسب الرفع، لذلك سيتم فحص جودة النموذج لباقي النسب الرفع الثلاثة في الفرع الموالي.

### الفرع الثاني: نموذج الانحدار التجهيبي لنسب الرفع الأخرى

بعد استعراض دالة الانحدار الخاصة بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كمتغير تابع، نستعرض فيما يلي باقي النسب المستخدمة في الدراسة مع التركيز بداية على مدى جودة النماذج من الناحية الإحصائية.

#### أولا: نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (lev2)

نستعرض من خلال الجدول التالي نتائج نموذج الانحدار البسيط باتخاذ نسبة إجمالي الديون إلى رأس المال كمتغير تابع.

جدول (5-3): نموذج الانحدار لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2837
Model	279499.914	12	23291.6595	F (12, 2837)	=	96.36
Residual	682586.815	2824	241.709212	Prob > F	=	0
Total	962086.729	2836	339.240736	R-squared	=	0.2905
				Adj R-squared	=	0.2875
				Root MSE	=	15.547

Lev2	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
SIZE	2.638781	0.2317404	11.39	0	2.184384 3.093179
NDTS	0.0220933	0.1480812	0.15	0.881	-0.268265 0.3124515
TNGB	-0.010665	0.0169625	-0.63	0.53	-0.043926 0.0225949
PROF	-0.385362	0.0320534	-12.02	0	-0.448212 -0.322511
BUSR	-8.72E-05	0.0002198	-0.4	0.692	-0.000518 0.0003438
GROP	0.5852472	0.0923685	6.34	0	0.4041307 0.7663636
LQDT	-0.027803	0.0010408	-26.71	0	-0.029844 -0.025763
SHPP	-0.000828	0.0050805	-0.16	0.871	-0.01079 0.0091338
INFL_CP	0.1829731	0.7942471	0.23	0.818	-1.37439 1.740336
SMDV	0.1077607	0.2755644	0.39	0.696	-0.432567 0.6480886

<sup>1</sup> أنظر الفصل الرابع، المبحث الثالث.



LERT	2.643405	1.127093	2.35	0.019	0.4333959	4.853413
GDPG	-0.141915	0.1841222	-0.77	0.441	-0.502943	0.2191125
_cons	-17.14882	3.914812	-4.38	0	-24.825	-9.472644

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من برنامج ستاتا.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أغلب المعلمات الإحصائية التي تسمح بالحكم على جودة النموذج من الناحية الإحصائية تتشابه مع سابقتها، بدءاً من حيث انخفاض معدل التحديد، إذ لا يفسر النموذج التغيرات الحاصلة في نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال إلا في حدود 29.05% (يلاحظ أنها تحسنت نسبياً مقارنة بالنموذج السابق)، كما أن معاملات مختلف المتغيرات تقترب من الصفر، وقيم  $t$  لأغلب المعاملات تقع ضمن مجال الرفض (باستثناء الحجم، الربحية فرص النمو، السيولة، ومعدل الإقراض)، يضاف لها أن الاحتمال الموافق لباقي المتغيرات كان أكبر من 5%. كل هذه المعطيات تدفع إلى القول بضعف النموذج من الناحية الإحصائية ولكن مع الإشارة إلى أن هذا النموذج كان أفضل من سابقه حيث تحسنت أغلب معالمه.

#### ثانياً: نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال (lev3)

تشمل هذه النسبة في بسطها على الديون طويلة الأجل فقط مقارنة مع النسبتين السابقتين اللتين تضمنتا إجمالي الديون في بسطهما، ويعود استخدام هذه النسبة إلى كون العديد من الباحثين في مجال دراسة الهيكل المالي يرون أن دراسة هذا الأخير ينبغي أن يكون على أساس مصادر التمويل طويلة الأجل فقط.

ويمكن بيان نتائج نموذج الانحدار التجميعي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال كمتغير تابع من خلال الجدول التالي:

جدول (4-5): نموذج الانحدار لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2849
Model	120994.8	12	10082.9	F (12, 2837)	=	65.95
Residual	433583.644	2836	152.885629	Prob > F	=	0
Total	554578.444	2848	194.725577	R-squared	=	0.2182
				Adj R-squared	=	0.2149
				Root MSE	=	12.365

Lev3	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
SIZE	3.631823	0.1838929	19.75	0	3.271246 3.9924
NDTS	-0.157712	0.1175851	-1.34	0.18	-0.388273 0.0728491

TNGB	0.0569711	0.0134407	4.24	0	0.0306165	0.0833256
PROF	-0.235105	0.0253487	-9.27	0	-0.284809	-0.185402
BUSR	0.0001196	0.0001748	0.68	0.494	-0.000223	0.0004623
GROP	0.5585803	0.0734204	7.61	0	0.4146175	0.7025431
LQDT	-0.009901	0.0008266	-11.98	0	-0.011522	-0.008281
SHPP	0.0032654	0.0040261	0.81	0.417	-0.004629	0.0111598
INFL_CP	-0.216086	0.6295247	-0.34	0.731	-1.450458	1.018287
SMDV	-0.085811	0.218389	-0.39	0.694	-0.514028	0.3424064
LERT	1.757555	0.894343	1.97	0.049	0.0039261	3.511183
GDPG	-0.075196	0.1460843	-0.51	0.607	-0.361638	0.2112464
_cons	-40.51001	3.110182	-13.02	0	-46.60845	-34.41156

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

يظهر النموذج أن معامل التحديد ضعيف إذ لم يتجاوز 21.82 % وهي أقل من النسبة المسجلة للنموذجين السابقين ( 25.69 %، و 29.05 % على التوالي)، مما يعني أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات الحاصلة في المزيج التمويلي معبراً عنه بنسبة التمويل طويل الأجل إلى إجمالي رأس المال قد ازدادت ضعفاً، يضاف لها ضعف معاملات متغيرات النموذج التي قارب أكثرها الصفر، كما أن الكثير من قيم معلمة ستيدونت كانت ضمن مجال الرفض، وما يدعم ذلك أن الاحتمال الموافق لاختبار ستيدونت للعديد من المعاملات كان أكبر من نسب القبول، إذ تجاوزت الـ 5 %، علاوة على كون مجالات الثقة للكثير من معاملات المتغيرات المفسرة تحتوي القيمة (0). كل هذه العناصر تعزز قرار رفض النموذج من الناحية الإحصائية كما رفض سابقه.

ثالثاً: نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (lev4)

يبين الجدول الموالي مختلف معالم نموذج الانحدار التجميعي في حالة اعتبار المتغير التابع عبارة عن نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول:

جدول (5-5): نموذج الانحدار لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	2857
Model	55868.433	12	4655.7028	F (12, 2837)	=	53.92
Residual	245568.58	2844	86.346197	Prob > F	=	0
Total	301437.02	2856	105.54517	R-squared	=	0.1853
				Adj R-squared	=	0.1819
				Root MSE	=	9.2923

Lev4	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
SIZE	2.697394	0.1380623	19.54	0	2.426682 2.968106
NDTS	-0.225601	0.0882413	-2.56	0.011	-0.398625 -0.052578

TNGB	0.0533579	0.0100739	5.3	0	0.0336051	0.0731107
PROF	-0.164558	0.0188605	-8.73	0	-0.20154	-0.127577
BUSR	0.0001258	0.0001313	0.96	0.338	-0.000132	0.0003833
GROP	0.1705675	0.0551185	3.09	0.002	0.0624913	0.2786438
LQDT	-0.005431	0.0006208	-8.75	0	-0.006648	-0.004213
SHPP	0.0046413	0.0030195	1.54	0.124	-0.001279	0.010562
INFL_CP	-0.154435	0.4721337	-0.33	0.744	-1.080194	0.7713246
SMDV	-0.080118	0.1637145	-0.49	0.625	-0.40113	0.2408929
LERT	1.393083	0.6706721	2.08	0.038	0.0780303	2.708136
GDPG	-0.045857	0.109635	-0.42	0.676	-0.260829	0.1691148
_cons	-31.34409	2.334897	-13.42	0	-35.92235	-26.76583

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

من خلال مختلف معالم هذا النموذج يتبين أنه الأقل قدرة على ترجمة التغيرات في المزيج التمويلي معبراً عنه بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، بحيث لم تتعد القدرة التفسيرية للتغيرات الحاصلة فيه انطلاقة من مختلف المتغيرات المفصلة نسبة 18.53% وهي أضعف قيمة لمعامل التحديد مقارنة بالنماذج السابقة، يضاف لها ضعف جودة النموذج الإحصائية والذي ترجمه قيم الإحصائية التي تنتمي لمجال الرفض [-2، 2] لأغلب معاملات متغيرات الدراسة، كما أن احتمال اختبار ستودنت للعديد من معاملات المتغيرات كانت قيمه أكبر من 5%، مما يعني أنها مرفوضة من الناحية الإحصائية، وتضاف لها باقي مؤشرات الرفض التي سبق بيانها في النماذج السابقة والتي تكررت في هذا النموذج أيضاً.

من خلال نتائج نماذج الانحدار التجميعي السابقة والتي كانت ضعيفة الجودة الإحصائية، ولا تفسر بدرجة مقبولة التغيرات الحاصلة في الهياكل التمويلية لمختلف المؤسسات رغم اشتغال النموذج على أبرز العناصر المحددة للهيكلة المالي، مما يؤشر على عدم مناسبة النموذج المستخدم (نموذج الانحدار التجميعي)، ويمكن فحص ذلك من خلال إجراء اختبار بورش بيغن (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier test).

### الفرع الثالث: اختبار الهفاضة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التغيرات العشوائية

لعل من أبرز سلبيات نموذج الانحدار التجميعي التي سبق بيانها أنه يهمل دور البعد الزمني من خلال وضع كل المشاهدات المقطعة والزمنية في بوتقة واحدة دون أي تمييز بينها، كما يفترض عدم وجود ترابط بين حدود الخطأ، لذلك يهدف اختبار بورش بيغن إلى فحص الترابط بين حدود الخطأ بدلالة الزمن في طريقة المربعات الصغرى. فإن كان الاختبار إيجابياً (إذا كان تباين البواقي  $(\sigma_{it}^2)$  يختلف كثيراً عن الصفر)،

يفضل بذلك استخدام نموذج التأثير العشوائي بدلا من نموذج المربعات الصغرى العادية وهذا في حالة ما إذا كان الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع أقل من 1.5%<sup>1</sup>.

يتم تنفيذ اختبار بورش بيقان في برنامج ستاتا انطلاقا من الأمرين:

```
. quietly xtreg $ylist $xlist, re
. xttest0
```

الجدول الموالي يبرز نتائج الاختبار لمختلف نسب الرفع المالي المستخدمة في الدراسة:

#### جدول (5-6): نتائج اختبار بورش بيقان

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects  
levi[ID, t] = Xb + u[ID] + e [ID, t]

	Var	sd = sqrt(Var)		Var	sd = sqrt(Var)
<b>lev1</b>	221.3865	14.87906	<b>lev2</b>	339.2407	18.41849
e	59.42012	7.708445	e	77.02844	8.776585
u	93.24699	9.656448	u	147.6455	12.15095
Test: Var(u) = 0			Test: Var(u) = 0		
chibar2(01) =	3398.02		chibar2(01) =	3746.16	
Prob > chibar2 =	0		Prob > chibar2 =	0	
	Var	sd = sqrt(Var)		Var	sd = sqrt(Var)
<b>lev3</b>	194.7256	13.95441	<b>lev4</b>	105.5452	10.27352
e	62.626	7.913659	e	40.56658	6.36919
u	87.08389	9.331875	u	42.70796	6.535133
Test: Var(u) = 0			Test: Var(u) = 0		
chibar2(01) =	3119.46		chibar2(01) =	2676.79	
Prob > chibar2 =	0		Prob > chibar2 =	0	

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

يتبين من خلال نتائج اختبار بورش بيقان لمختلف نسب الرفع المستخدمة في الدراسة أنها ذات دلالة إحصائية بمعنى أن الاختبار كان إيجابيا، وذلك من خلال قيمة الاحتمال الموافق لمعلمة كي مربع، بحيث كانت معدومة للنسب الأربعة، ما يعني تفضيل استخدام نموذج التأثير العشوائي ورفض نموذج الانحدار التجميعي للمربعات الصغرى (Pooled OLS)، وهو ما يمكن استنتاجه أيضا من قيم التباين الخاصة بحدود البواقي (u) حيث كانت قيمها معتبرة لكل نسب الرفع (93.24699، 147.6455، 87.08389، 42.70796) الموافقة لنسب الرفع (lev1، lev2، lev3، lev4 على التوالي)، وهو ما يعني وجود تأثير للخصائص الفردية لكل مؤسسة

<sup>1</sup> راجع الفصل الرابع، المطلب الأول من المبحث الثالث.

وكذا للتسلسل الزمني لقيم المشاهدات مما يتطلب أخذها بعين الاعتبار وهذا ما نجده في نموذج الانحدار العشوائي.

### المطلب الثالث: عرض ونماذج نتائج نموذج التأثير العشوائي

بعد ما تبين لنا عدم صلاحية استخدام نموذج الانحدار التجميعي أو الشامل من خلال ضعف جودة النموذج الإحصائية لكل نسب الرفع المستخدمة، وهي النتيجة التي أكدها اختبار بورش بيقن، سنتعرض فيما يلي نتائج نموذج التأثير العشوائي.

#### الفرع الأول: نموذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

يتم استخلاص نموذج التأثير العشوائي انطلاقاً من برنامج ستاتا من خلال تنفيذ الأمر:

.xtreg \$ylist \$xlist, re

وكانت نتائج النموذج كما يلخصها الجدول الموالي:

جدول (5-7): نموذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

Random-effects GLS regression				Number of obs	=	2850
Group variable: ID				Number of groups	=	401
R-sq: within	=	0.2001	Obs per group:	min	=	1
between	=	0.1849		avg	=	7.1
overall	=	0.1794		max	=	9
				Wald chi2(12)	=	686.69
corr (u_i, X)	=	0 (assumed)		Prob > chi2	=	0

lev1	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
SIZE	4.376935	0.3469007	12.62	0	3.697022 5.056848
NDTS	-0.506576	0.1510953	-3.35	0.001	-0.802718 -0.210435
TNGB	0.0754424	0.0160735	4.69	0	0.0439388 0.1069459
PROF	-0.212407	0.0204533	-10.38	0	-0.252494 -0.172319
BUSR	0.0001452	0.0001197	1.21	0.225	-8.94E-05 0.0003798
GROP	0.2536845	0.0590068	4.3	0	0.1380332 0.3693357
LQDT	-0.011399	0.0008442	-13.5	0	-0.013053 -0.009744
SHPP	-0.003572	0.002753	-1.3	0.194	-0.008968 0.001824
INFL_CP	0.1004992	0.4110178	0.24	0.807	-0.705081 0.9060793
SMDV	0.0748246	0.1428369	0.52	0.6	-0.205131 0.3547798
LERT	2.806906	0.5860232	4.79	0	1.658321 3.95549
GDPG	-0.177974	0.0950718	-1.87	0.061	-0.364311 0.0083635
_cons	-50.10379	4.928747	-10.17	0	-59.76396 -40.44363
sigma_u	9.6564482				

sigma_e	7.7084449	
rho	0.6107864	(fraction of variance due to u_i)

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

يظهر النموذج في هذا الجدول جزئين؛ الجزء العلوي يعطي مجموعة من القيم الإحصائية للنموذج ككل، بينما يتضمن الجانب السفلي منه مختلف القيم الإحصائية المرتبطة بكل متغير، بينما أسفل النموذج تظهر قيم بعض المعلمات.

سيتم بداية شرح موجز لما تضمنه النموذج قبل تحليل مدى جودته وصلاحيته من الناحية الإحصائية.

### أولاً: شرح النموذج

يظهر النموذج كسابقة في جانبين؛ جانب علوي يبين بعض القيم الإحصائية الخاصة بالنموذج ككل، بينما يبين الجزء السفلي منه معاملات المتغيرات المستقلة ومعها بعض القيم الإحصائية التي تبرز دلالتها من النواحي الإحصائية:

– تظهر الجهة اليسرى للجزء العلوي معامل التحديد (R-sq) مجزئاً على ثلاث قيم:

○ معامل التحديد الضمني (Within): أي الخاص بمقدار التأثيرات الضمنية أو التأثيرات الثابتة، إذ يتم قياس التغيرات الضمنية الخاصة بكل مؤسسة بدلالة الزمن بحيث تؤخذ قيم المتغيرات المتحصل عليها من خلال الفوارق الزمنية الخاصة بقيم كل مؤسسة عن متوسطها الزمني.

○ معامل التحديد البيئي (Between): أي التغير بين الافراد (المؤسسات محل الدراسة) مع إلغاء البعد الزمني من خلال استخدام المتوسطات الزمنية لكل فرد.

○ معامل التحديد الإجمالي (Overall): هو معامل التحديد الذي ينبغي التركيز عليه في حالة نموذج التأثير العشوائي، وذلك لأن مقدر التأثير العشوائي كما سبق بيانه عبارة عن متوسط مرجع بالأوزان بين مقدر النموذج الضمني (Within Estimator) ومقدر النموذج البيئي (Between Estimator).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> راجع الفصل الرابع، المطلب الثاني من المبحث الثالث. وللمزيد أيضاً يمكن تصفح الرابط: <http://stats.stackexchange.com/questions/65442/within-between-or-overall-r-square-for-random-effects-in-stata> (شوهوهد يوم 12 / 01 / 2017 على الساعة 19:35)

– أما الجهة اليمنى للجانب العلوي فتظهر على التوالي: عدد المشاهدات (Number of Obs.)، عدد المجموعات أي المؤسسات (Number of Groups.)، عدد المشاهدات الأدنى، المتوسط والأقصى في المجموعات (Obs. Per Group)، قيمة معلمة كي مربع، والاحتمال الموافق لاختبار كي مربع.

– يظهر الجدول السفلي، مختلف متغيرات الدراسة بمعاملاتها المقدرة، مع بعض المؤشرات الإحصائية المشابهة للنماذج المعروضة السابقة في حالة النموذج التجميعي، وبنفس القراءة والترجمة لهذه المؤشرات، (مع ملاحظة استخدام متغيرة التوزيع الطبيعي  $z$  بدلا من متغيرة توزيع ستيودنت ولكن بنفس المدلول)

– تظهر لنا أسفل الجدول السابق ثلاث قيم؛ الانحراف المعياري للخطأ الفردي ( $\sigma_u$ )، الانحراف المعياري للخطأ المهم ( $\sigma_e$ )، وقيمة رو ( $Rho$ ) التي تظهر كما بينا سابقا نسبة تفسير التغير في المتغير التابع والمليقطة من العوامل غير المرئية الخاصة بكل فرد.<sup>1</sup>

بعد شرح ما يتضمنه النموذج أعلاه، نأتي الآن لبيان كيفية استغلال ما احتواه في الحكم على مدى جودته من الناحية الإحصائية.

#### ثانيا: جودة النموذج من الناحية الإحصائية

أظهر النموذج أعلاه أن الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع كان معدوما، وهذا يدل على أن كل معاملات النموذج تختلف عن الصفر وهو أمر إيجابي باعتبار أن ذلك يعني أن كل المتغيرات تفسر بدرجات متفاوتة قيم المتغير التابع.

وبالتدقيق في قيم معاملات مختلف المتغيرات، يلاحظ أن معاملات المتغيرات الداخلية كانت ذات دلالة إحصائية باستثناء عاملي مخاطر الأعمال (BUSR) وأداء أسهم المؤسسة (SHPP) اللذين سجلا احتمالا لاختبار معلمة التوزيع الطبيعي أكبر من 5% (0.225 و 0.194 على التوالي)، وهو ما يتأكد أيضا من خلال اقتراب قيمة معاملهما من الصفر (0.0001452 و -0.003572)، وكذا انخفاض قيمة معلمة التوزيع الطبيعي لهما (1.21 و -1.3 على التوالي).

أما بالنسبة للمتغيرات الخارجية، فنلاحظ أن كلا من معدل الإقراض (LERT) ومعدل النمو الاقتصادي معبرا عنه بنسبة التغير السنوي في الناتج المحلي الإجمالي (GDPG)، كانا ذا دلالة إحصائية من

<sup>1</sup> راجع الفصل الرابع، المطلب الثالث من المبحث الثالث.

حيث كل العناصر السابقة (قيم بعيدة عن الصفر للمعاملات، قيم الإحصائية z تقع خارج المجال الحرج للرفض، الاحتمال الموافق لاختبار z أقل من 5%). بينما كانت معاملات باقي المحددات الخارجية أقل معنوية (معدلات التضخم INFL\_CP وتطور السوق المالي SMDV).

تشير قيمة رو ( $Rho=0.61$ ) إلى أن نسبة 61% من الانحرافات ملتقطة من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة وهي نسبة جيدة عموماً إذ تتجاوز النسبة الباقية للانحرافات التي تعود لأخطاء مهمة (Idiosyncratic) أي للخطأ الفردي العشوائي.

### الفرع الثاني: نموذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال

بعد استعراض نتائج نموذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول سيتم من خلال الجدول الموالي عرض وتحليل نتائج نفس النموذج لكن باستخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (lev2) كمتغير تابع مع المحافظة على باقي متغيرات النموذج السابقة.

جدول (5-8): نموذج التأثير العشوائي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	2837		
Group variable: ID		Number of groups	=	401		
R-sq: within	=	0.2260	Obs per group:	Min	=	1
between	=	0.1859		Avg	=	7.1
overall	=	0.1937		Max	=	9
				Wald chi2(12)	=	781.66
corr (u_i, X)	=	0 (assumed)		Prob > chi2	=	0

Lev2	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
SIZE	5.834378	0.4219597	13.83	0	5.007352 6.661404
NDTS	-0.339927	0.1781804	-1.91	0.056	-0.689154 0.0093006
TNGB	0.0394084	0.0188746	2.09	0.037	0.0024149 0.0764018
PROF	-0.247264	0.0238812	-10.35	0	-0.29407 -0.200458
BUSR	0.0001251	0.0001371	0.91	0.362	-0.000144 0.0003937
GROP	0.6463511	0.0679439	9.51	0	0.5131835 0.7795187
LQDT	-0.014636	0.0009772	-14.98	0	-0.016551 -0.01272
SHPP	-0.006991	0.0031708	-2.2	0.027	-0.013205 -0.000776
INFL_CP	0.0213052	0.4716262	0.05	0.964	-0.903065 0.9456756
SMDV	0.0861703	0.1639445	0.53	0.599	-0.235155 0.4074955
LERT	3.331165	0.6727622	4.95	0	2.012575 4.649754
GDPG	-0.210535	0.109017	-1.93	0.053	-0.424204 0.0031344
_cons	-65.04609	5.98256	-10.87	0	-76.77169 -53.32049
sigma_u	12.150947				
sigma_e	8.7765845				



rho	.65715456 (fraction of variance due to u_i)
-----	---

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

يلاحظ من خلال جدول النموذج أعلاه أن معاملات التحديد قد تحسنت نوعا ما؛ فمعامل التحديد الشامل انتقل من 17% إلى 19%، كما يلاحظ أيضا تحسنا ملحوظا في المعامل رو؛ إذ بعدما كان يمثل نسبة 61% من الانحرافات الملتقطة من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة في النموذج السابق، زادت النسبة لتصبح 65%.

لكن فيما يخص القدرة التفسيرية لمعاملات المتغيرات، فيلاحظ بالنسبة للمحددات الداخلية للمؤسسة بقاء متغير مخاطر الأعمال ضمن المعاملات ناقصة الدلالة؛ بحيث قدر الاحتمال الموافق لاختبار التوزيع الطبيعي بـ 0.362، وهي أكبر من القيمة الحدية للقبول (5%). لكل في المقابل تحسنت معنوية معامل متغير أداء أسهم المؤسسة (0.027)، مع انخفاض معنوية معامل متغير الوفر الضريبي لغير الديون (0.056).

أما بالنسبة للمحددات الخارجية، فقد بقي كل من عاملي التضخم وتطور السوق المالي ضعيفي الدلالة بتجاوز احتمال اختبار ستيودنت القيمة الحدية للقبول بنسب معتبرة (0.964 و 0.599 على التوالي)، بينما سُجل تراجع في معنوية عامل الأداء الاقتصادي معبرا عنه بالنمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي (GDPG).

بخصوص طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، فيلاحظ أن إشارة المعاملات لم تتغير؛ بحيث بقيت المعاملات السالبة سالبة (علاقة عكسية)، والمعاملات الموجبة بقيت موجبة (علاقة طردية).<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: نهوذج التأثير العشوائي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال

بعد استخدام إجمالي الديون في بسط نسب الرفع المالي السابقة، سيتم فيما يلي التركيز على المصادر طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال، نظرا لكون العديد من الدراسات، كما أشرنا سابقا، تعتبر أن دراسة الهيكل التمويلي ومحدداته تقتضي التركيز على المصادر طويلة الأجل باعتبارها تتميز بنوع من الثبات مقارنة بمصادر التمويل قصيرة الأجل كما أنها تمثل النسب الغالبة في توليفة التمويل للمؤسسات في ظل النظام التقليدي، إلا أن التمويل الإسلامي يتميز بتعدد صيغ التمويل قصيرة ومتوسطة الأجل،

<sup>1</sup> سيتم شرح وتفسير معنى طبيعة العلاقة الطردية أو العكسية وفقا للنظريات المفسرة للهيكل التمويلي فيما بعد، بعد تحديد النموذج الأنسب بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت.

لذلك أشرنا سابقا إلى أفضلية استخدام إجمالي الديون عند تناول الهيكل التمويلي الإسلامي. وللتأكد من ذلك يمكن مقارنة القدرة التفسيرية للنموذجين السابقين مع النموذج الذي نستعرضه من خلال الجدول الموالي:

جدول (5-9): نموذج التأثير العشوائي لنسبة الديون ط. الأجل إلى إجمالي رأس المال

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	2849		
Group variable: ID		Number of groups	=	401		
R-sq: within	=	0.1183	Obs per group:	min	=	1
between	=	0.2040		avg	=	7.1
overall	=	0.1877		max	=	9
				Wald chi2(12)	=	420.82
corr (u_i, X)	=	0 (assumed)		Prob > chi2	=	0

Lev3	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
SIZE	4.961056	0.3371177	14.72	0	4.300317 5.621794
NDTS	-0.298796	0.1506608	-1.98	0.047	-0.594085 -0.003506
TNGB	0.0748543	0.0160244	4.67	0	0.0434471 0.1062616
PROF	-0.141723	0.0206707	-6.86	0	-0.182237 -0.10121
BUSR	0.0002321	0.0001207	1.92	0.055	-4.50E-06 0.0004687
GROP	0.5034265	0.0594777	8.46	0	0.3868523 0.6200008
LQDT	-0.003698	0.0008452	-4.37	0	-0.005354 -0.002041
SHPP	-0.002193	0.0027766	-0.79	0.43	-0.007635 0.0032491
INFL_CP	-0.266408	0.4144896	-0.64	0.52	-1.078793 0.5459765
SMDV	-0.063867	0.1440747	-0.44	0.658	-0.346248 0.2185142
LERT	2.101603	0.591444	3.55	0	0.9423945 3.260812
GDPG	-0.122343	0.0959136	-1.28	0.202	-0.310331 0.0656438
_cons	-61.11007	4.802817	-12.72	0	-70.52342 -51.69672
sigma_u	9.3318749				
sigma_e	7.9136593				
rho	.58168426	(fraction of variance due to u_i)			

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

يلاحظ من خلال هذا النموذج أن معامل التحديد الإجمالي قد تراجع بنسبة ضئيلة؛ إذ انتقل من 19.37% عند استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال ليصبح 18.77% في هذا النموذج مما يعني وجود تقارب بين النموذجين من حيث قدرتهما على تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات المستقلة فنلاحظ أن النموذجين حافظا على نفس الاتجاه العام في الغالب؛ فمعاملات المتغيرات الداخلية السالبة في النموذجين السابقين وردت سالبة في هذا النموذج (SHPP ، LQDT ، PROF ، NDTS) ونفس الأمر بالنسبة لباقي المعاملات الداخلية الموجبة، أما بالنسبة للمتغيرات

الخارجية، فحافظت المتغيرات ذات المعنوية الإحصائية على نفس الإشارة بينما اختلفت بالنسبة للمتغيرات ذات المعنوية الإحصائية الضعيفة؛ فالتضخم (INFL\_CP) كانت قيمة Z (-0.64) ضمن مجال الرفض، كما أن الاحتمال الموافق للاختبار الطبيعي والمقدر بـ 52% تجاوز بكثير حد القبول المقدر بـ 5% فما أقل، ونفس الملاحظة بالنسبة لتطور السوق المالي (SMDV)، إذ أن كل من قيمة المعلمة Z (-0.44)، والاحتمال الموافق للاختبار التوزيع الطبيعي (65.8%) تُبين ضعف المعنوية الإحصائية لهذا المتغير.

من جانب آخر، يظهر النموذج تغيراً في المعنوية الإحصائية لمتغير النمو الاقتصادي (GDPG)؛ فبعدما كان هذا العنصر بدرجة دلالة إحصائية مقبولة في النموذجين السابقين، أصبح هذا العنصر غير ذي دلالة في هذا النموذج؛ إذ كان الاحتمال الموافق للاختبار التوزيع الطبيعي يستدعي الرفض؛ فنسبة 20.2% بعيدة عن الحدود المقبولة (أقل من 5%).

#### الفرع الرابع: نموذج التأثير العشوائي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول

لوحظ فيما سبق أن استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأموال الخاصة أعطى نتائج أفضل من حيث جودة النموذج مقارنة باستخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، لكن استخدام نسبة الديون طويلة الأجل فقط إلى إجمالي رأس المال أدى إلى تراجع جودة النموذج مقارنة بسابقه. وفيما يلي سنرى تأثير نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على النتائج، وذلك من خلال الجدول الموالي:

جدول (5-10): نموذج التأثير العشوائي لنسبة الديون ط. الأجل إلى إجمالي الأصول.

Lev4	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
SIZE	3.490988	0.2474726	14.11	0	3.005951	3.976026
NDTS	-0.357766	0.1154401	-3.1	0.002	-0.584024	-0.131507
TNGB	0.0638606	0.0124044	5.15	0	0.0395485	0.0881727
PROF	-0.114282	0.0162103	-7.05	0	-0.146054	-0.082511
BUSR	0.0001955	0.0000966	2.02	0.043	6.26E-06	0.0003848
GROP	0.1463781	0.0472542	3.1	0.002	0.0537615	0.2389947
LQDT	-0.001848	0.0006639	-2.78	0.005	-0.003149	-0.000546
SHPP	0.0028144	0.0022146	1.27	0.204	-0.001526	0.0071548
INFL_CP	-0.196272	0.3313048	-0.59	0.554	-0.845618	0.4530731
SMDV	-0.075145	0.1150836	-0.65	0.514	-0.300704	0.1504153
LERT	1.638627	0.4723435	3.47	0.001	0.7128505	2.564403

GDPG	-0.071674	0.0767333	-0.93	0.35	-0.222068	0.078721
_cons	-43.547	3.542771	-12.29	0	-50.49071	-36.6033
sigma_u	6.535133					
sigma_e	6.36919					
rho	.51285737	(fraction of variance due to u_i)				

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن معامل التحديد الإجمالي هو الأضعف مقارنة بباقي النماذج السابقة؛ إذ لم يتعد نسبة 16.69 %، يضاف لها تناقص المعنوية الإحصائية لمعظم معاملات المتغيرات المستقلة، لكن رغم ذلك يعطينا نفس الاستنتاجات المتوصل إليها في النموذج السابق من حيث طبيعة علاقة كل متغير مستقل مع المتغير التابع (العلاقات الطردية في النموذج السابق وجدت طردية في هذا النموذج، ونفس الأمر بالنسبة للعلاقات العكسية)، وكذا من حيث المعنوية الإحصائية؛ إذ بقيت المتغيرات ذات المعنوية الإحصائية في النموذج السابق ذات معنوية في هذا النموذج (المتغيرات الداخلية: SIZE، NDTs، TNGB، PROF، GROP، LQDT، المتغيرات الخارجية: LERT).

