

الخطر المالي وخلق القيمة في المالية الاسلامية: دراسة تطبيقية

Financial risk & value creation in islamic finance: Applied studyبلعابد منال¹، غفوري ليلي²**Belabed Manel¹, Ghafouri Leila²**¹ جامعة عنابة (الجزائر)، مخبر LFIEGE manel.belabed@univ-annaba.org² جامعة عنابة (الجزائر)، مخبر LFIEG ghaforileila@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2020/09/01 تاريخ القبول: 2021/06/21 تاريخ النشر: 2021/07/29

ملخص

تهدف الدراسة لإظهار المالية الاسلامية كبديل للتحوط من المخاطر، فاتباع سياسة استثمارية وتمويلية متحفظة قد يؤدي لتخفيض المخاطر المالية والعوائد مما قد يضر بفرص خلق قيمة في الشركة. باستخدام نموذج الانحدار لبيانات البانل على عينة من 55 شركة كويتية للفترة من 2014-2018، وجدنا تأثير سلبي معنوي لمعامل الشريعة الاسلامية على الخطر المالي، في حين غياب الأثر على القيمة. **كلمات مفتاحية:** الكلمات المفتاحية: مالية اسلامية، خطر مالي، خلق القيمة، تكاليف وكالة.

تصنيفات JEL : G13, G32, Z12

Abstract:

The study aim to show islamic finance as alternative for hedging, When the adoption of restrictive investment and financing policy may reduce financial risks and returns, which may lose the opportunities of creating value in the company. Using a regression model of the Panel data on a sample of 55 Kuwaiti companies for the period 2014-2018, we found a significant negative effect of the Islamic Sharia coefficient on financial risk, while the absence of the effect on the value.

Keywords: Islamic finance; financial risk; value creation; agency cost.**JEL Classification Codes:** G13, G32, Z12¹ المؤلف المرسل: بلعابد منال، الإيميل: manel.belabed@univ-annaba.org

1. مقدمة

يعد موضوع تمويل الشركات من أهم مواضيع الإدارة المالية لما له من أثر على أداء الشركة وتعزيز تنافسيتها سعيًا لتحقيق الهدف الاستراتيجي بتعظيم قيمة الشركة. ان اختيار الهيكل التمويلي يخضع لأساس العائد والمخاطرة، ويزخر الأدب المالي بالنظريات التي تدرس تأثير مصادر التمويل على القيمة، الا أن هناك القلة من الدراسات التي أدرجت التمويل الاسلامي في الهيكل التمويلي لتحديد أثره على قيمة الشركة ومخاطرها المالية، وهذا لا يعكس عدم الاهتمام بالموضوع بل لحدائته. ان أغلب الدراسات في التمويل الاسلامي كانت تركز على الشركات المالية خاصة البنوك الاسلامية، الا أن هناك القلة التي اهتمت بموضوع تمويل الشركات المتوافقة مع مبادئ النظرية المالية الاسلامية.

تتميز الشركات القائمة على مبادئ الشريعة الاسلامية بسمات معينة تختلف عن الشركات التقليدية، حيث تخضع لمعايير كمية ونوعية فيما يخص الأنشطة، نسب المديونية، السيولة، الإيرادات وغيرها للتأكد من مطابقتها للشروط الموضوعية. ان الامتثال لمبادئ الشريعة قد يساهم بطريقة غير مباشرة في تخفيض المخاطر المالية لانخفاض الاعتماد على المديونية من خلال تحريم الربا واعتماد قاعدة الغنم بالغرر التي تفيد بتجنب الاستثمارات التي ترتفع فيها حالة عدم التأكد. فالشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ينخفض فيها خطر الرفع المالي وتعتمد سياسة استثمارية متحفظة بتجنب الاستثمارات المخاطرة ومنع عمليات المضاربة. الا أن هذه السياسة المتحفظة قد تضر بقيمة الشركة من خلال انخفاض العوائد التي ترتبط ايجابا مع المخاطرة. لذلك سنحاول في بحثنا هذا الاجابة على الاشكالية التالية:

ما هو أثر اعتماد مبادئ النظرية المالية الاسلامية على المخاطر المالية وخلق القيمة في الشركات؟

وفي ظل هذه الدراسة انطلقنا من الفرضيتين التاليتين

1- الامتثال لمبادئ النظرية المالية الاسلامية يخفض المخاطر المالية للشركات.

2- الامتثال لمبادئ النظرية المالية الاسلامية يخفض قدرة الشركات على خلق القيمة.

أهداف الدراسة: تساهم الدراسة في أدبيات التمويل الاسلامي بالنقاط التالية:

- إضافة دراسة علمية من منظور تمويل الشركات وتحليل المخاطر المالية.
- تقديم نتائج مختبرة على مساهمة النظرية المالية الإسلامية في تخفيض المخاطر المالية.
- تقديم أصول الشركات المتوافقة مع مبادئ المالية الإسلامية للمستثمر المتجنب للخطر كبداية آمنة عن الأصول التقليدية عند تشكيل المحفظة.

