

أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية:

حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي

Financing Decision's determinants on Firm's Value: An Islamic perspective -Panel Data of listed firms on the Stock Market of Malaysia -

د. دلفوف سفيان

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف-1 -

مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة (LEMACE)، الجزائر؛

sofianedelfouf@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 29-10-2018

تاريخ الإرسال: 06-05-2018

Abstract:

The purpose of this study was aimed to investigate the relationship between the financing decision based on the optimal funds choice, and the firm's market value. Since the primary objective of the firm's financial management is to maximize its value in the stock market and minimize the total cost of financing, it also, aims to maintaining the wealth of the stockholder's and increasing the profits of its stakeholder's. Thus, before making any financial decision, we should know its effect on the firm's value.

To achieve the purpose mentioned above, the companies which are listed in Malaysian stock exchange were selected, over the period 2005-2016; where the data was collected using Thomson Reuter's financial DataStream, to retrieve global financial data. This data collected was sorted, cleaned and organized using stata.14. Through appropriate statistical tools, which included descriptive statistics and the regression model.

Keywords: Financing decision; optimal financial structure; Equity; Debt; Firm's value, Islamic finance.

JEL Codes: G32, G33.

مقدمة:

لقد حظي موضوع تمويل المؤسسات الاقتصادية بوافر الدراسة من قبل باحثي الإدارة المالية، كونه يمثل أحد الدعائم الأساسية لتطور نموها، إذ يساهم في إمدادها بالأموال اللازمة لتمويل أنشطتها ضمانا لاستمراريتها، أين تلجأ المؤسسة فيها إلى مصادر تمويلية داخلية تملكها، أو أن تعتمد في تمويلها على مصادر خارجية. ونظرا لكون عملية اختيار الهياكل التمويلية من أهم العوامل المحددة للإستراتيجية المالية للمؤسسة، فمن اللازم عليها ضرورة اتخاذ قرار تمويلي رشيد من خلال المفاضلة الجيدة بين المصادر التمويلية المتاحة واختيار أنسبها، ولن يُتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها. ونظرا للاختلاف الجوهرى بين الهياكل المالية بين الاقتصاديات التي تتبنى الفوائد الربوية وبين الاقتصاديات التشاركية، فمن اللازم بيان البدائل التمويلية بالاقتران المتاحة في الاقتصاد الإسلامي بما يضمن إعادة صياغة نظرية الإدارة المالية بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية السمحاء. ولما كان الهدف الأساسي للإدارة المالية للمؤسسة هو تعظيم قيمتها السوقية، فإنه وقبل اتخاذ أي قرار تمويلي يستلزم معرفة آثاره على قيمة المؤسسة، هذه الأخيرة التي تتحدد وفقا لمداخل عديدة أين نجد طرقا تركز على مقارنة الذمة المالية، وثانية تركز على مقارنة التدفقات وأخرى تركز على مفهوم فائض القيمة.

ونظرا للارتباط الوثيق بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، فإنه من اللازم التطرق أولا لأهم المقاربات والطرق المستعملة في تقييم المؤسسات في نظرية الإدارة المالية التقليدية، بعدها بيان حكم الشريعة الإسلامية في طرق تقييم أصول والتزامات المؤسسة، وصولا إلى الضوابط الشرعية لتقييم المؤسسة. ولأن طريقة التمويل تؤثر على قيمة المؤسسة، فلا بد و قبل كل شيء من تقدير قيمتها لا بد كذلك البحث عن مدى مشروعية مقاربات وطرق تقييم المؤسسات.

مشكلة الدراسة:

مما سبق طرحه، تنبثق إشكالية بحثنا بالسؤال الرئيسي التالي: هل لطبيعة محددات الهيكل المالي تأثيرٌ على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة في بيئةٍ تحتكم للشريعة الإسلامية؟

تتفرع عن إشكالية البحث المبينة أعلاه الأسئلة الفرعية التالية:

- هل توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من الربحية، ولموسمية الأصول، ونمو المؤسسة، ومخاطر الأعمال، والسيولة وبين الرفع المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة القيم الماليزية؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من حجم المؤسسة، وعمر المؤسسة، وأداء السوق المالي وبين الرفع المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة القيم الماليزية؟

أهمية الدراسة:

لقد انصب بحثي على محور المالية الإسلامية (Islamic Finance) الذي فيه بيانٌ للنظريات المالية الوضعية ومدى توافقها مع المالية الإسلامية، وهذا لكون الموضوع يتماشى إلى حد بعيد مع اهتمامات الباحث بمواضيع الإدارة المالية المقارنة في الاقتصاديات الوضعية والإسلامية، خاصة في مجال تقييم المؤسسات الاقتصادية تبعا للهيكل التمويلية المعتمدة. لذلك، كان من الضرورة التعرف على أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة في مدخل مقارن، مع بيان أوجه التشابه أو الاختلاف في مفاهيم: القرارات المالية، وطرق التقييم المعتمدة، وقيمة المؤسسة بين الأنظمة المالية الوضعية مقارنة بالأنظمة المالية الإسلامية، أضف إلى كون موضوع علاقة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة عموما وخصوصا نال القسط الوافر من الدراسة النظرية، أما الدراسات التي تناولت تأثير طبيعة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في الإدارة المالية الإسلامية فهي قليلة خاصة ما تعلق منها بالتقييم و الهيكلية المالية، وهذا ما يتطلب المزيد من التعمق لضمان إعادة صياغة العلاقة المالية للمؤسسات وفقا للشريعة الإسلامية.

أهداف الدراسة:

بناء على ما تقدم، فإن هذا البحث يهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

-الإطار النظري لتقييم المؤسسات والصيغ التمويلية سواء بالملكية أو بالاستدانة في الإدارة المالية الإسلامية والوضعية؛

-دراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في مدخل مقارن بين الاقتصاد الوضعي و الاقتصاد الإسلامي؛

-دراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة القيم بماليزيا؛

فرضيات الدراسة:

تحقيقا لأهداف الدراسة الأنفة الذكر، قمنا بصياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

H-1: توجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين كل من: الربحية، ولموسمية الأصول، نمو المؤسسة، مخاطر الأعمال، السيولة و بين الرفع المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة القيم الماليزية؛

H-2: توجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، أداء السوق الماليو بين الرفع المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة القيم الماليزية؛

أ نموذج الدراسة:

لتحديد العلاقة بين محددات القرار التمويلي كمتغيرات مستقلة على القيمة السوقية للمؤسسة كمتغير تابع، اقترحنا النمذجة الرياضية للعلاقة بالنموذج التالي:

$$Lev = \alpha + \beta_1 Prof + \beta_2 Size + \beta_3 Grow + \beta_4 Lqdt + \beta_5 Age + \beta_6 Tngb + \beta_7 Shpp + \beta_8 BusR + \mu$$

حيث:

Prof: الربحية الاقتصادية، **Lqdt:** السيولة، **Grow:** نمو المبيعات، **Size:** حجم المؤسسة، **Shpp:** أداء السوق المالي، **BusR:** مخاطر الأعمال، **Tngb:** ملموسية الأصول، **Age:** عمر المؤسسة، μ, α : معاملات عشوائية، β_1, \dots, β_6 : معاملات التأثير، **Lev:** الرفع المالي.

بغية الإجابة على إشكالية البحث ولتغطية أهداف البحث، تم اعتماد خطة مفادها ما يلي:

§ نظرية الهيكل المالي بين الفكر الإسلامي والفكر الوضعي؛

§ ماهية قيمة المؤسسة في الفكر الاقتصادي؛

§ مقاربات وطرق تقييم المؤسسة؛

§ النظريات المحاسبية لتقييم المؤسسة من منظور إسلامي؛

§ تأثير الاقتراض في ظل المدخل التقليدي ومدخل موديجلياني وميلر؛

الدراسات السابقة:

قبل بيان والتعمق في المحتوى النظري لموضوع البحث، لزم علينا إبراز الخلفية الميدانية للموضوع والمتمثلة أساسا في الدراسات السابقة ذات الصلة بالدراسة كتأصيل نظري وميداني للموضوع، والتي كانت هذه الدراسة امتدادا فكريا لها، وفيما يلي ملخص لأهمها:

- دراسات كل من موديجلياني وميلر (F, Modigliani & M, Miller) سنوات 1958م، 1963م، 1977م، والتي نال بها الثنائي جائزة نوبل في الاقتصاد لسنتي: 1985م و 1990م لأبحاثهما الرائدة في الاقتصاد المالي وبالأخص في مسألة تأثير قيمة المؤسسة في الأسواق المالية تبعا لتركيبها هياكلها المالية.

- دراسة (Harris & Raviv, 1991): أثبتنا أن الرفع المالي في علاقة إيجابية مع الأصول المعنوية، فرص النمو، حجم المؤسسة، و الوفورات الضريبية من غير الديون (NDTS : Non-Debt Tax Shield)، وهو في علاقة سلبية مع باحتمال الإفلاس، والربحية.

- دراسة (Murray & Vidhan, 2009): أثبتت أن المؤسسة التي تمتلك أصولا ملموسة، وكبيرة الحجم، تكون في علاقة إيجابية مع الرفع المالي، في حين إذا كانت نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مرتفعة يكون رفعا المالي أقل، كذلك الربحية في علاقة عكسية مع الرفع المالي، وأن التضخم بمعدلات مرتفعة يؤدي إلى زيادة الرفع المالي.

- لقد لاحظنا كل من Titman & Wessels سنة 1988م أن بعض محددات هيكل رأس المال تشمل معايير البلاد كهيئة كلية، مثل: نوع وحجم الصناعة، وسيطرة الحكومة، والضرائب.

- دراسة كل من Prasad et al. 2003 و Suto, 2003 الذين وجدوا علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين ملموسية الأصول (TANG) ودرجة الرفع المالي في مؤسسات ماليزية.

تنمة لما تم البحث فيه في مثل هذه المواضيع المتعلقة بتأثير القرار التمويلي على قيمة المؤسسة، وبعد تفحص ما أتيح لي من أبحاث في هذا الصدد، أجد أن ما يميز هذا البحث خلافا لما سبق طرحه والاطلاع عليه، هو الدراسة التركيبية لأنواع القرارات المالية مجتمعة في قرارات التمويل، والاستثمار، وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، هذا من جهة، وما يميزه كذلك أنه عاجل إحدى إشكالية المالية السلوكية الحديثة وفق مدخل مقارن بين الفكر المالي الوضعي وبين الفكر المالي الإسلامي.

المحور الأول: نظرية الهيكل المالي والرفع المالي بين الفكر الإسلامي والفكر الوضعي

فيما يلي بياناً لخصوصية الهيكل المالي والرفع المالي ما بين الاقتصاديات الوضعية و الإسلامية في مدخلٍ مقارنة:

أولاً: التعاريف الواردة في الهيكل المالي والرفع المالي:

فيما يلي توضيح للتعريف الواردة بشأن الهيكل المالي والرفع المالي في المؤسسات.

1. تعريف الرفع المالي:

يمكن تعريف الرفع المالي على أنه: "نسبة أو درجة استخدام المؤسسة لأموال الغير في سد احتياجاتها المالية، بهدف الرفع من أرباحها التشغيلية قبل الفوائد والضرائب"⁽¹⁾.