كما يلاحظ أيضاً تناقص قيمة المعامل رو؛ فبعدما كانت تمثل نسبة 58 % من الانحرافات الملتقطة من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة عند استخدام نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال، انخفضت النسبة لتصبح 51 % فقط.

بعد استعراض نموذج التأثير العشوائي باستخدام نسب الرفع الأربعة، وبمقارنة نتائج النماذج من حيث جودتها وكذا من حيث الدلالة الإحصائية، يتضح أن أفضل نسبة للرفع هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (lev2)، حيث سجل هذا النموذج أكبر قيمة لمعامل التحديد، وكذا أكبر قيمة للمعامل رو، يضاف إليها المعنوية الإحصائية لمعاملات متغيرات الدراسة، بحيث سجلت أدنى القيم لاحتمالات اختبار التوزيع الطبيعي والتي تعني قبولها من الناحية الإحصائية.

من جانب آخر، يتضح من خلال النماذج الأربعة أن العامل الأقل معنوية بالنسبة للمتغيرات الداخلية هو عامل متغير مخاطر الأعمال (BUSR) بينما كانت باقي المتغيرات الداخلية الستة ذات جودة وقادرة على تفسير قيم المتغير التابع.

أما بالنسبة للمتغيرات الخارجية، فسجل ضعف المعنوية الإحصائية لعامل التضخم ودرجة تطور السوق المالي في كل النماذج الأربعة السابقة، في مقابل أفضل معنوية إحصائية لمتغير معدلات الإقراض.

### الفرع الخامس: اختبار الهفاضلة بين نهوذج التأثير العشوائي ونهوذج التأثير الثابت.

بعدها تبين لنا من خلال اختبار بورش بيقرن أن استخدام أحد نماذج التأثير العشوائي أفضل من الاعتماد على نموذج المربعات الصغرى العادية، نأتي الآن لاختبار هوسمان الذي يفاضل بين استخدام نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت؛ فكما بينا في الفصل السابق، يسعى هذا الاختبار لتأكيد استخدام نموذج التأثير العشوائي في فرضية العدم، وفي حالة رفضها فمعناه تفضيل استخدام نموذج التأثير الثابت (المعروف أيضا بنموذج التأثير الضمني).

يتم تنفيذ اختبار هوسمان في برنامج ستاتا، على مرحلتين؛ في البداية يتم تقدير نموذجي التأثير الثابت والعشوائي مع الاحتفاظ بنتائجهما مؤقتا، وذلك باستخدام الأوامر التالية:

```
quietly xtreg $ylist $xlist, fe
estimates store fixed
quietly xtreg $ylist $xlist, re
estimates store random
```

بعدها يتم تنفيذ اختبار هوسمان اعتمادا على نتائج النموذجين المحتفظ بهما (Fixed و Random)، من خلال تنفيذ الأمر التالي في برنامج ستاتا:

```
hausman fixed random
```

الجدول الموالي يبين نتائج الاختبار لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (lev1):

جدول (5-11): فوارق المعاملات نموذجي التأثير العشوائي والثابت حسب اختبار هوسمان

	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
SIZE	10.01644	4.376935	5.639507	0.4756206
NDS	-0.587424	-0.506576	-0.080848	0.0867554
TNGB	0.0926059	0.0754424	0.0171635	0.0073799
PROF	-0.203683	-0.212407	0.0087239	.
BUSR	0.000243	0.0001452	0.0000978	.
GROP	0.283132	0.2536845	0.0294475	.
LQDT	-0.00806	-0.011399	0.0033384	0.0002353
SHPP	-0.002375	-0.003572	0.001197	.
INFL_CP	0.1448975	0.1004992	0.0443983	.
SMDV	0.1302301	0.0748246	0.0554055	.
LERT	3.627819	2.806906	0.8209133	.
GDPG	-0.262717	-0.177974	-0.084743	.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

يبين الجدول أعلاه، والمستنتج من تنفيذ اختبار هوسمان، معاملات متغيرات الدراسة باستخدام نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي تمهيدا لدراسة مدى تطابق هذه المعاملات، وذلك يسمح لنا بالاختيار بينهما. يزودنا تنفيذ الأمر السابق أيضا بالقيم التي تسمح بمعرفة نتائج الاختبار والتي كانت كما يلي:

$b = \text{consistent under } H_0 \text{ and } H_a; \text{ obtained from xtreg}$   
 $B = \text{inconsistent under } H_a, \text{ efficient under } H_0; \text{ obtained from xtreg}$   
**Test:  $H_0$ : difference in coefficients not systematic**  
 $\text{chi2}(11) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$   
 $= 246.74$   
 $\text{Prob} > \text{chi2} = 0.0000$   
 $(V_b-V_B \text{ is not positive definite})$

يتبين من خلال هذه النتائج أن الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع معدوم، مما يعني أنه أقل من نسبة 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم ( $H_0$ )، وتبعاً لذلك فإن نموذج التأثير الثابت أحسن من نموذج التأثير العشوائي. وهو ما يعني أيضاً أن هناك آثاراً فردية خاصة بكل مؤسسة (الخطأ الفردي لكل مؤسسة) تؤثر في قيمة المتغيرات المفسرة (وجود ارتباط بينهما)، وينبغي أن تؤخذ بعين الاعتبار، وهو ما يميز نموذج التأثير الثابت الذي يلغي كما سبق بيانه في الفصل الرابع الخصائص الثابتة بدلالة الزمن مما يسمح بتقييم الأثر الصافي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

في نفس السياق، فإن طبيعة متغيرات الدراسة ترجح استخدام نموذج التأثير العشوائي باعتبار أن أغلب المتغيرات المشمولة بالدراسة تتغير قيمها بدلالة الزمن.

بعد تفصيل نتائج اختبار هوسمان لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نستعرض فيما يلي بشكل مختصر نتائج اختبار كي مربع للنسب الأربعة للرفع:

جدول (5-12): نتائج اختبار هوسمان لنسب الرفع المستخدمة لقياس المتغير التابع

	chi2(11)	Prob>chi2
lev1	246.74	0.0000
lev2	416.99	0.0000
lev3	111.2	0.0000
lev4	1.01	0.9999

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

يظهر لنا الجدول أن نموذج التأثير الثابت يفضل على نموذج التأثير العشوائي لنسب الرفع الثلاثة الأولى (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال)، بينما في حالة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، فكان الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع كبيراً جداً (0.9999) مقابل قيمة ضعيفة لإحصائية كي مربع مما يعني أن نموذج التأثير العشوائي لهذا المتغير أفضل من استخدام نموذج التأثير الثابت.

وبالعودة إلى النتائج السابقة، وجدنا فيما أن استخدام نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (lev4) يعطينا دائماً أضعف النتائج من حيث جودة ومعنوية النموذج من الناحية الإحصائية، متبوعة بنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، بينما أفضل النتائج كانت عند استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال. وهي نفس النتيجة التي تدعمها نتائج اختبار هوسمان بحيث أن أفضل قيمة لمعلمة كي مربع (416.99) سجلت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (lev2)، مقابل أدنى قيمة سجلت لنسبة الرفع الأخيرة (lev4) حيث لم تتعد معلمة كي مربع 1.01.

وعليه يمكننا لحد الآن الوصول إلى نتيجة مفادها أن دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة تقتضي الأخذ بالحسبان جميع الديون (طويلة وقصيرة الأجل)، وهو ما يتناسب وخصوصية التمويل الإسلامي من حيث كون معظم صيغ التمويل المتوافقة مع الشريعة هي صيغ متوسطة إلى قصيرة الأجل علاوة على أن التطبيقات العملية تركز على استخدام صيغ تمويل إسلامية قصيرة إلى متوسطة الأجل كما سبق بيانه في الشق النظري للموضوع محل الدراسة.

### المطلب الرابع: عرض وتحليل نتائج نموذج التأثير الثابت

بعد استعراض نتائج اختبار هوسمان، تبين لنا أن استخدام نموذج التأثير الثابت أفضل لنسب الرفع: إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (lev1)، إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (lev2)، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال (lev3)، والاستثناء كان فقط للنسبة الأخيرة المتمثلة في الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (lev4)، لذلك سنكتفي فيما يلي بعرض وتحليل نتائج نموذج التأثير الثابت للنسب الثلاثة الأولى.

### الفرع الأول: نموذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

يتم استخلاص نموذج التأثير الثابت انطلاقاً من برنامج ستاتا من خلال تنفيذ الأمر:

```
.xtreg $ylist $xlist, fe
```

## نتائج النموذج يلخصها الجدول الموالي:

جدول (5-13): نموذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	2850	
Group variable: ID			Number of groups	=	401	
R-sq: within	=	0.2321	Obs per group:	min	=	1
between	=	0.0863	avg	=	7.1	
overall	=	0.1669	max	=	9	
			F (12,2437)	=	61.38	
corr (u_i, X)	=	-0.6158	Prob > F	=	0	

Levl	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
SIZE	10.01644	0.5886892	17.01	0	8.862059 11.17083
NDTS	-0.587424	0.1742306	-3.37	0.001	-0.929079 -0.245769
TNGB	0.0926059	0.0176868	5.24	0	0.0579232 0.1272885
PROF	-0.203683	0.0204288	-9.97	0	-0.243742 -0.163623
BUSR	0.000243	0.0001164	2.09	0.037	0.0000148 0.0004712
GROP	0.283132	0.0583805	4.85	0	0.1686515 0.3976125
LQDT	-0.00806	0.0008764	-9.2	0	-0.009779 -0.006342
SHPP	-0.002375	0.0026872	-0.88	0.377	-0.007644 0.0028946
INFL_CP	0.1448975	0.3987054	0.36	0.716	-0.636939 0.9267341
SMDV	0.1302301	0.1387379	0.94	0.348	-0.141826 0.4022864
LERT	3.627819	0.5717808	6.34	0	2.506592 4.749046
GDPG	-0.262717	0.0922641	-2.85	0.004	-0.443641 -0.081793
_cons	-129.1319	8.21877	-15.71	0	-145.2484 -113.0154
sigma_u	15.385405				
sigma_e	7.7084449				
rho	.79934502	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F (400, 2437) = 13.54

Prob &gt; F = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

تشير نتائج هذا النموذج إلى تحسن في جودته ومعنويته الإحصائية مقارنة بنموذج التأثير العشوائي، وهو ما يؤكد نتائج اختبار هوسمان بتفضيل نموذج التأثير الثابت على نموذج التأثير العشوائي.

ويتجلى هذا التحسن في أغلب معالم قياس جودة النموذج؛ إذ أصبح معامل التحديد الضمني (Within) عند نسبة 23.21% بعدما كان عند مستوى 20.01%، يضاف لها تحسن معتبر في قيمة المعلمة رو؛ حيث أصبحت تساوي 79.93% بعدما كانت لا تتجاوز 61.07%، مما يعني تحسن قدرة النموذج على التقاط الانحرافات من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة، مقابل تناقص في النسبة الباقية للانحرافات التي تعود لأخطاء مهمة (للخطأ الفردي العشوائي Idiosyncratic)؛ إذ أصبحت في حدود 20% فقط بعدما كانت تقارب 39%.



أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات الداخلية، فقد سجلنا في النموذج السابق أنها كانت ذات دلالة إحصائية باستثناء عاملي مخاطر الأعمال (BUSR) وأداء أسهم المؤسسة (SHPP) اللذين سجلا احتمالاً لاختبار معلمة التوزيع الطبيعي أكبر من 5% (0.225 و 0.194 على التوالي)، بينما نلاحظ في هذا النموذج أن معامل مخاطر الأعمال (BUSR) أصبح ذو معنوية إحصائية حيث سجل احتمالاً لاختبار معلمة التوزيع الطبيعي أقل من 5% (0.037)، وبالتالي بقي فقط متغير أداء أسهم المؤسسة غير ذي دلالة (0.377).

وبالتدقيق في قيم معاملات مختلف المتغيرات، يلاحظ أن معاملات المتغيرات الداخلية كانت ذات دلالة إحصائية باستثناء عاملي مخاطر الأعمال (BUSR) وأداء أسهم المؤسسة (SHPP) اللذين سجلا احتمالاً لاختبار معلمة توزيع ستودنت أكبر من 5% (0.225 و 0.194 على التوالي)، وهو ما يتأكد أيضاً من خلال اقتراب قيمة معاملهما من الصفر (0.0001452 و -0.003572)، وكذا انخفاض قيمة معلمة توزيع ستودنت لهما (1.21 و -1.3 على التوالي).

أما بالنسبة للمتغيرات الخارجية، فنلاحظ أن المتغيرات التي كانت ذات معنوية إحصائية في النموذج السابق بقيت ذات معنوية في هذا النموذج؛ إذ أن كلا من معدل الإقراض (LERT) ومعدل النمو الاقتصادي، معبرا عنه بنسبة التغير السنوي في الناتج المحلي الإجمالي (GDPG)، كانا ذا دلالة إحصائية من حيث: تسجيل قيم بعيدة عن الصفر للمعاملات، قيم الإحصائية تقع خارج المجال الحرج للرفض، والاحتمال الموافق لاختباراً أقل من 5%)، مع تسجيل تحسن أكبر في معنوية متغير نمو الناتج المحلي الإجمالي الذي أصبحت قيمة احتمال الاختبار له يقارب الصفر (0.004) بعدما كانت القيمة قريبة جداً من القيمة الحدية للرفض.

كذلك بالنسبة لمعاملات باقي المحددات الخارجية، فيلاحظ أن التي كانت أقل معنوية في النموذج السابق بقيت أقل معنوية في هذا النموذج (معدلات التضخم INFL\_CP وتطور السوق المالي SMDV).

### الفرع الثاني: نموذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال

بعد استعراض نتائج نموذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، سيتم من خلال الجدول الموالي عرض وتحليل نتائج نفس النموذج لكن باستخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال (lev2) كمتغير تابع، مع المحافظة على باقي متغيرات النموذج السابقة.

جدول (14-5): نموذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	2837		
Group variable: ID		Number of groups	=	401		
R-sq: within	=	0.2578	Obs per group:	min	=	1
between	=	0.0887	avg	=	7.1	
overall	=	0.1018	max	=	9	
			F (12,2437)	=	70.16	
corr (u_i, X)	=	-0.5977	Prob > F	=	0	

Lev2	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
SIZE	12.40649	0.6758856	18.36	0	11.08111 13.73186
NDTS	-0.346048	0.199926	-1.73	0.084	-0.738092 0.0459954
TNGB	0.0589977	0.0203103	2.9	0.004	0.0191703 0.0988251
PROF	-0.231572	0.0236535	-9.79	0	-0.277956 -0.185189
BUSR	0.000242	0.0001326	1.83	0.068	-0.000018 0.000502
GROP	0.6624363	0.0667093	9.93	0	0.5316231 0.7932495
LQDT	-0.010745	0.0009994	-10.75	0	-0.012705 -0.008786
SHPP	-0.005755	0.0030789	-1.87	0.062	-0.011793 0.0002827
INFL_CP	0.1005484	0.455353	0.22	0.825	-0.792373 0.9934698
SMDV	0.1594618	0.1584787	1.01	0.314	-0.151306 0.4702294
LERT	4.266089	0.6532172	6.53	0	2.985168 5.547011
GDPG	-0.312473	0.1053196	-2.97	0.003	-0.518999 -0.105947
_cons	-157.6516	9.445001	-16.69	0	-176.1727 -139.1305
sigma_u	19.264949				
sigma_e	8.7765845				
rho	.82812548	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F (400, 2437) = 16.09

Prob &gt; F = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

يظهر هذا الجدول تحسناً في جودة النموذج مقارنة بنموذج النسبة السابقة (lev1)، وكذا مقارنة مع نفس النسبة عند استخدام نموذج التأثير العشوائي، وذلك من خلال تسجيل تحسن في معامل التحديد الضمني حيث بلغ نسبة 25.78% بعدما كان عند نسبة 23.21% في النموذج السابق (lev1) وكذا بعدما كان عند مستوى 22.60% في نموذج التأثير العشوائي.

من جانب آخر، يلاحظ تحسن معتبر في قيمة المعلمة رو؛ حيث أصبحت تساوي 82.81% بعدما كانت 79.93% في النموذج السابق (lev1)، وعند مستوى 65.71% لنفس المتغير التابع في نموذج التأثير العشوائي، مما يعني زيادة قدرة النموذج على التقاط الانحرافات من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة مقابل تناقص في النسبة الباقية للانحرافات التي تعود لأخطاء مهمة، والتي أصبحت لا تتجاوز 17%.

وبخصوص جودة معاملات المتغيرات الداخلية في النموذج من الناحية الإحصائية، يُلاحظ أن كلا من متغيرات: الحجم (SIZE)، مادية الأصول (TNGB)، الربحية (PROF)، فرص النمو (GROP)، والسيولة (LQDT) كانت على درجة عالية من الجودة من خلال تسجيلها لنسب الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت تقارب من الصفر مبتعدة عن النسبة الحدية للرفض (5%)، وكذا من خلال تسجيلها لقيم تقع خارج مجال الرفض لمعلمة ستيودنت (1).

أما بالنسبة لباقي معاملات المتغيرات الداخلية (الوفرات الضريبية لغير الديون، مخاطر الأعمال، وأداء أسهم المؤسسة)، فكانت أقل جودة؛ بحيث سجلت قيم للاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت تجاوزت نسبة 5% (بنسب ضئيلة)، مع معاملات للمعلمة توزيع ستيودنت تقع ضمن المجال الحرج للرفض (2.2-|)، وبالمقارنة مع النموذج السابق نجد تشابها بينهما من حيث المعاملات ذات الجودة والمعاملات الأقل جودة، باستثناء المتغير NDTTS، بحيث كان ذا دلالة وجودة من الناحية الإحصائية في النموذج السابق لتقل جودته في هذا النموذج.

وبخصوص المحددات الخارجية للمزيج التمويلي لعينة الدراسة، فنلاحظ تطابقا بين نتائج النموذجين من حيث جودة ومعنوية المعاملات من الناحية الإحصائية، بحيث بقي عاملي معدلات الاقتراض (LERT)، وفرص النمو الاقتصادي (GDPG) ذا جودة من الناحية الإحصائية بتسجيلهما لاحتمال اختبار ستيودنت قريب من الصفر، مقابل بقاء عاملي التضخم (INFL\_CP)، وتطور السوق المالي (SMDV) ضعيفي الجودة؛ بتسجيل الأول لاحتمال بعيد جدا عن النسبة الحدية للرفض حيث بلغت 82.5%، بينما بلغت النسبة الثانية 31.4%.

من جانب آخر، يلاحظ تطابق كلي في طبيعة إشارة معاملات مختلف المتغيرات بين هذا النموذج والنموذج السابق، بحيث بقيت كل المعاملات الموجبة (علاقة طردية) في النموذج السابق، موجبه في هذا النموذج، ونفس الشيء بالنسبة للمعاملات السالبة (علاقة عكسية)، وهذا الثبات في طبيعة الإشارة يدعم القدرة التفسيرية لطبيعة تأثير كل عنصر محدد على الخيارات التمويلية للمؤسسة.

### الفرع الثالث: نهوذج التأثير الثابت لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال

استخدمنا في النموذجين السابقين إجمالي الديون في بسط نسبة الرفع المستخدمة، ونأتي الآن إلى التركيز على المصادر طويلة الأجل، وذلك من خلال نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال، بينما

نستغني عن النسبة الأخيرة (الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) بسبب أن اختبار هوسمان أدى إلى تفضيل استخدام نموذج التأثير العشوائي كما أشرنا لذلك. والجدول الموالي يبين النتائج المتحصل عليها:

جدول (5-15): نموذج التأثير الثابت لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	2849		
Group variable: ID		Number of groups	=	401		
R-sq: within	=	0.1327	Obs per group:	min	=	1
between	=	0.1664	avg	=	7.1	
overall	=	0.1572	max	=	9	
			F (12,2436)	=	31.06	
corr (u_i, X)	=	-0.5277	Prob > F	=	0	

Lev3	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]
SIZE	8.756814	0.6038759	14.5	0	7.572651 8.756814
NBTS	-0.319456	0.1799382	-1.78	0.076	-0.672304 -0.319456
TNGB	0.0850609	0.0181462	4.69	0	0.0494774 0.0850609
PROF	-0.12445	0.0210847	-5.9	0	-0.165796 -0.12445
BUSR	0.0003054	0.0001195	2.56	0.011	0.0000711 0.0003054
GROP	0.4996518	0.0600478	8.32	0	0.3819018 0.4996518
LQDT	-0.001243	0.0008994	-1.38	0.167	-0.003007 -0.001243
SHPP	-0.002212	0.0027599	-0.8	0.423	-0.007624 -0.002212
INFL_CP	-0.20218	0.4093561	-0.49	0.621	-1.004902 -0.20218
SMDV	-0.008867	0.1424995	-0.06	0.95	-0.288299 -0.008867
LERT	2.648992	0.5876133	4.51	0	1.496719 2.648992
GDPG	-0.19017	0.0947559	-2.01	0.045	-0.375981 -0.19017
_cons	8.756814	0.6038759	14.5	0	7.572651 8.756814
sigma_u	12.742537				
sigma_e	7.9136593				
rho	.72166005	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u\_i=0: F (400, 2437) = 11.22

Prob > F = 0.0000

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

يتضح من خلال نتائج هذا النموذج أنه ورغم تحسن جودته من الناحية الإحصائية بالمقارنة مع نموذج التأثير العشوائي لنفس نسبة الرفع المالي، إلا أن استخدام إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال في النموذج السابق كان أفضل من الاكتفاء بالديون طويلة الأجل في نسبة الرفع المستخدمة.

ويتبين ذلك من خلال تراجع العديد من مؤشرات جودة النموذج؛ بحيث انتقل معامل التحديد الضمني من 25.78% في النموذج السابق (lev2) إلى 13.27% في هذا النموذج (رغم تحسن هذه النسبة مقارنة بمثلتها في نموذج التأثير العشوائي التي كانت في حدود 11.83%)، مما يعني تراجع قدرة النموذج على تفسير

التغيرات الحادثة في الميزج التمويلي معبرا عنها بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال مقارنة بالقدرة التفسيرية للنموذجين السابقين عند استخدام إجمالي الديون.

من جانب آخر يلاحظ تراجع قيمة المعلمة رو؛ بحيث بعدما كانت تساوي 82.81 % في النموذج السابق، أصبحت عند مستوى 72.16 % في هذا النموذج (رغم تحسنها مقارنة بنموذج التأثير العشوائي لنفس النسبة بحيث كانت تقدر بحوالي 51 %)، مما يعني تراجع قدرة النموذج على التقاط الانحرافات من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة، مقابل تناقص في النسبة الباقية للانحرافات التي تعود لأخطاء مهمة.

إذا نظرنا إلى جودة معاملات المتغيرات الداخلية وقارناها بالنموذج السابق، نجد أن الاختلاف الوحيد بينهما يكمن في عنصر مخاطر الأعمال، والذي زادت جودته من الناحية الإحصائية، إذ انتقل من مجال الرفض إلى مجال القبول بتسجيلها لنسبة الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت قدرها 1.1 %، وهي نسبة تقل عن النسبة الحدية للرفض (5%)، أما باقي المتغيرات الداخلية، فالتى كانت ذات جودة عالية بقيت ذات جودة، ونفس الأمر بالنسبة للأقل جودة بحيث بقيت أكبر من النسبة الحدية للرفض السابقة. بالنسبة لجودة معاملات المتغيرات الخارجية، فبقيت على حالها؛ بمعنى ضعف جودة عاملي التضخم وتطور السوق المالي، مقابل تسجيل جودة ومعنوية إحصائية لعاملي معدلات الإقراض والتطور الاقتصادي.

أما من زاوية طبيعة العلاقة التي تربط المتغير التابع بالمتغيرات المستقلة، فنلاحظ تطابقا بين نتائج هذا النموذج والنموذجين السابقين بحيث بقيت المتغيرات ذات العلاقة الطردية في النموذجين السابقين ذات علاقة طردية في هذا النموذج، ونفس الأمر بالنسبة للمتغيرات ذات العلاقة العكسية، باستثناء متغيري التضخم وتطور السوق المالي؛ بحيث تغيرت إشارتهما فأصبحا سالبين بعدما كانا موجبين مع التنبيه إلى أن هذين العنصرين سجلا أضعف مستويات الجودة من الناحية الإحصائية مقارنة بباقي المتغيرات الأخرى المشمولة في الدراسة.

نستخلص من خلال هذا المبحث، وبعد عرض مختلف النماذج لمختلف نسب الرفع، أن نموذج التأثير العشوائي أفضل من النموذج التجميعي سواء من حيث الجودة الإحصائية والقدرة التفسيرية للنماذج أو من حيث نتيجة اختبار بورش بيغن الذي أدى إلى تفضيل نموذج التأثير العشوائي على النموذج التجميعي.

لكن من جانب آخر تبين أن نموذج التأثير الثابت أفضل منهما، حيث أعطى نتائج أفضل من الناحية الإحصائية وزادت القدرة التفسيرية باستخدام هذا النموذج.

كما أن استعراض مختلف النماذج لمختلف نسب الرفع بينت أن استخدام إجمالي الديون بدلا من الديون طويلة الأجل أعطى نتائج أفضل مما يدعم صحة الفرضية الخاصة بخصوصية التمويل الإسلامي من حيث تميز العديد من صيغه بكونها متوسطة إلى قصيرة الأجل مما يزيد من وزنها في المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

من جانب آخر لوحظ نوع من ثبات طبيعة العلاقة (طردية أو عكسية) عند استخدام مختلف النماذج وبالاعتماد على مختلف نسب الرفع، وهذا ما يدعم مبدئيا صحة النماذج من حيث الدور الذي تلعبه مختلف المحددات التي تم تناولها في صياغة المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة. يبقى أن يتم تحليل وتفسير طبيعة هذا التأثير لكل عامل محدد (المتغيرات المستقلة) وفقا لما تم التطرق إليه في الشق النظري، وكذا الإجابة على الفرضية الخاصة بكل منها، وهو ما سيتم في المبحث التالي.

## البحث الثاني: تفسير النتائج والاجابة على فرضيات الدراسة

بعدما قمنا في المبحث الأول بقراءة وتحليل نتائج مختلف النماذج (النموذج التجميعي، نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت) من حيث جودتها من الناحية الإحصائية، وكذا تحديد أفضلها اعتمادا على الاختبارات التي تسمح بذلك، توصلنا في الأخير إلى أن نموذج التأثير الثابت هو الأنسب للدراسة، كما أن المتغير التابع يعطي نتائج أفضل في حالة الاعتماد على إجمالي الديون مقارنة بالديون طويلة الأجل. علاوة على استثناء نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول باعتبار أن نتيجة اختبار هوسمان عند استخدام هذه النسبة رجحت استخدام نموذج التأثير العشوائي على نموذج التأثير الثابت، ونظرا لكون نتائج هذا النموذج لم تكن بنفس درجة الجودة الإحصائية مع النسب الأخرى، فسيتم فيما يلي تفسير النتائج في ضوء ما تم التوصل إليه باستخدام نموذج التأثير الثابت وذلك وفقا للمطالب التالية:

**المطلب الأول: تفسير النتائج الخاصة بالمنغيرات الداخلية**

**المطلب الثاني: تفسير النتائج الخاصة بالمنغيرات الخارجية**

**المطلب الثالث: تفسير نتائج الخاصة بخصوصية المزيج النموذج الإسلامي**

### المطلب الأول: تفسير النتائج الخاصة بالمنغيرات الداخلية

تضمنت هذه الدراسة ثماني متغيرات داخلية تمثلت في متغير الحجم، الوفرات الضريبية لغير الديون، مادية الأصول، الربحية، مخاطر الأعمال، فرص النمو، السيولة، وأداء أسهم المؤسسة، وفيما يلي جدول يلخص نتائج الانحدار السابقة لنموذج التأثير الثابت باستخدام نسب الرفع الثلاثة كمتغير تابع، والذي سيتم استخدامه في تفسير نتائج الانحدار الخاصة بكل منها.

جدول (5-16): معاملات المتغيرات الداخلية في نموذج التأثير الثابت

Variables	Lev <sub>i</sub>	PROF	SIZE	NDTS	TNGB	BUSR	GROP	LQDT	SHP
معاملات المتغيرات الداخلية لنموذج التأثير الثابت	Lev1	-0.204	10.016	-0.587 (*)	0.093	0.000	0.283	-0.008	-0.002
	Lev2	-0.232	12.406	-0.346	0.059	0.000	0.662	-0.011	-0.006
	Lev3	-0.124	8.757	-0.319	0.085	0.000	0.500	-0.001	-0.002
الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت	Lev1	0.000	0.000	0.001	0.000	0.037	0.000	0.000	0.377
	Lev2	0.000	0.000	0.084	0.004	0.068	0.000	0.000	0.062
	Lev3	0.000	0.000	0.076	0.000	0.011	0.000	0.167	0.423

(\*) قيم المعاملات السالبة تظهر بلون مغاير ومُظلمة، وبالنسبة لقيم الاحتمالات بنفس التنسيق فهي خاصة بالتي تتجاوز النسبة الحدية للرفض (5%).

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

يظهر لنا هذا الجدول تجانسا من حيث طبيعة العلاقة التي تربط بين مختلف المتغيرات الداخلية والمزيج التمويلي للمؤسسة، وذلك بالنسبة لكل نسب الرفع المستخدمة، بحيث كانت المعاملات الموجبة موجبة لكل نسب الرفع (الحجم، مادية الأصول، مخاطر الأعمال، وفرص النمو) ونفس الأمر بالنسبة للمعاملات السالبة (الوفرات الضريبية لغير الديون، الربحية، وأداء أسهم المؤسسة).

أما من حيث المعنوية الإحصائية فكذلك يلاحظ ثبات نسبي فيما يتعلق بوجودها داخل أو خارج مجال الرفض؛ إذ كانت المعنوية الإحصائية لمختلف نسب الرفع جيدة جدا (قريبة من الصفر) ومقبولة لمعاملات متغيرات: الحجم، مادية الأصول، الربحية، فرص النمو، وبدرجة أقل بالنسبة للسيولة ومخاطر الأعمال. كما كانت نتائج احتمال اختبار ستيودنت لمتغير أداء أسهم المؤسسة مرفوضة لكل نسب الرفع (أكبر من 5%)، ومالت للرفض بالنسبة لمتغير الوفرات الضريبية لغير الديون.