منهج الدراسة: من أجل اختبار الفرضيات تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاعتماد على الأدبيات والدراسات السابقة لتغطية الجانب النظري، واعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات باستخدام برمجية Eviews10

2. الخطر المالي وخلق القيمة في النظرية المالية التقليدية

إن أهم الأعمال الرائدة في النظرية المالية للخطر تعود لنظرية المحفظة لماركوفيتز، الذي يحدد العلاقة بين العائد والمخاطرة وتأثير التنوع على درجة المخاطرة، ووفقا لهذا فإنه مع زيادة المخاطرة يزداد العائد المطلوب من طرف المساهمين والدائنين الذي يمثل معدل الخصم في نموذج تقييم الشركة. وفقا للنظرية المالية الحديثة فإن قيمة الشركة تتحدد بمجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والتي تزداد بفرص النمو وتخصم بمعدل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، ويكمن تأثير الخطر على قيمة الشركة من خلال المحددات السابقة. (Damodaran, 2005, p. 40)

تقوم أنشطة تسيير المخاطر بالتنسيق بين القرارات المالية والاستثمارية لتحقيق ثبات التدفقات النقدية، من خلال إدارة أفضل لأصولها مما يزيد من احتمال وجود موارد داخلية يمكن الاعتماد عليها لتمويل الفرص الاستثمارية وحل مشكلة ضعف الاستثمار، بقيام باستثمارات ذات مردودية عالية مع تقليل اللجوء للتمويل الخارجي المكلف تستطيع الشركة تحقيق عائد أفضل ومعدل نمو أكبر (Boyer, Boyer, & Garcia, 2005, p. 5). وفقا لنموذج القيمة فإن انخفاض تكلفة رأس المال يزيد من قيمة الشركة، فإذا تم إدارة المخاطر بشكل مناسب يمكن تقليل تكلفة رأس المال من خلال تخفيض احتمال العجز المالي، كما قد تحصل الشركة على تصنيف ائتماني أفضل مما يحسن ملاءمتها المالية ويسهل الحصول على الديون بتكلفة أقل وشروط تعاقدية أفضل، كما أن ثبات العوائد يخفف من تكلفة حقوق الملكية

بتدني درجة المخاطرة، وهو ما يسمح بالوصول للمزيج الأمثل لتركيبية رأسمال التي تحقق ميزة الوفر الضريبي وتخلق قيمة للشركة. ان النظرية المالية تزخر بالدراسات التي تحدد العلاقة بين الخطر والقيمة، من أبرزها:

- نظرية مودجيني وميلر:

يجد كل منهما أن القرارات المالية بما فيها تسيير المخاطر المالية لا يؤثر على قيمة الشركة والتي ترتبط بقدرتها على القيام باستثمارات تزيد من التدفقات النقدية مهما كان هيكل التمويل المعتمد. تستمد هذه النظرية جدورها في ظل غياب الضرائب وكفاءة الأسواق المالية، يكون للمستثمر جميع المعلومات عن المخاطر التي تتعرض لها الشركة ويمكنه اختيار الادوات المناسبة لإدارة مخاطره بنفسه. الا أنهما في مقالهم الثاني في حال وجود الضرائب يظهر تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة من خلال ميزة الوفر الضريبي للديون، حيث تسمح أنشطة ادارة المخاطر بتحسين ملاءة الشركة ورفع المديونية للمستوى الأمثل لتقليل تكلفة رأسمال (Milos Sprcic, 2013, p. 18)

-نظرية الموازنة: The dynamique Trade Off Theory

كانت المساهمة الكبرى لأعمال Myers & Stulz 1984 ومكلنج وجونسيون 1976 الذي يعتمد لتحليل العلاقة بين أثر المخاطر المالية وخلق القيمة في الشركة من خلال الاعتماد على تكاليف الضرائب، الافلاس والوكالة كما يلي:

اقترح ستولز 1985 أنه يجب على الشركة الموازنة بين مزايا الوفر الضريبي الذي يمنحه التمويل بالديون وتكاليف العجز المالي والوكالة التي تزداد مع زيادة الخطر المالي للاعتماد على الرفع المالي، فأصل الخطر في احتمال انخفاض التدفقات المتوقعة عن الفوائد المستحقة. ان عدم التأكد من التدفقات يمكن أن يخلق عنه أزمة سيولة تعرضها للعجز المالي الذي ينجر عنه تكاليف مباشرة من مصاريف ادارية وقانونية للإفلاس، وتكاليف غير مباشرة كخسارة ثقة العملاء، تسهيلات من الموردين وسمعة الشركة. كما ان تفويض السلطة للمسيرين يخلق تكاليف وكالة مع المساهمين والدائنين كضباغ فرص استثمارية خلال رفض المساهمين لاستثمارات مربحة أو اقتراح مشاريع خطيرة في حالة توقع الاستحواذ على الشركة

للحصول على اما عوائد مرتفعة جدا (او خسائر كبيرة) لسداد الاستدانة الكبيرة، كما يتم فرض شروط تقييدية من طرف الدائنين. (Milos Spric, Zagar, Sevic, & Marc, 2016, p. 72) ان أنشطة تسيير المخاطر المالية تمكن من تقليل تقلب التدفقات النقدية والتي يمكن من خلالها تقليل تكاليف الوكالة بضمن ايرادات ثابتة تغطي التزامات الدائنين وتخفيض احتمال العجز المالي وتحسين العلاقات التعاقدية بين أصحاب المصالح من خلال تعزيز سمعة الشركة مما يقلل الأخطار الخلقية للوكالة، تقليل مشكل ضعف الاستثمار من خلال توفير تدفقات ثابتة يمكن اعتمادها كموارد داخلية تحفز المساهم للاستثمار وتقلل الحاجة للجوء للتمويل الخارجي. (Louati, 2017, p. 64)

- نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل: The Pcking off Theory

حسب 1984 Majluf & Myers تظهر الشركات تدرج في استخدامها لمصادر التمويل، فهي تفضل أولاً أن تستخدم التمويل الداخلي لأنه لا يترتب عنه تكاليف اصدار ولا يواجه معارضة. وفي حال عدم كفايته يتم اللجوء للاقتراض عن طريق اصدار سندات أو قروض لكونها أقل تكلفة من الأسهم العادية لتبقى هي الملاذ الأخير الذي تلجأ له الشركات التمويل.