يحدث الرفع المالي كنتيجة لوجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة، حيث يقيس مدى التغير في الربح الصافي أو العائد المتاح للملاك جراء التغير الحاصل في النتيجة الاقتصادية، وهذا في ظل بقاء العوامل الأخرى الثابتة⁽²⁾؛ وبذلك، فالرفع المالي يقيس العلاقة بين المردودية والهيكل المالي للمؤسسة وكيفية رفع مردودين الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في الهيكل المالي، أي أنها تقيس حساسية اعتماد المؤسسة على عوامل الإنتاج ذات التكاليف الثابتة على صافي الربح، حيث نجد أن ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف الثابتة.

2. مفهوم الهيكل المالي:

يقتضي تعريف الهيكل ضرورة بيان مفهوم التمويل الإسلامي، باعتباره: "إعطاء المال من خلال إحدى صيغ الاستثمار الإسلامية من مشاركة أو مضاربة أو نحوها"⁽³⁾، وهو: "الثقة التي يوليها البنك الإسلامي للمتعامل معه لإتاحة مبلغ معين من المال لاستخدامه وفق صيغة شرعية محددة في غرض محدد خلال فترة معينة ويتم التعامل فيه بشروط محددة مقابل عائد مادي متفق عليه"⁽⁴⁾؛ ليمثل بذلك: "تقديم ثروة عينية أو نقدية بهدف تحقيق الربح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تُبيحه الأحكام الشرعية"⁽⁵⁾.

لذلك نجد أن التمويل الإسلامي يختلف عن مثيله التقليدي في كونه منه يهتم بتوفير المصادر التمويلية بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية بعيداً عن كل اقتراض أو إقراض بالفوائد الربوية سواء البنكية منها أو السندية، ولا يقبل توظيف الأموال في الأنشطة المحرمة شرعاً.

يقصد بالهيكل المالي (Financial structure): "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنه تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل"⁽⁶⁾. إلا أنه يوجد مصطلح مالي آخر هو هيكل رأس المال (Capital structure)، والذي يُعنى به: "تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة التي يتكون منها جانب الخصوم مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، السندات والأرباح المحتجزة"⁽⁷⁾.

سنعرض فيما يلي لأهم العناصر التمويلية المتاحة كهيكل تمويلية للمؤسسات التي تتبنى أحكام الشريعة الإسلامية في تعاملاتها المالية.

ثانياً: مشروعية اعتماد أموال الملكية في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة:

يعتبر التمويل عن طريق أموال الملكية من الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة من عملياتها الجارية أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى الاقتراض، وفيما يلي تفصيل لأهمها:

1. التمويل الذاتي:

يعرف التمويل الذاتي بأنه: "مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة المستعمل في نشاطها الخاص، ويتكون هذا المصدر من الاهتلاكات، المؤونات والأرباح غير الموزعة دون اللجوء إلى الاقتراض"⁽⁸⁾. كما يعرف على أنه: "إمكانية المؤسسة من تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، وهذه النتيجة يضاف إليها موردين داخليين للمؤسسة هما: الاهتلاكات والمؤونات"⁽⁹⁾.

2. التمويل بإصدار الأسهم

تتخذ الأسهم عدة تعاريف، فهي جمع "سهم"، ولها في اللغة عدة معانٍ منها: النصيب، وجمعه: "السهمان" بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصلٌ يُرمى به عن القوس، وجمعه: "السهام"، ومنها: بمعنى القدح الذي يقارع به، أو يلعب به في الميسر، ويقال: ساهمه، أي باراه ولاعبه فغلبه، وساهمه، أي قاسمه و أخذ سهماً، أي نصيباً⁽¹⁰⁾.
ولقد ورد الفعل "ساهم" في القرآن الكريم، تحديداً في الآية الكريمة: ﴿فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ﴾ [سورة الصافات/ الآية 141]، فساهم بمعنى: قارع أي ضرب القرعة، قال المبرد: وأصله من السهام التي تُجال المدحضين المغلوبين، وأصله من الزلق، يُقال: دحضت حخته وأدحضها الله أي غلب و هُزم⁽¹¹⁾. أي خرج السهم عليه لا له، وسهم وجهه: تغير، والسهم: داءٌ يتغير منه الوجه.

بما أن الأسهم تمثل حصة شائعة في موجودات الشركة في شكل سهم، يُترجم تقسيماً متساوياً لرأس المال الشركة بين حملة تلك الأسهم، فالحكم الشرعي للأسهم في أصل معناها العام الجواز شرعاً⁽¹²⁾، فليس في ذلك ما يخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا ما نجدّه ضمن القواعد الفقهية في المعاملات الإسلامية، منها: "الأصل في الأشياء الإباحة حتى يدل الدليل على التحريم، والأصل في العقود الصحة، والأصل في الشروط الجواز"، وقوله عليه السلام: ((مَا أَحَلَّ اللَّهُ فِي كِتَابِهِ فَهُوَ حَلَالٌ، وَمَا حَرَّمَ فَهُوَ حَرَامٌ، وَمَا سَكَتَ عَنْهُ فَهُوَ عَفْوٌ، فَأَقْبَلُوا مِنَ اللَّهِ عَافِيَّتَهُ، فَإِنَّ اللَّهَ لَمْ يَكُنْ لِيَنْسَى شَيْئاً))، ثم تلا هذه الآية: ﴿وَمَا كَانَ رَبُّكَ نَسِيًّا﴾ [سورة مريم/ الآية 64]⁽¹³⁾.

لكن، هل هذا الحكم الجائز شرعاً شاملاً لكل أنواع الأسهم وكل مناحي استثمارها؟ والجواب، إن الحكم المطلق بجواز التعامل بالأسهم دون تمييز لم يصادف الصواب، ذلك أن من الأسهم ما هو صحيح جائز لا شبهة فيه، ومنها ما هو حرام لا يجوز التعامل به. وطالما أن الأحكام الشرعية تسقط على ما تمثله الأوراق المالية من حقوق وليست الأوراق المالية في حد ذاتها، لذا فالأحكام الفقهية الواردة في موضوع تداول الأسهم تختلف باختلاف أنواع الأسهم.

3. صيغ التمويل الإسلامية الأخرى القائمة على الملكية:

تتلخص أهم صيغ التمويل الإسلامي المعتمدة على المشاركة في الربح والخسارة في: المضاربة، المشاركة، المساقاة والمزارعة. وهي:
1.3. المضاربة (القراض) (Mudaraba): لقد عُرفت المضاربة اصطلاحاً بأنها: "أن يشترك مألٌ وبدنٌ، وتسمى قراضاً أيضاً ومعناها أن يدفع رجل ماله إلى آخر يتجر له فيه على أن ما حصل من الربح بينهما حسب ما يشترطانه"⁽¹⁴⁾. كما عُرفت بأنها: "الحالة التي يُعطي فيها أحدٌ لآخر مالا معلوماً يتجر فيه، وأن يكون الربح بينهما على ما اشترطاه، والخسارة تكون من رأس المال فقط، إذ أن العامل تكفيه خسارة جهده"⁽¹⁵⁾.

لقد أجمع فقهاء الأمة على جواز المضاربة كصيغة تمويلية مستندين في ذلك على الأدلة الشرعية، من الكتاب، والسنة، والإجماع، والقياس؛ إذ نجد في الكتاب قول الله تعالى: ﴿وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَقْصُرُوا مِنَ الصَّلَاةِ﴾ [سورة النساء/ الآية: 101].

2.3. صيغة المزارعة (Muzaraâ): إن أصل كلمة "مزارعة" في اللسان العربي على وزن مفاعلة، هي مأخوذة من الزرع، زرع الحَبِ يزرعه زرعاً و زراعة، و قيل الزرع طرح البذر⁽¹⁶⁾. كما تُعبّر المزارعة على: "العملية التي يدفع فيها رجلٌ أرضاً يزرعها على جزئٍ معين مشاع فيها"⁽¹⁷⁾.

ورد مصطلح المزارعة^(*) في قول الله تعالى: ﴿ أَفَرَأَيْتُمْ مَا تَحْتُزُونَ أَنْتُمْ تَزْرَعُونَهُ أَمْ نَحْنُ الزَّارِعُونَ ﴾ [سورة الواقعة/ الآية: 64]. أما من السنة النبوية، فعن أنس رضي الله عنه أن النبي ﷺ قال: ((مَا مِنْ مُسْلِمٍ يَغْرِسُ غَرْسًا أَوْ يَزْرَعُ زَرْعًا فَيَأْكُلُ مِنْهُ طَيْرٌ أَوْ إِنْسَانٌ أَوْ بَيْمَةٌ إِلَّا كَانَ لَهُ بِهِ صَدَقَةٌ)) [رواه النسائي].

3.3. صيغة المساقاة (Mussakat): عُرفت المساقاة على أنها: "معاقدة على أن يدفع شخص أرضاً مع شجر غير مغروس إلى شخص آخر ليغرسه فيها، و يتعهده بالسقي و الحفظ مقابل جزء شائع معلوم من الشجر أو الثمر أو منهما"⁽¹⁸⁾. لقد أجمع الفقهاء على مشروعية صيغة المساقاة للحاجة إليها، على خلاف أبا حنيفة الذي رأى أنها لا تجوز، و يُستدل على جوازها مما ورد في السنة النبوية أن الرسول ﷺ قد تعامل بها و عمل بها أصحابه من بعده، فعن ابن عباس رضي الله عنه أن: "رسول الله ﷺ عامل أهل خيبر بشطر ما يخرج من زرع أو ثمر"⁽¹⁹⁾.

4.3. صيغة المغارسة (Mugharasa): تُعرف المغارسة بأنها: "صيغة من صيغ استغلال الثروة الزراعية تجمع مالك الأرض الزراعية و العامل الزراعي، بحيث يُقدم الأول الأرض على أن يقوم الثاني بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما، ويكون الشجر و الإنتاج بينهما"⁽²⁰⁾؛ وبذلك فالمغارسة هي إعطاء الأرض الصالحة للزراعة لشخص كي يغرس فيها شجراً، على أن يتم اقتسام الشجر و الثمار.

يرى الجمهور عدم جواز عقد المغارسة لكثرة الجهالة الناتجة عن انتظار الشجر و للاشتراك في الأرض، أما المالكية فقد أجازوها شريطة⁽²¹⁾: أن يغرس فيها أشجاراً ثابتة الأصول، كالزيتون أو الرمان أو التين، ولا يجوز زراعة الأشجار غير الثابتة، مثل: دوار الشمس أو البقول وأمثالها، وأن تتفق أصناف الأشجار في مدة ثمرها، و ذلك ليصبح بالإمكان حصول كل طرف على حصته، وأن لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة فوق الإثمار وأن لا تكون الأرض موقوفة، على أن يكون نصيب العامل من الأرض و الشجر.

5.3. المشاركة (Mucharaka): تُعرف المشاركة على أنها: "تتضمن اشتراك شخصين فأكثر بحصصٍ من المال أو العمل أو منهما معا بمهدف تحقيق الربح الذي سيوزع بينهما وفق ما هو متفق عليه، وفي حالة الخسارة فتُحمّل على كل طرفٍ بقدر حصة كل طرف في رأس المال"⁽²²⁾.

