

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة حسية بن بوعلی الشلف  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

الشعبة: علوم التسيير  
التخصص: إدارة مالية

العنوان

أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات  
الاقتصادية - دراسة تحليلية للوضع المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية-

إعداد الطالب: **حبار عماد الدين**  
أشراف: **أ.د/ متناوي امحمد**  
المناقشة بتاريخ 2025/03/19 من طرف اللجنة المكونة من:

| الاسم واللقب         | الرتبة      | الجامعة       | الصفة      |
|----------------------|-------------|---------------|------------|
| أ.د/ زيدان محمد      | أستاذ       | جامعة الشلف   | رئيس       |
| أ.د/ متناوي امحمد    | أستاذ       | جامعة الشلف   | مقرر       |
| أ.د/ علي بن يحيى     | أستاذ       | جامعة الشلف   | مشرف مساعد |
| د/ بن مريم محمد      | أستاذ محاضر | جامعة الشلف   | ممتحن      |
| أ.د/ طهراوي علي دومة | أستاذ       | جامعة غليزان  | ممتحن      |
| د/ ذراعو عز الدين    | أستاذ محاضر | جامعة وهران 2 | ممتحن      |

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



إِنِّي رَأَيْتُ أَنَّهُ لَا يَكُتَبُ لِنِسَاءٍ كِتَابًا فِي

يَوْمِهِ؛ إِلَّا قَالَ فِي خَيْرِهِ: لَوْ خَيْرَ هَذَا

لِلنَّكَاحِ أَحْسَنَ، وَلَوْ زِيدَ كِتَابُ النَّكَاحِ

يُسْتَحْسَنُ، وَلَوْ قُرِئَ هَذَا لِلنَّكَاحِ أَفْضَلَ،

وَلَوْ تَرَكَ هَذَا لِلنَّكَاحِ أَجْمَلَ. هَذَا مِنْ

أَعْظَمِ الْعِبَرِ، وَهُوَ دَلِيلٌ عَلَى اسْتِغْلَاءِ

النَّقْصِ عَلَى جُمْلَةِ الْبَشَرِ

عبد الرحيم بن علي البيهقي





إهداء

أهدي نتاج عملي المتواضع هذا:

إلى روح والدي الطاهرة رحمه الله  
إلى والدتي الكريمة حفظها الله وأطال في عمرها  
إلى زوجتي وأبنائي إلياس وأصيل  
إلى إخوتي وأخواتي  
إلى أهلي وأقاربي  
إلى كل من علمني ولو حرف



## شكر وتقدير

الحمد لله الذي لا يضيع تعباً، الحمد لله الذي يعطي  
كرماً، الحمد لله أن أكرمني في إتمام هذا العمل فالحمد لله  
رب العالمين.

أتقدم بالشكر الجزيل والتقدير الخالص لكل من قدم لي  
يد العون خلال رحلتي البحثية هذه، وأخص بالذكر:

الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور متناوي امحمد الذي  
كان خير رفيق بنصائحه وإرشاداته وتوجيهاته القيمة  
ومراقبته طيلة فترة البحث

الأستاذ الدكتور علي بن يحيى الذي تكرم بقبول  
المساعدة على الإشراف على هذا العمل  
الصديق عبد القادر بوشورور الذي كان خير صديق  
وأفضل سند وأحسن معين

كما أخص بالشكر أيضاً الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة  
المناقشة لتفضلهم بحمل عناء قراءة وتقييم هذا العمل  
المتواضع

# فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

| الصفحة | الفهرس               |
|--------|----------------------|
|        | إهداء                |
|        | شكر وتقدير           |
| I      | فهرس المحتويات       |
| IV     | فهرس الجداول         |
| VII    | فهرس الأشكال         |
| IX     | فهرس الملاحق         |
| أو     | الإطار العام للدراسة |

الفصل الأول: الرفع المالي في إطار النظام المصرفي الإسلامي

|    |                                                                               |
|----|-------------------------------------------------------------------------------|
| 01 | تمهيد                                                                         |
|    | المبحث الأول: الرفع المالي في المؤسسات الإقتصادية                             |
| 02 | المطلب الأول: الإطار النظري للرفع المالي                                      |
| 04 | المطلب الثاني: قياس الرفع المالي ومخاطره على المؤسسات الإقتصادية              |
| 07 | المطلب الثالث: النظريات التقليدية المفسرة للرفع المالي في المؤسسات الإقتصادية |
|    | المبحث الثاني: أسس ومبادئ الصيرفة الإسلامية                                   |
| 17 | المطلب الأول: ماهية الصيرفة الإسلامية وضوابطها                                |
| 33 | المطلب الثاني: صيغ الصيرفة الإسلامية                                          |
| 59 | المطلب الثالث: مؤسسات التمويل الإسلامي                                        |
|    | المبحث الثالث: الرفع المالي بواسطة صيغ التمويل الإسلامي                       |
| 69 | المطلب الأول: الحسم الزمني والخصم من منظور النظام المالي الإسلامي             |
| 76 | المطلب الثاني: العناصر المحددة للهيكل المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية    |
| 80 | المطلب الثالث: تكلفة صيغ التمويل الإسلامي وملاءمتها لآلية الرفع المالي        |
| 90 | خلاصة الفصل الأول                                                             |

الفصل الثاني: الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية

|    |       |
|----|-------|
| 91 | تمهيد |
|----|-------|



|                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------|-----|
| المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية                    |     |
| المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية                    | 91  |
| المطلب الثاني: الأداء المالي بمنظور أطراف التنظيم المتفاعلة              | 94  |
| المطلب الثالث: متطلبات تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية           | 98  |
| المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية                   |     |
| المطلب الأول: التوازن المالي للمؤسسات الاقتصادية                         | 105 |
| المطلب الثاني: السيولة واليسر المالي للمؤسسات الاقتصادية                 | 135 |
| المطلب الثالث: مردودية المؤسسات الاقتصادية وإنشاء القيمة                 | 145 |
| المبحث الثالث: الثقافة المالية وأداء المؤسسات الاقتصادية                 |     |
| المطلب الأول: مفهوم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية                  | 155 |
| المطلب الثاني: تطوير الثقافة المالية في المؤسسات الاقتصادية              | 159 |
| المطلب الثالث: أثر الثقافة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية | 161 |
| خلاصة الفصل الثاني                                                       | 165 |

الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| تمهيد                                                                       | 166 |
| المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية                              |     |
| المطلب الأول: فرضيات ومتغيرات الدراسة التطبيقية                             | 166 |
| المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية                                | 171 |
| المطلب الثالث: جمع ومعالجة بيانات الدراسة التطبيقية                         | 173 |
| المبحث الثاني: نماذج وتقنيات تحليل بيانات الدراسة التطبيقية                 |     |
| المطلب الأول: نماذج الانحدار للبائل واختبارات المفاضلة بينها                | 174 |
| المطلب الثاني: اختبارات جودة النماذج الإحصائية                              | 179 |
| المطلب الثالث: معاملات قياس جودة المعنوية الإحصائية                         | 181 |
| المبحث الثالث: عرض تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية                     |     |
| المطلب الأول: التوصيف الإحصائي واختبارات التجانس لمتغيرات الدراسة التطبيقية | 182 |
| المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج نماذج الدراسة التطبيقية                     | 194 |
| المطلب الثالث: تفسير النتائج والإجابة على فرضيات الدراسة التطبيقية          | 217 |

|     |                          |
|-----|--------------------------|
| 239 | ..... خلاصة الفصل الثالث |
| 240 | ..... الخاتمة العامة     |
| 244 | ..... قائمة المراجع      |
| 262 | ..... ملاحق المذكرة      |