فيما يلي سنحاول تفسير طبيعة العلاقة بين كل متغير داخلي والمزيج التمويلي.

### الفرع الأول: تفسير النتائج الخاصة بطبيعة علاقة الربحية بالمزيج التمويلي

أظهرت نتائج نموذج التأثير الثابت لنسب الرفع المستخدم وجود علاقة عكسية بين ربحية المؤسسة ونسبة الديون في هيكل تمويلها، ويبرز ذلك من خلال القيم السالبة لمعامل الربحية لكل نسب الرفع المستخدمة، بحيث قدرت قيمة هذا المعامل ب (-0.203، -0.2315، -0.124) لنسب الرفع (lev1، lev2، lev3) على التوالي، مع تسجيل جودة ودلالة إحصائية عالية لهذا المتغير، والتي تتجلى من خلال انعدام نسبة الاحتمال الموافقة لاختبار ستيودنت لكل نسب الرفع.



هذه العلاقة العكسية تتماشى مع ما افترضته الدراسة وتؤكد صحة الفرضية (ف.أ.1)؛ إذ وبحسب النظرية السلمية للتمويل، فإن زيادة ربحية المؤسسة يعني زيادة قدرة المؤسسة على الاعتماد على مصادرها الداخلية في التمويل مما يقلل من درجة اعتمادها على المصادر الخارجية، وعليه فكلما زادت ربحية المؤسسة، ساهم ذلك في التقليل من حجم استئانة المؤسسة. وهو ما يتماشى أيضا مع الترتيب الذي قدمه أحمد حبيب لترتيب مصادر التمويل<sup>1</sup>، أين أشار إلى ميل المؤسسات المتوافقة مع الشريعة إلى استخدام مصادر التمويل الداخلية ما أمكن ذلك ونعلم أن زيادة الربحية من شأنها أن توفر مصادر تمويل داخلية إضافية تقلل من احتياج المؤسسة للمصادر الخارجية والتي منها الديون.

### الفرع الثاني: تفسير طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسة والمزيج التمويلي

بينت نتائج نموذج التأثير الثابت لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة معبرا عنه باللوغاريتم الطبيعي لأصول المؤسسة ونسبة الديون في المزيج التمويلي للمؤسسة، بحيث قدر معامل متغير حجم المؤسسة عند استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأموال الخاصة بـ 12.40649 بمعنوية إحصائية عالية ( $P > 0$ )، كما أن قيمة هذا المعامل هي الأكبر مقارنة بباقي المعاملات، مما يبرز التأثير الكبير لعامل حجم المؤسسة على طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة. وبما أن العلاقة كانت طردية وذات معنوية إحصائية؛ فهذا يعني تأكيد صحة الفرضية (ف.أ.2).

ويفسر ذلك بسبب أن المؤسسات كبيرة الحجم لها من الأصول ما يكفي لضمان تحصيل المقرضين لقروضهم، مما يجعلهم يتساهلون في منح القروض للشركات كبيرة الحجم مقابل تخوفهم في منح التمويل للشركات الصغيرة، كما يفسر ذلك أيضا انطلاقا من النظرية السلمية للتمويل لأحمد حبيب والمعدلة بحسب خصوصية التمويل الإسلامي؛ فالمؤسسات كبيرة الحجم تحتاج لميزانيات ضخمة مما يجعل مصادرها الداخلية غير كافية لتلبية احتياجاتها التمويلية ما يجعلها تلجأ إلى صيغ الدين (الإجارة والمرابحة وغيرها من صيغ الدين)، بينما يترك التمويل الخارجي بالملكية كآخر خيار. وبما أن المؤسسات الضخمة غالبا ما تتمتع بسمعة جيدة تمكنها من كسب ثقة الدائنين، وبالتالي تكون لديها إمكانية أكبر للتوسع في الاستئانة للمستويات القصوى المسموح بها وفق ضوابط الهيئات الشرعية.

<sup>1</sup> انظر المبحث الثاني من الفصل الثالث.

### الفرع الثالث: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة هادية الأصول بالهزيج التهويلي

أبرز نموذج التأثير الثابت لمختلف نسب الرفع المستخدمة وجود علاقة طردية بين مادية الأصول ودرجة الاعتماد على الديون في هيكل تمويل المؤسسات محل الدراسة، بحيث كانت قيمة المعامل (0.0926، 0.0590، 0.0850) الموافقة لنسب الرفع (lev1، lev2، lev3) على التوالي، مع جودة ودلالة إحصائية عالية لهذا المتغير.

هذه العلاقة الطردية تتماشى مع نتيجة فرضية الدراسة، باعتبار أن امتلاك المؤسسات للأصول المادية الملموسة يوفر لها قدرة أكبر على توفير الضمانات الكافية للمقرضين من خلال إمكانية رهنها، وهذا يعود بالفائدة عليها؛ إذ أن هذه الضمانات تجعل الدائنين يتساهلون في الشروط الخاصة بمنح القروض وبالتالي انخفاض تكلفتها، كما تتخلص المؤسسة من خلال توفرها على هذه الضمانات من بعض القيود التسييرية التي يفرضها المقرضون عادة لتقليل مخاطر عدم السداد. كل ذلك يجعل الاستدانة الخيار المحبذ لدى المؤسسات بدلا من إدخال شركاء جدد في حالة اعتمادها على التمويل عن طريق الملكية.

من جانب آخر نلاحظ أن قيمة هذه المعاملات ضعيفة نوعا ما يعني أن تأثير هذا العامل محدود؛ ويمكن إرجاع ذلك لكون المؤسسات المتوافقة مع الشريعة ملزمة بعدم المبالغة في الاستدانة مقارنة بما تمتلكه من أصول ملموسة، لذلك فحتى وإن كان حجم الأصول المادية كبيرة فهذا لا يعني أن المؤسسات وفق ضوابط الشريعة الإسلامية حرة في الاعتماد بكثافة على الاستدانة كما وضحنا ذلك في الشق النظري، حيث بينا أنه من الضوابط الشرعية ألا يتجاوز مستوى الاستدانة قيمة ما تمتلكه المؤسسات من أصول مادية. وعليه فإن هذه النتيجة تؤكد صحة الفرضية (ف.أ.3).

### الفرع الرابع: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة الوفر الضريبي لغير الديون بالهزيج التهويلي

أظهرت نتائج نموذج التأثير الثابت لمختلف نسب الرفع المستخدمة كمتغيرات تابعة وجود علاقة عكسية بين الوفرات الضريبية لغير الديون ونسب الديون في هيكل تمويل المؤسسات محل الدراسة، بحيث قدر معامل هذا العنصر بـ (-0.587، -0.346، -0.319) للمتغيرات التابعة: (lev1، lev2، lev3) على التوالي، وهي معاملات كلها سالبة مما يعني تأكيد صحة الفرضية (ف.أ.4) التي نصت على افتراض وجود علاقة عكسية بين الوفرات الضريبية لغير الديون ونسب الديون في الهيكل المالي. هذه العلاقة العكسية تعود إلى وجود إمكانية الاستفادة من وفرات ضريبية لغير الديون (الاهتلاكات، المؤونات، الخ)، التي تقلل من مزايا

الاعتماد على الديون في سبيل الحصول على وفرات ضريبية، وبالتالي تتناقص نسبة الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسات كلما زاد وجود مثل هذه الوفرات الضريبية.

من جانب آخر رئينا أن المعنوية الإحصائية لهذا العنصر ضعيفة عند استخدام lev2، و lev3، ويمكن إرجاع ذلك إلى التأثير المزدوج المحتمل لهذا العامل وذلك بحسب حجم المؤسسة، إذ بينت بعض الدراسات أن المؤسسات كبيرة الحجم و التي تستثمر بكثافة في الأصول المادية وتحقق بذلك مستويات عالية لمبالغ الاهتلاكات وتدني القيم، مما يعني ارتفاع مبلغ الوفرات الضريبية لغير الديون، وهو ما يجعلها تقلل من الاعتماد عليها، لكن على عكس ذلك وجد بأنها غالبا ما تميزت بمستويات استدانة عالية، بينما تتجسد هذه العلاقة العكسية بوضوح في المؤسسات متوسطة وصغيرة الحجم.<sup>1</sup>

وعليه فإن هذا التأثير المزدوج تبعا لحجم المؤسسة من جهة، وبما أن عينة الدراسة تضمنت مؤسسات بمختلف الاحجام من جهة أخرى؛ فالعلاقة بذلك تميزت بتذبذب واضح (يتجلى من خلال ارتفاع قيمة الانحراف المعياري في النماذج السابقة مقارنة بقيمة معامل هذا المتغير)، مما أثر على معنوية هذا العامل.

### الفرع الخامس: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة مخاطر الأعمال بالهزيج التمويلي

بينت نتائج نموذج التأثير الثابت وجود تأثير ضعيف لمخاطر الأعمال ودرجة اعتماد المؤسسة على الديون في هيكل تمويلها، هذا الضعف يتجلى من خلال قيمة معامل هذا المتغير، إذ قدر ب (0.0002)، لعنصر مخاطر الأعمال على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسة، كما أن جودة هذا المعامل من الناحية الإحصائية اختلفت بين نماذج النسب الثلاثة، إذ قدر الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت لنسب الرفع الثلاثة على التوالي ب (0.037، 0.068، 0.011)، وهو ما يبين أنه في حالة استخدام نسبة الرفع المتمثلة في إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال، فإن هذا العنصر يفقد جودته الإحصائية بتسجيله لاحتمال يتجاوز القيمة الحدية للرفض.

ولعل ضعف قيمة معامل هذا العنصر وبالتالي ضعف تأثيره على طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسة أثر على طبيعة العلاقة؛ بحيث كانت موجبة بينما يفترض أن يكون تأثير هذا العنصر سلبي باعتبار أن زيادة مخاطر الأعمال تدفع للتقليل من الاعتماد على الديون مخافة الوقوع في حالات العجز المالي وعدم القدرة

<sup>1</sup> انظر الفصل الثالث، المبحث الثاني، المطلب الثاني.

على الوفاء بالتزاماتها تجاه دائئها. هذه النتيجة تدفعنا لنفي صحة الفرضية (ف.أ.5) الخاصة بطبيعة العلاقة بين مخاطر الأعمال المزيح التمويلي للمؤسسات محل الدراسة مقاسا باستخدام نسب الرفع المختلفة.

### الفرع السادس: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة السيولة بالمزيح التمويلي

يؤدي توفر السيولة لدى المؤسسات لزيادة قدرتها على استغلالها في تمويل مختلف أنشطتها، مما يعني تقليل اعتمادها على الاقتراض، هذه النتيجة تترجمها النتائج المتحصل عليها؛ حيث كانت قيمة المعاملات الخاصة بهذا المتغير تقدر بـ (-0.008، -0.0107، -0.0012) الموافقة لنماذج المتغيرات التابعة (lev1، lev2، lev3) على التوالي، مع درجة عالية للدلالة الإحصائية لهذا العنصر بحيث كانت قيمة الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت تؤول إلى العدم في الحالات الثلاثة.

هذه النتائج تدعم وتؤكد صحة الفرضية (ف.أ.6)، وتتماشى أيضا مع طبيعة النتائج المتوقعة بحسب النظرية السلمية للتمويل التي تؤكد على اللجوء للمصادر الداخلية المتاحة قبل البحث عن مصادر تمويل خارجية، وبالتالي فتوفر السيولة يجعلها المصدر الأول للتمويل، مما يقلل من احتياجات المؤسسة للاستدانة، كما أنها تتماشى مع نظرية الوكالة بحيث تتميز المصادر الداخلية بقلة تكاليف الوكالة المرتبطة عادة بمصادر التمويل الخارجية.

من جانب آخر يلاحظ أن قيمة هذه المعاملات ضعيفة جدا وتقترب من الصفر، وهو ما يعني قلة وضعف تأثير هذا العامل على المزيح التمويلي، ويمكن إرجاع ذلك لكون مستويات السيولة المتوفرة للمؤسسات غالبا ما تكون محدودة وأقل من أن تغطي الاحتياجات التمويلية والتوسعية لها، مما يعني أنها تساهم بقسط ضئيل في الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهو ما جعل تأثيرها محدودا إن لم نقل ضعيفا.

### الفرع السابع: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة فرص النمو بالمزيح التمويلي

أظهرت نتائج نموذج التأثير العشوائي تعاكسا بين العلاقة المفترضة والعلاقة المتوصل إليها بخصوص تأثير عامل فرص النمو على درجة الاستدانة في المؤسسة، فكانت قيمة المعاملات لهذا المتغير كلها موجبة (0.2831، 0.662، 0.4996) الموافقة للمتغيرات (lev1، lev2، lev3) على التوالي، مع تسجيل درجة جودة عالية في كل حالة. هذه النتيجة تدفع لنفي صحة الفرضية (ف.أ.7)، وتأكيد صحة الفرضية البديلة، بمعنى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو والمزيح التمويلي للمؤسسات محل الدراسة.

هذه العلاقة الطردية يمكن إرجاعها إلى أن فرص النمو الواعدة تجعل المؤسسات تسعى لتعظيم عوائدها المتوقعة من خلال الاستفادة من ظاهرة الرفع، وهذا يستوجب رفع نسبة الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسة، كما أن المؤسسات ذات آفاق النمو الجيدة تجعلها بعيدة عن خطر الإفلاس مما يمنحها ثقة في قدرتها على سداد التزاماتها عند حلول آجال استحقاقها.

كما تتماشى هذه العلاقة الطردية مع نظرية توقيت الأسواق؛ فالمؤسسات ذات آفاق النمو الواعدة غالباً ما تسعر بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي فتلجأ هذه المؤسسات إلى التمويل عن طريق الاقتراض من أجل ضمان استفادة الملاك الحاليين من العوائد المستقبلية في ظل هذه الآفاق الواعدة.

### الفرع الثامن: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة أداء أسهم المؤسسة بالهزيج التمويلي

رغم تماشي النتائج الخاصة بهذا العنصر مع النتيجة المفترضة بخصوص وجود علاقة عكسية بينه والمزيج التمويلي، إلا أن هذه العلاقة العكسية في نموذج التأثير الثابت تميزت بضعف دلالتها الإحصائية بالنسبة لكل النسب المستخدمة (lev1، lev2، lev3)، بحيث كانت قيمة الاحتمال الموافق لاختبار ستودنت بعيدة عن حدود مجال القبول (أكبر بكثير من نسبة 5%)، فرغم أن هذه العلاقة العكسية تتماشى ونظرية توقيت الأسواق التي سبق شرح تأثيرها<sup>1</sup>، إلا أن ضعف دلالتها الإحصائية يؤكد على ضعف تأثير هذا العامل على نسب استنادة المؤسسة، والذي يتجلى أيضاً من خلال ضعف قيمة معامل هذا العنصر في النماذج الثلاث (-0.0023، -0.0057، -0.0022) لنسب الرفع الثلاثة السابقة.

هذه النتيجة تدفعنا لرفض فرضية العدم الخاصة بهذا العنصر بسبب ضعف دلالتها من الناحية الإحصائية رغم تماشي طبيعة العلاقة المفترضة مع النتيجة المتحصل عليها (العلاقة العكسية بين أداء أسهم المؤسسة ونسب الاستنادة في هيكل تمويلها).

### المطلب الثاني: تفسير النتائج الخاصة بالمتغيرات الخارجية

بعد تفسير طبيعة النتائج المتحصل عليها من خلال نموذج التأثير الثابت للمتغيرات المستقلة الداخلية للمؤسسة، نأتي الآن لتفسير طبيعة العلاقة لباقي العناصر الخارجية التي لا يمكن للمؤسسة التأثير فيها، والتي يفترض أن تأخذها بعين الاعتبار في صياغة مزيجها التمويلي. ولكن قبل ذلك، نذكر بالنتائج الخاصة بنموذج التأثير الثابت لنسب الرفع الثلاثة من حيث المعاملات المتحصل عليها لكل متغير

<sup>1</sup> انظر الفصل الثالث، المبحث الثاني المطلب الثاني.

خارجي، وكذا نسبة الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت حول معنوية قيم هذه المعاملات من الناحية الإحصائية، لتسهيل عملية تفسير النتائج، وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول (17-5): معاملات المتغيرات الخارجية في نموذج التأثير الثابت

Sectors \ Vars	Lev <sub>i</sub>	GDPG	INFL_CP	SMDV	LERT
معاملات المتغيرات الخارجية لنموذج التأثير الثابت	Lev1	<b>-0.263</b>	0.145	0.130	3.628
	Lev2	<b>-0.312</b>	0.101	0.159	4.266
	Lev3	<b>-0.190</b>	<b>-0.202</b>	<b>-0.009</b>	2.649
الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت	Lev1	0.004	<b>0.716</b>	<b>0.348</b>	0.000
	Lev2	0.003	<b>0.825</b>	<b>0.314</b>	0.000
	Lev3	0.045	<b>0.621</b>	<b>0.950</b>	0.000

(\*) قيم المعاملات السالبة تظهر بلون مغاير ومُظَلَّلة، وبالنسبة لقيم الاحتمالات بنفس التنسيق فهي خاصة بالتي تتجاوز النسبة الحدية للرفض (5%).

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج نماذج التأثير الثابت السابقة.

يظهر لنا هذا الجدول تطابقا بالنسبة لمختلف نسب الرفع المستخدمة (lev3، lev2، lev1) من حيث طبيعة العلاقة التي تربط بين كل من متغيري معدلات الإقراض وكذا معدل النمو الاقتصادي، بينما لوحظ اختلاف في طبيعة العلاقة بالنسبة لعاملي التضخم وتطور السوق المالي؛ إذ سجلت علاقة طردية لهما عند استخدام إجمالي الديون في نسبي الرفع (lev2، lev1)، بينما كانت العلاقة عكسية عند استخدام الديون طويلة الأجل في نسبة الرفع (lev3)، وهذين المتغيرين يشتركان في ضعف المعنوية الإحصائية لمعاملتهما كما يتضح ذلك من خلال الجدول أعلاه حيث سجلت قيم احتمال موافقة اختبار ستيودنت ضمن مجال الرفض (أكبر بكثير من النسبة الحدية للرفض المقدرة بـ 5%).

وفيما يلي سنحاول تفسير طبيعة هذه العلاقات وفقا لما تم عرضه في الجانب النظري للموضوع والاجابة على الفرضيات الخاصة بكل عنصر.

### الفرع الأول: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة النمو الاقتصادي بالهزيج التويلي

أظهر نموذج التأثير الثابت علاقة عكسية ذات معنوية إحصائية بين النمو الاقتصادي، معبرا عنه بالتغيرات السنوية في الناتج المحلي الإجمالي، وبين المزيج التمويلي في الحالات الثلاثة لنسب الرفع المستخدمة (lev3، lev2، lev1)؛ حيث كانت قيم معاملات هذا العنصر للنسب السابقة سالبة؛ إذ قدرت على التوالي بـ ( -0.2627، -0.3124، -0.190 )، وهي على عكس العلاقة المفترضة، إذ أن مرور الاقتصاد بحالة ركود أو دخول في أزمة يزيد من تخوف المؤسسات من عدم قدرتها على الاستمرار وسداد ما عليها من

التزامات، وعليه يتوقع في هذه الحالة أن تتجنب المؤسسة الذهاب لمزيد من الاقتراض، والذي سيزيد وضع المؤسسة تعقيدا بسبب تأثير ظاهرة الرفع المالي، وهو ما يعني افتراض علاقة طردية بين النمو الاقتصادي ودرجة الاستدانة، لكن نتائج هذا النموذج بينت العكس.

ويمكن إرجاع سبب ذلك للخصوصية التي تتميز بها صيغ التمويل الإسلامية؛ فصيغة المضاربة تُحمّل رب المال الخسارة في حالة وقوعها دون ثبوت تقصير المضارب، كما أن المشاركة أيضا قائمة على تقاسم الأرباح والخسائر، وهذا ما يدفع البنوك الإسلامية ومؤسسات التمويل الإسلامي الأخرى إلى الإحجام عن تقديم هذه الصيغ في حالات الركود نظرا لمخاطرها العالية وبالتالي تجد المؤسسات طالبة التمويل نفسها في هذه الحالة مجبرة على التوجه للصيغ الشبيهة بصيغ الدين (صيغ الهامش المعلوم)، مما يعني أن تراجع النمو الاقتصادي يصاحبه زيادة درجات الاستدانة، أما في حالات الرواج الاقتصادي، فإن البنوك الإسلامية تكون أكثر أمانا من حيث زيادة احتمال تحقيق أرباح طائلة جراء مشاركتها وتقاسمها للأرباح مع المستثمرين بدلا من الاكتفاء بالعائد الثابت القليل مقارنة بصيغ الشراكة. هذا الوضع يدفع مؤسسات التمويل الإسلامية إلى تقديم تسهيلات أفضل وشروط أيسر للحصول على هذه الصيغ، مما يشجع المؤسسات طالبة التمويل على زيادة الاعتماد على صيغ الملكية، ما يؤدي على تراجع مستويات الاستدانة لديها. وعليه نصل إلى رفض الفرضية (ف.أ.9)، وقبول الفرضية البديلة (ف.ب.9)، بمعنى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين فرص النمو ودرجة استدانة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة معبرا عنه بنسب الرفع الثلاثة (lev3، lev2، lev1).

### الفرع الثاني: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة التضخم بالهزج التويلي

بينت النتائج الخاصة بنموذج التأثير الثابت أن معدل التضخم له درجة دلالة إحصائية ضعيفة للحالات الثلاثة لنسب الرفع المستخدمة وهو ما يمكن تفسيره بالثبات النسبي لمعدلات التضخم في ماليزيا خلال فترة الدراسة مما جعل تأثيره ضعيفا على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسة، كما أن ضعف هذه المعنوية الإحصائية أثر على طبيعة العلاقة المفترضة بين التضخم والهزج التويلي للمؤسسات، بحيث كانت معاملات هذا العنصر موجبة بالنسبة لنسبتي الرفع lev1 و lev2 (قدرا ب 0.144 و 0.100 على التوالي) بينما كان المعامل سالبا (-0.202) عند استخدام نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال (lev3)، بينما كان من المفترض أن استخدام الديون طويلة الأجل واستثناء باقي الديون، سيرز أكثر أثر التضخم الموجب على نسبة الديون في هيكل تمويل المؤسسات باعتبار أن التضخم يؤدي إلى تناقص القيمة

الحقيقية لأعبائها مما يفترض أن يحفز المؤسسات على مزيد من الاستدانة، إلا أن هذه النتيجة تبرز جليا أثر ضعف دلالة هذا المعامل من الناحية الإحصائية على طبيعة العلاقة التي تم التوصل إليها. ومنه نستنتج عدم تحقق الفرضية الخاصة بهذا العنصر وبالتالي نرفض الفرضية (ف.أ.10).

### الفرع الثالث: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة درجة تطور السوق المالي بالهزج التهويلي

تشير نتائج نموذج التأثير الثابت إلى وجود علاقة طردية عند استخدام نسبي الرفع lev1 و lev2 كمتغير تابع، إذ قدرت قيمة معاملهما بـ 0.13 و 0.159 على التوالي، بينما كانت العلاقة عكسية لنسبة الرفع lev3 (-0.008)، هذه العلاقة غير الواضحة تعود إلى ضعف المعنوية الإحصائية لهذا المتغير؛ والتي تجلت من خلال مختلف مؤشرات جودة المعامل، وأبرزها الاحتمال الموافق لاختبار ستودنت الذي كان كبيرا وبعيدا عن القيمة الحدية للقبول (أقل من 5%) بالنسبة لكل نسب الرفع المستخدمة. وعليه يمكن القول إن هذا العامل لا يؤثر بصفة واضحة على طبيعة الخيارات التمويلية للمؤسسات محل الدراسة. وهو ما يدفعنا لرفض الفرضية الخاصة بطبيعة العلاقة بين درجة تطور السوق المالي والهزج التمويلي للمؤسسات محل الدراسة. بمعنى رفض الفرضية (ف.أ.11).

### الفرع الرابع: تفسير النتائج الخاصة بعلاقة معدلات الفائدة بالهزج التهويلي

أظهر نموذج التأثير العشوائي تأثيرا واضحا لمعدلات الفائدة معبرا عنها بمعدلات الإقراض (LERT)، وتجلت ذلك من خلال قيم معامل هذا المتغير إذ قدرت بـ (3.627، 4.266، 2.649) لنسب الرفع (lev1، lev2، lev3) على التوالي، مع تسجيل جودة عالية لهذه المعاملات من الناحية الإحصائية بحيث قدر الاحتمال الموافق لاختبار ستودنت بقيمة تؤول إلى الصفر للحالات الثلاثة.

أما طبيعة العلاقة، فكان من المتوقع حسب الفرضية (ف.أ.12) أن تكون العلاقة عكسية بين معدلات الفائدة ودرجة الاعتماد على الديون نظرا لكون انخفاض معدلات الإقراض سيؤدي إلى تدني تكلفتها وبالتالي تدني تكلفة صيغ الهامش المعلوم بسبب الاسترشاد بمعدلات الفائدة في تحديد قيمة الهامش كما بينا سابقا وهو ما يعني زيادة اعتماد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة على صيغ الهامش المعلوم وبالتالي زيادة نسبة الاقتراض لديها بتراجع معدلات الإقراض. إلا أن هذه الدراسة بينت العكس بحيث كانت المعاملات موجبة ما يعني أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى زيادة درجة الاعتماد على الديون والعكس في حالة انخفاضها. هذه النتيجة المخالفة للفرضية (ف.أ.12) تتماشى مع بعض الدراسات



التطبيقية التي بينت بدورها وجود علاقة طردية بين معدلات الإقراض ونسب الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسات.<sup>1</sup>

ويمكن تفسير هذه العلاقة الطردية من خلال طبيعة الآليات التي تعتمد عليها البنوك المركزية لتحديد معدلات الفائدة والخصم بناء على الظروف الاقتصادية، إذ غالباً ما تلجأ البنوك المركزية إلى تخفيض معدلات الفائدة لتحفيز الاقتصاد وإخراجه من حالة الركود، وبالتالي فانخفاض معدلات الفائدة غالباً ما يكون في ظل حالات الانكماش التي يشهدها اقتصاد ما، وهي الحالة التي تكون فيها المؤسسات تعاني من عدم قدرتها على تصريف منتجاتها أو عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وبالتالي لا يتوقع منها أن تلجأ لمزيد من التمويل لأن ذلك سيفاقم من وضعها بسبب الأثر السلبي لظاهرة الرفع في حالات تراجع النشاط، وبالتالي تكون مستويات الاستدانة متدنية في ظل هذه الظروف، ويحدث العكس في حالات الرواج الاقتصادي، إذ رغم ارتفاع معدلات الفائدة فإن المؤسسات تكون واثقة من قدرتها على سداد ديونها فتقبل بذلك على الاستدانة بشكل أكبر، كما أن فترات الرواج تشهد عمليات استثمار توسعية تتطلب في الغالب تمويلاً ضخماً لا تكفي المصادر الداخلية المتاحة لتمويله وبالتالي تلجأ المؤسسات حسب النظرية السلمية للتمويل إلى مصادر التمويل الخارجية الأقل تكلفة والتي تتمثل في الاقتراض باعتبار أن التمويل بإصدار الأسهم وأدوات الملكية عموماً تكون حسب هذه النظرية كآخر حل يتم اللجوء إليه.

هذه النتيجة المتوصل إليها تدفعنا لرفض فرضية العدم (ف.أ.12) وتبني الفرضية البديلة (ف.ب.12)، بمعنى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدلات الإقراض ومستويات الاستدانة للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة.

### المطلب الثالث: زهبر النتائج الخاصة بخصوصية المزج التمويلي الإسلامي

تبين لنا من خلال الفصول النظرية السابقة أن التمويل الإسلامي يتميز عن التمويل التقليدي في فلسفته وصيغته، مما يعني أنه يُفترض أن تكون له نظرة خاصة لكيفية المزج بين مصادر التمويل المختلفة وكذا لدرجة اعتماده على الاستدانة في التمويل وهو ما سيتم بيانه في هذا المطلب.

<sup>1</sup> راجع الفصل الثالث، المبحث الثاني، المطلب الثاني

## الفرع النول: فحص فرضية أن التمويل الإسلامي يميل لاستخدام الأموال المملوكة مقارنة بالديون

رأينا سابقاً أن معظم صيغ التمويل الإسلامية قائمة على مبدأ الغنم بالغرم، والذي يجعل من الممول طرفاً في العملية الاستثمارية باعتباره يتحمل جزءاً من المخاطر التي ينطوي عليها المشروع محل التمويل؛ فمنها صيغ شراكة يتم فيها تقاسم الأرباح كما الخسائر (المشاركة)، ومنها صيغ تحمل الممول الخسائر بينما يتحمل رب العمل زهاب جهده وتعبه (المضاربة). حتى بعض صيغ الهامش المعلوم فإنها مدعومة بأصول حقيقية ولا ينفصل فيها التمويل عن طبيعة النشاط الممول بمعنى ارتباط هذه الصيغ التمويلية بالجانب المادي للاقتصاد. كل هذه الخصائص جعلتنا نفترض أن يغلب على الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة التمويل عن طريق المصادر المملوكة مقارنة بالديون.

لفحص هذه الفرضية نستعرض من خلال الجدول الموالي متوسط نسب الرفع المتحصل عليها خلال سنوات فترة الدراسة والتي تبرز لنا وزن مختلف الديون في الهياكل التمويلية للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة:

جدول (18-5): متوسط نسب الرفع المالي سنوياً

time	lev1= TD/TA	lev2= TD/TC	lev3= LD/TC	lev4=LD/ TA
2005	20.67	24.88	12.51	8.84
2006	20.94	25.63	12.53	8.62
2007	20.50	25.50	12.71	8.81
2008	20.71	25.65	12.87	8.74
2009	18.67	23.54	11.88	8.00
2010	17.49	22.10	10.74	7.13
2011	17.25	21.74	10.59	7.11
2012	16.81	21.31	10.74	7.23
2013	16.52	20.86	10.88	7.55
2014	17.01	21.57	11.33	7.72
2015	17.94	22.67	12.21	8.40

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج ستاتا.

يبين لنا هذا الجدول أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول تناقصت بمرور السنوات، بحيث بعدما كانت في مستوى 20.67 % سنة 2005، ثم عند أعلى مستوى لها (20.94%) سنة 2006، أخذت في التراجع سنوياً لتصل إلى مستوى 16.52 % سنة 2013 لتعود بعدها للارتفاع قليلاً خلال سنتي 2014 و2015 عند مستوى 17 % . وإذا تأملنا في هذه النسب نجد أنها نسب منخفضة مقارنة بالمستويات التي تشهدها في العادة

المؤسسات التقليدية فنسبة 16.52 % لسنة 2013 مثلا تعني أن إجمالي أصول المؤسسة لا يتم تمويلها عن طريق الديون إلا في حدود هذه النسبة، بينما النسبة الباقية (أكثر من 83 %) يتم تمويلها بالمصادر المملوكة سواء داخلية أو خارجية. وهو ما يؤيد الرأي القائل بأن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة تلجأ بنسب أقل للاعتماد على الديون في تمويل نشاطها باعتبار أنها تلجأ لصيغ بديلة قائمة على الشراكة مع الممول في إطار إحدى صيغ التمويل بالمشاركة التي سبق ذكرها، كما أن فلسفة التمويل الإسلامي قائمة على رفض المبالغة في الاعتماد على الاستدانة وضرورة ارتباطها بالجانب المادي للاقتصاد حيث تفرض نسب قصوى للاستدانة مقارنة بما تمتلكه من أصول مادية كما بينا ذلك سابقا.