أجمع علماء الأمة على مشروعية المشاركة بالكتاب و السنة و الإجماع، حيث وردت كلمة مشاركة في قول الله تعالى: ﴿ فَإِنْ كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثَّلْثِ، مِنْ بَعْدِ وَصِيَّةِ يُوصَىٰ بِهَا أَوْ دَيْنٍ غَيْرِ مُضَارٍّ. ﴾ [سورة النساء/ الآية: 12]. أما من السنة فما ورد عن أبي هريرة أنه قال، قال رسول الله ﷺ في الحديث القدسي أن الله عز وجل قال: ((أَنَا تَالِثٌ الشَّرِيكَيْنِ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَا خَرَجْتُ مِنْ بَيْنَهُمَا)) [أخرجه أبو داود و صححه الحاكم].

ثالثاً: اعتماد أموال الاستدانة في تشكيل الهيكل المالي من منظور إسلامي:

يعتبر التمويل بالاقتراض من الموارد المالية التي تتحصل عليها المؤسسة عن طريق اقتراضها من مصادر خارجية، وهي مفصلة كما يأتي:

1. القروض المصرفية:

يعرف القرض المصرفي على أنه: "تسليف المال لاستثماره في الإنتاج والاستهلاك وهو يقوم على عنصرين هما: الثقة والمدة"⁽²³⁾.
وطالما أن القروض المصرفية تكون العوائد المترتبة عنها من قبيل أرباح النقد بالنقد على أساس الفوائد الربوية المحرمة شرعاً، فإنه لا يجوز التمويل بها.

2. التمويل بالقروض السندية

يعرف السند بأنه: "مستند مديونية طويل الأجل تصدره المنشآت، وتعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في سعر فائدة دوري يتمثل في نسبة مئوية من قيمته. وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية؛ فحامل السند له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية، كما قد يخسر رأسمالية"⁽²⁴⁾.
و طالما أن السند هو قرضٌ جَرَّ نفعاً، فهي مُحَرَّمَةٌ في الشريعة الإسلامية، لأن كل قرض جَرَّ نفعاً فهو ربا، وهو مُحَرَّمٌ شرعاً؛ لذلك لا يجوز إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض مع زيادةٍ على أي وجه كانت سواء دُفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض، أو دُفعت على أقساط شهرية أو سنوية، أكانت في شكل نسبة من قيمة السند كما في أغلب السندات، أو في شكل خصم منها كما في السندات ذات الكوبونات الصفرية⁽²⁵⁾.

3. التمويل بالمرايحة (Murabaha):

تُعرف المريحة على أنها: "عقدٌ يلتزم بمقتضاه الطرف الأول بعرض السلعة بالثمن الذي قامت عليه مع رضا الطرف الثاني بالربح على أن يكون سعر تكلفة السلعة معلوماً للمشتري"⁽²⁶⁾.

تعتبر المريحة جائزةً عند العلماء بنص القرآن، والحديث، والإجماع، كونها من بيوع الأمانة التي يكون فيها البائع مؤتمناً على الإخبار بالثمن الأول الذي اشترى به السلعة؛ فمن القرآن ما قاله الله تعالى: ﴿لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلاً مِّن رِّبِّكُمْ...﴾ [سورة البقرة/ الآية: 198]، طالما أن المريحة تمثل ابتغاء للفضل، وكما أنها تدخل ضمن عقود البيع المشروع^(*) لقوله تعالى: ﴿وَأَخْلَ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ [سورة البقرة/ الآية: 275].

4. التمويل بالسلم (Salam):

يُعرف السلم بأنه: "بيع سلعة آجلة بثمن عاجل، بمعنى أنه معاملة مالية يتم بموجبها تحجيل دفع الثمن وتقديمه نقداً إلى البائع الذي يلتزم بتسليم بضاعة مضبوطة بصفات محددة في أجل معلوم، فالأجل هو السلعة المباعة الموصوفة في الذمة والعاجل هو الثمن"⁽²⁷⁾.

لقد ثبتت مشروعية عقد السلم بالكتاب والسنة والإجماع، فمن القرآن ما قاله الله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ﴾ [سورة البقرة/ الآية: 282]، ففي الآية الكريمة إباحةٌ للدين بصفة عامة، و السلم نوعٌ منه، على اعتبار أن الدين عبارة عن كل معاملة كان أحد الطرفين فيها نقداً والآخر في الذمة مؤجلاً، والدين هو ما كان غائباً.

ومن الحديث ما ورد في السنة النبوية، فعرضُ عباس أن رسول الله ﷺ قديم المدينة والناس يسلفون في التمر السنتين والثلاث، فقال النبي ﷺ: ((مَنْ أَسْلَفَ فِي شَيْءٍ فَلْيُسْلِفْ فِي كَيْلٍ مَّعْلُومٍ وَوَزْنٍ مَّعْلُومٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مَّعْلُومٍ)) [رواه البخاري ومسلم]، فدل الحديث بذلك على إباحة السلف والسلم وبين بعض شروطه. كما أجمع فقهاء المذاهب على أن السلم جائز.

5. الاستصناع (Istisnaa)

يُعرف الاستصناع لغة بأنه طلب الصنعة، وهو اصطلاحاً، بأن يطلب من الصانع أن يصنع شيئاً بثمن معلوم، علماً بأن مادة الصنع والعمل من الصانع، ويعتبر لدى مذاهب: المالكية والشافعية والحنابلة، نوعاً من السلم يسمى "السلم في الصناعات"، على خلاف ما ذهب إليه الحنفية في كونه عقد مستقل بذاته.⁽²⁸⁾

رابعاً: محددات بناء الهيكل المالي: تتلخص أهم محددات الهيكل المالي الداخلية منها والخارجية في:

المحددات الداخلية للهيكل المالي في المؤسسة: تتمثل أهم هذه المحددات فيما يأتي ذكره:

ربحية المؤسسة (Profitability): تعتمد المؤسسة ذات الربحية المرتفعة على التمويل الذاتي أكثر في تشكيل هيكلها المالي، وذلك بالاعتماد على احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، وهو الطرح الذي خلص إليه مايرز (Myers) سنة 1984م،⁽²⁹⁾ فوفقاً لنظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric information theory)، تتمول المؤسسة ذاتياً بدلاً من الاقتراض وهذا لتجنب بعض تكاليف التمويل الإضافية كالمصاريف المالية وتكاليف المعاملات وبعض الالتزامات كالرقابة على الإدارة.

1.2. **حجم المؤسسة (Firm Size):** لقد أقر كل من تيتمان وويسالز (Titman & Wissels) سنة 1988م العلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الأموال المقترضة؛ أي أنه كلما زاد حجم المؤسسة زادت نسبة الاقتراض في الهيكل المالي وبشروط ميسرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، وهذا راجع لارتفاع قيمتها وانخفاض مخاطر إفلاس المؤسسات كبيرة الحجم، خاصة إذا ما تعلق الأمر بمؤسسات تتسم بقدرٍ من التنوع ذات سمعة عالية في مجال الأعمال، وأن محفظتها الاستثمارية غير خطيرة.⁽³⁰⁾

1.3. **ملموسية الأصول (Tangible Assets):** بالنظر إلى طبيعة هيكل أصول المؤسسة، فإن المؤسسة التي تحوز على أصول ثابتة معتبرة تميل أكثر إلى الاقتراض بسهولة، نظراً لتوفر الضمانات العينية لأجل الحصول على القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات عينية وهذا ما يخفض من تكاليف الاقتراض بخفض تكاليف الإفلاس.

1.4. **الوفورات الضريبية المتأتية من المصاريف المالية (Debt Tax Shield):** بحكم العلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية، وفي ظل محدودية البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تخضع للضريبة على الدخل للاقتراض بمعدلات مرتفعة بسبب ارتفاع حجم الوفرات الضريبية المتولدة عنها. ولقد برزت فكرة تأثير الضريبة على قرار اختيار الهيكل المالي من خلال دراسة ميلر سنة 1977م (Miller, 1977)،⁽³¹⁾ والتي تطرق فيها إلى تأثير كل من الضريبة على دخل الأفراد والضريبة على دخل المؤسسات على تفضيلات المستثمرين بشأن المصادر التمويلية المختارة.

1.5. **الوفورات الضريبية البديلة (Non-Debt Tax Shield):** في ظل توفر الفرص البديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائده القروض كأقساط الاهتلاك والإعفاءات الضريبية المحصل عليها نتيجة لتنفيذ استثمارات توسعية جديدة، فإن نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة ستخفض. وعليه يتوقع أن زيادة المصاريف غير المالية ستؤثر عكسياً على نسبة القروض في الهيكل المالي للمؤسسة.

1.6. **سيولة المؤسسة (Firm's Liquidity):** إن المؤسسة التي تتسم بارتفاع السيولة في محفظتها المالية، ستلجأ إلى توظيفه كتمويل ذاتي في تشكيل هيكلها المالي، مما يؤدي بها إلى تقليل لجوئها للاقتراض،⁽³²⁾ وهذا لتجنب المصاريف المالية الإضافية للتمويل وبعض الالتزامات الإدارية كالرقابة على الإدارة.

1.7. **فرص النمو (Growth Opportunities):** تشير العديد من الدراسات إلى العلاقة العكسية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الاقتراض طويل الأجل في الهيكل المالي؛ ذلك أن ارتفاع معدل نمو المؤسسة وزيادة رقم أعمالها من شأنه أن يزيد من القدرة التمويلية للمؤسسة، فتعتمد بذلك على مواردها الداخلية أكثر من الاقتراض، وذلك لأن تكلفة الوكالة للقروض ترتفع بمعدلات أكبر في المؤسسات التي تتسم بمستوى عالي للنمو نظراً لارتفاع المخاطر المصاحبة لهذا النمو.⁽³³⁾

1. المحددات الخارجية للهيكل المالي في المؤسسة: تتمثل أهم هذه المحددات فيما يلي:
 - 1.2. طبيعة الصناعة (Sector): يمكن أن تكون للمؤسسات التي تنشط في نفس الصناعة مستويات استنادة متماثلة، إلا أنها تتباين باختلاف نوع القطاع، أي أن نسب القروض في الهيكل المالي تختلف حسب درجة نمو المؤسسات مقارنة بنمو الاقتصاد⁽³⁴⁾؛ ذلك أن المؤسسة التي تتميز بنمو مضطرب يفوق معدل نمو الاقتصاد يكون رقم أعمالها ناميا مع انخفاض المخاطر المالية والتشغيلية، وهذا ما يزيد من نسبة الرفع المالي.
 - 2.2. معدل النمو الاقتصادي (Economic Growth): تعتبر حالة الاقتصاد لبلد ما من بين العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسات التي تنشط في بيئته؛ 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.
 - 3.2. التضخم (Inflation): يؤثر التضخم على طبيعة التوليفة التمويلية التي تبناها إدارة المؤسسة، فارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يؤثر على أسعار الفائدة وتكلفة القروض والرسوم الضريبية، ويخفض من القيمة الحقيقية للوفر الضريبي مما سيرفع من نسبة القروض في الهيكل المالي، وهذا راجع لتناقص القيمة الحقيقية لتكلفة التمويل بالقروض⁽³⁵⁾.
 - 4.2. تطور السوق المالي (Stock Market Development): مما هو معلوم في حقل مالية الأسواق، أن تطور السوق المالي يساعد على سهولة الوصول لمصادر التمويل عن طريق اللاموسطة، الأمر الذي يجعل المؤسسات تتجه أكثر نحو التقليل من الاعتماد على الديون، وبذلك، تفترض هذه الدراسة حدوث نفس التأثير بالنسبة للمؤسسات التي تتمول بصيغ التمويل الإسلامية بمعنى وجود علاقة عكسية بين درجة تطور السوق المالي والهيكل التمويلي للمؤسسة.
 - 5.2. معدلات الاقراض (Lending Rates): إن 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 معدل الهامش، وهو ما سيؤثر بطريقة غير مباشرة على طبيعة المزيج التمويلي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة؛ بحيث يتوقع أن يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى ارتفاع المعدلات على الصكوك ووسائل الدين المتوافقة مع الشريعة مما يؤدي إلى التقليل من الاعتماد على الديون.