يرجع السبب لتدرج استعمال مصادر التمويل لعدم تماثل المعلومات بين الادارة والأطراف الخارجية، حيث أن اصدار أسهم جديدة يترتب عنه مشكلتين، تتمثل الأولى في صعوبة تحديد سعر الاصدار المناسب للسهم، أما المشكلة الثانية فتتمثل في الاشارة السيئة الني يحملها هذا الاجراء للسوق ففي ظل تباين المعلومات سيسود اعتقاد بأن الأسهم مقيمة بأكثر من قيمتها مما سيؤدي لانخفاض الأسعار، في حين أن اصدار سندات قد يشير لملاءة جيدة للشركة وقدرتها على الالتزام بالسداد مما قد يرفع أسعار الأسهم (حركاتي ، 2018، صفحة 118)

3. الخطر المالي وخلق القيمة في النظرية المالية الاسلامية

من بين العقود المالية التي يعتمد عليها التمويل الاسلامي لجانب الأسهم، العقود القائم على مبدأ التشاركية (المضاربة والمشاركة) والعقود القائم على المديونية (المراجحة السلم والاستصناع). (المشهداني، 2012، صفحة 82)

1.3 تأثير النظرية المالية الاسلامية على المخاطر المالية:

ان قيام المالية الاسلامية على مبدأ مشاركة الأرباح والخسارة ينتج عنه تقاسم الخطر لجميع الأطراف وبالتالي يكون مفهوم استثمار المحفظة لماركويتز مقبول في النظرية المالية الاسلامية الا أن هناك قواعد فقهية تحكم العلاقة بين العائد والمخاطرة.

بالرجوع لمقاصد الشريعة الخراج بالضمان والغنم بالغرم التي تفيد بأن العوائد المحققة يجب أن يتم معها تحمل المخاطر لاستحقاق الربح، (سليمانى و بوخرص، 2019، صفحة 48) لكن الشريعة الاسلامية بإقرارها بتحمل الخطر الا أنها لا تحرم التحوط منه والتقليل من أثره، بناء على قاعدة "لا ضرر ولا ضرار" لأن الاسلام يدعو للحفاظ على رأس المال (Azlin & Mustafa, 2014, p. 44) ان الامتثال للشريعة يمكن أن يؤدي بطريقة غير مباشرة لتخفيض المخاطر المالية من خلال المدخل الضريبي وتكاليف الافلاس والوكالة، بحيث يمكن تطبيق نظرية الموازنة، كما يلي:

- الاعتماد على مصادر التمويل الاسلامية القائم على الدين (كالمرابحة والاجارة) يمكن أن يساهم في تحقيق مزايا الوفر الضريبي من خلال الأقساط المنتظمة الخاضعة للضريبة، (Fitriya, Locke, Bayith, & Idris, 2015, p. 27)

- الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية منخفضة الرفع المالي يقل فيها خطر الافلاس وبالتالي تكاليف العجز المالي، فانخفاض نسبة المديونية لأقل من 30% يخفض من الخطر المالي ويحسن ملاءة الشركات. (دلفوف، 2018، صفحة 207)

- يساهم التمويل الاسلامي في تقليل تكاليف الوكالة وحالة عدم تماثل المعلومات، حسب مكلنج فان زيادة مستوى الدين له أثر مباشر على مستوى التدفق النقدي الحر من خلال مدفوعات الفائدة المنتظمة ويقلل المجال لحرية التصرف مما قد يزيد الضغط على الإدارة بتشدد الرقابة الخارجية (Fitriya, Locke, Bayith, & Idris, 2015, p. 27)

كما نجد أن حالة عدم تماثل المعلومة بين الادارة وأصحاب المصالح التي تظهر نتيجة تفرد الإدارة ببعض المعلومات واستغلالها لتحقيق منفعة شخصية يعد منافي لمقاصد الشريعة، ويلزمها بالإفصاح عن

جميع المعلومات، هذا ما يجعل الأسواق الاسلامية قد تصل لمستوى الكفاءة القوي الذي يعد أهم أهداف النظرية المالية. (Hearn, Piesse, & Strange, 2012, p. 106)

بالرجوع لنظرية ترتيب مصادر التمويل نجد أن التمويل الاسلامي يعد ثاني أفضل مصدر تمويلي بعد التمويل الداخلي، فقد وجدت الدراسات أن أغلب الشركات التي تنجذب له هي الأقل ربحية، ففي ظل نقص الأموال الداخلية تزيد حالة عدم التأكد بشأن ملاءة الشركة مما يزيد من تكاليف الوكالة ويصعب الحصول على قروض جديدة وقد تؤدي لرفض مشاريع ذات مردودية. فيكون التمويل الاسلامي البديل المناسب لتقليل تكاليف الوكالة وضعف الاستثمار مما يقلل من الخطر المالي خاصة التمويل بالمرابحة التي تعد أقل مخاطرة للبنوك المانحة للتمويل. (Minhat & Dzolkarnaini, 2017, p. 16). كما أن مبادئ المالية الاسلامية تجعل النظام المالي أكثر استقرار ومقاومة للصدمات، حيث أثبتت عدة دراسات أن مؤشرات المالية الاسلامية كانت أكثر متانة في ظل الأزمات مقارنة بمثيلاتها. (Sadeghi, 2015, p. 81)