# فهرس الجداول



فهرس الجداول

| الرقم | عنوان الجدول                                                                                                            | الصفحة |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| 01-1  | تأثير الرفع المالي في زيادة العوائد المتوقعة والمخاطر المالية                                                           | 6      |
| 02-1  | الآثار المتوقعة لمختلف العوامل على هيكل رأس المال وفقا للنظريات الأساسية المختلفة                                       | 16     |
| 01-2  | العناصر المؤثرة في رأس المال العامل                                                                                     | 116    |
| 02-2  | جدول الموارد والاستخدامات                                                                                               | 131    |
| 03-2  | جدول استخدام تغير رأس المال العامل                                                                                      | 132    |
| 04-2  | جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات T.P.F.F                                                                                | 134    |
| 05-2  | جدول تدفقات الخزينة                                                                                                     | 144    |
| 01-3  | عدد المؤسسات الاقتصادية السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قطاعيا للفترة 2012-2020 | 172    |
| 02-3  | عدد المؤسسات الاقتصادية السعودية في عينة الدراسة التطبيقية حسب معياري القطاع والحجم                                     | 173    |
| 03-3  | نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية لعينة الدراسة التطبيقية                                                           | 183    |
| 04-3  | نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية لعينة الدراسة التطبيقية حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية                         | 184    |
| 05-3  | نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية لعينة الدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية                   | 186    |
| 06-3  | اختبار Hsiao لثنائية معادلات نماذج الدراسة التطبيقية                                                                    | 187    |
| 07-03 | اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الأول للدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم                                             | 189    |
| 08-3  | اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثاني للدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم                                            | 189    |
| 09-3  | اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثالث للدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم                                            | 190    |
| 10-3  | اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الأول للدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط                                       | 191    |
| 11-3  | اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثاني للدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط                                      | 192    |
| 12-3  | اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثالث للدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط                                      | 193    |
| 13-3  | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية                                                                  | 194    |
| 14-3  | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة                                      | 196    |

|     |                                                                                                                               |      |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 197 | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة                                           | 15-3 |
| 198 | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة                                            | 16-3 |
| 199 | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية                                                      | 17-3 |
| 200 | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية                                                      | 18-3 |
| 201 | نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية                                                       | 19-3 |
| 202 | اختبار بورش بيقان للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لنماذج الدراسة التطبيقية                       | 20-3 |
| 203 | اختبار بورش بيقان للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لنماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم       | 21-3 |
| 204 | اختبار بورش بيقان للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لنماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط | 22-3 |
| 205 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية                                                                         | 23-3 |
| 207 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الكبيرة                                                        | 24-3 |
| 208 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات المتوسطة                                                       | 25-3 |
| 209 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصغيرة                                                        | 26-3 |
| 211 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية                                                       | 27-3 |
| 212 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية                                                       | 28-3 |
| 213 | نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية                                                        | 29-3 |
| 215 | اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية                              | 30-3 |
| 215 | اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم              | 31-3 |
| 216 | اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية                              | 32-3 |
| 218 | نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية                                                                           | 33-3 |
| 219 | نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة                                               | 34-3 |
| 220 | نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة                                              | 35-3 |
| 221 | نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة                                               | 36-3 |
| 223 | المعاملات المعيارية للمتغيرات الخاصة بالفرضية الرئيسية الأولى                                                                 | 37-3 |

## فهرس الجـداول

|     |                                                                   |      |
|-----|-------------------------------------------------------------------|------|
| 225 | المعاملات المعيارية للمتغيرات الخاصة بالفرضية الرئيسية الثانية    | 38-3 |
| 227 | المعاملات المعيارية للمتغيرات الخاصة بالفرضية الرئيسية الثالثة    | 39-3 |
| 233 | حجم الصناعة المالية الإسلامية في العالم والمملكة العربية السعودية | 40-3 |
| 234 | الخدمات والمنتجات المالية في البنوك الإسلامية السعودية            | 41-3 |
| 235 | مظاهر الرقمنة في البنوك الإسلامية السعودية                        | 42-3 |

# فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

| الرقم | عنوان الشكل                                          | الصفحة |
|-------|------------------------------------------------------|--------|
| 01-1  | تأثير نظرية الوكالة - هيكل رأس المال على الملكية-    | 13     |
| 02-1  | نظرية المراجعة -نسبة الاستدانة المثلى-               | 14     |
| 03-1  | عقد المضاربة                                         | 34     |
| 04-1  | عقد المراجعة                                         | 44     |
| 05-1  | عقد الاستصناع                                        | 52     |
| 06-1  | عقد الإجارة                                          | 54     |
| 07-1  | الصكوك الإسلامية                                     | 58     |
| 01-2  | رأس المال العامل من أعلى الميزانية                   | 115    |
| 02-2  | رأس المال العامل من أسفل الميزانية                   | 116    |
| 03-2  | احتياج رأس المال العامل: تحليل الآجال                | 118    |
| 01-3  | المفاضلة بين طرق الانحدار المستخدمة في لوحة البيانات | 179    |
| 02-3  | مخطط تفسير نتائج الدراسة                             | 230    |



# فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق                                                                                                                                         |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 262    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية                                   |
| 262    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية                               |
| 263    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية                                |
| 263    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية                                   |
| 264    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية                               |
| 264    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية                                |
| 265    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم           |
| 266    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم       |
| 267    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم        |
| 268    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم           |
| 269    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم       |
| 270    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم        |
| 271    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط     |
| 272    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط |
| 273    | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط  |

|     |                                                                                                                                                      |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 274 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط     |
| 275 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط |
| 276 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط  |
| 277 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية                                    |
| 277 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية                                |
| 278 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية                                 |
| 278 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية                                    |
| 279 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية                                |
| 279 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية                                 |
| 280 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم            |
| 281 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم        |
| 282 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم         |
| 284 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم            |
| 285 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم        |
| 286 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم         |
| 287 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط      |

|     |                                                                                                                                                     |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 288 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط |
| 289 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط  |
| 291 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط     |
| 292 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط |
| 293 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير العشوائي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط  |
| 294 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية                                     |
| 295 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية                                 |
| 295 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية                                  |
| 296 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية                                     |
| 296 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية                                 |
| 297 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية                               |
| 298 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج الانحدار التجميعي للرفع المالي lev01 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم          |
| 299 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev01 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم         |
| 300 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev01 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم          |
| 302 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev02 على المردودية المالية fp للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم             |
| 303 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev02 على العائد على الموجودات roa للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم         |

|     |                                                                                                                                            |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 304 | مخرجات برنامج ستاتا الخاص بنموذج التأثير الثابت للرفع المالي lev02 على نسبة السيولة السريعة qr للمؤسسات الاقتصادية المصنفة حسب معيار الحجم |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

# الإطار العام للدراسة

تعمل المؤسسات الاقتصادية في الوقت الراهن في إطار بيئة متغيرة وسريعة يسودها الكثير من التعقيد وعدم اليقين، الذي يجعلها أمام حتمية تكوين بنك معلومات تستند عليه في اتخاذ أهم القرارات الاستراتيجية اللازمة لتطوير مركزها التنافسي أو الحفاظ عليه، ويندرج موضوع اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية ضمن هذه القرارات، حيث يعد هذا الأمر جد حساس أياً كان توقيته، سواء كان في مرحلة التأسيس أو في المراحل اللاحقة التي قد تحتاج فيها المؤسسات الاقتصادية إلى مزيد من الأصول المالية أو المادية لتمويل مختلف الأنشطة التي تضمن استمراريتها أو لتخطيطها للقيام بمجموعة من التوسعات سعياً منها لتحقيق مزيد من النمو والتطور، وعلى اختلاف الغاية من الحصول على التمويل المطلوب، تلتزم المؤسسات الاقتصادية باتخاذ قرارات رشيدة تساعد في هذا الشأن وتسهل لها عملية المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة لاختيار الأنسب منها من خلال الإلمام بمختلف هذه المصادر عن طريق دراسة خصائصها والوقوف على تكلفتها والمخاطر المحيطة بها للوصول إلى هيكل مالي مثالي يتوافق مع وضعيتها وإمكاناتها.