المحور الثاني: مقاربات وطرق تقييم المؤسسة (Firm's Valuation Approaches)

تختلف طرق تقييم المؤسسات وفقا للمقاربة التقييمية المعتمدة، إذ يتم تحديد قيمة أصل ما وفقا للتكلفة، أو السوق، أو الدخل المتولد؛ فنجد طرقا تقارن قيمة الأصل مع تكلفة استبداله، وأخرى بمقارنة الأصل محل التقييم بالأصول المماثلة له في السوق، ومنها ما يركز على ما يُدره الأصل من منافع اقتصادية متوقعة؛ وبذلك نجد طرقا تركز على مقارنة الذمة المالية وثانية تركز على مقارنة التدفقات النقدية المتولدة، وطرق أخرى تركز على مفهوم فائض القيمة (شهرة المحل).

أولا: الطرق المرتكزة على الذمة المالية للمؤسسة (Financial Estate methodes)

تضم مقارنة الذمة المالية مجموع الطرق ذات الصفة التاريخية، فهي الطرق التي تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها؛ فهي مقارنة تتصف بالسكون على عكس المقاربات التقديرية التي تركز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح⁽²⁹⁾. فوفقا لمقاربة الذمة المالية، يتم تقييم المؤسسة بالطرق التالية:

1. الطريقة المعتمدة على الأصل المحاسبي

يمكن بيان الطرق التقييمية المعتمدة على الأصول المحاسبية الصافية، فيما يلي:

1.1. طريقة الأصل المحاسبي: تعتمد هذه الطريقة على القيمة المحاسبية الصافية للأموال الخاصة، وتحسب بالعلاقة التالية⁽³⁰⁾:

$$ANC = \sum A - \sum D \quad (01)$$

حيث: ANC: صافي الأصول المحاسبية، A: مجموع الأصول، D: مجموع الديون

2.1. طريقة الأصل المحاسبي الصافي المُصحح:

يمكن حساب قيمة الذمة المالية انطلاقاً من صافي الأصول المحاسبية المصححة كما يلي⁽³¹⁾:

$$(02) \quad ANCC = ABCC - DC$$

حيث: **ANCC**: صافي الأصول المحاسبية المصححة، **ABCC**: الأصول المحاسبية، **DC**: الديون المصححة.
لم تحظ الطرق المعتمدة على الأصل المحاسبي الصافي بالأهمية البالغة في عمليات التقييم، كونها تركز على الأصول الملموسة فقط في التقييم.

2. طريقة القيمة الجوهرية (Substantial Value)

تُحسب القيمة الجوهرية بالعلاقة:

القيمة الجوهرية الإجمالية = الأصول المصححة + مصاريف الاستثمار + الأملاك المستأجرة- العناصر خارج الاستغلال (03)

3. طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

وفيها تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال كطرفٍ في العلاقة؛ باعتباره بديلاً لما جاء كانتقاد لطريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما تعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال. و تحسب القيمة فيها بالعلاقة:

$$(04) \quad CPNE = BFR + AE + IL$$

حيث: **CPNE**: الأموال الدائمة للاستغلال، **BFR**: الاحتياجات من رأس المال العامل، **AE**: أصول الاستغلال، **IL**: استثمارات مؤجرة.

ثانياً: الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية (Cash flows approach)

تعتمد مقارنة التدفقات النقدية في تحديدها لقيمة المؤسسة على فكرة مفادها أن المؤسسة هي مركز لخلق القيمة، وأن قيمتها تتحدد بربحيتها وقدرتها على تحقيق عوائد مستقبلية. وتحسب وفقاً:

1. الطرق المرتكزة على الأرباح: تُحسب قيمة المؤسسة تبعاً لأرباحها وفقاً للعناصر:

-قيمة المردود، -نسبة سعر السهم/الربح، وفيما يلي تفصيل لها:

1.1. التقييم على أساس قيمة المردود: فحسب مدخل المردود، ولقياس قيمة المؤسسة لا بد من رسملة (خصم) الربح المتوقع تحقيقه من طرف المؤسسة بمعدل خصم، وهذا بالعلاقة التالية⁽³²⁾:

$$(05) \quad V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+i)^t}$$

حيث: **B**: يمثل متوسط الربح المتوقع، **t**: عدد السنوات، **i**: معدل الخصم، **V**: قيمة المؤسسة.

ما يلاحظ على طريقة المردود في تحديد قيمة المؤسسة التي تعتمد على الربح المستقبلي أنها لا تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة كونها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية.

2.1. التقييم بواسطة نسبة سعر السهم/الربح: (PER: Price Earning Ratio)

تلعب نسبة سعر السهم/الربح دوراً مهماً في تقييم المؤسسات الاقتصادية، حيث تشير هذه العلاقة إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته⁽³³⁾. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$(06) \quad V = \frac{P}{E} . A$$

حيث: **V**: قيمة المؤسسة، **E/P**: سعر السهم / الربح (مضاعف PER)، **A**: العائد السنوي الصافي.

فبالرغم من أن المعامل المضاعف للأرباح (PER)^(*) مؤشرا هاما في تقييم المؤسسات، إلا أنه لا يأخذ في الاعتبار متغيرات معدلات الفائدة ووتيرة نمو الأرباح، أضف إلى أن اختلاف الإجراءات المحاسبية يؤدي إلى تفرع طرق حساب قيمة الربح (مثلة بالمتغير B).

2. الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح (Dividendsvalue)

لقد ارتبط مفهوم التوزيعات في مالية الأسواق بالمساهمين وذوي الحقوق في الأوراق المالية، فهي تمثل حصة العوائد القابلة للتوزيع على المساهمين. يمكن حساب قيمة المؤسسة في حالتين، كما يلي:

- في حالة ثبات توزيعات الأرباح، تُحسب قيمة حقوق المساهمين (Equity's Value)، كما يلي⁽³⁴⁾:

$$(07) V = \frac{D_{PS}}{K_E}$$

حيث: D_{PS} : قيمة توزيعات الأرباح لكل سهم، K_E : العائد المطلوب على حقوق المساهمين^(*)

- أما في حالة توقع نمو توزيعات الأرباح بمعدل سنوي ثابت، فإن النموذج السابق يكون:

$$(08) V = \frac{D_{PS}}{(K_E - g)}$$

حيث: D_{PS} : قيمة توزيعات الأرباح لكل سهم في السنة المقبلة، g : معدل نمو التوزيعات.

ثالثا: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي

تعتمد مقارنة التدفق النقدي في حسابها للقيمة على: القدرة على التمويل الذاتي، التدفق النقدي المتاح، كما يلي:

1. التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي:

يستخدم مفهوم القدرة على التمويل الذاتي في تحديد مردودية المؤسسة، ومن ثم فهو مؤشر هام لقياس قيمتها والتي تحدد من خلالها بالعلاقة⁽³⁵⁾:

$$(09) V = \sum_{t=1}^n \frac{CAF_t}{(1+i)}$$

حيث: V : قيمة المؤسسة، CAF : القدرة على التمويل الذاتي، $1 / (1+i)$: المعامل المضاعف

تُبين العلاقة السابقة القدرة المحتملة للنمو الداخلي للمؤسسة بعد رأسملة قدرتها على التمويل الذاتي.

2. التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح:

يعتمد هذا النوع من الطرق التقييمية على خصم التدفقات النقدية السنوية المتوقعة بمعامل خصم يقابل حجم الخطر المحدق

بتحقق تلك التدفقات، على اعتبار أن المؤسسة مُولد للتدفقات النقدية. كما يُعتمد في تحديد قيمة التدفق النقدي المتاح على

المبدأ النقدي⁽³⁶⁾ بدلا من مبدأ الاستحقاق، كما يلي:

التدفق النقدي المتاح = صافي التدفق النقدي - الأرباح الموزعة - تكلفة شراء الأصول الثابتة + المقبوضات من البيع.

ويمكن إيجاد قيمة المؤسسة عن طريق خصم التدفقات النقدية المتاحة بمعامل خصم المتوسط المرجح لتكلفة الأموال (WACC)،

بدلا من سعر الخصم K ، كما هو موضح في العلاقة⁽³⁷⁾:

$$(10) V = \sum_{i=1}^{n-1} \frac{CF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{CF_n}{(WACC-g)}$$

$$(11) WACC = \frac{E.K_e + D.K_d.(1-T)}{E+D}$$

المحور الثالث: مقاربات تقييم المؤسسة من وجهة نظر شرعية:

تكون دراستنا مدى شرعية تقييم المؤسسة كعملية شاملة و مركبة من تقييم عدة عناصر فيها (الأصول و الخصوم)، وفقا للمقاربة الانفرادية؛ وهذا بمعالجة كل مكون تقييمي من مكونات النموذج الكلي لقيمة المؤسسة علاجا ذاتيا، بحيث نُدقق في طريقة تقييم كل أصل أو دين على حدا، و كل مؤسسة حسباً لطبيعتها وصولاً إلى نموذج كامل للتقييم.

أولاً: المنظور الشرعي للطرق المرتكزة على الذمة المالية لتقييم المؤسسات:

فيما يخص بيان نظرة الشريعة الإسلامية لطريقة الذمة المالية كأداة لقياس قيمة المؤسسة، و نظرا لعدم وجود أدلة مباشرة من القرآن و السنة النبوية المتعلقة بمدى شرعية طريقة الذمة المالية في حدود معرفة و تطلع الباحث؛ كان لزاما علينا أولاً إظهار مدى عدالة طريقة الذمة المالية في تقييم حقوق و التزامات الأفراد المشاركين في المؤسسة، كما يلي:

مما تطرقنا إليه سابقاً، تكتسي التكلفة التاريخية عدالتها في التقييم فقط حين اقتناء الأصل محل التقييم، وكذا حين تقييم ديون التجارة كبيع الأمانة (مراجعة، وضعية، تولية)، و الشفعة، والإقالة، والسلم، ونظراً لكون الأساس الذي بُنيت عليه طريقة الأصل المحاسبي و المتمثل في اعتماد الأصول المقيمة بتكلفتها التاريخية، فإن ذلك سيحول دون تحقيق العدالة في تقييم الأصول، وهذا ما سيحقق كذلك ظلماً في توزيع الأرباح بين الشركاء عند التحارج مثلاً، لذلك و لتقييم عادلٍ وفقاً ما تُقره الشريعة الإسلامية، لا بد من استبدال التكلفة التاريخية بالقيمة الجارية أو القيمة السوقية كأساس للتقييم الحقيقي والعدل الموجودات و التزامات المؤسسة.