2.3 قيمة الشركة في اطار النظرية المالية الاسلامية:

وفقا للنظرية المالية ترتبط قيمة الشركة بالتدفقات المستقبلية المتوقعة المحيطة بمعدل يمثل تكلفة رأس المال، قد وجدت بعض الدراسات ان الامثال لمبادئ المالية الاسلامية قد يكبح من قدرة الشركة على خلق قيمة. (Lee-Hwei Khaw, Nordin, & Wong, 2019, p. 1261)

ان اعتماد سياسة تمويلية واستثمارية متحفظة قد يجنبها بعض الاستثمارات المرهبة، مما يخفض العوائد وفرص النمو. كما أن الرفع المالي في هيكل التمويل يعد عامل ايجابي لرفع القيمة غير أنه منافي لمقاصد الشريعة وقد يساهم في خسارة ثقة المستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات تتماشى مع معتقداتهم الدينية. (Shah Bt Shahr & Shah Bt Shahr, 2015, p. 146)

وفقا للنظرية المالية تتأثر قيمة الشركة أيضا بتكلفة رأسمال كمعدل لخصم التدفقات وقد وجدت بعض الدراسات ارتفاع تكلفة رأس المال عند اعتماد التمويل الاسلامي. فالاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية تكون أكثر تكلفة من خلال تضيق النطاق عليها وكونها أقل تنوعا، لكن المستثمرين

الذين يبحثون عن استثمارات تتوافق مع معتقداتهم الدينية يكونون مستعدين لدفع تكلفة إضافية. كما أن البنوك الإسلامية مأنحة التمويل التي تجد أن ولاء عملائها مرتبط فقط بأسباب دينية يجعلها تحت ضغط قلة العملاء المحدودين مما يجعلها ترفع التسعير. (Alzahrani, 2018, p. 3) ان ضعف سيولة الأدوات المالية الإسلامية مقارنة بمثيلاتها التي تشجع عمليات المضاربة على توفير تدفق السيولة. بالإضافة لصغر حجم الأسواق في الدول العربية التي تعتبر المتعامل الأموال بالأدوات الإسلامية وكونها موجهة لفئة قليلة من المستثمرين، مع احتمال ضعيف للتنوع مما يقلل ربحيتها وقدرتها التنافسية، كما أن نقص المهارات الادارية والتكنولوجية والبيروقراطية تخلق حواجز أمام الاستثمار الأجنبي مع انخفاض العوائد وتقلبها ترتفع تكلفة رأس المال. (Hearn, 2009, p. 12)

ان التمويل الإسلامي يكون أكثر تكلفة في الأول نظرا للقيود المفروضة والمخاوف لكن مع الافصاح الدائم تزول المخاوف وتدرجيا ولا تشكل القيود عقبة مما قد يخفض التكلفة على المدى الطويل، ومع اتساع نطاق الأصول الإسلامية وجذبها لعدد أكبر من الباحثين عن استثمارات أخلاقية واجتماعية تزيد سيولة هذه المنتجات، فعلى المدى الطويل قد يكون تأثير ايجابي على قيمة الشركة. (Jamshid, Balli, Balli, & Bruin, 2020, p. 12) ان النظرية المالية الإسلامية قد تكون طريقة أخرى للتحوط من تقلبات السوق، نظرا لأنها لا تفصل بين الاستثمار المالي والحقيقي كما تهدف لتحقيق المصلحة العامة وتقليل عدم التأكد. كما تمنع التعامل ببعض الأصول التقليدية السامة كالمشتقات التي كانت السبب في أزمة الرهن العقاري. فالدراسات متناقضة بشأن عوائد الأدوات الإسلامية وخاصة ارتباطها بقيمة الشركات وقد يرجع ذلك لحجم ونوع عينة الدراسات فمنها من تأخذ الأغلبية المسلمة في حين أخرى العكس مما يؤثلا على التنوع، المخاطرة والسيولة... (Merdad, Hassin, & J.Hippler, 2015, p. 4)

4. الجانب التطبيقي:

1,4 عينة الدراسة:

ان الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية في سوق الكويت للأوراق المالية لا تتوقف على القطاع المالي، فهي تتنوع لعدد من القطاعات تبقى مرتبطة بمدى توافق تلك الشركة مع عدد من المؤشرات النوعية والكمية التداول متوافقة مع الشريعة. ترتبط المعايير النوعية بشكل مباشر بنشاط الشركة محل التداول، اذ يتوجب أن تكون تمارس نشاطاتها التجارية ضمن أمور مشروعة، فلا يجوز تداول أسهم الشركات التي تعمل في انتاج الخمر أو التبغ أو الامور الاباحية، أما المعايير الكمية فهي ترتبط بمؤشرات يتم استنباطها من القوائم المالية للشركة محل التداول وهي ثلاثة:

- أولها، ألا تتجاوز نسبة الارباح غير الشرعية 5%، وهي التي تم الحصول عليها بإحدى الطرق المؤدية للربا كأن تكون للشركة ودائع في بنوك ربوية وتحصل منها على فوائد سنوية،
- ثانيها، ألا تتجاوز قروضها الربوية نسبة 30% من قيمتها الرأسمالية أو أصولها،
- وأخيراً، ألا تتجاوز الودائع الربوية للشركة لدى الاطراف الاخرى 30% من الاصول أو القيمة السوقية. (المرزوق، 2011، صفحة 38)

من خلال بحثنا هذا تم اعتماد عينة من 55 شركة مدرجة في بورصة الكويت للفترة من 2014-2018 من مختلف القطاعات ماعدا القطاع المالي، منها 22 شركة اسلامية تعمل وتخضع لمبادئ الشريعة الاسلامية طوال فترة الدراسة حيث تمثل 40% من عينة الدراسة.

2.4 متغيرات الدراسة:

جدول 01 : متغيرات الدراسة

Qt	= (القيمة السوقية لحقوق الملكية + إجمالي الديون) / القيمة المحاسبية لإجمالي الأصول
Ecart	الانحراف المعياري لأسعار الأسهم اليومية للشركات خلال سنة، يقيس الخطر الخاص
Beta	$\beta = \frac{COV(Rm, Ri)}{Var Rm}$ R_{im} عائد السوق عائد السهم
SC	متغير وهمي يأخذ 1 اذا كانت الشركة تتوافق مع المالية الاسلامية و 0 اذا كانت شركة تقليدية
lqt	السيولة السريعة = الاصول الجارية / الخصوم الجارية: تعكس القدرة على مواجهة العسر المالي
lev	نسبة الديون / مجموع الأصول تقيس مديونية الشركة ونسبة الرفع المالي
CR	نسبة ملكية كبار المساهمين في رأسمال يعكس تكاليف الوكالة
ASST	مجموع الاصول باللوغاريتم يقيس حجم الشركة
ROA	النتيجة الصافية / مجموع الأصول: يعكس ربحية الشركة

المصدر: من اعداد الباحثان

5. نتائج الدراسة:

تم حساب متوسط القيم للنوعين من الشركات وكانت النتائج موضحة في الجدول التالي:

جدول 2 : متوسط القيم للشركات الاسلامية والتقليدية

Roa	Cr	Lev	Lqt	Beta	Ecart	QT	
-0,0034	0,51	0,27	1,95	0,005	13,354	0,75	الشركات الاسلامية
0,051	0,54	0,357	2,15	0,041	39,46	1,085	الشركات التقليدية

المصدر: من اعداد الباحثان

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن الشركات الاسلامية حققت أقل قيمة وأقل مخاطرة مالية مقاسة بالانحراف المعياري أو مؤشر بيتا. بالرجوع لمتوسط قيمة QT في الشركات الاسلامية نجد أن أسهمها مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لذلك يعتقد أن أثر التمويل الاسلامي على القيمة يكون على المدى الطويل. بالنظر لمقياس الخطر نجد فرق واضح بين القيم المسجلة بين النوعين، خاصة نتائج بيتا التي تقارب 0 في الشركات الاسلامية فهي أكثر متانة في مواجهة صدمات خاصة خلال الأزمات. هذا

يرجع لانخفاض نسبة الدين في الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية التي حققت متوسط 0.27، كما أنها كانت أقل ربحية حيث كان متوسط العائد على الأصول في الشركات الاسلامية أقل من 5% مما يدل على أنها شركات كثيفة الأصول تتطلب المزيد من الأموال للاستثمار لتحقيق أرباح، بينما حققت الشركات التقليدية متوسط ايجابي، مما يتوافق مع الدراسات السابقة في كون الشركات الاسلامية هي الأقل ربحية يصعب فيها الحصول على الديون لذلك تلجأ للتمويل الاسلامي.

تأثير الامتثال للمالية الاسلامية على الخطر المالي:

$$Ecart = \alpha + \beta_1 SC + \beta_2 beta + \beta_3 lev + \beta_4 lqt + \beta_5 roa + \beta_6 CR + \beta_7 Asst$$

النموذج الأول:

جدول 3 : نتائج النموذج الأول:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.167350	3.680086	-1.675871	0.0938
SC	-9.748101	0.783221	-12.44618	0.0000
BETA	144.4712	1.575563	91.69497	0.0000
LEV	27.46234	2.519596	10.89950	0.0000
LQT	0.347173	0.183697	1.889921	0.0588
ROA	164.6895	4.026562	40.90078	0.0000
CR	-2.595211	1.607429	-1.614510	0.1064
ASST	2.719138	0.370659	7.335965	0.0000
R-squared	0.466469	Mean dependent var	29.77258	
Adjusted R-squared	0.464309	S.D. dependent var	57.23704	
S.E. of regression	41.89232	Akaike info criterion	10.31217	
Sum squared resid	26435064	Schwarz criterion	10.34343	
Log likelihood	-77923.81	Hannan-Quinn criter.	10.32254	
F-statistic	215.8963	Durbin-Watson stat	1.568408	

المصدر: من اعداد الباحثان

يظهر الجدول أعلاه تأثير متغيرات الدراسة على الخطر المالي في شركات عينة الدراسة مقاس بالانحراف المعياري، بالاعتماد على اختبار فيشر نجد أن النموذج معنوي حيث حقق احتمالية أقل من نسبة المعنوية 0,05 وقيمة محسوبة 215 أكبر من القيمة الجدولية. ومن خلال اعتماد اختبار ستودنت نجد أن المتغيرات المستقلة حققت t محسوبة كبر من t جدولية، كما تؤكد نتائج احتمال بنسب أقل من معنوية 5% ماعدا متغير نسبة ملكية كبار المساهمين Ct فليس له تأثير معنوي على الخطر المالي الذي