وفي هذا الإطار ومع توفر ما تحتاجه المؤسسات الاقتصادية من أدوات استثمارية متنوعة ومنتشرة في الكثير من الأسواق المالية النشطة وكذا وجود العديد من البدائل التمويلية المتاحة في مختلف المؤسسات المصرفية، أيدت غالبية المدارس والمذاهب الفكرية المختصة في العلوم المالية الفكرة القائمة على التنوع في مصادر تمويل المؤسسات ما بين مصادر داخلية وخارجية، أو أموال خاصة وديون وهو الأمر الذي يجسد ما يسمى بآلية الرفع المالي الذي يقوم على مبدأ استعانة المؤسسات الاقتصادية بمصدر ثابت التكلفة ضمن هيكلها المالي، لتحقيق ما تسعى الإدارة المالية الوصول إليه من إحداث للتوازن بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة والمستخدمة، والزيادة في المرونة المالية التي تساهم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في رفع للقيمة السوقية للمؤسسة والمساهمة في تعظيم ثروة الملاك والمساهمين.

إن الاعتماد على سياسة الرفع المالي من خلال الاستعانة بالاستدانة ضمن الهيكل المالي بكل ما يحمله من إيجابيات، إلا أنه ينطوي على الكثير من المخاطر في حال لم يكن بصفة معتدلة، حيث تتحمل المؤسسات الاقتصادية الحاصلة على القروض مجموعة من الأعباء المالية التي تأخذ شكل فوائد تكون واجبة السداد للبنوك والمصارف القائمة في إطار النظام المصرفي التقليدي ضمن نطاق زمني معين ومُلزِم، وعلاوة على كل هذه المخاطر المرتبطة بهذه المصادر التمويلية يُنظر لهذه الفوائد على أنها محض معاملات ربوية لا تخلو من الكثير من العيوب والنقائص التي جعلتها محرمة في الشريعة الإسلامية بالكتاب والسنة، وهو الأمر الذي دفع الجزء الأكبر من المؤسسات الاقتصادية النشطة في إطار بيئة إسلامية إلى تجنب القيام بالرفع المالي بواسطة الديون والاكتفاء بالأموال الخاصة في حال غياب البديل المباح شرعاً.

وفي خضم هذا السياق ومع تضاعف وتفاقم المشاكل الاقتصادية في مجال الأعمال والاستثمار، وكذا تلاحق الأزمات التي بدأت بأزمة الكساد الكبير سنة 1929 وامتدت للأزمة المالية العالمية (أزمة العقارات) سنة 2008 ظهرت الكثير من التساؤلات التي تدور حول التمويل المصرفي التقليدي القائم على الفوائد الربوية ودوره في حدوث هذه الأزمات أو تفاقمها ومدى جدواه في تحقيق النمو الاقتصادي، لتبدأ مرحلة جديدة أصبح فيها انتقاد النظام المصرفي التقليدي وذكر نقائصه وعيوبه على العلن، كما تم ربطه ومقارنته بالنظام المصرفي الإسلامي باعتباره البديل المحتمل له خاصة وأنه بدأ في البزوغ والتطور في العديد من الدول وهو الأمر الذي جعل الصيرفة الإسلامية مداراً لاهتمام الكثير الباحثين وصناع القرار في هذا الشأن، ليحصل بعدها النظام المالي الإسلامي على الكثير من الإشادة والتقدير من مؤسسات دولية مختلفة ذات وزن وثقل على غرار البنك الدولي وكذا صندوق



النقد الدولي من خلال ثنائها على قدرة التمويل الإسلامي على تغطية ثغرات الأنظمة المالية التقليدية وتأمينها في نفس الوقت لنموها السريع في أسواق المال، الأمر الذي جعل دولا غربية تملك بنى اقتصادية قوية تستحدث معاملات جديدة متوافقة مع فلسفة الصيرفة الإسلامية ضمن أنظمتها المالية.

إن مسار النظام المالي الإسلامي نحو المزيد من التطور والانتشار ساهم في تغيير طريقة تفكير وعمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية التي اتخذت من البحث والابتكار منهجاً وأسلوباً تقوم من خلاله بهندسة أشكال مختلفة ومتنوعة من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية التي تبرز بين التوافق بين توفير الشروط الشرعية اللازمة والفعالية الاقتصادية المطلوبة، لتلقى بذلك رواج واسع في الأسواق المالية لما تتيحه من إمكانية تمويل المؤسسات الاقتصادية والمشاريع الاستثمارية بعيداً عن أنماط التمويل التقليدية القائمة أساساً على الفوائد، وهو الأمر الذي غيّر العديد من المفاهيم ووجهات النظر لدى رواد ورجال ومدراء المال والأعمال الغير معنيين بالتمويل التقليدي، وأعاد فتح المجال أمامهم لإمكانية الحصول على تمويل مصرفي يتماشى وتعاليم الشريعة الإسلامية ويلبي متطلبات البيئة الاقتصادية.

وبالرابط بين الرفع المالي وخصائصه الموضوعية والمطورة في إطار بيئة غير إسلامية وبين النظام المصرفي الإسلامي الذي أرسى دعائم التمويل وفق ما تملّيه أحكام الشريعة، أصبح من الممكن صياغة الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية بشكل يتماشى مع ما جاءت به النظريات المالية المفسرة له باستخدام بدائل الصيرفة الإسلامية، ومن هذا المنطلق ظهر الحافز لتناول موضوع الرفع المالي المبني على استخدام صيغ ومنتجات الصيرفة الإسلامية بدل القروض الخاصة بالنظام المصرفي التقليدي بالدراسة والبحث مع محاولة معرفة محددات المفاضلة بين صيغة عن أخرى وإبراز طبيعة وحجم الأثر الذي تضفيه على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية والقيمة التي تضيفها لها.

## إشكالية البحث

بناءً على ما تقدم، يمكن صياغة إشكالية البحث من خلال طرح سؤال جوهري وأساسي وهو:

ما مدى تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؟

ويقود هذا التساؤل الرئيسي إلى طرح عدة تساؤلات فرعية وهي:

- هل هناك صيغ صيرفة إسلامية تلائم آلية الرفع المالي؟
- ما هي محددات اختيار الهيكل المالي في ظل استخدام المؤسسات الاقتصادية لصيغ الصيرفة الإسلامية؟
- كيف يتم تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؟

## فرضيات البحث

للإجابة على التساؤلات السابقة، تم وضع مجموعة من الفرضيات:

- ✓ إن الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية القائمة على الهامش هي التي تتميز بثبات تكاليفها وبالتالي تستطيع أن تلائم الرفع المالي في حال استعانت بهل المؤسسات الاقتصادية ضمن هيكلها المالي.
- ✓ يخضع اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية التي تستخدم صيغ الصيرفة الإسلامية إلى محددات خاصة كالموازنة بين مصادر التمويل والاستدانة في حدود ما هو متوفر من أصول مادية لديها.