ثانياً: المنظور الشرعي للطرق المرتكزة على التدفقات النقدية في تقييم المؤسسة:

سُنبر فيما يلي التكيف الشرعي للمقاربات التقييمية المعتمدة على التدفقات النقدية:

1. الطرق المرتكزة على الأرباح

وفقاً لطريقة الأرباح، تتحدد قيمة المؤسسة وفقاً: لمردودها، ولنسبة أسعار أسهمها إلى ربحها، و لفترة استرداد إنفاقها الرأسمالي، كما يلي:

1.1. التقييم بقيمة المردودية: تعتمد طريقة المردود على الربح المتوقع، إذ يُعتبر هذا الأخير مقبولاً من الناحية الشرعية شريطة سلامة مكونات احتسابه من الناحية الشرعية، كأن لا يشتمل على تعامل ربوي أخذاً و عطاءً، كما أنها تُركز على العوائد النقدية المستقبلية، والتي لا تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة كونها تتغافل للنائج المالية الحاضرة و الماضية، وبذلك فلن تتمكن من إعطاء تصور شامل عن قيمة المؤسسة، وهذا ما يستبعد اعتمادها كأساسٍ للتقييم العادل بما يُحافظ على حقوق و التزامات كل الأطراف المشاركة في المؤسسة، ونظراً لما تقتضيه الأحكام الشرعية من إحلال العدل و الإنصاف كما سبق ذكره، فقد يُستبعد هذا التقييم من القياس المحاسبي من وجهة نظر إسلامية، باعتباره بعيد عن التقييم العادل. وبما أن نموذج قيمة المردود يعتمد على استحداث الربح المتوقع تحقيقه مستقبلاً بمعامل خصم يعتمد أساساً على معدل الفائدة، ولقد طُرحت عدة تساؤلات بشأن معامل الخصم من جانب عملي و شرعي، من حيث كيفية تحديد معامل الخصم، وعن شرعيته في التحيين؛

وكخلاصة عن مدى شرعية طريقة المردودية في التقييم، فإن تحطي مشكلة التركيز على الأرباح المستقبلية فقط دون الفعلية منها في نموذج المردودية، واستخدام معدل خصم شرعي بعيد عن الفوائد الربوية، مع إدراج التحيين لإزالة آثار تغير قيمة النقود وفق ما أقره جمهور العلماء: "أن للزمن قيمة مالية في البيوع فقط دون القروض"⁽³⁶⁾، سيجعل من هذه المقاربة كأساس للتقييم العادل المشروع.

1.2. التقييم بنسبة سعر السهم/الربح (PER): إن شرعية طريقة مؤشر سعر السهم إلى ربحيته مُرححة بالعائد السنوي الصافي

مرتبطة بمدى صحة الإجراءات المحاسبية في حساب العائد السنوي من وجهة نظر إسلامية، بالطريقة التي يكون حسابها بعيدة عن

كل مخالفة شرعية وغير معتمدة على الفوائد الربوية، أضف إلى ضرورة كون الأسهم شرعية بعيدة عن كل تحيز وتفضيل لمساهم على الآخرين من حيث الحق و العدل في تقاسم الأرباح والخسائر.

لكن ما يلاحظ على هذه الطريقة التقييمية أنها تخص فقط المؤسسات المدرجة في البورصة دون سواها، فعلى الرغم من إمكانية مقارنة نسبة مؤشر (PER) للمؤسسة مع مثيله في مؤسسات القطاع ولنفس البلد والتي تُمثل في حد ذاتها القيمة التبادلية العادلة، إلى أنه لا تُمكننا من المقارنة في حالة تقييم خليط مُتكون من المؤسسات المدرجة وغير المدرجة في البورصة، ومن حيث التاريخ والتوقيت.

3.1. التقييم على أساس فترة الاسترداد: بصفة عامة، يُعتبر مؤشر فترة الاسترداد مقبولاً من وجهة نظر إسلامية شريطة إعادة النظر في أحد مكونات نموذج حسابها والمتمثل في اعتماده على معدل عائد السند، ومما هو معلوم في حقل المعاملات المالية الإسلامية أنه لا يجوز التعامل بالسندات كونها من قبيل الديون الربوية، لذلك فإن ترجيح قيمة المؤسسة بمعدل عائد السند وبالتكلفة المرجحة للمحفظة المالية المتكونة من السندات أمرٌ غير مقبول شرعياً، وبالتالي فنموذج فترة الاسترداد المبين أعلاه لا يتسم بالسلامة الشرعية و غير جائز اعتماده كأساس لتقييم المؤسسات.

2. الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح (Dividends):

لقد ارتبط مفهوم التوزيعات بمخصص العوائد القابلة للتوزيع على المساهمين وذوي الحقوق في الأوراق المالية، وما يُلاحظ على حسابها أنه يعتمد على معدل العائد على حقوق المساهمين، والذي يقيس نسبة ربح المؤسسة إلى مجموع حقوق المساهمين فيها، ويتم حسابها بقسمة صافي ربح المؤسسة على إجمالي حقوق المساهمين. لذلك فشرعية علاقة حساب قيمة المؤسسة بالاعتماد على حقوق المساهمين مرتبطة بمدى صحة قياس صافي ربح المؤسسة بعيداً عن كل تعامل غير مشروع كما سبق تفصيله، هذا من جهة، وبالنظر إلى خصوصية تحديد الربح يجب أن يكون الربح قد تحقق فعلياً وغير مفترض و مبني على الظن والتخمين، من منطلق أن توزيع الأرباح لا يكون إلا من ربح متحقق و معلوم، وأن تحققه يقترن بالمحافظة على رأس المال كمقصد شرعي (حفظ المال وفقاً لمبدأ لا ربح إلا بسلامة الأصل).

أما فيما يخص بُد توزيعات الأرباح، فيجب تطبيق مبدأ العدالة والمساواة في توزيع الأرباح على مُستحقيها المشاركين في تحقيقها، وهذا ما يتطلب أولاً التقييم الصحيح لمساهمة كل شريك حتى لا تكون الزيادة في الربح لأي طرف على حساب الآخرين دون الرفع من مساهماته، واعتماد مبدأ: "الغنم بالغرم بلا جهالة ولا غرر"، ويتحقق هذا بالمعرفة المسبقة لصاحب السهم، وقيمة مساهمته، ومصدرها مع الحق في الأرباح عند تحققها وتحمل الخسائر بمقدار ونوعية المساهمة (رأس المال، عمل،...)؛ إذ فالخسارة لأرباب المال من ما لهم ولأرباب الجهد من جهدهم. أما عن مسألة تأجيل توزيع الأرباح (سياسة احتجاز الأرباح) فهي لغرض نماء الأموال بإعادة توظيفها في استثمارات قائمة (التوسع) أو مشاريع جديدة، حيث تكون بمثابة مصادر تمويلية ذاتية للمؤسسة وهذا ما يزيد من وتيرة النمو فيها (بالطبع إذا أحسنت توظيفها وإدارتها)؛ حيث أن عدم توزيع الأرباح في المؤسسة لا بد وأن يرافقه - وفقاً لنظريات الإدارة المالية - زيادة في نمو الأرباح وإلا فما الداعي وراء سياسة احتجاز الأرباح، و لقياس أهمية إعادة استثمار الأرباح المحتجزة وغير الموزعة.

ثالثاً: المنظور الشرعي لتقييم المؤسسة بالطرق المرتكزة على التدفق النقدي:

يُعتبر التدفق النقدي من الناحية الشرعية، مقبولاً بشرط مراعاة استبعاد المكونات التي لا تقرها الشريعة الإسلامية مثل الفوائد وأية معاملات أخرى باطلة أو محرمة شرعاً⁽³⁷⁾، وهو ما نُوضحه فيما يلي:

1. شرعية التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي: يُنصح كقاعدة في الإدارة المالية من خلال نظرية الترتيب التدريجي لمصادر الأموال (Pecking Order Theory) بالاعتماد أولاً على التمويل الذاتي للمؤسسة قبل البحث عن أي مصدر تمويلي

خارجي وهذا لما تضمنه هذه التمويلات من مزايا تفضيلية في المؤسسة، إذ تتحمل إزاءها تكلفة افتراضية وهي تكلفة الفرصة البديلة فقط، على اعتبار أن المؤسسة له عدة بدائل لاستغلال مواردها المالية الذاتية، وهذا ما يسمح لها بالتعويض عن العائد المتوقع من البديل الاستثماري الذي لم تستثمر فيه أموالها، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعمل المؤسسة على إعادة استثمار أموالها بدلاً من اكتنازها (محرمٌ شرعاً) أو تأكله بالزكاة ما لم تُقابل بالاستثمار، حيث أن النبي ﷺ خطب الناس وحثهم على استثمار مال اليتيم حتى لا تأكله الزكاة، فقال: " ألا من ولي يتيماً له مالٌ فليتجر فيه ولا يتركه حتى تأكله الصدقة " [رواه الترمذي]؛ و على اعتبار أن نسبة احتساب الزكاة هي 2,5 % من قيمة الأصل المراد تزكيته، فإنه وعلى اعتبار أن مبلغ التمويل الذاتي لم يُستثمر، فإن قيمته ستتلاشى نظرياً في غضون 40 سنة، لكن عملياً في فترة تقل عن ذلك، كون أن قيمة هذا المخصص المالي ستخضع بتأثير القيمة الزمنية للنقود و ظاهرة التضخم.

إذا كانت طريقة حساب القدرة على التمويل الذاتي بعيدة عما يُخالف أحكام الشريعة الإسلامية، من فوائد ربوية⁽³⁸⁾ وأكلٍ لأموال الغير بالباطل، ونظراً لكون معدل الخصم في الإدارة المالية ليس معدل الفائدة و لكنه يُمثل تكلفة رأس المال، طالما أن الاستثمارات تتباين من حيث درجة المخاطر، لذلك لا يمكن اعتماد معدل ثابت (الفائدة) عن كل رأسمال مستثمر، إذن فمعدل الخصم الفعلي هو معدل العائد من الاستثمار والذي يُمثل في الحقيقة تكلفةً للفرصة البديلة أو الضائعة، وهو المعدل المقبول من الناحية الشرعية، و الله أعلى وأعلم.

2. شرعية التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح:

نظراً لكون طريقة التدفق النقدي المتاح من الطرق الأكثر تعبيراً عن حقيقة قيمة المؤسسة، إلا أنها صعبة التطبيق لصعوبة تحديد معدل الخصم اللازم لتحجيز التدفقات النقدية، إلى جانب هذا تتجلى صعوبة هذه الطريقة في إيجاد بديل معدل الخصم المتوافق مع الشريعة الإسلامية.

إن فكرة البحث عن بديل إسلامي لمعدل الخصم تعتمد على استبعاد بعض مكونات النموذج المخالفة للشريعة الإسلامية كالفوائد الربوية، ومعدل الخصم المتضمن تكلفة القروض والسندات بفائدة وأية معاملات أخرى محرمة شرعاً.