تعدى النسبة. ان جميع متغيرات النموذج ذات دلالة معنوية على المتغير التابع. بأخذ المتغير المستقل الأول SC الذي يظهر معامل مرتفع سالب (-9.748101) يدل على العلاقة العكسية بين اعتماد الشريعة الاسلامية والخطر المالي، حيث يثبت أن الشركات الاسلامية أقل خطر لانخفاض نسبة الرفع واعتماد سياسة متحفظة مما يتوافق مع نتائج الدراسات السابقة.

بالنسبة لباقي المتغيرات نجد تأثير ايجابي معنوي قوي لكل من نسبة الرفع، الربحية، وخطر السوق حيث يرتفع الخطر المالي مع زيادة نسبة المديونية، الأرباح والحساسية لتقلبات السوق، فالشركات عالية الرفع يزداد فيها خطر العجز المالي ومع ارتفاع الأرباح تميل الشركة لتحمل مخاطرة أكبر وتستطيع الحصول على ديون للاستفادة من مزايا الرفع المالي. أما متغير السيولة والحجم فقد كان ذو تأثير ايجابي ضعيف على الخطر المالي. بناء على معامل الارتباط R-squared نجد أن متغيرات الدراسة تفسر %46 من تغيرات الخطر المالي والباقي تفسره متغيرات خارج نطاق الدراسة.

النموذج الثاني: $Beta = \alpha + B_1SC + \beta_2ecart + \beta_3 lev + \beta_4 lqt + \beta_5roa + \beta_6CR + \beta_7Asst$

جدول 4 : نتائج النموذج الثاني:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.095967	0.015227	-6.302292	0.0000
SC	0.018432	0.003258	5.657690	0.0000
ECART	0.002480	2.70E-05	91.69497	0.0000
LEV	-0.019032	0.010478	-1.816366	0.0693
LQT	-0.000765	0.000761	-1.005593	0.3146
ROA	-0.175519	0.017525	-10.01528	0.0000
CR	0.028522	0.006656	4.285238	0.0000
ASST	0.005015	0.001538	3.261355	0.0011
R-squared	0.380511	Mean dependent var		0.028734
Adjusted R-squared	0.378003	S.D. dependent var		0.220059
S.E. of regression	0.173553	Akaike info criterion		-0.660572
Sum squared resid	453.7095	Schwarz criterion		-0.629319
Log likelihood	5057.573	Hannan-Quinn criter.		-0.650207
F-statistic	151.6757	Durbin-Watson stat		2.530796
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثان

في الجدول الثاني تم قياس الخطر المالي باستخدام مؤشر بيتا الذي يقيس الخطر النظامي لشركات عينة الدراسة مع احتفاظ بباقي المتغيرات المستقلة، باعتماد اختبار فيشر نجد أن النموذج معنوي F محسوبة (151) أكبر من F جدولية وتحقق معنوية أقل من 5% بالنسبة لباقي متغيرات الدراسة جميعها كانت ذات دلالة احصائية ومعنوية حيث حققت محسوبة كبر من t جدولية، كما تؤكد نتائجه احتمال بنسب أقل من معنوية 5%، ماعدا نسبة الرفع المالي والسيولة.

وقد أظهرت النتائج تأثير ضعيف ذو دلالة ضعيف للمتغير SC الشريعة الاسلامية بمعامل (0.018432)، مما يعني أن الشركات الاسلامية لا تتأثر كثير بتقلبات السوق فهي أقل مقاومة للصدمات كما وجدته بعض الدراسات خاصة خلال فترة أزمة الرهن العقاري التي كانت خارج نطاق الدراسة، لكن يبقى تأثير اعتماد مبادئ المالية الاسلامية ضعيف.

بالنسبة لباقي المتغير نلاحظ تأثير سلبي لمتغير الربحية، فالشركات ذات العوائد المنخفضة هي التي تكون أكثر حساسية لتقلبات السوق فكلما انخفضت أرباحها زاد خطر السوق لديها. أما التأثير الايجابي فكان لمتغير الحجم والملكية الا أنه تأثير ضعيف نظرا لقيمة المعامل.

ان نتائج اختبار فيشر وستيودنت في النموذجين السابقين يؤكدنا وجود تأثير سلبي ذو دلالة احصائية لاعتماد مبادئ المالية الاسلامية على الخطر المالي، مما يمكننا من رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية الأولى "الامتثال لمبادئ المالية الاسلامية يخفف الخطر المالي"

تأثير الامتثال للمالية الاسلامية على خلق القيمة:

النموذج الثالث: $Qt = \alpha + \beta_1 SC + \beta_2 Ecart + \beta_3 beta + \beta_4 lev + \beta_5 lqt + \beta_6 roa + \beta_7 CR + \beta_8 Asst$