إذا نسبنا كلا من إجمالي الديون والديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال، هذا الأخير الذي كما بينا في الفصل السابق يُستثنى في تحديده الالتزامات التجارية تجاه الموردين، بمعنى تركيز الاهتمام على الالتزامات المالية الناشئة عن الاقتراض باعتبارها العناصر التي يتم التركيز عليها عند دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسات. إن عدم إدخال الالتزامات التجارية في تحديد إجمالي رأس المال يعني أن مبلغها سيكون أقل من إجمالي الأصول، وهو ما يؤدي إلى نسب رفع مالي أكبر مقارنة بنسب الرفع التي تعتمد إجمالي الأصول؛ وهذا ما جعل نسبي الرفع: إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال في الجدول السابق أكبر من التي اعتمدت على إجمالي الأصول (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، بحيث يلاحظ ارتفاع في نسب الرفع المالي في حدود 4 % في المتوسط. لكن رغم ذلك بقيت نسب الرفع منخفضة؛ إذ تراوحت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال بين 20.86 % كأدنى نسبة رفع مالي مسجلة سنة 2013 و 25.65 % كأقصى نسبة سجلت سنة 2008، أما متوسط نسب الرفع لسنوات الدراسة فقدرت بـ 23.22 %، مما يعني أنه في المتوسط فإن التمويل عن طريق الاستدانة بصيغها المختلفة تقل عن الرفع، وهي نسبة منخفضة تدفعنا لتأكيد ميل المؤسسات المتوافقة مع الشريعة إلى تقليل الاعتماد على الاستدانة في تمويل مختلف أنشطتها. وعليه تتأكد صحة الفرضية، أي يغلب على الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة التمويل بالأموال المملوكة وما في حكمها مقارنة بالديون.

### **الفرع الثاني: فحص فرضية أن التمويل الإسلامي يميل للاعتماد على التمويل قصير الأجل مقارنة بالتمويل ط. الأجل.**

رئينا سابقا عند استعراض مختلف صيغ التمويل الإسلامية أن العدد الأكبر منها غالبا ما يستخدم للتمويل في الأجل القصير إلى المتوسط، بينما تقل صيغ التمويل طويلة الأجل. بعبارة أخرى، فإن الممارسات الراهنة للبنوك الإسلامية تميل لتقديم صيغ الهامش المعلوم ذات الأمد المتوسط والقصير عوض صيغ

التمويل الأخرى طويلة المدى نظرا لدرجة المخاطرة العالية التي تميزها، وقلة الضمانات التي تسمح بالتحكم في المخاطر المحيطة بها. كل هذه الظروف تدفع للاعتقاد بأن صيغ التمويل قصيرة ومتوسطة الأجل تمثل جانبا مهما في تشكيلة الهيكل التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

بغية اختبار ذلك سيتم من خلال الجدول الذي نستعرضه أدناه إجراء مقارنة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ثم حساب مقدر النسبة بينهما، ليتبين ويبرز منهما وزن التمويل قصير ومتوسط الأجل في الهيكل التمويلي لعينة الدراسة:

جدول (19-5): توليفة التمويل بالديون بين الطويلة والقصيرة الأجل

السنوات	lev1= TD/TA	lev4=LD/ TA	نسبة الاعتماد على التمويل طويل الأجل lev4/ lev1	نسبة الاعتماد على الديون متوسطة وقصيرة الأجل
2005	20.67	8.84	42.76	57.24
2006	20.94	8.62	41.18	58.82
2007	20.50	8.81	42.95	57.05
2008	20.71	8.74	42.17	57.83
2009	18.67	8.00	42.86	57.14
2010	17.49	7.13	40.76	59.24
2011	17.25	7.11	41.22	58.78
2012	16.81	7.23	43.01	56.99
2013	16.52	7.55	45.70	54.30
2014	17.01	7.72	45.41	54.59
2015	17.94	8.40	46.84	53.16
المتوسطات	18.59	8.01	43.17	56.83

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

نلاحظ أن نسبة الديون طويلة الأجل في التمويل تقل عن النصف؛ إذ أن أعلى نسبة سجلت سنة 2015 بمقدار 46.84% مع أن نسبة التمويل طويل الأجل إلى إجمالي الأصول كانت منخفضة إذ لم تتجاوز 8.40%، وذلك لأن مستوى إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كانت منخفضة أصلا عند مستوى 17.94%، مما يبين أن المؤسسات محل الدراسة تعتمد بشكل كبير على التمويل متوسط وقصير الأجل، وهو ما يؤكد ما تم التوصل إليه سابقا من أن لخصوصية صيغ التمويل الإسلامية التي تغلب فيها البدائل التمويلية قصيرة ومتوسطة الأجل تأثير في طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

وبالتأكيد على نصيب التمويل بالديون طويلة الأجل مقارنة بإجمالي رأسمال المؤسسات محل الدراسة، يمكن استعراض الجدول الموالي:

جدول (20-5): توليفة الديون إلى إجمالي رأس المال لسنوات الدراسة

السنوات	lev2= TD/TC	lev3= LD/TC
2005	24.88	12.51
2006	25.63	12.53
2007	25.50	12.71
2008	25.65	12.87
2009	23.54	11.88
2010	22.10	10.74
2011	21.74	10.59
2012	21.31	10.74
2013	20.86	10.88
2014	21.57	11.33
2015	22.67	12.21
المتوسطات	23.22	11.72

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات برنامج ستاتا.

يوضح الجدول أن نسبة التمويل بالديون طويلة الأجل مقارنة بإجمالي رأس المال للمؤسسات محل الدراسة تراوحت بين 10.59% كأدنى نسبة سجلت سنة 2011، و12.87% كأقصى نسبة تم تسجيلها سنة 2013، بينما كان متوسط النسب لسنوات الدراسة 11.72% مما يعني أن المؤسسة لا تعتمد على الديون طويلة الأجل إلا في حدود عشر إجمالي رأس مالها. وإن قارناها مع متوسط نسبة إجمالي الديون أعلاه (23.22%) فإن مساهمة التمويل طويل الأجل تقارب نصف إجمالي التمويل بالديون، مما يؤكد وزن التمويل متوسط وقصير الأجل في الهياكل التمويلية للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة في عينة الدراسة.

كما تبرز هذه النتائج أهمية أن يتم التركيز على إجمالي مصادر التمويل عند تناول مسألة الهيكل التمويلي بدلا من التركيز على المصادر طويلة الأجل فقط التي يتم التركيز عليها عادة عند تناول هذا الموضوع في إطار صيغ التمويل الإسلامية؛ فمادام أن تغطية الاحتياجات التمويلية يتم تغطيتها بنسب معتبرة من خلال مصادر التمويل متوسطة وقصيرة الأجل فإن أي نتائج يتوصل إليها اعتمادا على المصادر الطويلة فقط ستكون ناقصة وغير معبرة عن الواقع الفعلي لهذه المؤسسات، وقد برز ذلك جليا من خلال الفرق الواضح في جودة النماذج من الناحية الإحصائية وقدرتها على تفسير الظاهرة، حيث توصلنا إلى نماذج أفضل عند استخدام إجمالي الديون بدلا من الاكتفاء بالديون طويلة الأجل فقط. وعليه يمكننا القول بصحة الفرضية 2، بأن يغلب التمويل قصير الأجل على التمويل طويل الأجل في الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تتمول وفق صيغ التمويل الإسلامية.

## البحث الثالث: نتائج التحليل القطاعي لهيكل التمويل

بيننا في الشق النظري أن طبيعة نشاط المؤسسات من العوامل التي يفترض أن تؤثر على الخيارات التمويلية للمؤسسات؛ فعموما تختلف خصوصية ومعطيات كل نشاط من قطاع لآخر، لذلك سيتم في هذا المبحث إبراز ما إن كانت النتائج المتوصل إليها سابقا في هذا الفصل ثابتة بالنسبة لكل القطاعات أم أنها تختلف من قطاع لآخر من حيث بروز أكثر لعوامل مقابل قلة وضعف تأثير أخرى.

سيتم في البداية تحليل النتائج الخاصة بكل قطاع ومقارنتها مع النتائج السابقة في مطلب، بينما سيتم القيام بتحليل وتفسير الاختلافات ما بين القطاعات في المطلب الثاني. وعليه سيتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

**المطلب الأول: جودة نتائج النماذج القطاعية من الناحية الإحصائية**  
**المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج معاملات المعاملات الخاصة بكل قطاع**

### المطلب الأول: جودة نتائج النماذج القطاعية من الناحية الإحصائية

انطلاقا من طبيعة القطاع الذي تنتهي إليه كل مؤسسة شملتها الدراسة، تم القيام باستخراج معالم نموذج التأثير الثابت لكل قطاع على حدة، ولنسب الرفع الثلاثة المستخدمة سابقا. وانطلاقا من هذه النتائج تم تلخيص العناصر التي تسمح بالحكم على جودة نماذج كل قطاع، بينما تظهر النتائج التفصيلية في الملحق رقم (1).

### الفرع الأول: جودة نتائج النماذج القطاعية لنسبة إجهال الديون إلى إجهال الأصول

حتى يتم بيان جودة النماذج من الناحية الإحصائية لكل قطاع، سنقوم بداية باستعراض المعلمات الإحصائية الخاصة بنموذج كل قطاع بصفة إجمالية، ثم بعدها يتم التركيز على معنوية معاملات المتغيرات المفسرة لكل قطاع.

أولاً: استعراض معلمات جودة النماذج القطاعية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

الجدول الموالي يلخص معالم النماذج القطاعية عند استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، حيث تم فيه الاكتفاء بأبرز القيم التي تسمح بالحكم على مدى جودتها من الناحية الإحصائية، أما باقي القيم الأخرى التي تضمنها كل نموذج فهي متاحة ضمن الملاحق.<sup>1</sup>

جدول (5-21): المعالم الإحصائية للنماذج القطاعية للمتغير التابع (Lev1)

Parameters / Sectors	R2	corr (u_i, Xb)	F	Prob > F	rho	Prob > F test that all u_i=0:
قطاع البناء (C)	0.3527	-0.6296	8.95	0	0.6986	0
السلع الاستهلاكية (CP)	0.2657	-0.3697	13.39	0	0.7628	0
الإعلام الآلي (INF)	0.8144	0.0208	4.39	0.008	0.8950	0
الإنتاج الصناعي (IP)	0.2899	-0.2787	28.71	0	0.7843	0
الزراعة (PL)	0.1922	0.1748	3.23	0.0003	0.6661	0
العقارات (PR)	0.3119	-0.443	5.1	0	0.6987788	0
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.6308	-0.333	12.24	0	0.5690492	0
التجارة والخدمات (TS)	0.4094	-0.8246	27.26	0	0.8907173	0

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 1.

يظهر لنا الجدول أن معامل التحديد سجل أعلى مستوياته بالنسبة لقطاعي الإعلام الآلي (0.81)، وقطاع التكنولوجيا (0.63)، بينما كانت قيمة معامل التحديد لباقي القطاعات بمستويات أقل ومتقاربة بحيث تراوحت بين 0.19 (الزراعة) و0.35 (البناء)، ومعلوم أنه كلما زاد معامل التحديد كان ذلك أفضل باعتبار أنه يعبر عن نسبة التغيرات في المتغير التابع والتي يمكن تفسيرها من خلال النموذج.

أما بالنسبة لارتباط الخطأ الفردي ( $u_i$ ) مع مختلف المتغيرات المستقلة التي احتواها النموذج فكانت كل القيم غير معدومة، مما يعني وجود ارتباط بينهما، وهو ما يدعم صحة استخدام نموذج التأثير الثابت بدلا من نموذج التأثير العشوائي كما سبق بيانه، مع إبراز أن قطاع التجارة والخدمات سجل أعلى مستوى للترابط بين حدود الخطأ الفردي ومعاملات مختلف المتغيرات المستقلة.

تظهر قيمة إحصائية فيشر (F) لكل نموذج ما إن كانت معاملات كل المتغيرات غير معدومة بمعنى تساهم كلها بدرجة معينة في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، ويظهر الجدول ضعف هذه القيمة لقطاعي الإعلام الآلي و الزراعة (4.39 و 3.23 على التوالي) وهو ما أثر في قيمة الاحتمال الموافق لاختبار فيشر

<sup>1</sup> أنظر الملحق رقم 1.

بحيث اختلف قليلا عن الصفر (0.008 و 0.0003 على التوالي)، ومعلوم أن الاحتمال المعدوم لهذا الاختبار يعني أن كل معاملات المتغيرات تسهم في تفسير جزء من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، كما أنها ذات دلالة إحصائية، لكن في حالة هذين القطاعين يتبين أن معظم معاملات متغيرات الدراسة ليست ذات دلالة إحصائية (أنظر الملحق رقم I).

من جانب آخر، فإن قيمة المعلمة (rho) كانت جيدة بالنسبة لأغلب النماذج، مما يعني أن هناك نسبة معتبرة من الخطأ تم التقاطها من خلال حدود الخطأ الفردي، وهو ما يعني أيضا ضعف النسبة الباقية التي تمثل نسبة الخطأ العشوائي. ونشير إلى أن أضعف قيمة كانت في قطاع التكنولوجيا (TEC).

لكن في حالة قطاع الإعلام الآلي والزراعة، فإن هذه النسبة المرتفعة مصحوبة بقلّة دلالة ومعنوية معاملات متغيرات النموذج، مما يبين أن النموذج في هذين القطاعين لا يساهم كثيرا في تفسير المتغير التابع، مما جعل مستوى الخطأ الفردي مرتفعا، وبالتالي ينبغي رفض النموذج الخاص بهذين القطاعين، وسيتوضح ذلك أكثر من خلال عرض قيم معاملات كل نموذج وكذا درجة معنويتها الإحصائية.

#### ثانيا: المعنوية الإحصائية لمعاملات المتغيرات الداخلية للدراسة قطاعيا

كانت نتائج الاحتمالات الخاصة باختبار ستيودنت لمعنوية معاملات المتغيرات الداخلية للدراسة لكل قطاع كما يظهرها لجدول التالي، علما أن المعاملات تعتبر ذات جودة ودلالة إحصائية إذا كان هذا الاحتمال أقل من نسبة 5%:

جدول (5-22): نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا بدلالة المتغير التابع

Sectors \ Vars	SIZE	NDTS	TNGB	PROF	BUSR	GROP	LQDT	SHPP
قطاع البناء (C)	0	0.106	0.619	0	0.724	0	0.071	0.043
السلع الاستهلاكية (CP)	0	0.031	0.267	0	0.39	0	0	0.689
الإعلام الآلي (INF)	0.094	0.271	0.283	0.23	0.059	0.115	0.408	0.705
الإنتاج الصناعي (IP)	0	0.004	0	0	0.166	0.002	0	0.378
الزراعة (PL)	0.751	0.218	0.854	0	0.017	0.063	0.025	0.459
العقارات (PR)	0	0.798	0.042	0.003	0.42	0.054	0.027	0.077
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.036	0.786	0.233	0.632	0.419	0	0	0.127
التجارة والخدمات (TS)	0	0.002	0	0	0.001	0.063	0	0.915

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم A.

تؤكد نتائج هذا الجدول صحة ما تم التوصل إليه بخصوص قطاعي الإعلام الآلي والزراعة؛ حيث كانت قيمة الاحتمال الموافق لمعامل فيشر لهذين النموذجين غير معدوم، وهو ما اتضح أكثر من خلال هذا



الجدول، إذ أن جل معاملات متغيرات قطاع الإعلام الآلي سجلت قيم احتمالات تفوق نسبة 5 %، وهو ما يعني ضعف دلالتها من الناحية الإحصائية، ونفس الملاحظة كانت في قطاع الزراعة؛ إذ باستثناء متغير الربحية فإن باقي العوامل الأخرى كانت منخفضة الدلالة، هذه النتائج تدفعنا لرفض نموذج هذين القطاعين.

من جانب آخر، يبرز هذا الجدول أهمية متغيرات الحجم والربحية والسيولة؛ بحيث كانت ذات دلالة لأغلب القطاعات (إذ كان الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت أقل من 5 % في 6 قطاعات لكل واحد من هذه المتغيرات).

وفي المقابل نجد أن متغيري مخاطر الأعمال (BUSR) وأداء أسهم المؤسسة (SHPP) كانا الأضعف من حيث الدلالة الإحصائية في أغلب القطاعات، باستثناء قطاع واحد لكل منها (قطاع التجارة والخدمات بالنسبة للأول وقطاع البناء بالنسبة للثاني).

كما يلاحظ أن باقي المتغيرات (NDTS، TNGB، GROU) تقع في المنطقة الوسط؛ إذ تميزت بكونها ذات جودة في قطاعات وقليلة الجودة في أخرى، ويمكن ملاحظة أنها كانت كلها ذات جودة في قطاع الإنتاج الصناعي (IP).

### ثالثاً: المعنوية الإحصائية لمعاملات المتغيرات الخارجية للدراسة قطاعياً

يمكن إبراز مدى جودة معاملات باقي المتغيرات الخارجية من الناحية الإحصائية والتي شملتها الدراسة من خلال الجدول الموالي:

جدول (23-5): نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الخارجية قطاعياً بدلالة المتغير التابع

Sectors \ Vars	INFL_CP	SMDV	LERT	GDPG
قطاع البناء (C)	0.762	0.698	0.038	0.845
السلع الاستهلاكية (CP)	0.6	0.361	0.012	0.014
الإعلام الآلي (INF)	0.6	0.971	0.686	0.817
الإنتاج الصناعي (IP)	0.416	0.702	0	0.211
الزراعة (PL)	0.945	0.54	0.796	0.935
العقارات (PR)	0.313	0.139	0.758	0.398
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.502	0.221	0.903	0.549
التجارة والخدمات (TS)	0.872	0.556	0.001	0.083

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 1.

يبرز لنا هذا الجدول بوضوح أن العوامل الخارجية أقل معنوية إحصائية مقارنة بالعوامل الداخلية، بحيث باستثناء عامل معدلات الإقراض وبدرجة أقل النمو الاقتصادي فإن كلا من متغيري التضخم وتطور السوق المالي كانا غير ذي دلالة بالنسبة لكل القطاعات وهو ما يتماشى مع نتائج النموذج العام حيث توصلنا لنفس النتائج.

من جانب آخر، تتأكد من خلال الجدول عدم جودة نماذج قطاعي الإعلام والزراعة من الناحية الإحصائية؛ فكما كانت كل المتغيرات الداخلية قليلة الجودة، وكذلك الأمر بالنسبة للمتغيرات الخارجية. وعلاوة على ذلك فإن قطاعي العقارات والتكنولوجيا أيضا كانا ضعيفي الجودة بالنسبة لكل المتغيرات الخارجية، بينما كان قطاع السلع الاستهلاكية الوحيد الذي سجّل قيما جيدة لمتغيري معدلات الإقراض ومعدلات النمو الاقتصادي.

بعد استعراضنا للنتائج القطاعية من حيث معنويتها وجودتها من الناحية الإحصائية وكذا جودة معاملات المتغيرات قطاعيا اعتمادا على نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، سنحاول فيما يلي بيان تأثير استخدام نسبة الرفع الثانية (إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال)، على هذه النتائج.

#### الفرع الثاني: جودة نتائج النماذج القطاعية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال.

توصلنا فيما سبق إلى كون نموذج التأثير الثابت عند استخدام المتغير التابع (Lev2) أعطى أفضل النتائج وأكثرها جودة من الناحية الاقتصادية، وفيما يلي سيتم فحص ما إن كان ذلك صحيحا أيضا بالنسبة لمختلف قطاعات النشاط.

#### أولا: معاملات جودة النماذج القطاعية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال

باستخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال، تحصلنا على الجدول الموالي الذي يبرز أهم القيم التي تسمح بالحكم على مدى جودتها من الناحية الإحصائية (وتتمثل على الترتيب في: معامل التحديد، درجة الارتباط بين الخطأ الفردي ومعاملات المتغيرات المستقلة، قيمة معلمة فيشر، الاحتمال الموافق لاختبار فيشر، قيمة المعلمة رو، والاحتمال الموافق لاختبار فرضية أن كل حدود الخطأ الفردي معدومة)، مع العلم أن باقي القيم التفصيلية الأخرى التي تضمنها كل نموذج متاحة ضمن الملاحق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أنظر الملحق رقم 2.

جدول (5-24): المعالم الإحصائية للنماذج القطاعية للمتغير التابع (Lev2)

Parameters / Sectors	R2	corr (u_i, Xb)	F	Prob > F	rho	Prob > F test that all u_i=0:
قطاع البناء (C)	0.3332	-0.6030	7.99	0	.77312	0
السلع الاستهلاكية (CP)	0.2570	-0.2249	12.68	0	0.7628	0
الإعلام الآلي (INF)	0.8998	-0.0548	8.98	0.0003	.91758	0
الإنتاج الصناعي (IP)	0.2816	-0.3136	27.54	0	.80685	0
الزراعة (PL)	0.1832	0.2703	3.05	0.0007	.65530	0
العقارات (PR)	0.3518	-0.3480	6.10	0	.69976	0
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.6252	-0.4949	11.68	0	.77592	0
التجارة والخدمات (TS)	0.4275	-0.8277	29.31	0	.90812	0

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 2.

يبين لنا هذا الجدول تقارباً مع نتائج النموذج السابق عند استخدام المتغير التابع (Lev1)، مع ملاحظة تحسن في بعض قيمه؛ فمعامل التحديد بقي عند مستوياته العليا بالنسبة لقطاعي الإعلام الآلي (0.899) بعدما كان (0.81 في النموذج السابق)، وقطاع التكنولوجيا (0.625) وكان (0.63)، وتعني هاتين النسبتين أن النموذج قادر على تفسير ما نسبته (89.9 بالمئة و62.5 بالمئة على التوالي) من التغيرات الحاصلة في المزيج التمويلي من خلال مختلف العناصر الداخلية والخارجية التي تضمنها النموذج بالنسبة لقطاعي الإعلام الآلي والتكنولوجيا على التوالي، وهي نسب مرتفعة جداً. أما بالنسبة لباقي القطاعات فبقيت قيمة معامل التحديد بمستويات أقل رغم تحسن معظمها.

أما بالنسبة لارتباط الخطأ الفردي ( $u_i$ ) مع مختلف المتغيرات المستقلة التي احتواها النموذج فبقيت كل القيم غير معدومة مما يعني وجود ارتباط بينهما، وهو ما يعني صحة استخدام هذا النموذج (التأثير الثابت) بدلا من نموذج التأثير العشوائي، كما بقي قطاع التجارة والخدمات الأعلى قيمة للارتباط بين حدود الخطأ الفردي ومعاملات مختلف المتغيرات المستقلة.

بالنسبة لمعلمة فيشر، فبقي قطاعي الإعلام الآلي والزراعة الأقل قيمة لهذه المعلمة، وكذلك الأمر بالنسبة لقيمة الاحتمال الموافق لاختبار فيشر بحيث اختلفا قليلا عن الصفر، إذ سجل قطاع الإعلام الآلي احتمالاً قدره 0.0003 (بعدها كان 0.008)، وكان الاحتمال الموافق لقطاع الزراعة 0.0007 (بعدها كان 0.0003)، أما باقي القطاعات الأخرى فسجلت قيمة معدومة لهذا الاحتمال؛ وهو ما يعني أن كل معاملات المتغيرات لهذه القطاعات تسهم في تفسير جزء من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع كما أنها ذات دلالة إحصائية.

وفيما يتعلق بقيمة المعلمة (rho) فيلاحظ تحسنا واضحا في قيمها؛ بحيث أن أدنى نسبة بلغت 0.65 بينما كانت في النموذج السابق لا تتعدى 0.56 بينما بلغت أفضل نسبة 0.91 في قطاع الإعلام الآلي، والتي كانت عند مستوى 0.89 في النموذج السابق ولنفس القطاع. هذا التحسن معناه زيادة قدرة النموذج على التقاط الأخطاء من خلال حدود الخطأ الفردي.

مما سبق يتبين أن استخدام نسبة الرفع الثانية (Lev2) قطاعيا أعطت نتائج ذات جودة أفضل من استخدام نسبة الرفع الأولى، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها في النموذج الكلي.

ثانيا: المعنوية الإحصائية لمعاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا للمتغير التابع (Lev2)

نستعرض من خلال الجدول الموالي نتائج الاحتمالات الخاصة باختبار ستيودنت لمدى جودة ومعنوية معاملات المتغيرات الداخلية للدراسة لكل قطاع وذلك عند استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأموال الخاصة كمتغير تابع.

جدول (25-5): نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا بدلالة المتغير التابع

Sectors \ Vars	SIZE	NDTS	TNGB	PROF	BUSR	GROP	LQDT	SHPP
قطاع البناء (C)	0	0.37	0.68	0	0.998	0	0.726	0.866
السلع الاستهلاكية (CP)	0	0.264	0.522	0	0.248	0	0	0.097
الإعلام الآلي (INF)	0.05	0.154	0.125	0.226	0.05	0.001	0.503	0.764
الإنتاج الصناعي (IP)	0	0.154	0	0	0.093	0.125	0	0.511
الزراعة (PL)	0.706	0.402	0.82	0	0.055	0.009	0.012	0.574
العقارات (PR)	0	0.379	0.012	0.003	0.358	0.01	0.006	0.081
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.001	0.939	0.28	0.017	0.518	0.062	0	0.23
التجارة والخدمات (TS)	0	0.046	0	0	0.012	0	0	0.505

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 2.

يتضح من خلال هذا الجدول أن عاملي مخاطر الأعمال وأداء أسهم المؤسسة بقيا ضعيفين من ناحية جودة معالم متغيرات النموذج، كما كانا في النموذج السابق، ويضاف لها في هذا النموذج متغير الوفر الضريبي لغير الديون؛ بحيث كانت قيمة الاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت أكبر من 5% لكل معاملات المتغيرات الداخلية المستقلة مما يعني ضعف جودتها من الناحية الإحصائية.

أما العوامل الأكثر جودة من الناحية الإحصائية في أغلب القطاعات فكانت تشمل كل من الحجم والربحية وفرص النمو للمؤسسة، والسيولة؛ إذ كان احتمال اختبار ستيودنت لأغلب القطاعات ذي جودة من الناحية الإحصائية لكافة القطاعات، إذا استثنينا قطاعي الإعلام الآلي وبدرجة أقل الزراعة.

كما يبرز النموذج بقاء قطاع الإعلام الآلي الأضعف جودة لمعاملات أغلب متغيرات الدراسة، إذ باستثناء معامل متغير فرص النمو كانت باقي معاملاتها بجودة إحصائية ضعيفة، مع تحسن في قطاع الزراعة؛ فبعدما كان قليل المعنوية لأغلب المتغيرات في النموذج السابق، أصبح الآن يشمل ثلاث متغيرات ذات معنوية إحصائية.

ثالثاً: المعنوية الإحصائية لمعاملات المتغيرات الخارجية للدراسة قطاعياً للمتغير التابع (Lev2)

بعد استعراضنا لجودة معاملات المتغيرات الداخلية عند استخدام نسبة إجمالي الديون على إجمالي رأس المال، نبرز من خلال الجدول التالي مدى جودة معاملات باقي المتغيرات الخارجية من الناحية الإحصائية والتي شملتها الدراسة:

جدول (26-5): نتائج الاحتمالات لاختبار ستودنت لجودة معاملات المتغيرات الخارجية قطاعياً بدلالة المتغير التابع (Lev2)

Sectors \ Vars	INFL_CP	SMDV	LERT	GDPG
قطاع البناء (C)	0.202	0.254	0.582	0.288
السلع الاستهلاكية (CP)	0.649	0.293	0.04	0.022
الإعلام الآلي (INF)	0.624	0.932	0.356	0.896
الإنتاج الصناعي (IP)	0.167	0.33	0	0.336
الزراعة (PL)	0.762	0.92	0.936	0.728
العقارات (PR)	0.322	0.144	0.986	0.33
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.282	0.436	0.416	0.457
التجارة والخدمات (TS)	0.945	0.459	0.001	0.091

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 2.

يتضح من خلال هذا الجدول بقاء متغير معدلات الإقراض كأبرز عنصر ذي جودة بالنسبة للمتغيرات الخارجية، وبدرجة أقل يأتي بعده متغير معدلات النمو الاقتصادي للبلد، بينما بقي عاملي التضخم وتطور السوق المالي ضعيفي الدلالة من الناحية الإحصائية لكل القطاعات، وهو ما يتماشى ويدعم النتائج المتوصل إليها في النموذج السابق. هذه النتائج تبين أن المؤسسات محل الدراسة تتأثر أكثر بالعوامل الداخلية عند اختيارها للمزيج التمويلي المناسب، بينما تميل لإهمال تأثير المتغيرات الخارجية.

كما تؤكد هذه النتائج أن قطاع السلع الاستهلاكية هو الأكثر تأثراً بالعوامل الخارجية مقارنة بباقي القطاعات، وهي النتيجة التي تم تسجيلها أيضاً عند استخدام نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال. مما يبين أن هناك ثباتاً في النتائج المستخلصة من كلا النموذجين.

بعد الفراغ من تحليل جودة النماذج القطاعية وكذا معاملات مختلف المتغيرات عند استخدام إجمالي الديون في نسبي الرفع (Lev1) و (Lev2)، نأتي الآن لتحليل جودة النماذج القطاعية في حالة استخدام الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال.

### الفرع الثالث: المعنوية الإحصائية للنماذج القطاعية لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال

سيتم فيما يلي محاولة إبراز تأثير استخدام الديون طويلة الأجل فقط إلى إجمالي الأموال الخاصة بدلا من إجمالي الديون على جودة النماذج القطاعية، بحيث يتم أولا التركيز على معالم جودة النماذج ككل، ليتم بعدها مناقشة جودة ومعنوية معاملات متغيرات الدراسة الداخلية والخارجية.

أولا: معنوية النماذج القطاعية لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال

نستعرض من خلال الجدول التالي أهم القيم الإحصائية التي تسمح بالحكم على دلالة ومعنوية النماذج القطاعية. بينما يمكن الاطلاع على باقي القيم والنتائج التفصيلية ضمن الملاحق.<sup>1</sup>

جدول (5-27): المعالم الإحصائية للنماذج القطاعية للمتغير التابع (Lev3)

Parameters / Sectors	R2	corr (u_i, Xb)	F	Prob > F	rho	Prob > F test that all u_i=0:
قطاع البناء (C)	0.2916	-0.6735	6.72	0	.80461	0
السلع الاستهلاكية (CP)	0.1133	-0.0420	4.69	0	.70641	0
الإعلام الآلي (INF)	0.9106	-0.0524	10.18	0.0002	.93853	0
الإنتاج الصناعي (IP)	0.1868	-0.5442	16.22	0	.73756	0
الزراعة (PL)	0.1397	0.1518	2.21	0.0136	.55472	0
العقارات (PR)	0.3040	-0.5729	4.91	0	.68231	0
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.4997	-0.7417	7.16	0	.80975	0
التجارة والخدمات (TS)	0.2376	-0.6960	12.26	0	.78051	0

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 3.