إن أسلوب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) غير مقبولٌ من الناحية الشرعية، كونه يعتمد في ترجيحه على الوزن النسبي لمصادر تمويلية تعتمد من جهة على الفوائد الربوية المرتبطة بالمتغير (K_d) في النموذج أعلاه، وعلى العائد الخالي من المخاطر، من جهة أخرى، إلا أن تعديل هذا المتوسط بما يُلائم الهيكل المالي للمؤسسات التي تتبنى الاقتصاد الإسلامي، يستلزم أولاً تعديل المتغيرين (E, D) في النموذج أعلاه، وتعويضهما بالمصادر التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما يلي:

- يمثل المتغير (E) أهم المصادر التمويلية بالملكية (Equity) المتاحة للمؤسسة، وهي تشمل على التمويلات الذاتية و الأسهم العادية مع استبعاد الأسهم الممتازة و بعض المعاملات التي لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية؛

- يمثل المتغير (D) التمويلات بالاستدانة (Debt) كالديون و السندات، وهي من مصادر الأموال المحرمة شرعاً كونها تتضمن الفوائد الربوية، لذلك لا بد من استبعاد الديون الربوية و السندات من نموذج (WACC) كونها تُخالف الشريعة الإسلامية، وإدراج التمويلات التشاركية التي تُقرها الشريعة الإسلامية؛

يتحدد في الاقتصاد الوضعي، العائد المطلوب على الاستثمار بالصيغة التالية:

$$(12) \quad \text{العائد المطلوب على الاستثمار} = \text{العائد الخالي من المخاطرة} + \text{علاوة المخاطرة}$$

يُعتمد في حساب العائد الخالي من المخاطرة على نسبة التضخم المتوقعة، وعلى ما تدفعه الحكومة على أذونات الخزينة من فوائد، ليُمثل العائد المطلوب من طرف أصحاب الفائض في الأموال، كتكلفة على عاتق أصحاب العجز من المستثمرين طالبي التمويل⁽³⁹⁾. و لقد جيء بهذا العائد الخالي من المخاطر كتعويض عن آثار التضخم و معدلات الفائدة، ولقد تم التركيز على

السندات الحكومية، كون أن فائدة تلك السندات تعتبر كمحدد للعائد الخالي من المخاطرة في احتساب تكلفة الأموال. ولصحة نموذج الخصم المعتمد على العائد المطلوب، لا بد من التعمق في موقف الشريعة الإسلامية من علاوة المخاطر و من الفائدة على أدوات الخزينة، والبحث عن بديل عن ذلك في حالة عدم قبوله شرعياً.

يتبين من خلال ما سبق، ضرورة تعديل مكونات حساب العائد المطلوب على الاستثمار لكي يكون مقبولاً من الناحية الشرعية، ولقد اقترح الأستاذ حسين سمحان نموذجاً عدل من خلاله المعدل الخالي من المخاطر بنسبة الزكاة و التضخم، معتبراً في ذلك أن الحد الأدنى الذي يقبله المستثمر المسلم هو زكاة نشاطه حفاظاً على ماله من أن تأكله الزكاة، و أن إدراج التضخم كان بهدف المحافظة على القوة الشرائية للمال، ليكون النموذج مُعدلاً، كما يلي⁽⁴⁰⁾:

العائد الإسلامي المطلوب على الاستثمار (RI_{IS}) = نسبة الزكاة للنشاط + نسبة التضخم + علاوة المخاطر (13)
وكخلاصة لما سبق، إن مسألة قبول طريقة التدفق النقدي لتقييم المؤسسة، تقتضي ضرورة إعادة النظر في نموذج التكلفة المتوسطة لرأس المال (WACC) الملزم في حد ذاته تعديلاً في تشكيلة الهيكل المالي بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما لم تتضمن طريقة حساب التدفق النقدي على معاملات مالية مُحَرمة.

ومما سبق، يمكن تعديل نموذج التكلفة المرجحة لرأس المال بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية، والذي نرمز له ب (WACC_{IS}) وفق للتعديلات التي طرأت على الهيكل المالي، مع إزالة الوفر الضريبي (1 - t)، كون الاقتصاد التشاركي يقتضي المشاركة في الربح والخسارة كل بحصته في المؤسسة وهو كما يلي:

$$(14) \text{WACC}_{IS} = \frac{E \cdot Ke + D \cdot RI_{IS}}{E + D}$$

حيث: RI_{IS}: العائد الإسلامي المطلوب على الاستثمار.

المحور الرابع: الجانب التطبيقي للدراسة: فيما يلي عرضٌ للجانب التطبيقي للورقة البحثية:

أولاً: الطريقة والإجراءات: وردت دراستنا الميدانية التطبيقية في ثلاثة أجزاء فرعية؛ يتناول **الجزء الأول** فيها وصفاً متكاملًا للبيانات المالية المستخدمة وتحديد العينة وحجمها ونوعها، ويتناول **الجزء الثاني** منها وصفاً وضبطاً للمتغيرات المستخدمة في التحليل، وأخيراً وفي **الجزء الثالث**، سيتم التعرض للأسلوب الإحصائي المستخدم في تحليل النتائج، كما يلي:

1. عينة الدراسة الميدانية:

لقد شملت عينة دراستنا 406 مؤسسة ماليزية قمنا بتصنيفتها من بين مؤسسات مختلطة تنشط في بيئة الأعمال الماليزية كمجتمع دراستنا؛ إذ كان تركيزنا في حصر عينة المؤسسات المدرجة في الدراسة التطبيقية على المؤسسات التي تنتمي للقطاعات الصناعية والتجارية، في حين قمنا باستبعاد مؤسسات القطاع المالي من بنوك تجارية، شركات التأمين؛ وهذا لأن إعداد التقارير المالية لمؤسسات القطاع المالي تختلف عن مثيلتها في المؤسسات غير المالية من حيث تبويب بنودها، ومن حيث نموذجها العام، أضف إلى ذلك الاختلاف في خصوصية القرارات المالية بين القطاعين، حيث أن التدفقات النقدية فيها ترتبط بوضوح بقرار الإنفاق الاستثماري (ضمن القرارات المالية) أكثر مما هو عليه في سواها من المؤسسات المالية.

2. **التبويب الزمني للدراسة الميدانية:** اعتمدنا في دراستنا على حزمة من المعلومات المالية والمحاسبية للفترة 2005م-2016م على امتداد زمني قدره 15 سنة، وهذا لتتبع أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة، إذ نجد أن هذا المجال الزمني المعتمد جديرٌ وكاف لبيان التغيرات التي طرأت على الهياكل المالية للمؤسسات المختارة كعينة، ومن جهة أخرى، قمنا باستبعاد المؤسسات التي تبنت في بداية مشوارها المعاملات المالية الإسلامية (بحوالي 5 سنوات الأولى من نشاطها كمتوسط زمني)، لكنها وفيما بعد تغير توجهها إلى اعتماد الفوائد الربوية في تعاملاتها.

3. **متغيرات الدراسة الميدانية وقياسها:** اعتمدت في دراستنا على النمذجة الرياضية الممثلة بالنموذج التالي:

$$\text{Lev} = \alpha + \beta_1 \text{Prof} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Grow} + \beta_4 \text{Lqdt} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Tngb} + \beta_7 \text{Shpp} + \beta_8 \text{BusR} + \mu$$

و الجدول الموالي يلخص متغيرات الدراسة المعتمدة في النموذج، ومؤشرات قياسها:

جدول (01): متغيرات نموذج الدراسة الميدانية

المتغيرات Variables	الرمز Sbl	الدراسات ذات الصلة Related studies	البيان Description
الرفع المالي Financial leverage	Lev	Freind & Lang (1988), Mackie & Mason (1990),	Lev = Total Debts / Total Assets
الربحية الاقتصادية profitability Economic	Prof	Myers (1984), Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Sayilgan & al (2006).	Prof = EBIT / Total Assets
حجم المؤسسة Firm's size	Size	Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Sayilgan & al (2006),	Size = Ln (Net sales)
نمو المؤسسة Firm's growth	Grow	Wessels & Titman (1988), Sayilgan & al (2006), Cortez & Susanto (2012),	Grow = FA (n) – FA (n-1) / FA (n-1) FA: fixed asset
السيولة Liquidity	Lqdt	Cortez & Susanto (2012),	Lqdt = Current Asset / CLT * 100
عمر المؤسسة Firm's Age	Age	Graham & al (1998),	Age = Nbrs of activity's years
لملموسية الأصول Tangibility	Tngb	Gaud & al (2005),	Tngb = Net fixed asset / TA * 100
أداء الأسهم في السوق Stock Share performance	PshP	Wessels & Titman (1988),	PshP = Market Price (n) / Market Price [(n-1) - n] * 100
مخاطر الأعمال Business Risk	BusR	Krishnan & Moyer 1997	BusR = (EBIT / EBIT [_n-1] - 1) * 100

Source: The description of the variable in column 4 in Table.1. Above is taken from Thomson Reuters, (2015), World scope database: data definitions guide. Issue 14.3.

ثانياً: التحليل والمناقشة:

لقد شملت دراستنا 406 مؤسسة اقتصادية ماليزية مدرجة في السوق المالي الماليزي، وكانت المعلومات المالية لامتداد زمني قدره 12 سنة من سنة 2005م إلى 2016م، وبمعدل ملاحظات مالية بلغت 4872، وكانت خصوصية عينة الدراسة كالتالي:

جدول (02): عينة الدراسة وحجمها

ID : 1,2,.....406 Time : 2005, 2006,....2016 Delta (time) : 1 unit Span (time): 12 periods							n= 406 T= 12
Distribution of T_i:	min	5%	25%	50%	75M	95%	max
	12	12	12	12	12	12	12

المصدر: مخرجات برنامج Stata14. بالاعتماد على المعلومات المستقاة من DataStream

جدول (03): التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

Global Variables Summarize					
Vars	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ID	4872	203.5	117.2138	1	406
time	4872	2010.5	3.452407	2005	2016
Levl	4340	19.89642	43.54367	0	2322.1
Prof	4312	5.607754	10.5936	-224.822	127.7148
Age	4872	14.14614	6.996816	0	44
Size	4341	12.67424	1.305161	8.063378	18.57864
Grow	4323	1.204224	3.258869	-52.95	138.95
Tngb	4341	37.70676	20.42415	0	95.54089
Busr	3873	-1.80036	1264.899	-33692.31	44425

Lqdt	4209	282.7785	519.5968	3.926417	25273.81
ShPP	4061	15.03779	61.2783	-93.13725	888.0637

المصدر: مخرجات برنامج Stata14 بالاعتماد على المعلومات المستقاة من DataStream

يعرض الجدول أعلاه الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة المرتبطة بالقيم الوسيطة والانحراف المعياري والمدى لكل متغير؛ إذ نجد أن القيمة الوسيطة للرفع المالي (Lev1) بلغت 12.896 بمدى يتراوح بين 0 إلى 23.221، وهو ما يعني أن معظم المؤسسات تعتمد في تمويلاتها على أموال الملكية، بينما تعتمد على الإقتراض بمعدلات متدنية مقارنة بالأموال الخاصة، وهذا دلالة على عدم تفعيل آلية الرافعة المالية في تشكيل الهياكل المالية لمؤسسات عينة الدراسة. وبملاحظة متغير مخاطر الأعمال (BUSR) نجد أنها في مستوى متدن، وهذا ما يوحي بأن بيئة أعمال مؤسسات عينة الدراسة أقل مخاطرة؛ وهذا مرده أن المؤسسات التي تتبنى الأنظمة التشاركية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا تعتمد تماما على القروض بفوائد ربوية في تمويل أنشطتها، وهذا ما ترجمته القيم السالبة لمتغير (BUSR) منها القيمة الوسيطة - 1.820363 ومدى تراوح في المجال السالب بين -336.923 و 444.25، وهذا ما فسر المستوى المنخفض للمخاطر.