✓ يتم تحديد الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية بعد توفير مجموعة من المتطلبات وبالاعتماد على مجموعة من المؤشرات المالية التي يعكس كل منها مكان من القوة والضعف لديها.

## أهداف البحث

يهدف البحث إلى تناول مسألة قيام المؤسسات الاقتصادية بالرفع المالي ولكن من خلال استخدام صيغ ومنتجات مالية إسلامية توافق هذا الأمر كبديل عن القروض الربوية التي يفرزها النظام المالي التقليدي، حيث سيتم عرض أهم النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية وعلاقته بالرفع المالي القائم على الاستدانة، كما سيتم محاولة إبراز الأسس والمبادئ التي تقوم عليها الصيرفة الإسلامية مع تحديد صيغها المختلفة والإشارة للصيغ التي تلائم الرفع المالي منها، كما سيتم القيام في نفس السياق تحديد مدى تأثير هذا الرفع على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال بيان وقعه على المؤشرات المالية المنتقاة.

هذا ويهدف البحث أيضاً إلى تقديم تفسير للنتائج المتحصل عليها في الدراسة التطبيقية بغض النظر عما ستؤول إليه وأي اتجاه ستأخذه، من خلال القيام بعملية تحليل للبيئة والظروف التي تنشط بها المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وربطها بنتائج الأداء المالي لها بصفة مباشرة أو غير مباشرة، كما سيتم تسليط الضوء على البنوك والمصارف المالية الإسلامية المانحة للتمويل لهذه المؤسسات وتحليل خدماتها والحلول التي تقدمها للتوصل إلى نصيبتها في هذا الأثر.

## خطة البحث

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

### ❖ الجزء النظري: تضمن فصلين إثنيين حيث:

- تناول الفصل الأول الرفع المالي في إطار النظام المصرفي الإسلامي القائم على صيغ موافقة للشريعة الإسلامية حيث تم في البداية تقديم المفاهيم الأساسية المرتبطة بالرفع المالي والنظريات الكلاسيكية المفسرة له، ثم تم عرض أسس ومبادئ التمويل الإسلامي وضوابطه والصيغ التي يقدمها والمؤسسات المختلفة التي تعد مرجعاً لها، ليتم تقديم الرفع المالي بصيغ الصيرفة الإسلامية من خلال شرح مسألة الحسم الزمني والخصم من منظور النظام المالي الإسلامي، ومحددات اختيار الهيكل المالي بناءً على ذلك، وتبيان تكلفة صيغ الصيرفة الإسلامية لتحديد الأنسب منها للرفع المالي.

- فيما خصص الفصل الثاني لتسليط الضوء على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث تم التطرق في بدايته إلى ماهية الأداء المالي، ليتم تقديم طرق تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال تسليط الضوء على مفاهيم التوازن المالي والسيولة واليسر المالي والمردودية وإنشاء القيمة، إلى أن تم ختم الفصل بتوضيح مسألة الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية وعلاقتها بالأداء المالي.

### ❖ الجزء التطبيقي: تم عرضه في الفصل الثالث، من خلال توضيح الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية الذي يقوم على

تحديد متغيراتها وصياغة فرضياتها، ليتم بعد ذلك اختيار مجتمع الدراسة وتحديد العينة المناسبة، هذا وقد تم في نفس الفصل تقديم نماذج الانحدار للبانل واختبارات المفاضلة بينها وطريقة قياس جودة النماذج الإحصائية، ليتم عرض وتحليل وتفسير نتائج الدراسة في آخر مبحث في هذا الفصل.

أخذ موضوع الرفع المالي بواسطة قروض النظام المالي التقليدي حيزاً واسعاً من الدراسة والبحث، إلا أن قلة المواضيع التي تناولت الرفع المالي بواسطة صيغ تمويل إسلامية يضفي على هذا البحث أهمية بالغة ويجعله جديراً بالمتابعة من خلال الدراسة والتحليل، كما أن ربطه بأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية زاد من قيمته، خصوصاً وأن جل البحوث التي قامت بتقديم التمويل الإسلامي تناولته بشكل منفرد ودرسته من زاوية البنوك الإسلامية، فيما ركز هذا البحث على دراسة التمويل الإسلامي وصيغته المختلفة من منظور القيمة التي يضيفها إلى المؤسسات الاقتصادية، وهو الأمر الذي يجب التركيز عليه بشكل أكبر على اعتبار أن نجاح النظام المالي الإسلامي هو مرتبط بشكل أكبر بإقدام المؤسسات الاقتصادية والمتعاملين المهنيين عليه على اعتبار أنهم الشريحة الأوسع والأهم من بين العملاء لكبر حجم أعمالهم واستدامة احتياجاتهم المالية.

كما أن التطور والتوسع الملحوظ الذي عرفته صيغ التمويل في إطار النظام المصرفي الإسلامي يجعل من مواكبة الدراسات النظرية والتطبيقية لهذا النسق أمر ضرورياً يساعد على التحكم فيه من مختلف جوانبه بشكل يساهم في ديمومة واستمرار هذا النظام، بتوفير أسس وقواعد علمية متينة، وهو الأمر الذي يرمي إليه هذا البحث من خلال سد الفجوة المسجلة في مسألة تكاليف الصيغ المالية الإسلامية، وحصر الأسس والمعايير التي يتم الإعتماد عليها في اختيار الصيغ التي يمكن أن تكون بديلاً عن قروض النظام المصرفي التقليدي وتلائم آلية الرفع المالي.

## الدراسات السابقة

لقي موضوع الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية وما تعلق به من مواضيع حيزاً واسعاً من الاهتمام والتحليل من قبل كتاب الإدارة المالية منذ القدم، حيث تعود بداياته إلى الأبحاث التي قدمها كل من موديلياي وميلر سنة 1958، وصولاً إلى العديد من المساهمات العلمية التي أقرت بضرورة وجود هيكل مالي قائم على مزيج من مصادر التمويل من أموال خاصة ورافعة مالية من خلال الديون ثابتة التكاليف.

لكن ما يلاحظ في هذا السياق هو قلة الكتابات التي تسعى لبلورة استخدام صيغ التمويل الإسلامي ضمن الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية كبديل عن التمويل التقليدي، على الرغم من النمو والتقدم الذي شهدته الصناعة المالية الإسلامية في العقود الأخيرة، فعلى حد علم الباحث أن معظم الدراسات التي تناولت التمويل الإسلامي قامت بالتركيز على جانب البنوك الإسلامية التي تمنح التمويل، في حين لم تحصل المواضيع التي تدرس المؤسسات الاقتصادية المستخدمة للتمويل القدر الكافي من البحث والتحليل ومن بين هذه الدراسات نذكر:

➤ دراسة سعيد رحيم، وزينب خلدون تحت عنوان: دراسة تحليلية لمدى صلاحية نظرية الرفع المالي في المشروعات الاقتصادية الإسلامية، وهي مقال منشور في مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدارسات، المجلد 03 - العدد: 04، 52-64، وهدفت الدراسة إلى تحليل مدى مساهمة الرفع المالي في المشروعات الاقتصادية الإسلامية في زيادة المردودية المالية للمساهمين، مع الأخذ في الاعتبار أن الكيانات في هذا الاقتصاد لا تتعامل بالمدونية القائمة على الفوائد، وقد توصلت النتائج إلى أن المشروعات الاقتصادية الإسلامية تتميز بمجموعة من الخصائص المناسبة للمجتمع في تحقيق أهدافه التنموية على غرار تحريم الاستدانة بالفوائد وتحريم الاحتكار، كما اعتبرت أن نظرية الرفع المالي هي برهان علمي على أفضلية المشروعات الاقتصادية الإسلامية في تحقيق تنمية اقتصادية مقارنة مع المشروعات التقليدية القائمة على القروض بفائدة.