يبرز هذا الجدول أن قيمة معامل التحديد الأعلى كانت في قطاع الإعلام الآلي كما أنها زادت عما كانت عليه في النموذجين السابقين؛ إذ بلغت 0.9106. لكن في المقابل، تدنت قيم معامل التحديد لبعض القطاعات، وكانت أضعف نسبة في قطاع السلع الاستهلاكية بقيمة قدرها 0.1133 (بعدها كانت عند مستوى 0.2570)، ويلاحظ تراجعها أيضا في معظم القطاعات (البناء، السلع الاستهلاكية، الزراعة، العقارات،

<sup>1</sup> أنظر الملحق رقم 3.

التكنولوجيا، والتجارة والخدمات)، وكان الاستثناء في قطاعي الإعلام الآلي وقطاع الإنتاج الصناعي وهو نفس ما أشرنا إليه في النموذجين السابقين.

فيما يخص ارتباط الخطأ الفردي (ii\_i) مع مختلف المتغيرات المستقلة التي احتواها النموذج، فقد كانت كلها غير معدومة مما يعني وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة وخطئها الفردي.

يظهر الجدول أيضا أن قيمة الاحتمال الموافق لاختبار فيشر كان معدوما، ماعدا في قطاعي الإعلام الآلي والزراعة (0.003 و0.0136 على التوالي)، وهما نفس القطاعين اللذين سجلا قيما غير معدومة في النموذجين السابقين.

من جانب آخر فإن قيمة المعلمة (rho) كانت جيدة بالنسبة لأغلب القطاعات، كما سجلت تغيرا طفيفا في قيمها مقارنة بالنموذجين السابقين، مما يعني أن النموذج حافظ على قدرته على التقاط الارتباطات من خلال حد الخطأ الفردي.

#### ثانيا: المعنوية الإحصائية لمعاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا للمتغير التابع (Lev3)

بعد عرض معالم جودة النماذج القطاعية ككل، نأتي الآن للنتائج الخاصة باختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة الداخلية المشمولة في الدراسة، من خلال استعراض قيم الاحتمالات الموافقة لاختبار ستيدونت لكل متغير قطاعيا، والتي يبرزها الجدول التالي:

جدول (5-28): نتائج الاحتمالات لاختبار ستيدونت لجودة معاملات المتغيرات الداخلية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev3)

Sectors \ Vars	SIZE	NDTS	TNGB	PROF	BUSR	GROP	LQDT	SHPP
قطاع البناء (C)	0	0.134	0.038	0.368	0.871	0.01	0.005	0.187
السلع الاستهلاكية (CP)	0.077	0.054	0.922	0	0.358	0	0.062	0.591
الإعلام الآلي (INF)	0.102	0.779	0.255	0.02	0.279	0.005	0.189	0.41
الإنتاج الصناعي (IP)	0	0.144	0	0.753	0.042	0.288	0.509	0.062
الزراعة (PL)	0.464	0.556	0.78	0	0.077	0.016	0.125	0.305
العقارات (PR)	0	0.145	0.563	0.072	0.486	0.031	0.762	0.229
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0	0.781	0.008	0.163	0.896	0.19	0.004	0.429
التجارة والخدمات (TS)	0	0.003	0	0	0.02	0.132	0.351	0.033

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 3.

يبرز هذا الجدول أن متغيرات: الحجم، الربحية، وفرص النمو بقيت ضمن المتغيرات الأكثر معنوية إحصائية في مختلف القطاعات مقارنة بالنموذج السابق المستخدم فيه نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال، لكن في المقابل، برز عامل مادية الأصول؛ بحيث بعدما كان ذا جودة في النموذج السابق في

قطاعين فقط، أصبح في هذا النموذج ذو جودة في أربعة قطاعات وهذا يبرز أن عنصر مادية الأصول يبرز تأثيره في الديون طويلة الأجل أكثر منه في إجمالي الديون، وهو أمر منطقي باعتبار أن زيادة مادية الأصول يسهل قدرة حصول المؤسسات على القروض طويلة الأجل، والتي تتطلب في الغالب ضمانات وأصول مادية لرهنها.

في الجانب المقابل، يلاحظ تراجع معنوية متغير السيولة ليصبح في 3 قطاعات فقط بعدما كان في 6 قطاعات، وهو ما يعني أن هذا العامل يؤثر أكثر في إجمالي الديون مقارنة بالديون طويلة الأجل، مما يعني أن تأثير السيولة الواضح يكون على مقدار الديون قصيرة الأجل، وهو أمر منطقي من حيث كون توفر السيولة غالبا ما يجنب المؤسسات اللجوء لصيغ التمويل قصير الأجل الذي يستخدم عادة لسد العجز المؤقت في السيولة.

في المقابل، بقي عنصري الوفرة الضريبية لغير الديون وأداء أسهم المؤسسة الأقل معنوية من بين كل العناصر، وهو ما برز أيضا من خلال النموذجين السابقين، وهذا ما يعني أنهما المتغيران الأقل أخذًا بعين الاعتبار في تحديد طبيعة المزيج التمويلي المناسب، ويأتي بعدها من حيث قلة التأثير عامل مخاطر الأعمال.

من ناحية القطاعات التي سجلت أقل معنوية إحصائية لأغلب المتغيرات الداخلية، نجد أن قطاع الإعلام الآلي هو القطاع المشترك بين النماذج الثلاثة، ثم بعدها يأتي قطاع الزراعة بحيث كان ذا معنوية إحصائية لمتغيرين عند استخدام النسبة  $lev1$ ، وثلاث متغيرات عند استخدام  $lev2$  ولتغيرين في هذا النموذج، وكان المتغير المشترك بينها من حيث المعنوية الإحصائية هو متغير الربحية؛ ما يعني أن عامل الربحية من أهم العوامل ذات المعنوية في تحديد المزيج التمويلي في قطاع الزراعة، متبوعا بعامل فرص النمو والسيولة.

### ثالثا: المعنوية الإحصائية لمعاملات المتغيرات الخارجية للدراسة قطاعيا

نستعرض من خلال الجدول الموالي احتمالات اختبار ستيودنت لمعنوية معاملات المتغيرات المستقلة الخارجية بدلالة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال:



جدول (29-5): نتائج الاحتمالات لاختبار ستيودنت لجودة معاملات المتغيرات الخارجية قطاعيا بدلالة المتغير التابع (Lev3)

Sectors \ Vars	INFL_CP	SMDV	LERT	GDPG
قطاع البناء (C)	0.18	0.125	0.802	0.878
السلع الاستهلاكية (CP)	0.536	0.701	0.045	0.02
الإعلام الآلي (INF)	0.585	0.585	0.195	0.525
الإنتاج الصناعي (IP)	0.369	0.709	0	0.144
الزراعة (PL)	0.854	0.83	0.869	0.569
العقارات (PR)	0.619	0.503	0.677	0.462
قطاع التكنولوجيا (TEC)	0.044	0.072	0.086	0.199
التجارة والخدمات (TS)	0.909	0.953	0.027	0.232

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقا من نتائج النماذج القطاعية الواردة في الملحق رقم 3.

يبين هذا الجدول تشابها كبيرا مع نتائج النموذج السابق الذي تم فيه استخدام النسبة (lev2)؛ بحيث بقي متغير معدلات الإقراض الأكثر معنوية إحصائية، متبوعا بدرجة أقل بعامل معدل النمو الاقتصادي، بينما بقي كل من التضخم وتطور السوق المالي غير ذي دلالة بالنسبة لكل القطاعات، وهو ما يتماشى مع نتائج النموذج العام.

كما يظهر الجدول أن قطاع السلع الاستهلاكية، كما في النموذجين السابقين، كان القطاع الوحيد الذي سجل معنوية إحصائية لكل من معدلات الإقراض ومعدل النمو الاقتصادي.

هذا الثبات في نتائج المعنوية الإحصائية في النماذج الثلاثة، وكذا تناسقها مع نتائج النموذج العام، يمكّننا من استنتاج أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة والمشمولة بالدراسة لا تتأثر كثيرا في صياغتها للمزيج التمويلي بالعوامل الخارجية والظروف المحيطة بالاقتصاد بقدر ما تتأثر بالعناصر الداخلية.

### المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج معاملات المعاملات الخاصة بكل قطاع

بعد تحليل المعنوية والجودة الإحصائية للنماذج القطاعية وكذا معنوية مختلف معاملات المتغيرات الداخلية والخارجية لهذه القطاعات باستخدام نسب الرفع الثلاثة، نأتي الآن لتحليل وتفسير طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات والمزيج التمويلي للمؤسسات محل الدراسة مع مقارنتها مع نتائج النماذج العام لإبراز التأثير القطاعي على صياغة المزيج التمويلي المناسب

#### الفرع الأول: تحليل وتفسير النتائج الخاصة بمعاملات المتغيرات الداخلية

تبين لنا فيما سبق، من خلال النموذج العام، أن المتغيرات الداخلية: الحجم، مادية الأصول، مخاطر الأعمال، وفرص النمو كانت على علاقة طردية مع نسبة الاعتماد على الديون في الهيكل التمويلي

للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة، وسجلت هذه العلاقة الطردية عند استخدام مختلف نسب الرفع، مع ملاحظة التأثير الضعيف لعامل مخاطر الأعمال؛ بحيث كانت قيمة معامل هذا المتغير قريبة من الصفر. بينما سجلت علاقة عكسية بين كل من متغيرات: الوفر الضريبي لغير الديون، الربحية، السيولة، وأداء أسهم المؤسسة والمتغير التابع المتمثل في وزن الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسات مقاسا بنسب الرفع الثلاثة (Lev1، Lev2، Lev3).

سنحاول من خلال ما سييلي بيانه تتبع الأثر القطاعي على النتائج السابقة؛ بمعنى ما إن كانت النتائج القطاعية تختلف عن نتائج النموذج العام. وللقيام بذلك نستعرض الجدول التالي الذي يبرز قيم معاملات المتغيرات الداخلية الخاصة بالنموذج العام، وكذا النماذج القطاعية، وذلك بالنسبة لنسب الرفع الثلاثة المستخدمة كمتغير تابع حتى يسهل تتبع التغيرات والتأثيرات القطاعية المحتملة مقارنة بنتائج النموذج العام.

جدول (5-30): معاملات المتغيرات الداخلية وفق نموذج التأثير الثابت (\*)

Sectors \ Vars	Lev <sub>i</sub>	SIZE	NDTS	TNGB	PROF	BUSR	GROP	LQDT	SHPP
نتائج النموذج العام	Lev1	10.016	-0.587	0.093	-0.204	0.000	0.283	-0.008	-0.002
	Lev2	12.406	-0.346	0.059	-0.232	0.000	0.662	-0.011	-0.006
	Lev3	8.757	-0.319	0.085	-0.124	0.000	0.500	-0.001	-0.002
قطاع البناء (C)	Lev1	14.351	-2.56	0.043	-0.648	0.000	-4.017	0.018	0.021
	Lev2	16.402	1.432	0.037	-0.607	0.000	5.254	-0.004	-0.002
	Lev3	14.444	-2.172	0.165	-0.111	0.000	2.504	0.026	-0.013
السلع (CP) الاستهلاكية	Lev1	9.054	-1.162	0.065	-0.275	0.000	0.846	-0.013	-0.004
	Lev2	8.396	-0.667	-0.042	-0.303	-0.001	1.133	-0.019	-0.018
	Lev3	2.741	-1.006	-0.006	-0.224	0.000	0.914	-0.006	-0.005
الإعلام الآلي (INF)	Lev1	26.41	-0.769	-0.264	-0.332	0.052	0.197	0.027	-0.033
	Lev2	34.528	-1.108	-0.423	-0.366	0.06	0.518	0.024	-0.028
	Lev3	25.003	0.186	-0.273	-0.682	0.028	0.381	0.043	-0.07
الإنتاج الصناعي (IP)	Lev1	5.968	-0.656	0.212	-0.106	0.000	-1.472	-0.005	-0.003
	Lev2	8.061	-0.382	0.188	-0.142	0.000	-0.855	-0.006	-0.003
	Lev3	7.095	-0.312	0.166	-0.008	0.000	0.44	0.001	-0.006
الزراعة (PL)	Lev1	-0.804	1.254	-0.009	-0.72	0.007	2.145	-0.009	0.012
	Lev2	-1.138	1.015	-0.013	-0.759	0.007	3.602	-0.011	0.011
	Lev3	-2.129	0.686	0.016	-0.651	0.006	3.204	-0.007	0.019
العقارات (PR)	Lev1	10.901	-0.841	-0.113	-0.434	0.000	4.823	-0.009	-0.017
	Lev2	13.749	-3.81	-0.184	-0.571	0.000	8.568	-0.014	-0.022
	Lev3	13.773	-6.202	-0.041	-0.34	0.000	6.983	0.002	-0.015

التكنولوجيا (TEC)	Lev1	6.982	0.159	-0.125	-0.062	0.002	-5.932	-0.028	-0.017
	Lev2	10.328	0.041	0.104	-0.292	0.001	2.436	-0.031	-0.012
	Lev3	11.041	-0.146	0.248	-0.159	0	1.627	-0.014	-0.008
التجارة (TS) والخدمات	Lev1	13.148	-1.278	0.168	-0.18	0.001	0.72	-0.013	0.001
	Lev2	17.09	-1.041	0.181	-0.212	0.001	1.806	-0.017	-0.005
	Lev3	10.649	-1.496	0.267	-0.178	0.001	-0.715	-0.002	0.016

(\*) قيم المعاملات السالبة تظهر بلون مغاير ومُظَلَّلة.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج نموذج التأثير الثابت العام، والنماذج القطاعية الواردة في الملاحق 1، 2 و3.

انطلاقاً من الجدول أعلاه يمكن تفسير النتائج المتوصل إليها بالنسبة لكل متغير في كل قطاع وبالمقارنة مع نتائج النموذج العام كما يلي:

أولاً: تفسير نتائج متغير حجم المؤسسة

يبين لنا هذا الجدول ثباتاً في طردية العلاقة التي تربط بين حجم المؤسسة ودرجة اعتماد المؤسسة على الديون في هيكل تمويلها، وذلك باستخدام مختلف نسب الرفع، وكذا في كل القطاعات التي شملتها الدراسة باستثناء القطاع الزراعي، أين تم تسجيل علاقة عكسية بين حجم المؤسسات ونسب اعتمادها على الديون. هذه النتيجة تبرز أهمية عنصر حجم المؤسسة في لجوئها للتمويل عن طريق الديون نظراً لتوفرها على أصول كبيرة قابلة للرهن مما يجعل المقرضين غير مترددين في إقراضها، كما أن هذا العامل يسهم في تخفيف القيود التي تصاحب عادة القروض الغير مضمونة، علاوة على أن توفر ضمانات للقروض تؤدي إلى انخفاض العائد الذي يطالب به المقرضين بسبب انخفاض درجة مخاطرها، وهذا ما سيؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة الديون.

كما تتماشى هذه النتيجة مع النظرية السلمية للتمويل (POT)، إذ غالباً ما تمتاز الاحتياجات التمويلية بضخامة مبالغها بالنسبة للمؤسسات كبيرة الحجم، مما يجعل مصادرها الداخلية غير كافية لتغطية هذه الاحتياجات، وحسب هذه النظرية، فإن المؤسسات تلجأ للمصادر الخارجية للتمويل بدءاً بالديون باعتبارها أقل كلفة، على أن يكون اللجوء لإصدار أدوات الملكية كآخر نمط تمويلي يتم اللجوء إليه.

ثانياً: تفسير نتائج متغير الوفرة الضريبية لغير الديون (NDTS)

في النموذج العام، تم تسجيل علاقة عكسية بين الوفرة الضريبية لغير الديون ودرجة اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون في هيكل تمويلها. هذه العلاقة العكسية كانت هي الغالبة على النتائج

القطاعية، لكن رغم ذلك، سجل في العديد منها علاقة طردية، وبالأخص في قطاع الزراعة، وبدرجة أقل في قطاع التكنولوجيا.

تعد العلاقة العكسية هي الأكثر ترجيحاً في مختلف الدراسات السابقة، وكذا مع النتيجة المحتملة من الناحية النظرية، إذ غالباً ما تسعى المؤسسات من خلال لجوئها للديون بدلاً من الملكية للاستفادة من الوفر الضريبي للفوائد، وبالتالي فإن كان بمقدور المؤسسات الحصول على وفورات ضريبية اعتماداً على مصاريف عدا المصاريف المالية (مثل الوفورات الضريبية للاهتلاكات والمؤونات)، فإن ذلك يقلل من جاذبية الديون، مما يدفع للتقليل من الاعتماد عليها في التمويل، خصوصاً إن كانت مصحوبة بقيود على المؤسسة تحد من صلاحيات مسيرها (مثل القيود على توزيعات الأرباح وغيرها).

أما العلاقة الطردية المسجلة في بعض القطاعات، ولبعض نسب الرفع المستخدمة، فيمكن إرجاعها إلى قلة معنوية هذا العنصر والتي تم ملاحظتها سابقاً؛ حيث بينا في المطلب الأول من هذا المبحث أن هذا العنصر كان ضمن الأضعف دلالة من الناحية الإحصائية في مختلف القطاعات وباستخدام مختلف نسب الرفع. كما أن ضعف هذه المعنوية الإحصائية يعود كما أشرنا إلى التأثير المزدوج لعامل حجم المؤسسة على طبيعة العلاقة بين هذا المتغير ونسبة الاستدانة والتي أشارت إليها بعض الدراسات.<sup>1</sup>

### ثالثاً: تفسير نتائج متغير مادية الأصول (TNGB)

سجلنا في النموذج العام علاقة طردية بين مادية الأصول ونسب اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون في هيكل تمويلها، وذلك بالنسبة لكل نسب الرفع المستخدمة. إلا أن الملاحظ أن هذه العلاقة الطردية لم تكن في كل القطاعات؛ فبينما كانت العلاقة طردية في كل من قطاعات: البناء، الإنتاج الصناعي، التكنولوجيا، والتجارة والخدمات. سُجّلت أيضاً علاقة عكسية بين هذا المتغير والمتغير المستقل بالنسبة لقطاعات: السلع الاستهلاكية، الإعلام الآلي، الزراعة والعقارات. وهذا يبين أن عنصر مادية الأصول يختلف تأثيره على الهيكل المالي باختلاف القطاعات.

كما يبرز من جانب آخر ضعف قيمة معامل هذا المتغير، مما يعني ضعف تأثيره على طبيعة الخيارات التمويلي للمؤسسة، وذلك ربما يعود كما أشرنا إلى كون المؤسسات المتوافقة مع الشريعة ملزمة بعدم المبالغة في الاستدانة مقارنة بما تمتلكه من أصول ملموسة، لذلك فحتى وإن كان حجم الأصول

<sup>1</sup> انظر الفصل الثالث، المبحث الثاني، المطلب الثاني.

المادية كبيرة، فهذا لا يعني أن المؤسسات وفق ضوابط الشريعة الإسلامية حرة في الاعتماد بكثافة على الاستدانة كما وضحنا ذلك في الشق النظري.

أما بالنسبة للقطاعات التي سجلت علاقة عكسية بين مادية الأصول ونسب الرفع، فالملاحظ أنه وباستثناء قطاع الزراعة، فإن كل هذه القطاعات كانت ضعيفة المعنوية الإحصائية، مما يعني ضعف هذا العامل في التأثير على نسب الاستدانة. في المقابل كانت المعنوية الإحصائية للمتغيرات التي سجلت علاقة طردية، وبالتالي نستنتج أن القطاعات التي سجلت علاقة طردية يتأثر مزيجها التمويلي بعنصر مادية الأصول، بينما لا يبرز أثر هذا المتغير بالنسبة لباقي القطاعات.

#### رابعاً: تفسير نتائج متغير الربحية (PROF)

تبين لنا في النموذج العام أن الربحية من أهم العوامل ذات الدلالة في التأثير على درجة اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون في هيكل تمويلها. هذه الدلالة أكدت قطاعياً كما بيناه في المطلب السابق، وعلاوة على ذلك سجلت نفس العلاقة العكسية بالنسبة لكل القطاعات محل الدراسة وباستخدام مختلف نسبة الرفع المالي، مما يبرز دور الربحية في صياغة المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة. هذه العلاقة العكسية تعني أنه كلما زادت ربحية المؤسسة أدى ذلك إلى تناقص نسبة الديون في هيكل تمويل المؤسسات، وهذه النتيجة تتماشى مع النظرية السلمية للتمويل؛ إذ أن زيادة ربحية المؤسسة يزيد من قدرة هذه الأخيرة على الاعتماد على مصادرها الداخلية في تمويل مختلف أنشطتها مما يزيد من وزن هذا المصدر مقارنة بالديون. كما يبرز من خلال الجدول أن نتائج النموذج العام تتطابق مع نتائج مختلف القطاعات بالنسبة لهذا العنصر.

#### خامساً: تفسير نتائج متغير مخاطر الأعمال (BUSR)

توصلنا عند استعراض نموذج التأثير الثابت العام باستخدام مختلف نسب الرفع إلى أن عامل مخاطر الأعمال هو الأضعف من حيث التأثير، بسبب ضعف معامل هذا المتغير، كما تميز أيضاً بضعف معنويته الإحصائية.

ويظهر من خلال الجدول السابق أن هذه النتيجة ثابتة لكل القطاعات تقريباً؛ إذ كانت قيمة المعامل الأضعف مقارنة بباقي المتغيرات، واقتربت كثيراً من الصفر، مما يعني ضعف تأثير هذا العامل على الخيارات التمويلية للمؤسسات محل الدراسة.

كما أن استعراضنا للمعنوية الإحصائية لمعاملات متغيرات الدراسة قطاعيا في المطلب السابق بينت أن هذا العنصر كان ضمن الأقل دلالة إحصائية، وهو ما يؤكد ضعف تأثير مخاطر الأعمال على تحديد طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات محل الدراسة. كما يبرز أيضا ضعف التأثير القطاعي لهذا العنصر حيث تشابهت النتائج مع النموذج العام.

#### سادسا: تفسير نتائج متغير فرص النمو (GROP)

يظهر لنا الجدول السابق أن متغير فرص النمو يعد من العوامل المؤثرة إيجابا على درجة اعتماد المؤسسات محل الدراسة على الديون في هيكل تمويلها، وتبرز هذه العلاقة الطردية في أغلب القطاعات (باستثناء قطاع الصناعة؛ حيث سجلت علاقة عكسية للنسبتين lev1 و lev2 وعلاقة طردية للنسبة lev3).

هذه العلاقة الطردية تتماشى مع نتائج النموذج العام، مما يعني عدم وجود فوارق قطاعية كبيرة في طبيعة تأثير هذا العامل على المزيج التمويلي للمؤسسات محل الدراسة. لكن ينبغي الإشارة إلى أن درجة تأثير هذا العامل اختلفت من قطاع لآخر؛ إذ برز في قطاع العقارات حيث كانت قيم معاملات هذا المتغير الأعلى بعد عامل الحجم، متبوعا بقطاع البناء ثم الزراعة بينما كان التأثير أقل في باقي القطاعات، مما يبرز تباين درجة تأثير عنصر فرص النمو بين مختلف القطاعات.

#### سادسا: تفسير نتائج متغير السيولة (IQDT)

اختلف تأثير هذا المتغير من قطاع لآخر، وهو ما يبرز جليا من خلال الجدول السابق؛ حيث كانت العلاقة العكسية في النموذج العام مشتركة مع قطاعات: السلع الاستهلاكية، العقارات، التكنولوجيا، والتجارة والخدمات، بينما كانت موجبة في قطاع الإعلام الآلي، واختلفت في باقي القطاعات حسب المتغير التابع المستخدم.

من جانب آخر، يبرز ضعف قيمة معامل هذا المتغير، إذ كانت أعلى قيمة (بالقيمة المطلقة) في القطاعات التي سجلت علاقة عكسية هي 0.028، ويعود ضعف قيمة معامل هذا المتغير إلى كون مستويات السيولة عند المؤسسات غالبا ما تكون ضعيفة مقارنة باحتياجاتها التمويلية، مما يعني ضعف مساهمتها في التخفيف من الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، وهذا ما أدى إلى ضعف تأثير هذا العامل.

وتساهم السيولة لدى المؤسسة في التخفيف من حدة لجوئها للمصادر الخارجية، مما ينعكس من خلال تراجع نسبة الديون في المزيج التمويلي وبالتالي توقع العلاقة العكسية بين سيولة المؤسسة ودرجة اعتمادها على الديون في هيكل تمويلها.

أما العلاقة الطردية المسجلة في قطاع الإعلام الآلي فهي ضعيفة الدلالة من الناحية الإحصائية وينبغي رفضها، وهي الملاحظة التي تم التنبيه لها في المطلب السابق أين سجل ضعف كبير لمعنوية معاملات قطاع الإعلام الآلي.

#### سابعاً: تفسير نتائج متغير أداء أسهم المؤسسة (SHPP)

يبرز لنا الجدول السابق أن أداء أسهم المؤسسة على علاقة عكسية مع نسب استدانتهما، وذلك في النموذج العام وكذا في معظم القطاعات باستثناء قطاع الزراعة وقطاع التجارة والخدمات. هذه العلاقة الطردية مردها إلى كون زيادة أداء أسهم المؤسسة يحفزها على زيادة الاعتماد عليها في هيكل تمويلها، مما يعني تراجع نسبة اعتمادها على الديون في مزيجها التمويلي.

لكن ينبغي التنبيه إلى أن هذه العلاقة كانت ضعيفة الدلالة في النموذج العام، كما بينا سابقاً، وهي النتيجة التي تدعمت قطاعياً؛ بحيث كانت معاملات هذا المتغير ضعيفة الدلالة في كل القطاعات، مما يعني قلة وضعف تأثير هذا العنصر في طبيعة القرارات التمويلية للمؤسسات محل الدراسة.

انطلاقاً من نتائج تأثير مختلف المتغيرات الداخلية قطاعياً على الخيارات التمويلية للمؤسسات محل الدراسة، يظهر لنا أن قطاع الزراعة كان القطاع الأكثر اختلافاً من حيث طبيعة العلاقة بين المتغيرات الداخلية والمزيج التمويلي، وهذا مقارنة مع النموذج العام وكذا النماذج القطاعية.

#### الفرع الثاني: تحليل وتفسير النتائج الخاصة بمعاملات المتغيرات الخارجية

بعد تفسير النتائج القطاعية لطبيعة العلاقة التي تربط بين المتغيرات الداخلية والهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، نأتي الآن على تفسير تأثير العوامل الخارجية قطاعياً، وذلك بالاعتماد على الجدول الموالي الذي يبرز لنا النتائج المتوصل إليها في النموذج العام لمختلف نسب الرفع المستخدمة، وكذا مختلف النتائج قطاعياً.

جدول (5-31): معاملات المتغيرات الخارجية وفق نموذج التأثير الثابت (\*)

Sectors \ Vars	Lev <sub>i</sub>	INFL_CP	SMDV	LERT	GDPG
نتائج النموذج العام	Lev1	0.145	0.130	3.628	-0.263
	Lev2	0.101	0.159	4.266	-0.312
	Lev3	-0.202	-0.009	2.649	-0.190
قطاع البناء (C)	Lev1	0.480	-0.215	4.763	0.073
	Lev2	2.018	0.632	1.266	-0.396
	Lev3	1.919	0.770	-0.522	0.051
السلع (CP) الاستهلاكية	Lev1	0.491	0.299	3.465	-0.534
	Lev2	0.470	0.380	3.105	-0.548
	Lev3	-0.563	-0.122	2.675	-0.490
الإعلام الآلي (INF)	Lev1	-2.505	-0.065	-2.925	0.289
	Lev2	-2.561	0.164	-7.424	0.179
	Lev3	-2.535	0.945	-9.431	0.780
الإنتاج الصناعي (IP)	Lev1	-0.476	-0.077	4.692	-0.171
	Lev2	-0.952	-0.232	6.255	-0.154
	Lev3	-0.492	-0.071	3.778	-0.187
الزراعة (PL)	Lev1	-0.095	-0.304	0.554	-0.026
	Lev2	0.497	-0.060	-0.204	-0.131
	Lev3	0.292	-0.122	-0.405	-0.206
العقارات (PR)	Lev1	1.577	0.811	-0.700	-0.308
	Lev2	2.034	1.054	-0.051	-0.467
	Lev3	0.998	0.472	-1.216	-0.345
التكنولوجيا (TEC)	Lev1	1.182	0.763	-0.329	0.254
	Lev2	-1.766	-0.454	2.011	0.287
	Lev3	-3.229	-1.028	4.202	0.487
التجارة (TS) والخدمات	Lev1	0.135	0.172	3.838	-0.338
	Lev2	0.073	0.270	5.159	-0.412
	Lev3	0.117	-0.021	3.217	-0.285

(\*) : قيم المعاملات السالبة تظهر بلون مغاير ومُظلمة.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج نموذج التأثير الثابت العام، والنماذج القطاعية الواردة في الملاحق 1، 2 و3.

يبرز لنا هذا الجدول اختلافا في طبيعة تأثير العوامل الخارجية على الخيارات التمويلية للمؤسسات محل الدراسة؛ فبالنسبة لعاملي التضخم وتطور السوق المالي، فقد تبين في المطلب السابق أنهما يفتقدان للدلالة الإحصائية، وهذا ما يدفع لتجنب تفسير طبيعة العلاقة.

أما بالنسبة لمتغير معدلات الإقراض، فكان ذا معنوية في قطاعات السلع الاستهلاكية، الإنتاج الصناعي والخدمات. وفي هذه القطاعات، كانت العلاقة طردية بالنسبة لكل نسب الرفع المستخدمة، وهي



نفس العلاقة المتوصل إليها بالاعتماد على النموذج العام، مما يعني أن القطاعات التي تولي أهمية لهذا العنصر تتأثر بنفس الطريقة بعامل معدلات الإقراض. كما أن درجة تأثير هذا العنصر كبيرة على الخيارات التمويلية للمؤسسات، وهذا ما يتضح من خلال القيم المرتفعة لمعاملات هذا المتغير.

أما بالنسبة لباقي القطاعات، ورغم أن العلاقة العكسية تتماشى مع منطوق أن زيادة معدلات الإقراض يجعل من التمويل بالديون خيارا مكلفا مما يجعل المؤسسات تقلل من الاستدانة، إلا هذه العلاقة العكسية تميزت بضعف معنويتها في مختلف القطاعات التي سجلت فيها مما يدفع لعدم تبنيها.

أما العلاقة الطردية ذات الدلالة الإحصائية، فيمكن تفسيرها انطلاقا من واقع المصرفية الإسلامية التي تسترشد بمعدل الفائدة في تحديدها لمعدلات العائد على مختلف صيغ التمويل الإسلامية، والتي تتميز معظمها بأنها أدوات ملكية؛ وبالتالي فارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى ارتفاع عوائد صيغ الملكية وبالتبعية زيادة الاقبال عليها، مما يعني تراجع مستويات الاستدانة في المزيج التمويلي للمؤسسات المشمولة في الدراسة.