يلاحظ كذلك أن معظم مؤسسات عينة الدراسة تميزت بكونها كبيرة الحجم، وهذا ما ظهر جليا من خلال القيمة الوسيطة لمتغير حجم المؤسسة (SIZE) والتي بلغت 12.674 ومدى انحصار بين 8.063 إلى 18.578، وهذا ما يعتبر كموجه ومحدد لتوجه مؤسسات التي تتبنى النظام الإسلامي في إدارتها المالية نحو الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية والتشاركية بعيدا عن كل تعامل ربوي غير عادل، وهذا ما أكدته قيم متغير الربحية الاقتصادية (PROF) والتي بينت أن مؤسسات عينة الدراسة تتمتع بمستوى عالٍ من الربحية، هذه الأخيرة التي تستعملها المؤسسات في تمويل أنشطتها ذاتيا، أضف إلى ذلك استعمالها للمستوى المعتبر من سيولتها (LQDT).

مما سبق تحليله بشأن المتغيرات الوصفية، نجد أن مؤسسات عينة الدراسة تتمتع بوضعية مالية مريحة جدا أهلتها لاستغلال قدرتها التمويلية الذاتية في تحديد هياكلها المالية.

جدول (04): تقدير معلمات نموذج الدراسة

CEE population-average model				Nbr of observations: 3736		
Group variable: ID				Nbr of groups: 404		
Scale parameter: 235.6279				Obs per group: min= 2		
				Avg= 9.2		
				max= 10		
				Wald chi2 (8) = 692.01		
				Prob> chi2 = 0.0000		
Levl	Coef	Std. Err	z	P > z ≤ 5%	95% Conf.	Interval
Prof	-.2609134	.022855	-11.42	0.000	-.3057088	-.216118
Age	-.7200979	.0569622	-12.64	0.000	-.8317417	-.6084541
Size	4.9517609	.390742	12.69	0.000	4.191356	5.723036
Grow	.1517609	.0680604	2.23	0.026	.0183649	.2851569
Tngb	.1212083	.0162205	7.47	0.000	.0894168	.1529999
Busr	.0000927	.0001443	0.64	0.521	-.0001902	.0003756
Lqdt	-.0103722	.0008427	-12.31	0.000	-.0120237	-.0087206
ShPP	-.0101093	.003099	-3.26	0.001	-.0161832	-.0040353
- cons	-34.31305	4.755916	-7.21	0.000	-43.63447	-24.99162

المصدر: مخرجات برنامج Stata14 بالاعتماد على المعلومات المستقاة من DataStream

إذا كان $|z| \leq 5\%$ فإن متغيرات الدراسة المشككة لنموذج البحث ذات دلالة إحصائية، وبملاحظة مخرجات برنامج Stata14 المبينة في الجدول (06) أعلاه، نجد أن كل قيم $|z| > 5\%$ لكل متغير أقل من 5% عدا متغير مخاطر الأعمال الذي قاربت قيمة المؤشر فيه نسبة 5%. وبذلك فأتمودج الدراسة تشكل بمتغيرات ذات تأثير علائقي دالاً إحصائياً.

جدول (05): الانحراف المعياري و الدلالة الإحصائية

Fixed-effects regression				Nbr of observations: 3736		
Group variable: ID				Nbr of groups: 404		
R-sq: within: 0.1820				Obs per group: min= 2		
between:0.0837				Avg= 9.2		
overall: 0.0957				max= 10		
corr(u_i, xb) = -0.5333				F (8,3324) = 92.43		
				Prob>F = 0.0000		
Levl	Coef	Std. Err	t	P > t	95% Conf.	Interval
Prof	-.251959	.0230379	-10.94	0.000	-.2971289	-.2067891
Age	-1.121288	.0683623	-16.40	0.000	-1.255325	-.987252
Size	9.262974	.6067534	15.27	0.000	8.073326	10.45262
Grow	.2055729	.0691249	2.97	0.003	.0700412	.3411045
Tngb	.1620702	.0182381	8.89	0.000	.1263111	.1978294
Busr	.0001743	.0001426	1.22	0.222	-.0001054	.0004539
Lqdt	-.007995	.0008749	-9.14	0.000	-.0097103	-.0062796
ShPP	-.0087638	.0030662	-2.86	0.004	-.0147756	-.0027521
- cons	-85.66812	7.369649	-11.62	0.000	-100.1176	-71.21861
Sigma_u				14.646297		
Sigma_e				10.242302		
rho				.67157612 (fraction of variance due to u_i)		
F test that all u_i =0				F(403, 3324) = 10.52 Prob>F = 0.0000		

المصدر: مخرجات برنامج Stata14 بالاعتماد على المعلومات المستقاة من DataStream

إذا كان $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000 \leq 5\%$ فإن متغيرات الدراسة المدرجة في النموذج ذات دلالة إحصائية، وبملاحظة محتوى الجدول (07) نجد أن كل متغيرات حقق هذا الشرط على خلاف متغير مخاطر الأعمال الذي حاز عن القيمة الشريطية بقليل، وهذا راجع ربما لانحياز قيم هذا المتغير عن المتوسط في بعض مؤسسات عينة الدراسة. بملاحظة قيمة **Rho** في الجدول (07) نجد أنها $\text{Rho} = 0.6715$ ؛ وهذا ما يوحي بأن 67.15% من التغير في الرفع المالي مرده متغيرات النموذج المستقلة: حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، الربحية، مخاطر الأعمال، أداء السوق المالي، ملموسية الأصول، السيولة، نمو المبيعات، والباقي مرده متغيرات عشوائية أخرى، كمتغير الزكاة (Zakat) والضريبة (Impot) والناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ...

جدول (06): الانحراف المعياري والدلالة الإحصائية

	lev1	GROP	TNGB	PROF	BUSR	SIZE	LQDT	SHPP	Age
lev1	1.00 4340								
GROP	-0.115* .0000	1.000 4323							
TNGB	0.152 * 0.00	-0.036* .0161	1.00 4341						
PROF	-0.236* .0000	0.3503* .0000	-0.076* .0000	1.00 4312					
BUSR	-0.038* .0177	0.067* .0000	-0.035* .0268	0.428* .0000	1.00 3873				
SIZE	0.186* .0000	0.136* .0000	0.05* .0009	0.222* .0000	0.126* .0000	1.00 4341			
LQDT	-0.643* .0000	0.051* .0009	-0.313* .0000	0.273* .0000	0.066* .0001	-0.118* .0000	1.00 4209		
SHPP	-0.089* .0000	0.083* .0000	-0.013 .3829	0.290* .0000	0.256* .0000	0.073* .0000	0.080* .0000	1.00 4061	
Age	-0.002 .8767	-0.042* .0052	-0.040* .0077	-0.051* .0008	0.001 .9439	0.353* .0000	-0.036* .0167	0.048* .0022	1.00 4872
Spearman lev1,GROP TNGB PROF BUSR SIZE LQDT SHPP Age, stats (rho obs p) star (0.05) pw.									

المصدر: مخرجات برنامج Stata14 بالاعتماد على المعلومات المستقاة من DataStream

من خلال الجدول (08) أعلاه تبين فيما يخص علاقة المتغيرات المستقلة بالرفع المالي ما يلي:

- نجد أن متغير ملموسية الأصول (TANG) في علاقة موجبة مع الرفع المالي، لكنه بأقل دلالة إحصائية، طالما أن $r=0.152 <<$ 0.5، وهذا ما توافق مع دراسات ميدانية مثل: دراسة كل من Prasad et al. 2003 و Suto, 2003 الذين وجدوا علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين ملموسية الأصول (TANG) ودرجة الرفع المالي في مؤسسات ماليزية.

- ظهرت العلاقة بين الربحية (PROF) والرفع المالي سلبية كما هو اقترح في فرضيات الدراسة، بما يتوافق ونظرية الترتيب التدرجي لمصادر التمويل (Pecking Order Theory) التي أقرت تفضيل المؤسسة في اعتماد مصادرها المالية الذاتية في تمويل أنشطتها بدلا من اللجوء إلى الإقتراض في ظل المستوى المرتفع من الربحية. وبالنظر لما تم التوصل إليه، نجد أن هذه النتائج تتوافق مع دراسات منها: Rajan and Zingales, 1995 و Zoppa and McMahon, 2002.

- إن متغير حجم المؤسسة (SIZE) في علاقة موجبة مع الرفع المالي، ومرد ذلك الخصوصية التي تتمتع بها المؤسسات كبيرة الحجم في أولويتها في الحصول على الإعانات والاعتمادات المالية من الدولة، وقلة مخاطرها المالية، وهذا ما يعطيها قدرة تمويلية مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم. وتتبع الدراسات السابقة نجد أن نتائج دراستنا تتوافق مع توصلت إليه بعض الدراسات الميدانية مثل: Booth et al. 2001, Pandey 2001, Prasad .et al. 2003.

- لقد ظهرت علاقة النمو بالرفع المالي سالبة وذات دلالة إحصائية فقط للمؤسسات الأقل إقتراضا بالفوائد الثابتة، وقد توافقت هذه النتيجة مع الكثير من الدراسات السابقة، منها: Zoppa & McMahon, 2002, Booth et al. 2001.

- بالمقابل ظهرت متغيرات أداء السوق المالي (SHPP)، السيولة (LQDT)، عمر المؤسسة (AGE) في علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية مع درجة الرفع المالي.

ثالثا: النتائج والتوصيات:

1. النتائج: تطرقنا من خلال هذا البحث إلى تكلفة مصادر تمويل المؤسسة، والتي انحصرت أساسا في تكلفة التمويل بالأسهم وتكلفة التمويل بالإقتراض حيث اتضح لنا أنها تعتبر عنصرا مهما في عمليات اتخاذ القرارات التمويلية، كونها تمثل الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار.

وظالما أنها تؤثر على قيمة المؤسسة وأسعار أسهمها في السوق من خلال العلاقة العكسية بينهما، حيث أنه كلما انخفضت تكلفة الأموال، كلما كان لذلك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة وعلى القيمة السوقية لأسهمها.

أما عن قيمة المؤسسة، فقد أبرزنا المفاهيم الأساسية المرتبطة بها من خلال مفهومها الاقتصادي الذي أتى به كل من الكلاسيكيين والنيوكلاسيكيين، مع التنويه لأهم الفروقات بين القيمة، التكلفة والسعر.

تختلف وظيفة تقييم المؤسسات من مؤسسة لأخرى حسب الطريقة المعتمدة، إذ نجد طرقا تركز على مدخل الذمة المالية بهدف إعادة تقييم بنود الميزانية وتحديد المركز المالي للمؤسسة، وأخرى تعتمد على المردودية كمقاربة تقييمية للمؤسسة، وذلك بتحسين تدفقاتها النقدية الصافية بمعدل خصم ثابت. ولقد أتى هذين المدخلين للتقييم المادي للعناصر الملموسة فقط في الميزانية، وبالنظر لطبيعة عناصر الميزانية نجد أنها مزجا بين العناصر المادية والمعنوية، وهذا ما يستوجب ضرورة إدراج العناصر غير الملموسة في النموذج العام للتقييم، وهذا ما اصطلح عليه بالطرق المختلطة للتقييم ومنها شهرة المحل (GoodWill).