جدول 5 : نتائج النموذج الثالث:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.394551	0.040948	9.635405	0.0000
SC	-0.010084	0.008759	-1.151296	0.2496
ECART	0.007306	9.07E-05	80.59363	0.0000
BETA	-0.329810	0.021882	-15.07245	0.0000
LEV	0.193341	0.028143	6.869928	0.0000
LQT	-0.016748	0.002044	-8.193758	0.0000
ROA	1.730995	0.047221	36.65712	0.0000
CR	0.465141	0.017886	26.00643	0.0000
ASST	0.002495	0.004131	0.603931	0.5459
R-squared	0.527925	Mean dependent var		0.950643
Adjusted R-squared	0.525982	S.D. dependent var		0.676973
S.E. of regression	0.466089	Akaike info criterion		1.315277
Sum squared resid	3272.056	Schwarz criterion		1.347034
Log likelihood	-9883.784	Hannan-Quinn criter.		1.325809
F-statistic	271.6765	Durbin-Watson stat		1.039991
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثان

من خلال الجدول أعلاه، وبالنظر لقيمة F فيشر التي سجلت 271.67 وهي قيمة معتبرة أكبر من الجدولية عند مستوى المعنوية 5% مما يدل على أن النموذج ذو دلالة احصائية. بناء على معامل الارتباط R-squared نجد أن متغيرات الدراسة تفسر 52% من تغيرات القيمة والباقي تفسره متغيرات خارج نطاق الدراسة.

من خلال مقارنة قيم t المحسوبة مع t الجدولية نلاحظ أن جميع المتغيرات دلالة احصائية وحققنا احتمالية أقل من 0,05 المعنوية، ما عدا متغير الشريعة الاسلامية الذي حقق احتمال 0.24 أكبر من نسب المعنوية، مما يشير الا أن اعتماد مبادئ الشريعة الاسلامية ليس له تأثير معنوي على القيمة. بالنسبة لمتغيرات الدراسة فقد وجدت تأثير ايجابي لكل من الرفع المالي، الخطر، الربحية ونسبة الملكية وهو ما يتوافق مع نتائج الدراسات السابقة بمساهمة الدين والعلاقة الايجابية مع العوائد والمخاطرة في رفع قيمة الشركة. من خلال النتائج السابقة يمكننا رفض الفرضية الثانية لعدم وجود تأثير ذو دلالة احصائية

لا تعتمد المالية الاسلامية على خلق القيمة، أي " الامتثال لمبادئ النظرية المالية الاسلامية لا يخفف قدرة للشركات على خلق القيمة".

6. خاتمة:

هدفت هذه الدراسة لتسليط الضوء على جانب التمويل الاسلامي من منظور الشركات وتحديد أثره على المخاطر المالية وقيمة الشركات التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية، من خلال اعتماد نتائج الدراسات السابقة، وباختبار الفرضيات الموضوعية على عينة من 55 شركة مدرجة في بورصة الكويت للفترة من 2014-2018 والتي كانت من بينها 22 شركة متوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية طوال مدة الدراسة، توصلنا للنتائج التالية:

- يتم اختيار تركيبة مصادر التمويل التي ترفع من قيمة الشركة في النظرية المالية التقليدية من خلال اعتماد مزايا الرفع المالي، لكن من جانب آخر يزيد من الخطر المالي بارتفاع تكاليف الافلاس والوكالة لذلك يجب ادارة المخاطر بشكل فعال لضمان تخفيض تكاليف المعاملات وخلق قيمة في الشركة.
- المبادئ التي تعتمد عليها الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية لتحديد هيكل التمويل تختلف عن الشركات التقليدية من خلال تحريم التعامل بالفوائد الربوية، اقتسام الأرباح والخسائر، الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية والغير محرمة وتجنب الأنشطة التي تنطوي على درجة كبيرة من عدم التأكد
- التمويل الاسلامي يعد ثاني أفضل مصدر تمويلي بعد التمويل الداخلي، تنجذب له الشركات الأقل ربحية، التي يصعب فيها الحصول على قروض جديدة لعدم التأكد من ملاءمتها المالية.
- تعتبر مبادئ المالية الاسلامية طريقة أخرى للتحوط من المخاطر، من خلال انخفاض الرفع المالي، ومنع أعمال المضاربة والاستثمارات العالية المخاطرة. إلا أنه قد يؤدي بالإضرار بقيمة الشركة بانخفاض تدفقات العوائد المستقبلية التي ترتبط ايجابا مع درجة المخاطرة.
- تكلفة التمويل الاسلامي اعلى لأن النظام الاقتصادي العام لا يطبق المبادئ المالية الاسلامية فالشركات الاقتصادية الاسلامية هي عينة داخل نظام تمويل تقليدي، اما النظام الاقتصادي الاسلامي يخفف المخاطر التي اولها التضخم , خطر سعر الصرف , ...

- وجود تأثير سلبي قوي ذو دلالة لمعامل الشريعة الاسلامية على الخطر المالي الغير نظامي وتأثير موجب ضعيف ذو دلالة على الخطر النظامي مما يشير بأن اعتماد مبادئ المالية الاسلامية يخفض المخاطر الخاصة لكن تبقى حساسة نوعا ما لتقلبات السوق لضعف السيولة وارتفاع تكلفتها.
- عدم وجود أثر ذو دلالة لتطبيق مبادئ النظرية المالية الاسلامية على خلق قيمة للشركة، فالدراسات متناقضة بشأن التأثير الايجابي أو السلبي لمبادئ الشريعة على القيم السوقية للشركات.
- تأثير ايجابي قوي ذو دلالة للرفع المالي على الخطر تقلبات الأسعار ومؤشر القيمة مما يشير لمساهمة الرفع في خلق القيمة الا أنه يزيد من المخاطر المالية في الشركة.
- قد تكون الشركات الاسلامية الملاذ الأفضل للمستثمرين الكارهين للمخاطرة الذي يبحثون عن أدنى خطر في ظل مستوى معين من العوائد.