انطلاقا من تحليل الفوارق بين النموذج العام والنماذج القطاعية فيما يخص العوامل المحددة الخارجية، نصل إلى أن هناك نوعا من التوافق بينها؛ حيث كانت العناصر ضعيفة الدلالة في النموذج العام ضعيفة أيضا في مختلف النماذج القطاعية مع بعض الاستثناءات. كما توضح أيضا أن عاملي النمو الاقتصادي ومعدلات الإقراض كانا هما الأكثر معنوية ودلالة إحصائية في النموذج العام وكذا في النماذج القطاعية. كما يتبين أيضا أن النمو الاقتصادي كان الأكثر ثباتا من حيث طبيعة العلاقة بين مختلف القطاعات، وفي مقابل ذلك اختلفت طبيعة العلاقة من قطاع لآخر بالنسبة لمتغير معدلات الإقراض.

## خلاصة الفصل

بعدها تم في الفصل السابق شرح الخطوات المنهجية للجانب التطبيقي، وكذا بيان مختلف الفرضيات الخاصة بالعناصر المتعلقة بالمزيج التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي، وكذا شرح كيفية بناء واختيار عينة الدراسة، ومراحل تصفيتهما، والنماذج الإحصائية المستخدمة، والاختبارات المعتمد عليها لتحديد النموذج الأنسب، تم في هذا الفصل عرض، تحليل، وتفسير النتائج المتوصل إليها؛ وذلك من خلال البدئ في عرض النتائج لمختلف النماذج المستخدمة (النموذج التجميعي، نموذج التأثير العشوائي، ونموذج التأثير الثابت)، وباستخدام نسب الرفع المختلفة كمتغير تابع. حيث توصلنا إلى أن استخدام نموذج التأثير العشوائي أفضل من النموذج التجميعي، إلا أن نموذج التأثير الثابت كان أفضل من نموذج التأثير العشوائي لنسب الرفع الثلاثة الأولى، باستثناء نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول والتي أعطت النموذج الأضعف من حيث المعنوية الإحصائية.

وبعد تحديد النموذج الأنسب للدراسة، تم تحليل وتفسير طبيعة العلاقة بين المتغيرات الداخلية والخارجية، وبين المزيج التمويلي للمؤسسات محل الدراسة؛ حيث تبين أن معظم المتغيرات الداخلية كانت ذات دلالة في تفسير درجة الاعتماد على الديون في هيكل تمويل المؤسسات، باستثناء متغير أداء أسهم المؤسسة، وبدرجة أقل متغيري الوفرة الضريبية لغير الديون، ومخاطر الأعمال، والتي كانت ضعيفة الدلالة من الناحية الإحصائية.

بينت الدراسة أيضا أن متغيرات: الحجم، مادية الأصول، وفرص النمو من العوامل المؤثرة إيجابا على زيادة نسبة الديون في هيكل تمويل المؤسسات محل الدراسة، بينما كان التأثير عكسي لمتغيرات الربحية، السيولة، والوفر الضريبي لغير الديون. في مقابل ذلك كان تأثير مخاطر الأعمال شبه معدوم.

تبين أيضا من خلال هذا الفصل أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة تولي اهتماما أكبر للعوامل الداخلية مقارنة بالعوامل الخارجية؛ حيث تبين أنها تتأثر بعامل معدل الإقراض إيجابا، وتتأثر سلبا، وبدرجة أقل، بمعدلات النمو الاقتصادي، بينما كان تأثير عاملي التضخم ودرجة تطور السوق المالي ضعيفي المعنوية والدلالة الإحصائية.

تم بعد ذلك تحليل طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات المشمولة في الدراسة؛ أين تم التأكد من صحة فرضية أن التمويل الإسلامي يغلب عليه التمويل متوسط وقصير الأجل مقارنة بالتمويل طويل الأجل، كما

تم التأكد من خلال نسب الديون في الهيكل التمويلي أنها ضعيفة مما يبرز أهمية التمويل عن طريق صيغ الملكية في المؤسسات المتوافقة مع الشريعة التي شملتها الدراسة.

وبعد تحديد طبيعة العلاقات بين مختلف متغيرات الدراسة بالمزيج التمويلي للمؤسسات، تم التركيز على تحليل التأثير القطاعي على النتائج؛ حيث تبين أن هناك ثباتا من حيث التأثير وطبيعته بالنسبة لمتغيرات: الحجم، الربحية، مخاطر الأعمال، وفرص النمو، مقابل تذبذب في طبيعة العلاقة من قطاع لآخر لباقي المتغيرات الداخلية، وبرز ذلك خصوصا في قطاع الزراعة.

أما بالنسبة لتحليل العوامل الخارجية قطاعيا، تبين ثبات طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والمزيج التمويلي في مختلف القطاعات وتماشيا مع النموذج العام، وبدرجة أقل سجل ثبات العلاقة بين معدلات الإقراض والمزيج التمويلي قطاعيا. كما تأكدت أيضا عدم معنوية عاملي التضخم وتطور السوق المالي في كافة القطاعات.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الخاتمة العامة

من خلال استعراض فصول الدراسة وإتمامها من الجانب النظري والعملي، فقد تم التوصل إلى مجموعة من النتائج والتوصيات:

### النتائج

تضمنت الدراسة العديد من النتائج، سواء في جانبها النظري أو التطبيقي، ونورد فيما يلي أهمها بحسب تسلسلها في البحث، مقسمة إلى نتائج نظرية وأخرى خاصة بالدراسة التطبيقية.

#### أولاً: نتائج الجانب النظري

تبين لنا في بداية الشق النظري أن قيمة المؤسسة هي حاصل عملية تقييم المنافع المستقبلية لها وتوقيتها، ومن ثم إيجاد قيمتها الحالية، وهي دالة للعديد من المتغيرات والعوامل، والتي من أبرزها تكلفة الأموال؛ على اعتبار أن هذه الأخيرة هي التي تستخدم لخصم العوائد والمنافع المستقبلية للمشروع عند التقييم. وتختلف هذه التكلفة باختلاف مصادر التمويل بين أموال ملكية، ديون، وأسهم ممتازة في إطار النظام التقليدي، وبين صيغ المشاركة وصيغ الهامش المعلوم التجارية والمالية في إطار الاقتصاد الإسلامي. ويرجع متوسط التكلفة لمختلف مصادر التمويل بواسطة أوزان تبرز وزن كل منها إلى إجمالي مصادر التمويل، وهذه الأوزان يفضل تقديرها باستخدام القيم السوقية.

من جانب آخر، وفي ظل الاقتصاد التقليدي، بينا أن الهيكل التمويلي يتأثر بالعديد من العوامل؛ ويبرز خصوصاً عامل الضريبة من حيث إمكانية الاستفادة من الوفورات الضريبية للديون، مما يجعلها منخفضة التكلفة، وبالتالي فإن الاعتماد على هذا المصدر من شأنه أن يعظم من قيمة المنشأة. لكن أخذ عامل تكلفة الإفلاس بعين الاعتبار، والتي تظهر عند بلوغ حد معين من الاقتراض، يدفع إلى عدم المبالغة في الاستدانة، وعلى المؤسسات أن تبحث عن مزيجها المالي الأمثل الذي يتحقق عندما تتساوى المنافع الناجمة عن الاقتراض مع تكاليف هذا المصدر نتيجة زيادة خطر الإفلاس والقيود التي يفرضها المقرضون جراء ذلك. وبإضافة عامل تكلفة الوكالة، فقد تبين أن هذه الأخيرة تعمل عمل تكلفة الإفلاس؛ إذ تدفع نحو اعتماد نسب ديون أقل في الهيكل التمويلي. كما أن ما جاءت به نظرية الإشارة، وكذا نظرية ترتيب أفضلية عناصر التمويل غير من كيفية صياغة وتكوين المزيج المالي المناسب. وكذلك الأمر بالنسبة لأخذ عامل الضريبة الشخصية على دخول الأفراد بعين الاعتبار.

أما في إطار الاقتصاد الإسلامي، فإن هناك مجموعة من الضوابط والأسس والمبادئ الشرعية والأخلاقية التي تميزها عن المالية التقليدية؛ وفي مقدمتها أن الاقتصاد الإسلامي لا يعترف بتحقيق قيم من مجرد تعاملات مالية معزولة، إلا إذا كانت مقترنة بنشاط حقيقي، والذي يمثل المنفذ الوحيد الذي يمكن للمؤسسات من خلاله أن تعظم قيمتها السوقية. كما أن ربط التمويل بالنشاط الحقيقي يؤدي إلى التقليل من درجة الاعتماد على الديون في الهيكل التمويلي والاعتماد على صيغ بديلة.

وكان للهندسة الإسلامية الدور البارز في خلق منتجات مالية جديدة تبين أثرها الواضح في دفع الصيرفة الإسلامية إلى الأمام، وبالأخص مساهمة الصكوك في النمو المضطرب للصيرفة الإسلامية. إلا أن هذا النمو صاحبه تزايد الأصوات المنادية بمراجعة بعض الممارسات العملية التي تخرج بعض هذه الأدوات عن دائرة المشروعية، خصوصا المشتقات المالية التي لم تلق القبول والمشروعية بسبب المجازفات التي تحتويها، والتي تجعل منها أقرب للرهان والقمار منها لأدوات تزيد من كفاءة الأسواق، مع دعوة الكثير من متخصصي الصيرفة الإسلامية إلى إيجاد بدائل مشروعة لها تمكن من التسيير الكفء للمخاطر والتحوط، وتبتعد عن ممارسات القمار والمراهنة والمضاربة المحرمة شرعا.

كما تبين أن تحديد طبيعة المزيج التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي مرتبط بنظرة الإسلام لبعض المسائل والتي منها مسألة الحسم الزمني للنقود، العائد والمخاطرة، وكيفية قياس تكلفة الأموال في الاقتصاد الإسلامي بعيدا عن استخدام معدلات الفائدة والاسترشاد بها في تحديد العوائد المطلوبة على صيغ التمويل الإسلامية.

وهناك مجموعة من العوامل والمحددات التي ينبغي مراعاتها أثناء تحديد المصدر التمويلي المناسب للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، منها الداخلية الخاصة بكل مؤسسة وظروفها، ومنها الخارجية التي لا تمتلك المؤسسة قدرة على التحكم فيها ولا تغييرها، والمتعلقة أساسا بحالة الاقتصاد وظروفه. ويفسر طبيعة تأثير كل عنصر وفقا لمجموعة من النظريات، خصوصا النظرية السلمية للتمويل، النظرية التفاضلية، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، ونظرية عدم تماثل المعلومات.

تلتقي هذه النظريات في تفسير طبيعة العلاقة بين بعض المحددات والمزيج التمويلي، وتختلف في محددات أخرى؛ بحيث وجدنا أن بعض العناصر يتوقع أن تتفاعل طرديا مع نسب الديون في الهيكل التمويلي وفق إحدى هذه النظريات، بينما تتوقع أخرى علاقة عكسية لنفس المحدد، هذا الاختلاف وضع محل اختبار في الدراسة التطبيقية؛ حيث تم بداية عرض مختلف فرضيات الدراسة المراد اختبارها

والإجابة عنها، والتي تضمنت فرضيات على علاقة بخصوصية المزيج التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي، وكذا فرضيات خاصة بطبيعة التأثير المفترض لمختلف محددات الهيكل التمويلي الداخلية والخارجية على نسب الاستدانة للمؤسسات المشمولة في الدراسة، ثم تم بعدها توصيف النموذج الرياضي المستخدم وكذا شرح كيفية بناء العينة والخطوات المنهجية المتبعة لتصفيها انطلاقاً من التقارير الدورية التي يصدرها المجلس الاستشاري الشرعي التابع للبنك المركزي الماليزي، باعتباره الهيئة الرسمية المصنفة للشركات المتوافقة مع الشريعة وفق مجموعة من المؤشرات والضوابط والأسس.

بعد الانتهاء من إعداد ملف بيانات الدراسة وباستخدام النماذج المقطعية الطولية، تم في الفصل الأخير فحص مختلف الفرضيات المتعلقة بخصوصية المزيج التمويلي في إطار الاقتصاد الإسلامي وكذا طبيعة العلاقة التي تربط بين كل عنصر محدد مع المزيج التمويلي للمؤسسات محل الدراسة، كما تم إبراز التأثير القطاعي على نتائج نموذج الدراسة، وفيما يلي نستعرض أهم نتائج الدراسة التطبيقية.

### ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

بعد عرض النتائج المتوصل إليها في الدراسة التطبيقية باستخدام نسب الرفع المختلفة كمتغير تابع وبالاعتماد على مجموعة النماذج (النموذج التجميعي، نموذج التأثير العشوائي، ونموذج التأثير الثابت)، مكنتنا الاختبارات الإحصائية من التوصل إلى أن استخدام نموذج التأثير العشوائي أفضل من النموذج التجميعي، إلا أن نموذج التأثير الثابت كان بدوره أفضل من نموذج التأثير العشوائي لنسب الرفع الثلاثة الأولى باستثناء نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول والتي أعطت النموذج الأضعف من حيث المعنوية الإحصائية، وبالتالي تم الاستغناء عنه.

وبناء على ما تم الحصول عليه باستخدام نموذج التأثير الثابت، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج:

#### 1. النتائج الخاصة بخصوصية المزيج التمويلي في الاقتصاد الإسلامي

أكدت الدراسة التطبيقية الفرضيات المتعلقة بخصوصية المزيج التمويل في إطار الاقتصاد الإسلامي؛ حيث تبين أن المؤسسات محل الدراسة يغلب على هيكل تمويلها التمويل عن طريق الملكية مقارنة بالديون، وهو ما يتماشى مع طبيعة صيغ التمويل الإسلامية التي تتعدد فيها صيغ المشاركة في الربح والخسارة عملاً بمبدأ الغنم بالغرم، علاوة على القيود المفروضة على نسب الاستدانة؛ حيث رأينا أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة مطالبة بجعل مستويات الاستدانة عندها في حدود ما تمتلكه من أصول

مادية، منعا للانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والمالي الذي يتسم به الاقتصاد التقليدي، والذي أدى إلى أزمات مالية واقتصادية متلاحقة مازالت آثارها السلبية قائمة.

من جانب آخر تم التأكيد من صحة فرضية أن التمويل في إطار الاقتصاد الإسلامي يغلب عليه التمويل متوسط وقصير الأجل مقارنة بالتمويل طويل الأجل، وهو ما اتضح من خلال المقارنة بين نسب مختلف الديون في الهيكل التمويلي للمؤسسات محل الدراسة. هذه النتائج تتماشى مع خصوصية صيغ التمويل الإسلامية؛ حيث تميزت أغلبها بكونها صيغ تمويل متوسطة إلى قصيرة الأجل.

## 2. النتائج الخاصة بالهياكل الداخلية للتمويل

تضمنت المحددات الداخلية للمزيج التمويلي في الدراسة التطبيقية متغيرات: الحجم، الربحية، الوفرة الضريبي لغير الديون، مادية الأصول، السيولة، مخاطر الأعمال، وإداء أسهم المؤسسة؛ حيث تبين أن معظم المتغيرات الداخلية كانت ذات دلالة في تفسير درجة الاعتماد على الديون في هيكل تمويل المؤسسات محل الدراسة، باستثناء متغير أداء أسهم المؤسسة وبدرجة أقل متغيري الوفرة الضريبية لغير الديون ومخاطر الأعمال التي كانت ضعيفة الدلالة من الناحية الإحصائية.

بينت الدراسة أيضا أن متغيرات: الحجم، مادية الأصول، وفرص النمو من العوامل المؤثرة إيجابا على زيادة نسبة الديون في هيكل تمويل المؤسسات محل الدراسة، بينما كان التأثير عكسي لمتغيرات: الربحية، السيولة والوفرة الضريبي لغير الديون. أما تأثير مخاطر الأعمال فكان ضعيفا.

## 3. النتائج الخاصة بالهياكل الخارجية للتمويل

بينت الدراسة التطبيقية أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة تولي اهتماما أكبر للعوامل الداخلية مقارنة بالعوامل الخارجية، حيث تبين أنها تتأثر بعامل معدل الإقراض إيجابا، وتتأثر سلبا، وبدرجة أقل، بمعدلات النمو الاقتصادي، بينما كان تأثير عاملي التضخم ودرجة تطور السوق المالي ضعيفي المعنوية والدلالة الإحصائية.

## 4. النتائج الخاصة بالتأثير القطاعي على الهياكل التمويلية

تبين من خلال القيام بتحليل التأثير القطاعي أن هناك ثباتا من حيث التأثير وطبيعته بالنسبة لمتغيرات: الحجم، الربحية، مخاطر الأعمال وفرص النمو، مقابل تذبذب في طبيعة العلاقة من قطاع لآخر في باقي القطاعات، وبرز ذلك خصوصا في قطاع الزراعة.



أما بالنسبة لتحليل العوامل الخارجية قطاعيا، فتم التوصل إلى أن هناك ثباتا في طبيعة العلاقة بين معدلات الإقراض والمزيج التمويلي في مختلف القطاعات، وبدرجة أقل سجل ثبات العلاقة بين النمو الاقتصادي والمزيج التمويلي قطاعيا. كما تأكدت أيضا عدم معنوية عاملي التضخم وتطور السوق المالي في أغلب القطاعات، وهي نتائج تتماشى مع ماتم التوصل إليه في النموذج العام.

## النتائج والتوصيات

بينت هذه الدراسة مدى التقدم الذي شهدته الصيرفة الإسلامية وصيغها المختلفة، في مقابل ذلك، ما تزال الجزائر بعيدة عن هذا الواقع، لذا توصي هذه الدراسة بضرورة تكييف الجهاز المصرفي الجزائري مع هذه التطورات، من خلال توفير الإطار القانوني والمؤسسي الذي يسمح بتوفير هذه الخدمات المصرفية الإسلامية التي طال انتظارها، خصوصا أن جانبا مهما من المشاريع الاقتصادية الواعدة تعطلت بسبب عدم توفر هذه الصيغ التمويلية البديلة عن القروض بفوائد، مما منع أصحابها من تجسيدها على أرض الواقع. كما أن تبني هذه الصيغ المتوافقة مع الشريعة يمكن أن يساهم بفعالية في استقطاب جانب مهم من الكتلة النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي، والتي تشكل تحديا وتهديدا حقيقيا لسطة الدولة باعتبار أن هذه الأموال تساهم في تنشيط الاقتصاد الموازي بعيدا عن رقابة الدولة.

كما توصي هذه الدراسة بضرورة أن يترافق إدراج الصيرفة الإسلامية في النظام البنكي والمصرفي الجزائري مع إنشاء هيئة أو مجلس استشاري شرعي رسمي يعمل على ضمان أن تتماشى الممارسات التطبيقية للصيرفة المالية الإسلامية مع الضوابط الشرعية التي تحكمها، باعتبار أنها من السمات والخصائص البارزة للصيرفة الإسلامية، كما تضطلع هذه الهيئة بمهمة الرقابة وتوحيد الممارسات، خصوصا في بعض المسائل الخلافية التي تتطلب الفصل فيها، وإلزام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بها.

من جانب آخر، توصي هذه الدراسة بضرورة مواكبة البحوث النظرية والتطبيقية في الجزائر هذه الحركية المتسارعة التي تشهدها الصيرفة الإسلامية، خصوصا في ظل التطورات الملحوظة التي أتت بها الهندسة المالية الإسلامية، والتي تجلت كما تم بيانه في هذه الدراسة في توفير العديد من الصيغ التمويلية المبتكرة والمشتقة من صيغ التمويل الإسلامية التقليدية، ولعل من أبرزها الصكوك. كما ينبغي العمل على توفير قواعد بيانات متخصصة، تمكن الباحثين من إجراء البحوث التطبيقية التي تواكب الكم الهائل من الدراسات في العديد من الدول، والتي تتناول مختلف القضايا ذات العلاقة بالمصرفية الإسلامية.

فارس المراجع

أولاً: المصادر والمراجع العربية

أ- الكتب

1. ابن منظور، لسان العرب، دار الجيل ودار لسان العرب، بيروت 1988.
2. أبو المجد حراك، البنوك الإسلامية، ما لها وما عليها، دار الصحوة للنشر، القاهرة، ط.أ، بدون سنة نشر.
3. أحمد فهد الرشيد، عمليات التورق وتطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
4. أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، "إدارة الخطر والتأمين"، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط.أ، عمان، 2010.
5. أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، ط.أ، 2007.
6. حسن أيوب، المعاملات المالية في الإسلام، دار السلام، القاهرة، 2003.
7. حسين حامد حسان، البنوك الإسلامية، مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا، الو.م.أ، د.ت.
8. حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ط.2، 2011.
9. حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط.أ، 2008.
10. الحناوي محمد صالح، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية.
11. خالد بن سعود الرشود، العقود المبتكرة لتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، منشورات كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، رقم 04-24، السعودية.
12. خالد بن عبد الرحمان بن ناصر المهنا، المشتقات المالية: دراسة فقهية، منشورات كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، رقم 03-23، جدة.
13. رفيق يونس المصري، الربا والحسم الزمني في الاقتصاد الإسلام، دار المكتبي، دمشق، ط.2، 2009.
14. زياد عبد الحلیم الذبيبة، حسين محمد سمحان، دراسات محاسبية إسلامية، دار الفكر، ط.أ، عمان، 2011.
15. سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المؤسسات والمصارف الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010.
16. سامي السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، منشورات كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2012.
17. سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، منشورات المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007.

18. سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الاسلامي، مركز البحوث بشركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، 2004.
19. سامي السويلم، في البحث عن ادوات مبتكرة لمعالجة المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في ندوة مخاطر المصارف الإسلامية، المعهد المصرفي، الرياض، جانفي 2004.
20. سامي بن ابراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت 2013.
21. طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة: مكتبة الملك فهد الوطنية، ط1، 2003.
22. طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، ورقة مناسبات رقم 5 صادرة عن المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.
23. عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية، أطر نظرية، وحالات عملية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، 2003.
24. عبد الغفار حنفي، رسمه زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
25. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط1، بيروت، 2008.
26. عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي - دراسة تأصيلية تطبيقية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، بيروت، ط1، 2010.
27. عطية فياض، التطبيقات المصرفية لبيع المربحة في ضوء الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 1999.
28. علي أحمد السالوس، التمويل بالتورق، السلسلة 18 من إصدارات مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا، نشر دار الثقافة قطر ومكتبة دار القرآن، ط1، 2005.
29. الغريب ناصر، منهجية التمويل والاستثمار الإسلامي: الخصائص والمرتكزات، الأساليب والأدوات، الضوابط والاجراءات، دار المحدثين للبحث العلمي والترجمة والنشر، القاهرة، ط1، 2009.
30. فؤاد عبد اللطيف السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط1، 1999.
31. مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالي للفكر الإسلامي، فرجينيا، و.م.أ. ط1، 2010.
32. مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2008.
33. محمد إبراهيم أبو شادي، صيغ وأساليب استثمار الأموال في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، ط1، 2000.

34. محمد بوجلال وشوقي بورقية، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 23، ع 2، 2010.
35. محمد بوجلال، البنوك الإسلامية مفهومها، نشأتها، تطورها، نشاطها مع دراسة تطبيقية على مصرف إسلامي، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990.
36. محمد حسن صنوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط1، 2001.
37. محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، 2012.
38. محمد صالح الحناوي، المؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2009.
39. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
40. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
41. محمد محمود العلوجي، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط1، 2008.
42. محمود حمودة، مصطفى حسن، المعاملات الإسلامية في الإسلام، مؤسسة الوراق، عمان، ط2، 1999.
43. مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، دار أس دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2012.
44. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة العربي للنشر والتوزيع، عمان ودار أجنادين للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط1، 2005.
45. منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، منشورات الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، كوالالمبور، ط1، 2011.
46. منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، منشورات المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000.
47. منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، بحث تحليلي رقم 13، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدوين، جدة، المملكة العربية السعودية، ط2، 1998.
48. منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي واقتصادي، بحث تحليلي رقم 13، البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط3، 2004.
49. منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
50. الموسوعة الفقهية: أجل - إذن، ج2، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الكويت، ط2، 1983.
51. نعيم نصر داوود، البنوك الإسلامية: نحو اقتصاد إسلامي، دار البداية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2012.

52. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، ط1، 2002.

53. يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية، الأساس الفكري، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط3، 1998.

### ب- الرسائل والاطروحات

54. بورقبة شوقي، تكلفة وإجراءات التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة سطيف، نوقشت سنة 2005.

55. بولعيد بلوج، المنهج الإسلامي لدراسة وتصميم المشروعات الاستثمارية، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قسنطينة، بدون سنة نشر.

56. زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه غير منشورة، معهد البنوك الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا، سبتمبر 2010.

57. شودار حمزة، علاقة بنوك المشاركة بالبنوك المركزية في ظل الرقابة النقدية التقليدية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2006/2007.

58. صالح قايد صالح أحمد الأقرع، سياسة التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: اليمن أنموذجاً - دراسة تحليلية، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في المصرفية والمالية الإسلامية، المعهد العالمي للمصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا، 2013.

59. موسى عمر مبارك أبو محييميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى قسم المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العالمية للعلوم المالية والمصرفية، 2008.

### ت- المجلات

60. حسين حامد حسان، الأدوات المالية الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ج6.

61. طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان عبد الباري مشعل، المخاطر في البنوك الإسلامية - وصف وتحليل -، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، عدد مارس 2015، نسخة إلكترونية من المقال على الرابط: <http://www.giem.info/article/details/ID/78/print/yes>

### ث- الملتقيات

62. أختر زيتي عبد العزيز، بحث قدم ضمن الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي تحت عنوان: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، المنعقد بإمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة.

63. أنس الحسنواوي، التمويل الإسلامي كبديل لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ورقة بحث مقدمة خلال ملتقى " تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية" المنعقد في الفترة بن 25. 28 مايو 2003، منشورات مخبر الشراكة، الاستثمار في م ص م في الفضاء الأورومغاربي، الجزائر، 2004.

64. دراوي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات البائل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2015)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، نوقشت بجامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، السنة الجامعة 2014-2015.
65. عبد الباري مشعل، صكوك الاستثمار الإسلامية، رؤية مقاصدية، بحث قدم في ندوة: الصكوك الإسلامية، عرض وتقييم، المنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 24-25 ماي 2010.
66. عبد الكريم أحمد قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة لملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5-6 أبريل 2012.
67. عبد الباري مشعل، ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة لملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، 5-6 أبريل 2010.
68. فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية المنعقد ببيروت، جويلية 2008.
69. فتيحة ونوغي، أساليب تمويل المشروعات الصغيرة في الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحث مقدمة خلال ملتقى " تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية" المنعقد في الفترة بن 25.28 مايو 2003. منشورات مخبر الشراكة، الاستثمار في م ص م في الفضاء الأورومغاربي، الجزائر، 2004.
70. كمال رزيق، مسدور فارس، "صبيغ التمويل بلا فوائد للمؤسسات الفلاحية الصغيرة والمتوسطة"، مداخلة ضمن ملتقى "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية".
71. محمد النوري، التجربة المصرفية الإسلامية بأوروبا: المسارات، التحديات والآفاق، بحث قم في الدورة التاسعة عشر للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، اسطنبول، تركيا، 2009.
72. محمد عبد الحامد عمر، صبيغ التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة القائمة على أسلوب الدين التجاري والإعانات، مداخلة ضمن ملتقى تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية.
73. محمد علي القرني بن عيد، بحث قدم ضمن الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي تحت عنوان: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، المنعقد بإمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة.

### ج- التقارير والقرارات

74. تقارير التصنيف الدورية الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي، متوفرة على الرابط: [http://www.sc.com.my/data-](http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/) [statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council](http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/)، شوهد يوم: 2016/09/04.
75. التقارير الدورية من 1996 إلى 2016 متوفرة على الرابط:

[http://www.justindoran.ie/uploads/6/9/6/0/6960312/ireland\\_solow\\_growth\\_model\\_example.dta](http://www.justindoran.ie/uploads/6/9/6/0/6960312/ireland_solow_growth_model_example.dta)

76. رأى لجنة معايير المحاسبة حول رسملة تكاليف تمويل المرابحة للأصول الثابتة، رقم 9/2، بتاريخ 28-04-2010، صادر عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص 1، 2، بتصرف، اطلع عليه على الرابط: <http://www.socpa.org.sa/Accounting-Standards/AS-026>. شوهد يوم 1-12-2015.
77. قرار مجمع الفقه الاسلامي رقم (4/30)، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، العنصر الرابع على الرابط: <http://www.argaam.com/ar/company/shariahcompanies>
78. مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 65، المؤتمر السابع المنعقد بجدة بين 9-14 ماي 1999 حول عقد الاستصناع، منشور بمجلة المجمع، العدد السابع، ج 2.
79. مرصد الصيرفة الاسلامية- فايننشال إسلام على الرابط: <http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603-157516041573158716041575160516101577.html>، شوهد يوم 23 جانفي 2016.
80. المعايير الشرعية، نسخة 2003، المدينة المنورة.
81. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ط 1، 2005.
82. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2009، المعيار رقم 17.
83. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2009، المعيار رقم 20، البند 2/1/5.

## ثانياً: المصادر والمراجع باللغات الأجنبية

### أ- الكتب

1. Abdel-Fattah Khalil et al., Evidence on Agency-Contractual Problems in Mudarabah Financing Operations by Islamic Banks, Islamic banking and finance: new perspectives on profit-sharing and risk, Ed. Edward Elgar, UK, 2002.
2. Angelo M. Venardos, Current Issues in Islamic Banking and Finance: Resilience and Stability in the Present System, World Scientific Publishing Company, Singapore, 2010.
3. Aswath Damodaran, Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley and Sons, 2<sup>nd</sup> Ed., New York, 2002.
4. Aswath Damodran, Finance D'entreprise, Théorie et Pratique, traduction de la 2<sup>ème</sup> édition Américaine, Ed. De Noeck, Bruxelles, Belgique, 2004.
5. Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, England, 3<sup>rd</sup> Ed., 2005.
6. Berk, Demarzo, Harford, Fundamentals of Corporate Finance, Pearson Ed., 2<sup>nd</sup> Ed. 2012, USA.
7. Brealy, Myers, Allen, Principles of Corporate Finance, McGraw Hills, 11<sup>th</sup> Ed., USA, 2014.
8. Brian Kettell, Case Studies in Islamic Banking and Finance-Case Questions & Answers, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 2011.
9. Brian Kettell, Introduction to Islamic Banking and Finance, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 1st Ed. 2011.
10. Cheng Hsiao, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, New York, 2nd Ed., 2003.
11. Frank J. Fabozzi, et al., The Basics of Financial Econometrics: Tools, Concepts, and Asset Management, Frank J. Fabozzi Series, John Wiley & Sons, New Jersey, 2014.