➤ دراسة سفيان دلفوف تحت عنوان: أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، وهي مقال منشور في مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14 العدد 19، ص 189-210، وهدفت الدراسة إلى قياس تأثير تركيبة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في مدخل مقارنة بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي بالاعتماد على البيانات المالية والمحاسبية لعينة بلغت 406 مؤسسة ماليزية مدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2016، وتوصلت النتائج إلى تعدد المصادر التمويلية للمؤسسة، فمنها مصادر التمويل بالملكية، والتي شملت التمويل الذاتي متجسدا في الأرباح المحتجزة والاهتلاك، وكذا التمويل بإصدار الأسهم أين يمكن أن يشترك في حيازة رأس المال مجموعة كبيرة من المكتتبين، وبالنظر إلى تحريم بعض المعاملات المالية التي لا تتوافق مع الأحكام الشرعية الواردة في فقه المعاملات المالية ما أدى إلى إيجاد تشكيلة تمويلية جديدة توائم متطلبات الاقتصاد الإسلامي الذي يقر بمبدأ التشارك والتكافل في التعاملات المالية.

➤ دراسة حمزة شوار، وعبد السلام حطاطاش تحت عنوان: تحليل ظاهرة الرفع بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة- حالة ماليزيا، وهي مقال منشور في المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 05 - العدد 01، ص 13-28 وهدفت الدراسة إلى تحليل الاختلاف في الاعتماد على الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لعينة بلغت 853 مؤسسة اقتصادية ماليزية مدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2015، وخلصت الدراسة إلى أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة كغيرها من المؤسسات تسعى للاستفادة من ظاهرة الرفع المالي لتعظيم عوائد ملاكها، إلا أن التزامها بمجموعة من الضوابط الشرعية التي تحث على عدم المبالغة في الاستدانة يتجلى في انخفاض نسب الرفع الخاصة بها مقارنة بالمؤسسات التقليدية.

ما يميز بحثنا عن بقية البحوث، هو اقتضاره على صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش والتي تتماشى وتوافق مبدأ الرفع المالي ومحاولة قياس أثرها على مؤشرات الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية، على عكس البحوث السابقة التي قامت بدراسة ملائمة نظرية الرفع المالي للاقتصاد الإسلامي أو دراسة محددات الرفع المالي من وجهة نظر إسلامية، كما خصص بحثنا الحيز الكامل لبحث الرفع المالي بصيغ التمويل الإسلامي للمؤسسات الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة، على عكس البحوث السابقة التي تعقد مقارنات فيما يخص الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية الإسلامية وكذا التقليدية.

### دوافع اختيار البحث

تعددت أسباب اختيار موضوع البحث بين عدة اتجاهات، ولكن يمكن تحديد أهمها على سبيل الذكر لا الحصر فيما يلي:

- بحكم طبيعة العمل في مؤسسة اقتصادية خاصة، يعارض ملاكها فكرة الرفع المالي في إطاره الكلاسيكي المعتمد على الاقتراض من المؤسسات المالية القائمة في ظل النظام المصرفي التقليدي مقابل فوائد ربوية، لعدم جواز المعاملة من الناحية الشرعية، رغم أن وضعية المؤسسة تتطلب هذا الأمر وتحتاجه، وعليه تم التخلي عن العديد من الأفكار أو تعديلها لعدم القدرة على الوصول للتمويل المناسب، وقس على هذه الحالة الغالبية العظمى لنفس المؤسسات الخاصة التي تعيش نفس الحالة تقريباً، وهو الأمر الذي شكل حافزاً لدراسة الرفع المالي بواسطة صيغ التمويل الإسلامي وتحليل أثره على الأداء المالي لتوضيح مدى فعاليته ونجاعته.

■ انصب تركيز غالبية الكتاب والباحثين الذين تناولوا موضوع التمويل الإسلامي على تعريفه وبيان خصوصياته وتحديد صيغه المختلفة وإجراء مقارنات بينه وبين التمويل التقليدي، إلا أنه قلّ ما تم الغوص في حيثيات استخدام التمويل الإسلامي كبديل عن التمويل التقليدي في المؤسسات الاقتصادية وفق ما تشير إليه النظريات المالية الكلاسيكية كالرفع المالي، فتم اختيار موضوع البحث لربط الرفع المالي باستخدام صيغ التمويل الإسلامي وتوضيح أثره على الأداء المالي وما إن كان له أثر في هذه الحالة على قيمة المؤسسات الاقتصادية أم لا، لذلك سيحاول الباحث التأسيس النظري لهذا الموضوع، ومحاولة تحديد قواعد وأسس تعتمد عليها المؤسسات الاقتصادية لتوفير احتياجاتها المالية من خلال البدائل الإسلامية.

### منهج البحث

يتطلب دراسة موضوع البحث بشكل جيد معالجة العديد من العناصر والجوانب المحيطة به، وبناءً على هذا سيتم الاعتماد على عدة مناهج حسب طبيعة كل عنصر، حيث سيتم التعريف بالموضوع والإحاطة بمختلف جوانبه التي تسهل فهمه واستيعابه، وعرض وتحليل ما هو متوفر من معلومات، ومحاولة بناء واستخلاص النتائج من خلال المنهج الاستنباطي، هذا وسيتم الاعتماد على المنهج المقارن لبيان أوجه التشابه والاختلاف بين النظام المصرفي التقليدي ونظام الصيرفة الإسلامية، ليتم الاعتماد في الأخير على منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي للبحث.

### حدود البحث

قام الباحث من خلال هذا البحث بالالتزام بمجموعة من الأطر التي تحدد نطاق الاستكشاف وتوجه جهده نحو تحقيق الأهداف المسطرة للبحث بشكل فعال، حيث تتضمن حدود هذا البحث مايلي:

❖ **الحدود الزمانية:** تتمثل هذه الحدود في الفترة الزمنية التي شملتها الدراسة التطبيقية والتي تبلغ 11 سنة، وهي الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى 2022.

❖ **الحدود المكانية:** وتتمثل في الموقع الجغرافي للدراسة التطبيقية، حيث تجرى الدراسة على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي والتي تتميز أسهمها بالصبغة الشرعية.

❖ **الحدود الموضوعية:** يعنى البحث بدراسة أثر الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الممثل بكل من المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ومعدل السيولة السريعة.

الفصل الأول: الرفع المالي  
في إطار النظام المصرفي  
الإسلامي

## الفصل الأول: الرفع المالي في إطار النظام المصرفي الإسلامي

## تمهيد

يعتبر تكوين الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية من القرارات المهمة التي تتطلب إعادة النظر فيه كلما تغيرت الظروف والعوامل المحيطة بها داخليا وخارجيا، وبعد الرفع المالي من بين أهم العوامل التي تؤثر في اختيار الهيكل المالي، هذا إلى جانب أثره على كل من نصيب السهم من الأرباح والعائد على حقوق الملكية، ويشير الرفع المالي إلى استخدام مصادر تمويل ذات تكلفة ثابتة ضمن الهيكل المالي على غرار الديون والأسهم الممتازة بهدف زيادة ربحية السهم، وتمثل الرافعة المالية سلاحا ذو حدين باعتبار أن استخدام الديون يزيد من ربحية السهم، لكن ينتج في الوقت نفسه عن ارتفاع نسبة الديون ضمن الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية ارتفاع المخاطر المالية، التي قد تحمل معها أسباب إخفاق المؤسسات الاقتصادية وإفلاسها.