يتمثل التمويل في إمداد المؤسسة بمصادر التمويل اللازمة لمباشرة نشاطها، ضمانا لاستمراريتها. ولما كانت الاحتياجات التمويلية للمؤسسة دالة في مراحل نموها، كان لزاما عليها ضرورة المفاضلة بين المصادر التمويلية بما يتواءم وحالة المؤسسة، وظالما أن القرار التمويلي تتناهب مخاطر عديدة، وحتى يكون هذا القرار رشيدا لا بد أن يتوفر متخذوه على المعلومات الملائمة لتحديد طبيعة الميزج التمويلي المستهدف.

ولقد تعددت المصادر التمويلية للمؤسسة، منها مصادر التمويل بالملكية، والتي شملت على التمويل الذاتي، متجسدا في الأرباح المحتجزة والاهتلاك، وكذا التمويل بإصدار الأسهم أين يمكن أن يشترك في حيازة رأس المال مجموعة كبيرة من المكتسبين، وبالنظر إلى الأحكام الشرعية الواردة في فقه المعاملات المالية نجد أنها حرمت بعض المعاملات المالية التي لا تتوافق وتلك الأحكام، الأمر الذي استوجب منا ضرورة البحث عن تشكيلة تمويلية جديدة تتواءم ومتطلبات الاقتصاد الإسلامي الذي يقر بمبدأ التشارك والتكافل في التعاملات المالية.

أما عن التمويل بالاقتراض فتجسد أساسا في كل المصادر التمويلية التي تتحصل عليها المؤسسة من الأطراف الخارجية وتمثل في القروض المصرفية والائتمانات الإيجارية والتجارية أو القروض السندية والتي تمثل تمويلا بورصيا، وبالتطبيق على الاقتصاد الإسلامي، نلاحظ أنه يُبعد هذه المصادر التمويلية من الهيكل المالي. ولقد لاحظنا أن التمويل في الاقتصاد التقليدي يتم في إطار عقد واحد هو القرض بفائدة، إلا أن التمويل في الاقتصاد الإسلامي ينأى عن الربا المحرم بعيدا عن كل تعامل بالفائدة لا أخذا ولا عطاء؛ حيث نجد أن صيغة المراجعة تختص في تمويل قطاع التجارة أكانت داخلية أو خارجية، وفيها يُمول الممول مشتريات الزبون من السلع على أساس إعادة بيعها له بسعر التكلفة مضافاً إليها ربحاً معلوماً، كما يتم تمويل الإنتاج الزراعي بعقد السلم وذلك بتعجيل ثمن محصول معلوم إلى أجل معلوم (موسم الحصاد مثلاً)، في حين يختص عقد الاستصناع بتمويل الإنتاج الصناعي، وأخيرا و كتميز في مصادر التمويل الإسلامي، تُعتبر صيغة المشاركة من أهم الصيغ ذلك أنها تستطيع تمويل أكثر من نشاط مقارنة بالصيغ السابقة الذكر التي تختص في تمويل نشاط معين فقط، وهذا راجع لكون صيغة المشاركة تُركز على تكوين رؤوس أموال الشركات التي تُباشر الأنشطة التجارية، الصناعية و الزراعية... الخ.

2. المقترحات:

يحتاج مجال البحث في المالية الإسلامية السلوكية إلى تعميق البحث والتقصي والتركيز من قبل الباحثين، إذ أقترح بعض المواضيع التي قد تكون بوابة لبحوث مستقبلية، منها:

- دراسة أثر الزكاة والضريبة على تحديد التكلفة المتوسطة لرأس المال: مدخل مقارنة بين الفكرين الوضعي والإسلامي؛
- أثر الزكاة والضريبة على قيمة التدفقات النقدية؛
- إعادة صياغة نظرية الهيكل المالي للمؤسسات؛
- نمذجة معادلات تكلفة رأس المال المرجحة من منظور المالية الإسلامية؛

قائمة المراجع والإحالات:

- (1) علي حنفي، مدخل إلى الإدارة المالية الحديثة: التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008، ص 89.
- (2) Khemissi chiha, gestion et stratégie financière, 1^{ère} édition, Edition houma, Alger, 2005, P :57.
- (3) للمزيد، انظر: - علي محي الدين القرّة داغي، طرق بديلة لتمويل رأس المال العامل، ندوة البركة 25، جدة، أكتوبر 2004، ص 61.
- منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، بحث 13، ط3، جدة، 2004، ص 12.
- (4) عبد الفتاح محمد فرح، الاستثمار في النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية، جامعة الشارقة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ماي 2002، ص 7.
- (5) منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، بحث 13، جدة، 2004، ص: 12.
- (6) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط 5، 2003، ص 545.
- (7) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 71.
- (8) Gèorge Dèpallens, Gestion financière de l'entreprise, 9^{ème} édition, sirvey, 1987, P5.

- (9) ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج1، 1995، ص83.
- (10) أنظر: القاموس المحيط و لسان العرب/ مادة (سهم).
- (11) محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير: تفسير للقرآن الكريم، الجزء 03، دار الفكر للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2001، ص38.
- (12) عمر عبد الله كامل، القواعد الفقهية الكبرى وأثرها على المعاملات المالية الإسلامية، ط1، مكتبة التراث الإسلامي، القاهرة، 2006، ص93.
- (13) أخرجه البزار من حديث أبي الدرداء رضي الله عنه وقال: سنده صالح و صححه الحاكم، كما في كتاب: نور الدين الهيثمي، كشف الأستار عن زوائد البزار، ط2، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 1984، (تحقيق: حبيب الرحمان الأعظمي).
- (14) محمد بن مكرم بن منظور الأفرقي المصري، لسان العرب، دار صادر، بيروت، لبنان، ط1، (217/7).
- (15) موفق الدين بن قدامة، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن و عبد الفتاح محمد الخلو، ط3، المملكة العربية السعودية، دار عالم الكتب للطباعة و النشر و التوزيع، 1998، الجزء 7، ص132.
- (16) مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص195.
- (17) ابن منظور، لسان العرب، مجلد3، جزء 21، دار المعارف، القاهرة، مصر، 1981، باب: الزاي، مادة: زرع، ص: 1826.
- (*) يُصطلح عليها كذلك: "المخابرة" فهي من الخبر و هي الأرض اللينة، ومنهم من يرى في أصلها أن الرسول ﷺ قد عامل أهل خيبر بها، كما سُميت "المخابرة"، و أهل العراق سموها "القرح".
- (18) ابن قدامة، المغني، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، الجزء5، 1983، ص391.
- (19) جمال لعامرة، مرجع سابق، ص80.
- (20) انظر: مسند الإمام أحمد بن حنبل، شرح وفهرسة حمزة أحمد الزين، ج 11، رقم الحديث: 12916، دار الحديث، القاهرة، 1995، ص55.
- (21) صالح صالح، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، بحث مُقدم خلال الندوة العلمية الدولية: الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 18-20 أفريل 2010، ص 45.
- (22) محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، دار بيروت للطباعة و النشر، بيروت، لبنان، الجزء9، دون تاريخ، باب الشين، مادة شرك، ص: 306.
- (23) عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية: خصائصها و آلياتها و تطورها، بحث مقدم للمؤتمر الأول للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، سوريا، دمشق، 13-14 مارس 2006، ص16.
- (24) شاکر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص90.
- (25) مجلة الجمع، العدد السادس، الجزء 2، ص 1273.
- (26) ابن منظور، مرجع سابق، مجلد 3، ج 18، باب: الراء، مادة: ربح، ص1553.
- (*) تتطابق صيغة المرابحة من حيث المبدأ العام في البيوع، إلا أنها تختلف عن البيوع الأخرى، كونها تُقدم السلع بثمان شرائها مضافا إليه ربحا متفق عليه، حيث نجد أن بيع المُساومة بيع السلعة بثمان متفق عليه دون النظر إلى ثمنها الأول، في حين أن بيع التولية هو بيع السلعة بثمانها الأول الذي اشتراها البائع من غير نقصٍ و لا زيادة، إلا أن بيع الوضعية (الحظيطة) هو بيع السلعة بثمانها الأول مع حط (إنقاص) مبلغ معلوم من الثمن. (أنظر: عز الدين خوجة، مرجع سابق، ص 21).
- (27) ابن منظور، مرجع سابق، مجلد 3، ج 24، باب: السين، مادة: سَلَم، ص2081.
- (28) عز الدين خوجة، مرجع سابق، ص105.
- (29) Myers, S.C, the capital structure puzzle, Journal of Finance, Vol.39, 1984, PP: 575-592.
- (30) Titman. S & Wessels. R, the determinants of capital structure choice, Journal of Finance, Vol.43, March, 1988, P: 08.
- (31) Miller. M, Debt and taxes, The Journal of Finance, Vol.32, N: 2, 1977, PP: 261-275.
- (32) Jong. A, Kabir. R, Nguyen. T, Capital structure around the world: the roles of firm and country specific determinants, Erasmus Research Institute of Management, Zurich meeting Paper, The Netherlands, September 2007.
- (33) Michel Dubois, les déterminants du niveau d'endettement des entreprises: les théories à l'épreuve des faits, Economie sociale, N:6, 1987, P: 13.
- (34) Azura. N, Sanusi. B, The dynamics of capital structure in the presence of zakat and corporation tax, International Journal of Middle Eastern Finance Management, Vol.7, N: 1, 2014, PP: 95.
- (35) عز الدين خوجة، مرجع سابق، ص105.
- (36) فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، الأردن، ط1، 2006، ص348-349.
- (37) Abdeladim Leila, les privatisations d'entreprises publiques dans les pays du Maghreb, les éditions internationales, Alger, 1998, P164.
- (38) P. Conso, F. Hemici, op.cit, P 514.
- (39) Jean Brillman et Claude Maire, op.cit, P 135.
- (40) Patrice vizzavona, Pratique de gestion, évaluation des entreprises, Édition Berti, Alger, 1991, P 10.

- (*) جاء اختصار (PER) كترجمة للمصطلح الأنجلوساكسوني (Price Earning Ration)
- (41) Nguèna. Jokung, Et autres, Introduction management de la valeur, Dunod, Paris, 2001, P:138.
- (42) Chantal.N, Hulbert. M, diagnostic évaluation et transmission des entreprises, Ed.Litec, Paris, 1992, P 202.
- (43) Sharmeen M.F and Venu.Th, Valuation of firm: methods and practices - An evaluation, International journal of research in business management (IJRBM), Vol2, Issue10, USA, 2014, P02.
- (44) Jacques Bravard, l'évaluation des entreprises, Dunod, Paris,1969, P :2.
- (45) قطب مصطفى سانو، المدخرات أحكامها و طرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 2001، ص 71-84.
- (46) حسين حسين شحاتة، نحو مؤشر إسلامي للمعاملات المالية الآجلة مع التطبيق على المصارف الإسلامية، مطبوعة بجامعة الأزهر، القاهرة، 2002، ص 9.
- (47) حسين محمد حسين سمحان، دراسات في الإدارة المالية الإسلامية، دار الفكر، عمان، الأردن، ط1، 2011، ص:73.
- (48) حسين محمد حسين سمحان، المرجع نفسه