12. Frank J. Fabozzi, Pamela P. Peterson, *Financial Management and Analysis*, Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2nd Ed., USA, 2003.
13. Gianluca Oricchio, *Private Company Valuation: How Credit Risk Reshaped Equity Markets and Corporate Finance Valuation Tools*, Palgrave Macmillan Ed., Great Britain, 2012.
14. Gitman & Joehnk, *Fundamentals of Investing*, 9<sup>th</sup> Ed., Addison Wesley, 2003.
15. Grossman, S. and Oliver, H., *Corporate financial structure and managerial incentives*, McCall, J.J. Ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, IL, 1982.
16. Hanudin Amin, Rosita Chong, "Substitution Effects: Do Inflation and deflation Affect Islamic Home Financing?", *Labuan e-Journal of Muamalat and Society*, Vol. 1, 2007, PP. 41-51.
17. Hitchner, *Financial Valuation: Application and models*, John Wiley & Sons, 3rd Ed. USA, 2011.
18. HosseinAskari, ZamirIqbal, Noureddine Krichene, Abbas Mirakhor, *The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future*, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2010.
19. HosseinAskari, ZamirIqbal, NoureddineKrichene, Abbas Mirakhor, "The Stability of Islamic Finance: Creating a Resilient Financial Environment for a Secure Future", John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2010.
20. Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, *Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance*, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2008.
21. James C. Vanhorn, *Principes de Gestion Financière*, 6e Ed. Economica, Paris, 1991.
22. James R. Hitchner, "Financial Valuation: Applications and models", John Wiley & Sons, USA, 3rd Ed. 2011.
23. Jean- Albert Collomb, *Finance d'entreprise*, Ed. ESKA, Paris, 1999.
24. Lawrence J. Gitman, *Principles of Managerial Finance*, Pearson Series, 10th Ed., USA, 2001.
25. M. Kabir Hassan, Michael Mahlknecht, *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*, John Wiley & Sons Ltd., 1st Ed. United Kingdom, 2011.
26. Maha-Hanaan Balala, *Islamic Finance and law: Theory and Practice in a Globalized World*, Tauris Co Ltd. Ed., London, 2001.
27. Mahmoud A. El-Gamal, *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*, Cambridge University Press, 1st Ed., New York, 2006.
28. Masudul Alam Choudhury, *Islamic Economics and Finance: An Epistemological Inquiry*, Emerald Group Publishing Limited, UK, 2011.
29. Michel Albouy, *Décision Financière et création de valeur*, Ed. Economica, Paris, 2000.
30. Michel Lévassieur, Aimale Quintart, *Finance*, Economica, 3e Ed., Paris, 1998.
31. Mohammad Abalkhail and John R. Presley, *How Informal Risk Capital Investors Manage Asymmetric Information in Profit/Loss-Sharing Contracts*, article in the book: *Islamic Banking and Finance: New Perspectives on Profit Sharing and Risk*, edited by Munawar Iqbal and David T. Llewellyn, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 2002.
32. Mohammad Mansoor Khan, M. Ishaq Bhatti, *Developments in Islamic Banking: The Case of Pakistan*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, New York, 2008.
33. Mohammed Obaidullah, *Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective*, Islamic Economics Research Center, Jeddah, KSA, 2007.
34. Mondher Bellalah, *Finance Moderne D'entreprise*, Ed. Economica, Paris, 1998.
35. Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, John Wiley & Sons Ltd, England, 2007.

36. Munawar Iqbal, Philip Molyneux, Thirty Years of Islamic Banking History: Performance and Prospects, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2005.
37. Nathalie Morgues, Financement et Coût du Capitale de L'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1993.
38. Nobert Guedj et al., Finance d'entreprise, les règles du jeu, Edition d'Organisation, 2ème Ed., Paris, 2001.
39. Patrick Navatte, Finance d'Entreprise et Théorie des Options, Ed. Economica, Paris, 1998.
40. Pierre, Vernimmen, finance d'entreprise, édition Dalloz, 4e Ed. 2000.
41. Richard. A. Brealy, Stewart. C. Myers, Alan. J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw –hill, 3rd Ed. USA, 2001.
42. Robert C. Higgins, Analysis for Financial Management, Mc Graw Hill, New York, 10th Ed., 2012.
43. Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs, The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, McGraw Hill, USA, 2004.
44. Ross, Westerfield, Jordon, Fundamentals of Corporate Finance, McGraw Hill, New York, 10th Ed. 2013.
45. Seth Bernström, Valuation: The Market Approach, Wiley, 1st Ed., UK., 2014.
46. Shannon P. Pratt, Alina V. Niculta, Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw Hill, USA, 5th Ed. 2008.
47. Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, Cost Of Capital In Litigation: Application And Examples, John Wily And Sons, USA, 2011.
48. Siddiqi, M. N., Teaching Islamic Economics. Kingdom of Saudi Arabia: King Abdulaziz University Islamic Economics Research Centre, 2005.
49. Simon Archer, Rifaat Ahmed Abdel Karim; Islamic Finance: The Regulatory Challenge, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore, 2007.
50. Tim Koller, Marc Goedhait, David Wessels, Valuation: Measuring and managing the value of companies, John Wiley & Sons, 5th Ed., USA, 2010.
51. Tom Copeland, Tim Roller, Jack Murrin, Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, MC Kinsey & Company. Inc., 3rd Ed., USA, 2000.
52. WorldScope Database, Data Definitions Guide Manual, ISSUE 14.3, Thomson Reuters, 2015.
53. Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, an Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance (Asia) Pte. Ltd. 2nd ed., Singapore, 2011.
54. Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance, 2011.

#### ب- الرسائل والاطروحات

55. Amr Attar, Corporate Strategy and Capital Structure- an Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in Saudi Arabia, PHD thesis, Brunel Business School, Brunel University 2014.
56. Lama Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia, 2012.
57. Ryan M. Rittenberg, Gharar in Post-Formative Islamic Commercial Law: A Study of The Representation of Uncertainty in Islamic Legal Thought, PhD Presented to the Faculties of the University of Pennsylvania, Published by ProQuest LLC, 2014.
58. Theresa A. Gunn, A Comparative Analysis of The Implications of The Islamic Religion on Corporate Capital Structures of Firms in Emerging Countries, PhD thesis, Faculty of the College of Business Administration, TUI University, Malaysia, 2008.

ت- المقالات والمجلات

59. Agarwal, S and Mohtadi, H, 'Financial Market and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries', Global Finance Journal, Vol. 15, 2004.
60. Ahmed Habib, "Issues in Islamic Finance: Capitals Structure in Firms", IRTI Research paper, N° 70, 2007, Jeddah, SA.
61. Alam, M. Kabir Hassan, Mohammad Aminul Haque, "Are Islamic Bonds Different from Conventional Bonds? International Evidence from Capital Market Tests", Borsa Istanbul Review, N°13, 2013.
62. Al-Sakran, S., "Leverage Determinants in The Absence of Corporate Tax System: The Case of Non-Financial Publicly Traded Corporations in Saudi Arabia". Managerial Finance, Vol. 27 Nos 10/11, 2001.
63. Ashraf Wajdi Dusuki, Shabnam Mokhtar, "The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions", Research paper No: 14/2010, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2010.
64. Assem Safieddine, "Islamic Financial Institutions and Corporate Governance New Insights for Agency Theory", Corporate Governance: An International Review, Blackwell Publishing Ltd, Vol.17, No. 2, March 2009.
65. Baker, M. and Wurgler, J, 'Market Timing and Capital Structure', Journal of Finance, Vol. 57, No. 1, 2002.
66. Barclay, Michael J. and Clifford W. Smith, "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 17, N. 1, 2005.
67. Bauer, P, 'Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic', Czech Journal of Economics and Finance, Vol. 54, 2004, PP. 2-21.
68. Bradley, M, Jarrell, GA and Kim, EH, 'On the Existence of Optimal Capital Structure: THEORY and Evidence', Journal of Finance, Vol. 39, 1984, PP. 857-878.
69. Breusch, T. S, Pagan, A. R. "A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation", research paper, Econometrica, N°47, Vol.5, 1979.
70. Bruce Hearn, Jenifer Piesse, Roger Strange, Islamic Finance and Market Segmentation- Implications for the Cost of Capital, International Business Review, N°. 21, 2012.
71. De Jong, A, Kabir, R and Nguyen, TT, 'Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants', Journal of Banking and Finance, Vol. 32, 2008, PP. 1954-1969.
72. Deesomsak, R, Paudyal, K and Pescetto, G, 'The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region', Journal of Multinational Financial Management, Vol. 14, 2004, PP. 387-405.
73. Deesomsak, R, Paudyal, K and Pescetto, G., 'Debt Maturity Structure and the 1997Asian Financial Crisis', Journal of Multinational Financial Management, Vol. 19, 2009, PP. 26-42.
74. Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. 'Stock Market Development and Firms' Financing Choices'. World Bank Economic Review, 10, 1996, 341-369.
75. Fahim Khan, 'Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques', Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, research paper N° 12, 1991.
76. Fan, J., Titman, S. and Twite, G., "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 47 No. 1, 2012, PP. 23-56.

77. Fauzias Mat Nor, Razali Haron et al., "Determinants of Target Capital Structure: Evidence on South East Asia Countries ", Journal of Business and Policy Research, Vol. 6, No. 3, December 2011, PP. 42-43.
78. Imran Iqbal, "Application of Options in Islamic Finance", Research paper No: 46/2012, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2012.
79. Jasim Al-Ajmi et al., "Decisions on Capital Structure in A Zekat Environment with Prohibition of Riba, the case of Saudi Arabia", The Journal of Risk Finance, Vol. 10 No. 5, 2009, PP. 460-476.
80. Khaled Aljifri et al., "Financial Contracts in Conventional and Islamic Financial Institutions: An Agency Theory Perspective", Review of Business and Finance Studies, Vol. 4, No. 2, 2013.
81. M.H. kamali, "Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures", The American journal of Islamic Social Sciences, N° 02/13, 1996.
82. Masudul Alam Choudhury and Sulaiman A. Al-Sakran, "Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia", Managerial Finance, Vol. 27, Issue 10/11,2001, PP. 25-48.
83. Michael C. Jensen, William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, October, 1976, Vol. 3, No. 4, PP. 305-360.
84. Milton Harris, Artur Raviv, "The Theory of Capital Structure", The Journal of Finance. Vol. XVI, No. 1, March 1991.
85. Mohamed Fairouz Abdul Khir, 'The Concept of the Time Value of Money: A Shari'ah Viewpoint', International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance -ISRA, Kuala Lumpur, Research paper N° 38/2012.
86. Mohammed Obaidullah, "Financial Options in Islamic Contracts: Potential Tools for Risk Management", JKAU: Islamic Econ., Vol. 11, 1999, PP. 3-26.
87. Mondher Bellalah, "Short and Long-Term Financing and Capital Structure of Islamic Firms: A Survey of Literature", the International Journal of Finance, Vol. 15, N. 3, 2003.
88. MonzerKahf, "The Value of Money and Discounting in Islamic Perspective: Re-Visited", Review of Islamic Economics, Vol. 3, No. 2, 1994.
89. Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine, Risk Management in Islamic Finance: An Analysis of Derivatives Instruments in Commodity Markets, Brill's Arab and Islamic Law, Vol. 1, Netherlands, 2009.
90. Myers, S. "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 2, 1977, PP. 147-175.
91. Myers, S.C. and Majluf, N.S., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors do not Have", Journal of Financial Economics, 13, 1984, PP. 187-222.
92. Nadeem Ul Haque, Abbas Mirakhor, "Optimal Profit-Sharing Contracts and Investment in an Interest-Free Islamic Economy, Theoretical studies in Islamic Banking and Finance", edited by Mohsin s. khan, Abbas Mirakhor, the Institute for Research and Islamic Studies, Houston, USA, 1987, PP. 141-161.
93. Nafis Alam, Kabir Hassan, Mohammad Aminul Haque, "Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests", Borsa \_Istanbul Review, N° 13, 2013, 22-29.
94. Nur Azura B.T. Sanusi, "The Dynamics of Capital Structure in the Presence of Zakat and Corporate Tax", International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 7 Iss 1, 2014, PP. 89 — 111.
95. Obiyathulla Ismath Bacha, "Conventional Vs Mudarabah Financing: An Agency Cost Perspective", Journal of Islamic Economics, Vol. 4 No. 1&2, International Islamic University Malaysia Press, 1995.
96. Rajan, R. and Zingales, L., "What do We Know About Capital Structure? some evidence from international data", The Journal of Finance, Vol. 50 No. 5, 1995, PP. 1421-1460.

97. Razali Haron, Global Business Review Factors Affecting Speed of Adjustment to Target Leverage Malaysia Evidence, Global Business Review, 14, 2, 2013. available at: <http://gbr.sagepub.com/content/14/2/243>
98. Razali Haron, Key Factors Influencing Target Capital Structure of Property Firms in Malaysia, Asian Social Science, Vol. 10, No. 3, 2014.
99. Razali Haron, Khairunisah Ibrahim, "Target Capital Structure and Speed of Adjustment- Panel Data Evidence on Malaysia Shari'ah Compliant Securities", International Journal of Economics, Management and Accounting 20, no.2, 2012, PP. 87-107.
100. Scott, J.H. Jr, "Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure", Journal of Finance,
101. Shazal Shafaai and Mansur Masih, "Determinants of cost of equity: The case of Shari'ah-compliant Malaysian firms ", MPRA Paper No. 62364, posted 26. February 2015, PP. 1-51.
102. Sherin Kunhibava, "Derivatives in Islamic Finance", Research paper No: 7/2010, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2010.
103. Titman, S. and Wessels, R., "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1, 1988, PP. 1-19.
104. Welch, I, 'Capital Structure and Stock Returns', Journal of Political Economy, Vol. 112, No. 1, 2004, PP. 106–131.

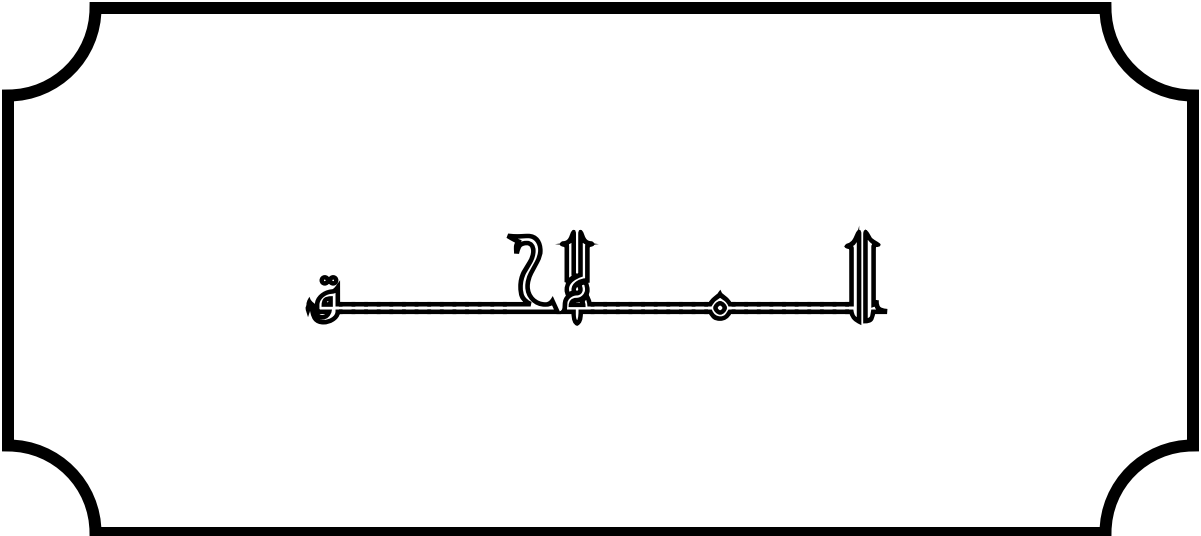
#### ث- الملتقيات

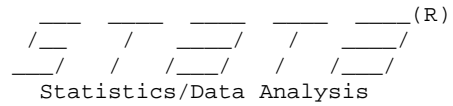
105. Ahcene Lahsasna, Syed Aun Raza Rizvi, "Derivatives in Islamic Finance: The Need and Mechanisms Available for Islamic Financial Markets", paper presented in the 2nd ISRA colloquium held in Kuala Lumpur, entitled: Islamic Finance in a Challenging Economy: Moving Forward, 27th November 2012.
106. Frank, MZ and Goyal, VK, 'Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure,' Journal of Financial Economics, Vol. 67, No. 2, 2003, PP. 217-248.
107. from international data", Journal of Finance, Vol. 50, 1995, PP. 1421-1460.
108. Hifzur Rab, 'Impact of Inflation on Mudarabah Profits: Some Observations', J.KAU: Islamic Econ., Vol. 17, No. 2, PP. 21-25, 2004.
109. Ismail Bin Abdurrahman, Arief Salleh Bin Rosman, Islamic Cost of Capital: Profit Measurements and Investment Decisions from Authentic Sources, paper presented in the Proceeding of the 4th International Conference on Business and Economic Research (ICBER), 04 - 05 MARCH 2013, Bandung, Indonesia.
110. M.H. kamali, "Islamic Commercial Law: An Analysis of Options", Paper presented at The Conference On SPTF/Islamic Banking Products, Kuala Lumpur, Dec. 1995.
111. Muhammad Ayub, "Use of W'ad and Tawarruq for Swaps in the Framework of Islamic Finance", paper presented in the 8th International Conference on Islamic Economics and Finance, Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation, December 19 – 21, 2011, PP. 5-7.
112. Nazam Dzolkarnaini & Marizah Minhat, "In Search of a Theory of Corporate Financing and Islamic Financial Instruments", paper presented in the 8th International Conference on Islamic Economics and Finance, organized by Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation, held in December 19-21, Doha, 2011.
113. Zarqa, M.A. 'An Islamic Perspective of the Economics of Discounting in the Project', in Z. Ahmad et al.(ed.), Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam, Islamabad, Institute of Policy Studies, 1983, PP. 205-208.

#### ح- مواقع الأنترانت

1. Ani Katchova, Panel Data Models, available at: <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/panel-data-models>

2. <http://financial.thomsonreuters.com/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macroeconomic-analysis.html>
3. <http://hussein-hamed.egx.mx/pagedetails.aspx?id=112>
4. <http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/152408>
5. <http://training.thomsonreuters.com/datastream/>
6. <http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=7&pg=715&ac=802>, Viewed: 03/09/2016 at 11:15
7. <http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities>
8. <http://www.dfm.ae/ar/sharia/companies-classification>
9. <http://www.qatarshares.com/vb/showthread.php?51752-%DE%D1%C7%D1%C7%CA-%E6%CA%E6%D5%ED%C7%CA-%E3%CC%E3%DA-%C7%E1%DD%DE%E5-%C7%E1%C5%D3%DC%DC%DC%E1%C7%E3%ED/page2>
10. <http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/>
11. <http://www.stata.com/manuals13/xtxtreg.pdf>
12. <http://www.umlib.um.edu.my/databases.asp?vs=en>
13. <https://onlinecourses.science.psu.edu/stat501/node/347>
14. <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/linear-regression>
15. <https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-models/panel-data-models>
16. [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2\\_mb201202en\\_pp87-103en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201202en_pp87-103en.pdf)





User: HETATACHE Abdeslam  
 Project: My PHD Case Study - By Sector Results{space -15}

```

1 .
2 . * ////////////////////////////////// Panel Data : My Case Study //////////////////////////////////
3 .
4 . * //////////////////////////////////Copyright 2017 by HETATACHE ABDESLAM //////////////////////////////////
5 . global id ID
6 . global t time
7 . global ylist lev1
8 . global xlist SIZE NDTS TNGB PROF BUSR GROU LQDT SHPP INFL_CP SMDV LERT GDPG
9 . sort $id $t
10 . xtset $id $t
        panel variable:  ID (strongly balanced)
        time variable:   time, 2005 to 2015
        delta:          1 unit
11 . sort Sector
12 . by Sector : xtreg $ylist $xlist, fe
    
```

-> Sector = C

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =           238
Group variable:  ID                            Number of groups =           29

R-sq:  within =  0.3527                        Obs per group:  min =           2
        between = 0.3302                        avg =           8.2
        overall  = 0.3133                        max =           9

                                                F(12,197)       =           8.95
corr(u_i, Xb) = -0.6296                        Prob > F         =           0.0000
    
```

lev1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	14.35065	2.554192	5.62	0.000	9.313586	19.38772
NDTS	-2.559987	1.576376	-1.62	0.106	-5.668726	.5487518
TNGB	.0432881	.0869596	0.50	0.619	-.1282032	.2147794
PROF	-.6481018	.1038563	-6.24	0.000	-.8529145	-.443289
BUSR	.000201	.0005683	0.35	0.724	-.0009198	.0013218
GROU	-4.017324	1.049134	-3.83	0.000	-6.086298	-1.94835
LQDT	.0184663	.0101717	1.82	0.071	-.0015932	.0385257
SHPP	.0213941	.0104984	2.04	0.043	.0006905	.0420977
INFL_CP	.4796679	1.583257	0.30	0.762	-2.642639	3.601975
SMDV	-.2149314	.5535921	-0.39	0.698	-1.306659	.876796
LERT	4.762939	2.282043	2.09	0.038	.2625692	9.263308
GDPG	.0727932	.3714728	0.20	0.845	-.6597806	.805367
_cons	-189.2503	37.63721	-5.03	0.000	-263.4738	-115.0267
sigma_u	13.581925					
sigma_e	8.9204712					
rho	.69862992	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 28, 197) = 6.81 Prob > F = 0.0000

-> Sector = CP

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =           536
Group variable:  ID                            Number of groups =           80

R-sq:  within =  0.2657                        Obs per group:  min =           1
        between = 0.1216                        avg =           6.7
        overall  = 0.1409                        max =           9
    
```



corr(u\_i, Xb) = **-0.3697** F(12,444) = **13.39**  
 Prob > F = **0.0000**

levl	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	9.053956	1.589003	5.70	0.000	5.931055	12.17686
NDTS	-1.162407	.5372934	-2.16	0.031	-2.218361	-.1064525
TNGB	.0653885	.0588363	1.11	0.267	-.0502438	.1810208
PROF	-.274576	.0575025	-4.78	0.000	-.387587	-.161565
BUSR	-.0003722	.0004322	-0.86	0.390	-.0012217	.0004772
GROP	.8464386	.1978186	4.28	0.000	.4576615	1.235216
LQDT	-.0134797	.0033718	-4.00	0.000	-.0201063	-.0068531
SHPP	-.0039682	.0099026	-0.40	0.689	-.02343	.0154937
INFL_CP	.4910012	.9348497	0.53	0.600	-1.346279	2.328281
SMDV	.2985808	.3264804	0.91	0.361	-.3430581	.9402198
LERT	3.465361	1.366055	2.54	0.012	.7806242	6.150098
GDPG	-.5343568	.2156372	-2.48	0.014	-.9581532	-.1105604
_cons	-107.2177	20.2536	-5.29	0.000	-147.0225	-67.41286
sigma_u	13.956091					
sigma_e	7.7811805					
rho	.76285857	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 79, 444) = **12.61** Prob > F = **0.0000**

-> Sector = INF

Fixed-effects (within) regression Number of obs = **27**  
 Group variable: ID Number of groups = **3**  
 R-sq: within = **0.8144** Obs per group: min = **9**  
 between = **0.1918** avg = **9.0**  
 overall = **0.3497** max = **9**

corr(u\_i, Xb) = **0.0208** F(12,12) = **4.39**  
 Prob > F = **0.0080**

levl	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	26.41009	14.51279	1.82	0.094	-5.210566	58.03075
NDTS	-.7687339	.6666051	-1.15	0.271	-2.221142	.6836738
TNGB	-.2642487	.2351137	-1.12	0.283	-.7765176	.2480201
PROF	-.3315944	.2624121	-1.26	0.230	-.9033413	.2401525
BUSR	.0524483	.025147	2.09	0.059	-.0023423	.1072389
GROP	.1968219	.1159111	1.70	0.115	-.0557266	.4493704
LQDT	.0272483	.0318079	0.86	0.408	-.0420551	.0965517
SHPP	-.0328597	.0846256	-0.39	0.705	-.2172431	.1515237
INFL_CP	-2.504906	4.653147	-0.54	0.600	-12.64324	7.633432
SMDV	-.0651532	1.732846	-0.04	0.971	-3.8407	3.710393
LERT	-2.925276	7.071149	-0.41	0.686	-18.33199	12.48143
GDPG	.2892265	1.225304	0.24	0.817	-2.380481	2.958934
_cons	-333.0936	210.9342	-1.58	0.140	-792.6797	126.4925
sigma_u	22.310694					
sigma_e	7.6409229					
rho	.8950218	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 2, 12) = **32.73** Prob > F = **0.0000**

-> Sector = IP

Fixed-effects (within) regression Number of obs = **995**  
 Group variable: ID Number of groups = **139**  
 R-sq: within = **0.2899** Obs per group: min = **1**  
 between = **0.0860** avg = **7.2**  
 overall = **0.1141** max = **9**

corr(u\_i, Xb) = -0.2787 F(12,844) = 28.71  
 Prob > F = 0.0000

levl	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	5.967754	.9532327	6.26	0.000	4.096769	7.838739
NDTS	-.6558804	.2253812	-2.91	0.004	-1.098254	-.213507
TNGB	.2117158	.0286504	7.39	0.000	.1554814	.2679501
PROF	-.1064657	.0286752	-3.71	0.000	-.1627487	-.0501827
BUSR	.0001973	.0001425	1.39	0.166	-.0000823	.000477
GROP	-1.471565	.4742489	-3.10	0.002	-2.402411	-.5407197
LQDT	-.0045073	.0009841	-4.58	0.000	-.0064388	-.0025757
SHPP	-.0031518	.0035723	-0.88	0.378	-.0101634	.0038598
INFL_CP	-.4761971	.5849619	-0.81	0.416	-1.624348	.6719536
SMDV	-.077419	.2024561	-0.38	0.702	-.4747955	.3199576
LERT	4.692073	.8368799	5.61	0.000	3.049463	6.334683
GDPG	-.1708248	.1364823	-1.25	0.211	-.4387094	.0970598
_cons	-80.78978	12.77894	-6.32	0.000	-105.872	-55.70756
sigma_u	12.730377					
sigma_e	6.6755211					
rho	.78433121	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 138, 844) = 18.24 Prob > F = 0.0000

-> Sector = PL

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 199  
 Group variable: ID Number of groups = 24  
 R-sq: within = 0.1922 Obs per group: min = 1  
 between = 0.4051 avg = 8.3  
 overall = 0.3115 max = 9  
 corr(u\_i, Xb) = 0.1748 F(12,163) = 3.23  
 Prob > F = 0.0003

levl	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-.8041362	2.527748	-0.32	0.751	-5.79549	4.187218
NDTS	1.254444	1.014697	1.24	0.218	-.7492007	3.258089
TNGB	-.0090068	.0490312	-0.18	0.854	-.1058251	.0878114
PROF	-.7195549	.154459	-4.66	0.000	-1.024553	-.4145564
BUSR	.007485	.0031147	2.40	0.017	.0013346	.0136353
GROP	2.144962	1.143784	1.88	0.063	-.1135815	4.403505
LQDT	-.0085319	.0037756	-2.26	0.025	-.0159871	-.0010766
SHPP	.0117508	.015846	0.74	0.459	-.0195391	.0430406
INFL_CP	-.0948728	1.376185	-0.07	0.945	-2.812322	2.622576
SMDV	-.3039888	.4948085	-0.61	0.540	-1.28105	.6730722
LERT	.5538931	2.1392	0.26	0.796	-3.670224	4.77801
GDPG	-.0259077	.3150722	-0.08	0.935	-.6480571	.5962416
_cons	33.24496	40.72487	0.82	0.416	-47.17137	113.6613
sigma_u	9.3253205					
sigma_e	6.6023848					
rho	.66610146	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 23, 163) = 11.53 Prob > F = 0.0000

-> Sector = PR

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 176  
 Group variable: ID Number of groups = 29  
 R-sq: within = 0.3119 Obs per group: min = 1  
 between = 0.1977 avg = 6.1  
 overall = 0.2107 max = 9

corr(u\_i, Xb) = -0.4430 F(12,135) = 5.10  
 Prob > F = 0.0000

levl	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	10.90137	2.302497	4.73	0.000	6.347739	15.455
NDTS	-.8408735	3.284286	-0.26	0.798	-7.336181	5.654433
TNGB	-.1133562	.0552801	-2.05	0.042	-.2226833	-.0040291
PROF	-.4338732	.1452934	-2.99	0.003	-.7212189	-.1465275
BUSR	-.0001971	.0002438	-0.81	0.420	-.0006792	.000285
GROP	4.823479	2.480204	1.94	0.054	-.0816019	9.728561
LQDT	-.0087571	.0039142	-2.24	0.027	-.0164982	-.0010161
SHPP	-.0168307	.0094459	-1.78	0.077	-.0355117	.0018504
INFL_CP	1.577315	1.556807	1.01	0.313	-1.501569	4.6562
SMDV	.8113819	.5453698	1.49	0.139	-.2671917	1.889955
LERT	-.7001082	2.265009	-0.31	0.758	-5.179599	3.779382
GDPG	-.3083586	.3635897	-0.85	0.398	-1.027427	.4107101
_cons	-133.9087	33.24583	-4.03	0.000	-199.6588	-68.15872
sigma_u	10.960429					
sigma_e	7.196155					
rho	.69877876	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 28, 135) = 7.85 Prob > F = 0.0000

-> Sector = TEC

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 119  
 Group variable: ID Number of groups = 21

R-sq: within = 0.6308 Obs per group: min = 2  
 between = 0.5302 avg = 5.7  
 overall = 0.4952 max = 9

corr(u\_i, Xb) = -0.3330 F(12,86) = 12.24  
 Prob > F = 0.0000

levl	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	6.982151	3.279311	2.13	0.036	.4630971	13.5012
NDTS	.1594654	.5854891	0.27	0.786	-1.004448	1.323379
TNGB	-.1246036	.1037653	-1.20	0.233	-.3308822	.081675
PROF	-.0621273	.1291183	-0.48	0.632	-.318806	.1945513
BUSR	.001634	.0020111	0.81	0.419	-.0023639	.0056319
GROP	-5.932064	.8488279	-6.99	0.000	-7.619478	-4.24465
LQDT	-.0282308	.0053302	-5.30	0.000	-.0388269	-.0176347
SHPP	-.0165261	.0107139	-1.54	0.127	-.0378247	.0047724
INFL_CP	1.182402	1.755008	0.67	0.502	-2.30644	4.671243
SMDV	.7630402	.6192291	1.23	0.221	-.4679464	1.994027
LERT	-.3290914	2.696833	-0.12	0.903	-5.690218	5.032036
GDPG	.2536377	.4214394	0.60	0.549	-.584156	1.091431
_cons	-68.52125	47.00701	-1.46	0.149	-161.9681	24.92559
sigma_u	7.9103335					
sigma_e	6.8838867					
rho	.56904921	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 20, 86) = 5.48 Prob > F = 0.0000

-> Sector = TS

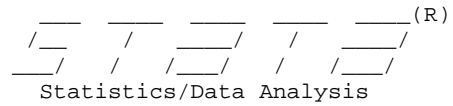
Fixed-effects (within) regression Number of obs = 560  
 Group variable: ID Number of groups = 76