إن امتلاك الصناعة المصرفية الإسلامية لمجموعة من الأدوات والمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمتماشية مع النظريات المالية التقليدية كالرفع المالي يزيد قوتها خاصة في ظل التطور الملاحظ الذي تشهده البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وتقدم هذه الأخيرة للمؤسسات الاقتصادية بديلا عن القروض الربوية في حال ترفعها عن استخدامها، لإنشاء هيكلها المالي من خلال إيجاد المزيج التمويلي المناسب لها بما يساهم في تطوير آدائها المالي.

وبناء على ما تقدم فإن الفصل الأول يتألف من المباحث الثلاث الآتية:

## المبحث الأول: الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية

## المبحث الثاني: أسس ومبادئ الصيرفة الإسلامية الصيرفة الإسلامية

## المبحث الثالث: الرفع المالي بواسطة صيغ التمويل الإسلامي

## المبحث الأول: الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية

تتضمن قرارات تشكيل هيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية العديد من المعطيات والاعتبارات بما فيها إدارة المخاطر المرتبطة بأعمال المؤسسات الاقتصادية وقرارات التمويل، حيث يلعب مفهوم الرافعة المالية في كل من عمليات وقرارات التمويل دورا في دالة المخاطر باعتبار دور الرافعة المالية في تضخيم النتائج سواء كانت جيدة أو سيئة، لذلك فإن هذه القرارات تكون مرتكزة بشكل كبير على أهم الأدبيات المالية للنظريات التقليدية المفسرة للرفع المالي وأثر هذا الأخير على قيمة المؤسسات الاقتصادية.

وعليه يتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

## المطلب الأول: الإطار النظري للرفع المالي

## المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية

## المطلب الثالث: أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية

## المطلب الأول: الإطار النظري للرفع المالي

تعد مسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية وتشكيل هيكلها المالي أمراً حيوياً وفي غاية الأهمية باعتبار تأثير الهيكل المالي المختار بشكل أو بآخر على أرباح المؤسسات الاقتصادية والعوائد التي يحصل عليها المساهمون فيها، كما يخضع اختيار الهيكل المالي إلى المفاضلة بين العديد من البدائل التمويلية المتاحة، ويتأثر كذلك بالعديد من المتغيرات التي تحيط بالمؤسسات الاقتصادية داخلياً وخارجياً، ويعد الرفع المالي عنصراً مهماً في المزيج التمويلي كونه يُدخل مصدر تمويل خارجي للهيكل المالي.

## الفرع الأول: مفهوم الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية

يترتب عن قيام المؤسسات الاقتصادية بتشكيل هيكلها المالي أو التعديل فيه استخدام مختلف المصادر التمويلية المتاحة، حيث تقوم بالمفاضلة بين هذه المصادر على أساس تكلفة كل منها والمخاطر التي تترتب عنها بغية الاقتراب من أمثلية الهيكل المالي، وينشأ عن استعانة المؤسسات الاقتصادية بمصادر التمويل ثابتة التكاليف (القروض، الأسهم الممتازة...) ما يعرف في فلسفة وأدبيات النظريات المالية بالرافعة المالية.

يأخذ موضوع الرفع المالي مسارين مختلفين في تفسير مفهومه، يركز الأول على جانبه الرياضي البحث من خلال توضيح كيفية قياسه وقياس تأثيره على المؤشرات المالية المختلفة للمؤسسات الاقتصادية، بينما يتناول المسار الثاني الجانب الفلسفي والسلوكي للمدراء والمسيرين اتجاه الاعتماد على الرافعة المالية، وهو ما يفسر تعدد التعريفات والمفاهيم الدائرة حوله وإن كان الرفع المالي هو اصطلاح ابتدعته الذهنية المؤسساتية التي تسعى إلى تغليف الأمور السلبية وغير المحببة وإعطائها مظهر جميل، فبدل الاستعانة بمصطلح الاستدانة أو المديونية الذي يوحي بالمخاطرة والضعف، تم استعمال الرفع المالي الذي يوحي بالقوة والثقة، وعليه يمكن عرض مجموعة من التعريفات للرفع المالي فيما يلي:

يشير الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية إلى النسبة المئوية للتمويل بواسطة الديون التي تستخدمها هذه المؤسسات مقابل التمويل بواسطة رأس المال، فالمؤسسات الاقتصادية التي تستعين بهذه الطريقة في تشكيل هيكلها المالي وتمويل أنشطتها تهم بالموازاة مع ذلك بتعظيم الفوائد التي تنتج من انخفاض تكاليف الديون بالمقارنة مع تكلفة الأسهم.<sup>1</sup>

كما تعرف الرافعة المالية بأنها درجة استخدام المؤسسات الاقتصادية للديون مقارنة برأس المال في تمويل مشاريعها المختلفة.<sup>2</sup> فيما ينظر البعض للرافعة المالية على أنها مصطلح مرادف للطريقة التي تحاول بها المؤسسات الاقتصادية تحقيق التوازن بين التمويل بالأسهم والتمويل بواسطة الديون، حيث تعد المستويات المرتفعة من الديون في الهيكل المالي مؤشراً على المخاطر العالية التي تواجه المؤسسات الاقتصادية، وتأثر على المساهمين الذين تقل قيمة أسهمهم.<sup>3</sup>

كما يشار إلى الرافعة المالية أيضاً باسم التداول على حقوق الملكية، حيث تعد تكتيك مالي يشمل استخدام الأموال المقترضة (أدوات الدين ثابتة التكاليف) لتعظيم العائد على الاستثمار، كما تتعلق الرافعة المالية بكيفية استخدام المؤسسات الاقتصادية

<sup>1</sup> Enekwe I. C, Agu I. C, Eziedo K. N, The effect of financial leverage on financial performance: evidence of quoted pharmaceutical companies in Nigeria. IOSR Journal of Economics and Finance, VOL. 5, N. 3, 2014, PP. 17-25.

<sup>2</sup> Rehman S. S. F. U, Relationship between financial leverage and financial performance: Empirical evidence of listed sugar companies of Pakistan. Global Journal of Management and Business Research, VOL. 13, N. 8, 2013, PP. 33-40.

<sup>3</sup> Anić I. D, Rajh E, Teodorović I, Firms 'characteristics, Strategic Factors and Firms 'performance in the Croatian Manufacturing Industry'. Ekonomski pregled, VOL. 60, N. 9-10, 2011, PP. 413-431.



للدیون وحقوق الملكية فيما يتعلق بتمويل أصولها وبالتالي فهي تشرح طبيعة العلاقة بين أموال المساهمين والأموال المقترضة التي تشكل هيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية.<sup>1</sup>

ويمكن تعريف الرافعة المالية على أنها استخدام أموال طرف ثالث لتمويل المؤسسات الاقتصادية، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى إمكانية زيادة أرباح التشغيل والحصول على الوفرة الضريبية.<sup>2</sup>

وبالرجوع إلى الرفع المالي فهو يعني أيضا قيام المؤسسات الاقتصادية بالاقتراض من البنوك والمصارف قصد توظيف الأموال في استثمارات تدر أقصى عوائد ممكنة تتجاوز الفوائد المقررة كتكلفة مفروضة على الأموال المقترضة.