توصيات:

- ضرورة الأخذ ببدايات التمويل الاسلامي عند اختيار تركيبة هيكل رأس المال في الشركات،.
- توسيع عينة الدراسة على دول أكبر خاصة الغير اسلامية، كذلك أفق زمني أطول لتحديد الأثر على المدى الطويل حيث يعتقد بإيجابية التمويل الاسلامي على قيمة الشركة.

قائمة المراجع:

1. Alzahrani, M. (2018). Islamic corporate finance, financial markets, and institutions: An overview. Journal of corporate finance, 929-1199.
2. Azlin, A. A., & Mustafa, A. (2014). The Concept of Hedging in Islamic Financial Transactions. Asian Social Science, 10(8), 42-50.
3. Boyer, M., Boyer, M., & Garcia, R. (2005). The Value of Real and financial Risk management". Montréal: CIRANO.
4. Damodaran, A. (2005). Value and risk beyond beta. financial analyst journal, 61(2), 38-44.
5. Fitriya, F., Locke, S., Bayith, A., & Idris, M. (2015). The impact of Islamic debt on company value. Islamic banking and finance – Essays on corporate finance, efficiency and product development (pp. 4-206). Qatar: Blooms bury qatar founadation journal.

6. Hearn, B. (2009). Overcoming financing constraints to corporate expansion: evidence from a company in emerging islamic market. *Transnational corporations*, 18(3), 10-22.
7. Hearn, B., Piesse, J., & Strange, R. (2012). Islamic finance and market segmentation: Implications for the cost of capital. *International Business Journal*(21), 102-113.
8. Jamshid, K., Balli, F., Balli, H. O., & Bruin, A. (2020). Shari'ah compliance requirements and the cost of equity capital. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62(101349), 2-14.
9. Lee-Hwei Khaw, K., Nordin, S., & Wong, W.-C. (2019). FIRM RISK AND CORPORATE POLICIES: FROM THE SHARIAH CERTIFICATION PERSPECTIVE. *International Journal of Business and Society*, 20(3), 1257-1275.
10. Louati, H. (2017). « Analyse des déterminants de la qualité de la gestion intègres des risque d'entreprise et impact sur valeur. Menouba, Tunisie: universite Menouba.
11. Merdad, H. J., Hassin, M., & J.Hippler, W. (2015). The islamic risk factor in expected returns: An emprical study in Saudi Arabia. *Pacific-Bassin Journal*, 22.
12. Milos Sprcic, D. (2013). “ Corporate risk management and value creation”. *Montengrrin journal of economics*, 9(2), 17-26.
13. Milos Spric, D., Zagar, M., Sevic, Z., & Marc, M. (2016). “Does entreprise risk management influence market value”. *Palgrave Macmillan Publishers*, 18(2), 65-88.
14. Minhat, M., & Dzolkarnaini, N. (2017). Which firms use islamic financing? *Economics letteers*(150), 15-17.
15. Nicola Miglitta .(2016) .Islamic and traditionzl corporate finance: A compartive study on WACC .*European Journal of Islamic Finance* ، no 4.
16. Sadeghi, M. (2015). Is Shariah-compliant investment universally sustainable? A comparative study. *Islamic banking and finance – Essays on corporate finance, efficiency and product development*. qatar: Blooms bury.
17. Shah Bt Shahar, W., & Shah Bt Shahar, W. (2015). Impact of Firm Leverage to Performance: Evidence from Shariah and Non-Shariah Compliant Companies in Malaysia. *First International Conference on Economics and Banking* (pp. 140-150). Malaysia: Atlantis Press.
18. سفيان دلفوف. (2018). أثر إسلامية محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر. *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا*، 14(19)، 189-210.
19. عادل سليمان، و عبد الحفيظ بوخرص. (2019). دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأسهم وفق الشريعة الاسلامية في سوق رأس المال الاسلامي. *مجلة العلوم الانسانية*، 19(02)، 45-72.
20. عبد الرحمن حمود المشهداني. (2012). قياس وتقويم عائد ومخاطر صيغ التمويل الاسلامي: دراسة مقارنة في البنك الاسلامي الأردني والبنك العربي الاسلامي الدولي. *مجلة العلوم الاقتصادية والادارية* ، 78(70)، 78-95.

21. نبيل حركاتي . (2018). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية. سطبف، الجزائر: جامعة فرحات عباس كلية العلوم الاقتصادية.
22. يوسف المرزوق. (2011). "المشورة والرأية" تراجع القيمة السوقية للشركات الاسلامية. تاريخ الاسترداد 02 06 ,2020، من -03-17/179582/economy-news/ar/www.alanba.com.https://
- 2011-%d8%a7%d9%84%d9%85%d8%b4%d9%88%d8%b1%d8%a9-%d9%88%d8%a7%d9%84%d8%b1%d8%a7%d9%8a%d8%a9-%d9%86%d8%b3%d8%a8%d8%a9-%d8%aa%d8%b1%d8%a7%d8%ac%d8%b9-%d8%a7%d9%84%d9%82%d9%8a%d9%85%d8%a9-%d8%a7%d9%84%d8%