R-sq: within = 0.4094 Obs per group: min = 1  
 between = 0.1593 avg = 7.4  
 overall = 0.1602 max = 9

corr(u\_i, Xb) = **-0.8246**                      F(12, 472) = **27.26**  
 Prob > F = **0.0000**

lev1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	13.14777	1.138207	11.55	0.000	10.91119	15.38435
NDTS	-1.277863	.4158489	-3.07	0.002	-2.095007	-.4607187
TNGB	.1677464	.03552	4.72	0.000	.0979495	.2375433
PROF	-.1796468	.0378587	-4.75	0.000	-.2540393	-.1052544
BUSR	.0011397	.00033	3.45	0.001	.0004913	.0017881
GROP	.7198116	.3866569	1.86	0.063	-.0399704	1.479594
LQDT	-.0131192	.0021042	-6.23	0.000	-.017254	-.0089844
SHPP	.0006408	.0060286	0.11	0.915	-.0112055	.012487
INFL_CP	.1346635	.8381142	0.16	0.872	-1.512233	1.78156
SMDV	.1717897	.2912637	0.59	0.556	-.4005442	.7441237
LERT	3.837526	1.187025	3.23	0.001	1.505019	6.170034
GDPG	-.3378846	.1943263	-1.74	0.083	-.7197363	.0439671
_cons	-175.0171	16.54717	-10.58	0.000	-207.5324	-142.5019
sigma_u	20.451249					
sigma_e	7.163505					
rho	.89071731	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0:            F( 75, 472) =            16.71                      Prob > F = 0.0000



User: HETATACHE Abdeslam  
Project: By Sector Results using Lev2{space -6}

```

1 . * ////////////////////////////////// Panel Data : My Case Study //////////////////////////////////
2 . * //////////////////////////////////Copyright 2017 by HETATACHE ABDESLAM //////////////////////////////////
3 . * //////////////////////////////////Copyright 2017 by HETATACHE ABDESLAM //////////////////////////////////
4 . global t time
5 . global ylist lev2
6 . global xlist SIZE NDTs TNGB PROF BUSR GROp LQDT SHPP INFL_CP SMDV LERT GDPG
7 . sort $id $t
8 . xtset $id $t
   panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2005 to 2015
   delta:            1 unit
9 . sort Sector
10 . by Sector : xtreg $ylist $xlist, fe
    
```

-> Sector = C

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      233
Group variable:  ID                   Number of groups =      29

R-sq:  within =  0.3332                Obs per group: min =      2
        between = 0.2508                avg =             8.0
        overall = 0.2891                max =             9

                                F(12,192)   =      7.99
corr(u_i, Xb) = -0.6030                Prob > F       =      0.0000
    
```

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	16.40189	2.559387	6.41	0.000	11.35377	21.45002
NDTS	1.431804	1.592768	0.90	0.370	-1.709765	4.573373
TNGB	.0370816	.0898109	0.41	0.680	-.1400611	.2142242
PROF	-.6071561	.1371407	-4.43	0.000	-.877652	-.3366602
BUSR	1.49e-06	.0005636	0.00	0.998	-.0011101	.0011131
GROp	5.253716	1.467349	3.58	0.000	2.359523	8.147909
LQDT	-.0035633	.0101642	-0.35	0.726	-.0236112	.0164845
SHPP	-.0018331	.0108787	-0.17	0.866	-.0232902	.0196239
INFL_CP	2.018357	1.577008	1.28	0.202	-1.092127	5.128842
SMDV	.6321077	.5523031	1.14	0.254	-.457253	1.721468
LERT	1.266119	2.297999	0.55	0.582	-3.266446	5.798684
GDPG	-.3957559	.3711008	-1.07	0.288	-1.127714	.336202
_cons	-215.8106	37.58516	-5.74	0.000	-289.9435	-141.6778
sigma_u	19.267501					
sigma_e	8.8124269					
rho	.82700011	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 28, 192) = 14.02 Prob > F = 0.0000

-> Sector = CP

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      532
Group variable:  ID                   Number of groups =      80

R-sq:  within =  0.2570                Obs per group: min =      1
        between = 0.1612                avg =             6.7
        overall = 0.1810                max =             9

                                F(12,440)   =     12.68
corr(u_i, Xb) = -0.2249                Prob > F       =      0.0000
    
```

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	8.395678	1.78648	4.70	0.000	4.884584	11.90677
NDTS	-.6670975	.5968873	-1.12	0.264	-1.840202	.5060069
TNGB	-.0421268	.0656927	-0.64	0.522	-.1712372	.0869837
PROF	-.303107	.0638814	-4.74	0.000	-.4286576	-.1775565
BUSR	-.0005494	.0004748	-1.16	0.248	-.0014826	.0003838
GROP	1.133301	.2184537	5.19	0.000	.7039589	1.562644
LQDT	-.0188581	.0037117	-5.08	0.000	-.026153	-.0115632
SHPP	-.0183274	.0110257	-1.66	0.097	-.0399971	.0033422
INFL_CP	.4697535	1.031475	0.46	0.649	-1.557477	2.496984
SMDV	.3797776	.3606217	1.05	0.293	-.3289776	1.088533
LERT	3.10455	1.509214	2.06	0.040	.1383861	6.070714
GDPG	-.5480286	.2379785	-2.30	0.022	-1.015744	-.0803128
_cons	-90.28188	22.94302	-3.94	0.000	-135.3734	-45.19036
sigma_u	15.765973					
sigma_e	8.5405767					
rho	.77312664	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 79, 440) = 15.02 Prob > F = 0.0000

-> Sector = INF

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 27  
 Number of groups = 3  
 R-sq: within = 0.8998  
 between = 0.0324  
 overall = 0.3442  
 Obs per group: min = 9  
 avg = 9.0  
 max = 9  
 F(12,12) = 8.98  
 corr(u\_i, Xb) = -0.0548  
 Prob > F = 0.0003

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	34.52786	15.86695	2.18	0.050	-.0432567	69.09897
NDTS	-1.108322	.7288046	-1.52	0.154	-2.69625	.4796072
TNGB	-.423356	.2570517	-1.65	0.125	-.9834236	.1367116
PROF	-.3662865	.2868972	-1.28	0.226	-.9913819	.2588089
BUSR	.0598297	.0274934	2.18	0.050	-.0000734	.1197327
GROP	.5183974	.1267265	4.09	0.001	.2422841	.7945107
LQDT	.024028	.0347758	0.69	0.503	-.0517419	.0997979
SHPP	-.028394	.0925219	-0.31	0.764	-.2299818	.1731938
INFL_CP	-2.56098	5.087323	-0.50	0.624	-13.6453	8.523345
SMDV	.1639567	1.894534	0.09	0.932	-3.963878	4.291791
LERT	-7.424168	7.730943	-0.96	0.356	-24.26845	9.42011
GDPG	.1791807	1.339634	0.13	0.896	-2.739631	3.097993
_cons	-418.8326	230.616	-1.82	0.094	-921.3017	83.63653
sigma_u	27.874271					
sigma_e	8.3538816					
rho	.91758332	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 2, 12) = 39.03 Prob > F = 0.0000

-> Sector = IP

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 994  
 Number of groups = 139  
 R-sq: within = 0.2816  
 between = 0.0745  
 overall = 0.0983  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 7.2  
 max = 9  
 F(12,843) = 27.54  
 corr(u\_i, Xb) = -0.3136  
 Prob > F = 0.0000

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	8.060715	1.119164	7.20	0.000	5.864039	10.25739
NDTS	-.3822744	.2681269	-1.43	0.154	-.9085491	.1440003
TNGB	.1876317	.0339036	5.53	0.000	.1210864	.254177
PROF	-.1418477	.0336648	-4.21	0.000	-.2079243	-.0757711
BUSR	.0002808	.0001672	1.68	0.093	-.0000474	.0006091
GROP	-.8554386	.5576154	-1.53	0.125	-1.949916	.239039
LQDT	-.0059459	.0011553	-5.15	0.000	-.0082134	-.0036783
SHPP	-.0027614	.004195	-0.66	0.511	-.0109953	.0054726
INFL_CP	-.9516629	.6873722	-1.38	0.167	-2.300825	.3974989
SMDV	-.231749	.2379729	-0.97	0.330	-.6988378	.2353399
LERT	6.255243	.982723	6.37	0.000	4.326372	8.184114
GDPG	-.1543371	.1602932	-0.96	0.336	-.4689576	.1602835
_cons	-107.3134	15.00039	-7.15	0.000	-136.7559	-77.87088
sigma_u	16.016422					
sigma_e	7.8363605					
rho	.80685147	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 138, 843) = 20.05 Prob > F = 0.0000

-> Sector = PL

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 199  
 Number of groups = 24  
 R-sq: within = 0.1832  
 between = 0.4806  
 overall = 0.3780  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 8.3  
 max = 9  
 F(12,163) = 3.05  
 Prob > F = 0.0007  
 corr(u\_i, Xb) = 0.2703

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-1.137599	3.005229	-0.38	0.706	-7.071798	4.7966
NDTS	1.014566	1.206368	0.84	0.402	-1.367559	3.396691
TNGB	-.013254	.058293	-0.23	0.820	-.1283608	.1018527
PROF	-.7593759	.1836356	-4.14	0.000	-1.121987	-.3967645
BUSR	.0071576	.003703	1.93	0.055	-.0001545	.0144698
GROP	3.601686	1.359839	2.65	0.009	.9165133	6.286858
LQDT	-.0114385	.0044887	-2.55	0.012	-.0203021	-.0025749
SHPP	.0106157	.0188392	0.56	0.574	-.0265847	.0478161
INFL_CP	.4967031	1.636141	0.30	0.762	-2.73406	3.727467
SMDV	-.0595247	.5882756	-0.10	0.920	-1.221148	1.102099
LERT	-.2042393	2.543285	-0.08	0.936	-5.226273	4.817794
GDPG	-.1306423	.374588	-0.35	0.728	-.870313	.6090283
_cons	39.71874	48.41762	0.82	0.413	-55.88789	135.3254
sigma_u	10.823112					
sigma_e	7.8495463					
rho	.6553085	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 23, 163) = 11.24 Prob > F = 0.0000

-> Sector = PR

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 176  
 Number of groups = 29  
 R-sq: within = 0.3518  
 between = 0.2194  
 overall = 0.2580  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 6.1  
 max = 9  
 F(12,135) = 6.10  
 Prob > F = 0.0000  
 corr(u\_i, Xb) = -0.3480

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	13.74932	3.026364	4.54	0.000	7.7641	19.73453
NDTS	-3.810453	4.316811	-0.88	0.379	-12.34778	4.726871
TNGB	-.1844567	.0726593	-2.54	0.012	-.3281544	-.0407589
PROF	-.5712116	.1909712	-2.99	0.003	-.9488939	-.1935292
BUSR	-.0002956	.0003204	-0.92	0.358	-.0009293	.0003381
GROP	8.568348	3.25994	2.63	0.010	2.121191	15.01551
LQDT	-.0144223	.0051448	-2.80	0.006	-.024597	-.0042475
SHPP	-.0218516	.0124155	-1.76	0.081	-.0464056	.0027025
INFL_CP	2.033804	2.046241	0.99	0.322	-2.013031	6.080638
SMDV	1.053542	.716825	1.47	0.144	-.3641175	2.471201
LERT	-.0507569	2.97709	-0.02	0.986	-5.938524	5.837011
GDPG	-.4674356	.4778963	-0.98	0.330	-1.412567	.4776962
_cons	-170.4946	43.69777	-3.90	0.000	-256.9153	-84.07382
sigma_u	14.440171					
sigma_e	9.4585065					
rho	.69976919	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 28, 135) = 8.30 Prob > F = 0.0000

-> Sector = TEC

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 117  
 Number of groups = 21  
 R-sq: within = 0.6252  
 between = 0.4731  
 overall = 0.4872  
 Obs per group: min = 2  
 avg = 5.6  
 max = 9  
 F(12, 84) = 11.68  
 corr(u\_i, Xb) = -0.4949  
 Prob > F = 0.0000

lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	10.32846	2.984162	3.46	0.001	4.394125	16.26279
NDTS	.0408826	.5330468	0.08	0.939	-1.019139	1.100905
TNGB	.1039392	.0955472	1.09	0.280	-.086067	.2939454
PROF	-.291626	.1199419	-2.43	0.017	-.5301437	-.0531084
BUSR	.0011817	.0018212	0.65	0.518	-.00244	.0048034
GROP	2.436472	1.290484	1.89	0.062	-.1297977	5.002741
LQDT	-.030503	.0049219	-6.20	0.000	-.0402908	-.0207152
SHPP	-.0117322	.0096929	-1.21	0.230	-.0310075	.0075431
INFL_CP	-1.765866	1.630296	-1.08	0.282	-5.007889	1.476158
SMDV	-.4540893	.5800719	-0.78	0.436	-1.607626	.6994474
LERT	2.011371	2.462115	0.82	0.416	-2.884814	6.907556
GDPG	.287089	.3844489	0.75	0.457	-.4774299	1.051608
_cons	-109.5381	42.78443	-2.56	0.012	-194.6197	-24.45661
sigma_u	11.565013					
sigma_e	6.214889					
rho	.77592467	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 20, 84) = 6.25 Prob > F = 0.0000

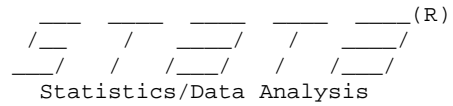
-> Sector = TS

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 559  
 Number of groups = 76  
 R-sq: within = 0.4275  
 between = 0.0974  
 overall = 0.1514  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 7.4  
 max = 9  
 F(12, 471) = 29.31  
 corr(u\_i, Xb) = -0.8277  
 Prob > F = 0.0000



lev2	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	17.09013	1.423223	12.01	0.000	14.29347	19.88678
NDTS	-1.041238	.5199716	-2.00	0.046	-2.062989	-.0194863
TNGB	.1808307	.0444123	4.07	0.000	.09356	.2681013
PROF	-.2124641	.0474895	-4.47	0.000	-.3057816	-.1191465
BUSR	.001035	.0004127	2.51	0.012	.0002241	.0018459
GROP	1.805617	.4864198	3.71	0.000	.8497954	2.761438
LQDT	-.0173608	.0026372	-6.58	0.000	-.0225429	-.0121788
SHPP	-.0050314	.0075456	-0.67	0.505	-.0198587	.0097958
INFL_CP	.0725881	1.050202	0.07	0.945	-1.991072	2.136248
SMDV	.2699689	.3646777	0.74	0.459	-.4466277	.9865654
LERT	5.158572	1.487396	3.47	0.001	2.235819	8.081325
GDPG	-.4119523	.2433631	-1.69	0.091	-.8901641	.0662594
_cons	-231.1439	20.69137	-11.17	0.000	-271.8027	-190.485
sigma_u	28.159599					
sigma_e	8.9568511					
rho	.90812384	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 75, 471) = 16.56 Prob > F = 0.0000



User: HETATACHE Abdeslam  
 Project: By Sector Results using Lev3{space -6}

```

1 . * ////////////////////////////////// Panel Data : My Case Study //////////////////////////////////
2 . * ////////////////////////////////// Copyright 2017 by HETATACHE ABDESLAM //////////////////////////////////
3 . global t time
4 . global ylist lev3
5 . global xlist SIZE NDTS TNGB PROF BUSR GROU LQDT SHPP INFL_CP SMDV LERT GDPG
6 . sort $id $t
7 . xtset $id $t
   panel variable:  ID (strongly balanced)
   time variable:  time, 2005 to 2015
   delta:          1 unit
8 . sort Sector
9 . by Sector : xtreg $ylist $xlist, fe
    
```

-> Sector = C

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =          237
Group variable:  ID                       Number of groups =           29

R-sq:  within =  0.2916                    Obs per group:  min =           2
        between = 0.2103                      avg =           8.2
        overall = 0.2357                      max =           9

                                         F(12,196)       =          6.72
corr(u_i, Xb) = -0.6735                    Prob > F        =          0.0000
    
```

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	14.44398	2.31012	6.25	0.000	9.8881	18.99987
NDTS	-2.17167	1.442978	-1.50	0.134	-5.017427	.6740862
TNGB	.1649982	.0791792	2.08	0.038	.0088455	.3211508
PROF	-.1112678	.1232762	-0.90	0.368	-.3543859	.1318503
BUSR	.0000837	.0005139	0.16	0.871	-.0009298	.0010972
GROU	2.503873	.9578959	2.61	0.010	.6147665	4.392979
LQDT	.0260126	.0091588	2.84	0.005	.0079501	.0440751
SHPP	-.012733	.0096193	-1.32	0.187	-.0317037	.0062377
INFL_CP	1.918614	1.424647	1.35	0.180	-.8909919	4.72822
SMDV	.7696815	.4995343	1.54	0.125	-.2154707	1.754834
LERT	-.5215075	2.077065	-0.25	0.802	-4.617773	3.574758
GDPG	.0514218	.3356402	0.15	0.878	-.610508	.7133517
_cons	-199.7216	34.02787	-5.87	0.000	-266.8294	-132.6139
sigma_u	16.343252					
sigma_e	8.0535307					
rho	.80461768	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 28, 196) = 15.00 Prob > F = 0.0000

-> Sector = CP

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =          533
Group variable:  ID                       Number of groups =           80

R-sq:  within =  0.1133                    Obs per group:  min =           1
        between = 0.0658                      avg =           6.7
        overall = 0.1183                      max =           9

                                         F(12,441)       =          4.69
corr(u_i, Xb) = -0.0420                    Prob > F        =          0.0000
    
```

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	2.740811	1.544974	1.77	0.077	-.2956151	5.777237
NDTS	-1.005952	.5210037	-1.93	0.054	-2.029911	.0180067
TNGB	-.0056251	.0571224	-0.10	0.922	-.1178911	.106641
PROF	-.2236402	.0557628	-4.01	0.000	-.333234	-.1140464
BUSR	.0003852	.0004184	0.92	0.358	-.0004371	.0012075
GROP	.913736	.1925638	4.75	0.000	.5352793	1.292193
LQDT	-.0061163	.0032672	-1.87	0.062	-.0125375	.0003049
SHPP	-.0051525	.0095916	-0.54	0.591	-.0240034	.0136984
INFL_CP	-.5627348	.9088469	-0.62	0.536	-2.348944	1.223475
SMDV	-.1219609	.3178413	-0.38	0.701	-.7466328	.5027111
LERT	2.674608	1.329433	2.01	0.045	.0617961	5.287421
GDPG	-.4903909	.2093187	-2.34	0.020	-.901777	-.0790049
_cons	-27.12662	19.74113	-1.37	0.170	-65.92502	11.67177
sigma_u	11.682248					
sigma_e	7.5312426					
rho	.70641191	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 79, 441) = 8.92 Prob > F = 0.0000

-> Sector = INF

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 27  
 Number of groups = 3  
 R-sq: within = 0.9106  
 between = 0.0098  
 overall = 0.2945  
 Obs per group: min = 9  
 avg = 9.0  
 max = 9  
 F(12,12) = 10.18  
 corr(u\_i, Xb) = -0.0524  
 Prob > F = 0.0002

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	25.00286	14.09877	1.77	0.102	-5.715729	55.72144
NDTS	.1858984	.6475883	0.29	0.779	-1.225075	1.596872
TNGB	-.2732529	.2284065	-1.20	0.255	-.7709078	.224402
PROF	-.6815046	.2549261	-2.67	0.020	-1.236941	-.1260685
BUSR	.0276822	.0244296	1.13	0.279	-.0255454	.0809097
GROP	.3809271	.1126044	3.38	0.005	.1355833	.6262709
LQDT	.0430739	.0309004	1.39	0.189	-.0242524	.1104002
SHPP	-.070243	.0822114	-0.85	0.410	-.2493663	.1088803
INFL_CP	-2.534896	4.520403	-0.56	0.585	-12.38401	7.314216
SMDV	.9446305	1.683411	0.56	0.585	-2.723208	4.612469
LERT	-9.430612	6.869424	-1.37	0.195	-24.3978	5.536577
GDPG	.7797569	1.190348	0.66	0.525	-1.813789	3.373303
_cons	-292.2176	204.9167	-1.43	0.179	-738.6927	154.2574
sigma_u	29.005805					
sigma_e	7.4229437					
rho	.93853433	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 2, 12) = 58.03 Prob > F = 0.0000

-> Sector = IP

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 998  
 Number of groups = 139  
 R-sq: within = 0.1868  
 between = 0.0792  
 overall = 0.0825  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 7.2  
 max = 9  
 F(12,847) = 16.22  
 corr(u\_i, Xb) = -0.5442  
 Prob > F = 0.0000

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	7.094817	.8790258	8.07	0.000	5.369493	8.820142
NDTS	-.3124096	.2135148	-1.46	0.144	-.7314897	.1066706
TNGB	.1664521	.0269335	6.18	0.000	.1135878	.2193164
PROF	-.0083041	.0264169	-0.31	0.753	-.0601544	.0435463
BUSR	.0002709	.0001333	2.03	0.042	9.34e-06	.0005325
GROP	.4404972	.4146608	1.06	0.288	-.3733861	1.254381
LQDT	.0006075	.0009198	0.66	0.509	-.0011978	.0024127
SHPP	-.0062321	.0033396	-1.87	0.062	-.0127869	.0003227
INFL_CP	-.4916111	.5464935	-0.90	0.369	-1.564251	.5810292
SMDV	-.0705106	.1891145	-0.37	0.709	-.4416986	.3006774
LERT	3.777913	.78127	4.84	0.000	2.24446	5.311365
GDPG	-.1865204	.1274839	-1.46	0.144	-.4367419	.063701
_cons	-102.534	11.79366	-8.69	0.000	-125.6822	-79.38572
sigma_u	10.473083					
sigma_e	6.2471297					
rho	.73756924	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 138, 847) = 11.72 Prob > F = 0.0000

-> Sector = PL

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 199  
 Number of groups = 24  
 R-sq: within = 0.1397  
 between = 0.3867  
 overall = 0.2818  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 8.3  
 max = 9  
 F(12,163) = 2.21  
 corr(u\_i, Xb) = 0.1518  
 Prob > F = 0.0136

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	-2.128754	2.900651	-0.73	0.464	-7.856451	3.598942
NDTS	.6864152	1.164388	0.59	0.556	-1.612815	2.985645
TNGB	.0157483	.0562645	0.28	0.780	-.0953529	.1268496
PROF	-.6507352	.1772453	-3.67	0.000	-1.000728	-.3007422
BUSR	.006367	.0035742	1.78	0.077	-.0006907	.0134246
GROP	3.2036	1.312519	2.44	0.016	.6118682	5.795332
LQDT	-.0066848	.0043325	-1.54	0.125	-.0152399	.0018704
SHPP	.0187223	.0181836	1.03	0.305	-.0171835	.0546282
INFL_CP	.2920467	1.579205	0.18	0.854	-2.82629	3.410384
SMDV	-.1219128	.5678044	-0.21	0.830	-1.243113	.9992878
LERT	-.404753	2.454782	-0.16	0.869	-5.252026	4.44252
GDPG	-.2062886	.3615528	-0.57	0.569	-.9202197	.5076424
_cons	48.26828	46.73275	1.03	0.303	-44.01136	140.5479
sigma_u	8.4563809					
sigma_e	7.5763922					
rho	.55472201	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 23, 163) = 6.62 Prob > F = 0.0000

-> Sector = PR

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 176  
 Number of groups = 29  
 R-sq: within = 0.3040  
 between = 0.1573  
 overall = 0.1075  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 6.1  
 max = 9  
 F(12,135) = 4.91  
 corr(u\_i, Xb) = -0.5729  
 Prob > F = 0.0000

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	13.77269	2.964991	4.65	0.000	7.908855	19.63653
NDTS	-6.201972	4.229268	-1.47	0.145	-14.56616	2.16222
TNGB	-.0413272	.0711858	-0.58	0.563	-.1821108	.0994564
PROF	-.339564	.1870985	-1.81	0.072	-.7095872	.0304592
BUSR	-.0002191	.0003139	-0.70	0.486	-.0008399	.0004017
GROP	6.983344	3.19383	2.19	0.031	.6669317	13.29976
LQDT	.0015303	.0050404	0.30	0.762	-.0084381	.0114987
SHPP	-.0146849	.0121637	-1.21	0.229	-.038741	.0093712
INFL_CP	.9981571	2.004744	0.50	0.619	-2.96661	4.962924
SMDV	.4716122	.7022881	0.67	0.503	-.9172977	1.860522
LERT	-1.216361	2.916716	-0.42	0.677	-6.984728	4.552005
GDPG	-.3453629	.4682048	-0.74	0.462	-1.271328	.5806022
_cons	-168.2213	42.8116	-3.93	0.000	-252.8895	-83.55311
sigma_u	13.580487					
sigma_e	9.2666933					
rho	.68231146	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 28, 135) = 7.50 Prob > F = 0.0000

-> Sector = TEC

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 119  
 Number of groups = 21  
 R-sq: within = 0.4997  
 between = 0.2861  
 overall = 0.2698  
 Obs per group: min = 2  
 avg = 5.7  
 max = 9  
 F(12,86) = 7.16  
 corr(u\_i, Xb) = -0.7417  
 Prob > F = 0.0000

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	11.04119	2.945227	3.75	0.000	5.186271	16.89611
NDTS	-.1460038	.524529	-0.28	0.781	-1.188733	.8967253
TNGB	.247617	.091265	2.71	0.008	.0661882	.4290457
PROF	-.1590975	.1129868	-1.41	0.163	-.3837078	.0655128
BUSR	-.0002359	.001795	-0.13	0.896	-.0038043	.0033324
GROP	1.627441	1.232509	1.32	0.190	-.8227055	4.077588
LQDT	-.0140601	.0047851	-2.94	0.004	-.0235727	-.0045476
SHPP	-.0076008	.0095697	-0.79	0.429	-.0266246	.0114231
INFL_CP	-3.229407	1.583155	-2.04	0.044	-6.376615	-.0821992
SMDV	-1.028212	.5648358	-1.82	0.072	-2.151069	.0946442
LERT	4.202236	2.419034	1.74	0.086	-.6066436	9.011116
GDPG	.4871123	.3766457	1.29	0.199	-.2616346	1.235859
_cons	-134.863	42.1747	-3.20	0.002	-218.7036	-51.0225
sigma_u	12.663235					
sigma_e	6.1380209					
rho	.80975225	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 20, 86) = 8.32 Prob > F = 0.0000

-> Sector = TS

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: ID  
 Number of obs = 560  
 Number of groups = 76  
 R-sq: within = 0.2376  
 between = 0.2493  
 overall = 0.2767  
 Obs per group: min = 1  
 avg = 7.4  
 max = 9  
 F(12,472) = 12.26  
 corr(u\_i, Xb) = -0.6960  
 Prob > F = 0.0000

lev3	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SIZE	10.64851	1.394599	7.64	0.000	7.908122	13.3889
NDTS	-1.496407	.5095228	-2.94	0.003	-2.49762	-.495193
TNGB	.2672929	.0435212	6.14	0.000	.1817736	.3528122
PROF	-.1776004	.0463867	-3.83	0.000	-.2687504	-.0864503
BUSR	.0009474	.0004043	2.34	0.020	.0001529	.0017418
GROP	-.7147417	.4737551	-1.51	0.132	-1.645672	.2161884
LQDT	-.002407	.0025782	-0.93	0.351	-.0074732	.0026592
SHPP	.0158393	.0073866	2.14	0.033	.0013245	.0303541
INFL_CP	.1173319	1.026907	0.11	0.909	-1.900544	2.135208
SMDV	-.0208757	.3568737	-0.06	0.953	-.7221334	.680382
LERT	3.217381	1.454414	2.21	0.027	.3594537	6.075308
GDPG	-.2847023	.2381002	-1.20	0.232	-.7525697	.1831651
_cons	-143.8142	20.27458	-7.09	0.000	-183.6538	-103.9746
sigma_u	16.551684					
sigma_e	8.777153					
rho	.78051524	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F( 75, 472) = 10.99 Prob > F = 0.0000

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## ملخص البحث

تناولت الأدبيات المالية التقليدية في إطار نظرية الهيكل التمويلي كيفية اختيار المزيح الأمثل بين الأموال المملوكة والاقتراض بفوائد، وكذا المحددات المؤثرة على الخيارات التمويلية للمؤسسات، وذلك في إطار مجموعة من النظريات الأخرى أبرزها النظرية السلمية للتمويل، النظرية التفاضلية، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، وغيرها من النظريات المساهمة في تفسير تركيبة المزيح التمويلي.

هدفت هذه الدراسة لتناول نظرية الهيكل التمويلي في إطار النظام الإسلامي القائم على صيغ تمويلية بديلة، والذي يستثني القروض بفوائد كأحد البدائل التمويلية. وباعتباره كان محور النظرية التقليدية، فذلك يستدعي إعادة صياغة كيفية اختيار المزيح التمويلي في إطار خصوصية وضوابط هذا النظام.

توصلت الدراسة إلى تأكيد خصوصية التمويل في إطار الاقتصاد الإسلامي؛ من حيث انخفاض نسبة الديون في المزيح التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة التي شملتها الدراسة، وكذا من حيث ارتفاع نسبة التمويل متوسط وقصير الأجل مقارنة بالتمويل طويل الأجل. كما خلصت الدراسة إلى أن المتغيرات الداخلية: حجم المؤسسة، مادية الأصول، وفرص النمو تؤثر إيجابيا في زيادة نسبة الديون في المزيح التمويلي، مقابل تأثير عكسي لمتغيرات الربحية والوفر الضريبي لغير الديون، بينما كان تأثير مخاطر الأعمال ضعيفا.

كما توصلت الدراسة، من جانب آخر، إلى أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة محل الدراسة قليلة التأثير بالمحددات الخارجية مقارنة بالداخلية، فباستثناء التأثير الطردي لعامل معدلات الإقراض، والتأثير العكسي لمعدلات النمو الاقتصادي بدرجة أقل، كان عاملي التضخم ودرجة تطور السوق المالية عديدي الدلالة والمعنوية الإحصائية.

## Abstract

In the context of the capital structure theory, the traditional financial literature has dealt with how to choose the optimum combination between equity and dept., as well as on the determinants affecting the financing choices of firms. These determinants were explained in the context of a variety of other theories; especially Packing-Order Theory, the Trade-Off Theory, Signal Theory, Agency Theory, etc.

This study aimed to address the financing structure theory under the Islamic system, which is based on alternative financing modes that excludes interest loans. This latter constitutes the most pillar of the traditional theory, and thus, it appears the necessity for the reformulation of how to choose the funding mix in the Islamic system, taking in consideration its rules and specifications.

The study has confirmed the lower debt ratio in the financing mix of the surveyed firms, and the high proportion of medium and short term financing compared to the long-term one. It also concluded that the internal variables: size, tangibility, and growth opportunities have a positive impact on increasing the debt ratio in the funding mix, against a negative effect for the variables: profitability, liquidity, non-debt tax shields, while the effect of business risk variable is almost non-existent.

For the macroeconomic external variables, the study found that they are less influencing the financing structure than the above-mentioned variables; with the exception of the positive effect of lending rates, and the reverse effect of the economic growth, there were no statistical significant effect of inflation and stock market development on the financing mix for the studied firms.