بناء على ما سبق يمكن القول أن الرفع المالي هو قرار مدروس ومخطط بطريقة محكمة ومنطقية تتخذه الإدارة المالية للمؤسسات الاقتصادية، ويتم اعتماده بعد موافقة الإدارة العليا عليه باللجوء إلى مصادر التمويل ثابتة التكاليف (قروض، سندات، أسهم ممتازة، خيارات، عقود آجلة...) ضمن هيكلها المالي إلى جانب حقوق الملكية لتحقيق التوازن المطلوب فيه، من خلال تحديد درجة الرفع المناسبة للوضع المالي والتشغيلي الراهن للمؤسسات الاقتصادية، مستهدفة بذلك الاستفادة من انخفاض تكلفة أدوات الرفع المالي مقارنة بأسهم المالكين والمساهمين وتحقيقها للوفر الضريبي.

### الفرع الثاني: مزايا وسلبيات الرفع المالي

يكتسب اعتماد المؤسسات الاقتصادية على الرفع المالي أهمية بالغة تنبع من أهمية الرفع المالي من خلال ما يقدمه من فوائد وتبرز أهميته من خلال<sup>3</sup>:

- ❖ العمل على تطوير وتعزيز أداء المؤسسات الاقتصادية من خلال الحفاظ على سيطرة وقوة التصويت للملاك والمساهمين القدامى بالاستعانة بأدوات الرفع المالي بدلا عن إصدار أسهم جديدة وبالتالي التقليل من احتمالات السيطرة الخارجية على المؤسسات الاقتصادية.
- ❖ يتوقف تأثير الرفع المالي على نتائج المؤسسات الاقتصادية على مدى كفاءة عملياتها التشغيلية والتمويلية، والظروف المحيطة بها، حيث يمكن أن يؤدي استعماله إلى نتائج عكسية إن سارت الأمور على غير ما يرام.
- ❖ يؤثر الرفع المالي على شكل وطبيعة الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية وهو ما ظهر من خلال طرح النظريات التقليدية التي تدعم استخدام الرفع المالي بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية.
- ❖ يحدد الرفع المالي كمية الاقتراض المعقولة ودرجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى ذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول.

<sup>1</sup> Shahid H, Akmal M, Mehmood S, Effect of Profitability and Financial leverage on Capital Structure in Pakistan Commercial Banks. International Review of Management and Business Research, VOL. 5, N. 1, 2016, PP. 336-340

<sup>2</sup> Barakat A, The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies). Research Journal of Finance and Accounting, VOL. 5, N. 1, 2014, PP. 55-66.

<sup>3</sup> جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختيارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 06، العدد 01، فلسطين، 2013، ص 287.

في نفس الوقت تواجه المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على الرافعة المالية صعوبات تنشأ عن حدود وقيود الرفع المالي المتمثلة في<sup>1</sup>:

- ❖ سلاح ذو حدين: الرفع المالي هو سلاح ذو حدين، يمكن استخدامه بنجاح لزيادة ربحية السهم طالما أن عائد الاستثمار أعلى من تكلفة الأموال الثابتة، إذا كانت تكلفة الأموال الثابتة أكبر من العائد على الاستثمار فستعمل بشكل عكسي وبالتالي لا يمكن توظيفها.
- ❖ مفيد فقط للمؤسسات الاقتصادية التي تحقق أرباحاً ثابتة: الرفع المالي مفيد فقط للمؤسسات الاقتصادية التي تحقق أرباحاً ثابتة، لأنها ملزمة بدفع أقساط فوائد، وهي نفقات متكررة، بغض النظر عن الأرباح، فإذا لم يكن للمؤسسة الاقتصادية أرباح في السنوات العجاف، فلا يمكنها الدفع، لذلك ما لم يتم ضمان أرباح ثابتة للمؤسسة الاقتصادية، فلا ينبغي لها اللجوء إلى الرافعة المالية للاستفادة منها.
- ❖ الرفع المالي يزيد من المخاطر ومعدل الفائدة: كل وحدة نقدية من الديون الإضافية تزيد من عبء الفائدة والمخاطر في نفس الوقت، فبعد مرحلة معينة يصبح من الصعب على المؤسسات الاقتصادية الاقتراض دون دفع سعر فائدة أعلى وتقديم أوراق مالية إضافية، حيث يقلل دفع معدل الفائدة المرتفع الربحية ويجعل الرافعة المالية غير قابلة للتطبيق.
- ❖ القيود والتعهدات من المؤسسات المالية: لمنع الاقتراض المفرط واحتواء المخاطر، تضع المؤسسات المالية شروطاً أثناء منح الائتمان للمؤسسات الاقتصادية، بهدف وضع سقف للاقتراض حتى لو أرادت المؤسسات الاقتصادية الاقتراض مع توافر الأموال.

#### المطلب الثاني: قياس الرفع المالي ومخاطره على المؤسسات الاقتصادية

إن سعي المؤسسات الاقتصادية للاستدانة والاستفادة من مزايا الرفع المالي لا يمنع تعرضها للمخاطر المحيطة بالديون، لذلك يجب على المؤسسات الاقتصادية تقدير هذه المخاطر من خلال قياس الرفع المالي وأثره بشكل مسبق.

#### الفرع الأول: قياس الرفع المالي

تؤدي التكاليف الثابتة للرفع المالي إلى زيادة حساسية النتيجة عن أي تغيرات طفيفة، حيث أن الرفع المالي قائم على الرغبة في الاستفادة من الصفة الثابتة للنفقات، وينشأ من اعتماد المؤسسات الاقتصادية على الاقتراض لتمويل أصولها فكلما زادت نسبة الديون مقارنة بالأموال المملوكة زاد ذلك من درجة الرفع المالي.<sup>2</sup>

وبالرجوع لأهمية الرفع المالي بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية فيتم قياسه من خلال العديد من النسب أشهرها نسبة الديون إلى الأموال المملوكة من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأموال المملوكة ونسبة الديون إلى حقوق الملكية والديون معاً من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية والديون معاً، وعليه يمكن التعبير عن الرفع المالي وفق إحدى العلاقتين التاليتين<sup>3</sup>:

$$L_f = \frac{D}{Cp} \quad (1-1)$$

<sup>1</sup> Ramagopal C, Financial Management. New Age International Ltd, New Delhi, 2008, P. 202.

<sup>2</sup> Dov Ogien, Maxi Fiches de Gestion Financiere de L'entreprise, Dunod, Paris, 2008, PP. 79-80

<sup>3</sup> Gene Siciliano, Finance for Non-Financial Manager, McGraw-Hill, New York, 2003, PP. 108-109.

$$L_f = \frac{D}{C_p + D} \quad (2-1)$$

حيث أن:

$L_f$ : الرفع المالي؛

$D$ : الديون؛

$C_p$ : الأموال الخاص.

كما تقيس المؤسسات الاقتصادية درجة الرفع المالي من خلال النسبة المئوية للتغير في الإيرادات لحملة الأسهم العادية إلى نسبة التغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة، وبناء على هذا يمكن صياغة قانون الرفع المالي على النحو التالي<sup>1</sup>:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} \quad (3-1)$$

حيث أن:

$DFL$ : درجة الرفع المالي؛

$EBIT$ : الربح التشغيلي؛

$I$ : فوائد الديون

بالاستناد على هذه العلاقة يتضح لنا أثر مصاريف الديون على زيادة درجة الرفع المالي الممكن تلخيصه في:<sup>2</sup>

- مضاعفة نمو العائد على السهم؛
- زيادة معدل العائد على القيمة الدفترية للأموال المملوكة؛
- رفع مستوى عتبة المردودية؛
- التأثير على سيولة المؤسسة بحسب تواريخ استحقاق الديون؛
- تراجع الملاءمة المالية (قدرة المؤسسات الاقتصادية على التسديد).

### الفرع الثاني: مخاطر الرفع المالي

بما أن الرفع المالي يعبر عن مدى اعتماد المؤسسات الاقتصادية على الديون التي تظهر بشكل مباشر في هيكلها المالي، فإن المؤسسات الاقتصادية الدائنة تكون أمام حتمية دفع فوائد الديون والأقساط المستحقة في موعدها بغض النظر عن مستوى النشاط المحقق وهو ما يؤدي إلى زيادة المخاطر بالنسبة لها.

إن فوائد الديون وعلى عكس توزيعات الأرباح يجب أن يتم دفعها بشكل منتظم وهو الأمر الذي يمنح حاملي الديون أولوية على حاملي الأسهم من حيث التدفق النقدي، كما تعطى الأولوية أيضا للديون في حالة الإفلاس عند المطالبة بالأصول المتبقية على اعتبار أن تكاليفها ثابتة<sup>3</sup>، وهو ما يدفع حملة الأسهم إلى مزيد من المطالب المالية دون إجابة، الأمر الذي من شأنه زيادة المخاطر وتأكيد العلاقة الطردية المفترضة التي تربط الرفع المالي ومخاطر المؤسسات الاقتصادية، حيث تزيد هذه المخاطر مع زيادة

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رحمه زكي قرياص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 147.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen and All, Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley and Sons, Ltd, 4<sup>th</sup> Ed, 2014, P. 655.

<sup>3</sup> Hillier D and All. 2010. Corporate finance, 1 ed European. McGraw-Hill Higher Education, Berkshire, 2010, PP. 789.

الاعتماد على الرفع المالي<sup>1</sup>، في الوقت نفسه تكون هذه المخاطر مصحوبة بمزايا يمكن أن تساهم في زيادة الأرباح في حال تجاوز العائد على الإستثمار معدل الفائدة على الديون، وبالتالي تملك المؤسسات الإقتصادية حوافز لاستخدام الرفع المالي.

يمكننا أن نعتبر بالاستناد على ما سبق أن الرفع المالي عبارة عن آلية تمكن المؤسسات الإقتصادية من زيادة العائد على حقوق الملكية، ولكنها تزيد في الوقت نفسه من الأعباء والمخاطر المالية التي تتحملها، ويمكن توضيح ذلك من خلال عرض مثال بسيط لمؤسسة اقتصادية يتطلب إنجازها لمشروع استثماري تكلفه مبدئية قدرها 5000 وحدة نقدية، ومن المحتمل أن يعود هذا المشروع عليها بعائد قدره يتراوح ما بين 4700 و 6300 وحدة نقدية بنسب متساوية، ولمعرفة تأثير طريقة تمويل المشروع الاستثماري في زيادة العوائد المتوقعة للملاك والمخاطر المالية نفترض أن هذه المؤسسة الاقتصادية تملك ثلاث خيارات للتمويل هي كالآتي:

❖ الخيار الأول: تمويل المشروع بنسبة 100% من الأموال الخاصة؛

❖ الخيار الثاني: تمويل المشروع بنسبة 50% من الأموال الخاصة و 50% من الديون؛

❖ الخيار الثالث: تمويل المشروع بنسبة 20% من الأموال الخاصة و 80% من الديون.

كما يقدر معدل الفائدة على الديون بـ 08%.

الجدول رقم (1-01): تأثير الرفع المالي في زيادة العوائد المتوقعة والمخاطر المالية

| معدل العائد<br>المرجح | معدل<br>العائد | الباقى<br>للملاك | فوائد<br>الديون | الديون | الأموال<br>الخاصة | الاحتمال | العائد | التكلفة |                  |
|-----------------------|----------------|------------------|-----------------|--------|-------------------|----------|--------|---------|------------------|
| -3%                   | -6%            | -300             | -               | -      | 5000              | 0.5      | 4700   | 5000    | الخيار<br>الأول  |
| 13%                   | 26%            | 1300             |                 |        |                   | 0.5      | 6300   |         |                  |
| 10%                   | العائد المتوقع |                  |                 |        |                   |          |        |         |                  |
| -10%                  | -20%           | 2000             | 200             | 2500   | 2500              | 0.5      | 4700   | 5000    | الخيار<br>الثاني |
| 22%                   | 44%            | 3600             |                 |        |                   | 0.5      | 6300   |         |                  |
| 12%                   | العائد المتوقع |                  |                 |        |                   |          |        |         |                  |
| -31%                  | -62%           | 380              | 320             | 4000   | 1000              | 0.5      | 4700   | 5000    | الخيار<br>الثالث |
| 49%                   | 98%            | 1980             |                 |        |                   | 0.5      | 6300   |         |                  |
| 18%                   | العائد المتوقع |                  |                 |        |                   |          |        |         |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة.

نلاحظ من خلال هذا المثال والجدول رقم (1-1) أن تدرج هذه المؤسسة الإقتصادية في الاعتماد على الرفع المالي بواسطة الديون في هيكلها المالي يؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية، والذي بلغ 10% في خيار التمويل الأول ليرتفع إلى 12% في خيار التمويل الثاني، ثم يصل إلى 18% في خيار التمويل الثالث على الرغم من ثبات تدفقاتها النقدية، إلا أنه من

<sup>1</sup> Huffman S. P, The impact of the degrees of operating and financial leverage on the systematic risk of common stocks: another look. Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 28, No. 1, 1989, PP. 83-100.

غير الممكن إغفال المخاطر المالية للرفع المالي والمتجسدة من خلال زيادة درجة التذبذب في العوائد، فبعد أن كان المدى الفاصل بينها في خيار التمويل الأول يمتد من 3%- إلى 13%، أصبح في خيار التمويل الثاني أكبر حيث امتد من 10%- إلى 22%، ليصل التذبذب في العوائد إلى أقصاه في خيار التمويل الثالث إذ امتد من 31% إلى 49%، وهو ما يؤكد العلاقة الطردية ما بين الرفع المالي والمخاطر المالية، أي أن استخدام المؤسسات الاقتصادية لمصادر التمويل ثابتة التكاليف يؤدي إلى تذبذب صافي الأرباح بعد الضريبة في العائد المتبقي للملاك وإلى التذبذب في المخاطر المرتبطة بالدين، حيث أن زيادة الدين في هيكل التمويل يزيد من درجة المخاطر، إذ أن منبع هذه المخاطر ليس من الديون بحد ذاتها وإنما من احتمال انخفاض الأرباح دون الفائدة على الديون.

### المطلب الثالث: النظريات التقليدية المفسرة للرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية

يهتم مسيرو المؤسسات الاقتصادية بالنظريات المالية التقليدية في ظل مسعاهم الرامي إلى تعظيم قيمة الأموال الخاصة ومنه تعظيم القيمة السوقية لها، حيث توجد العديد من النظريات المالية التي تفسر الهيكل المالي وطريقة تشكيله.

#### الفرع الأول: نظرية موديليان وميلر

#### أولاً: نظرية موديليان وميلر في ظل غياب الضرائب 1958

كان مقال موديليان وميلر سنة 1958 أول مقال تناول التحليل النظري لهيكل رأس المال، حيث توصل هذان المؤلفان في ظل افتراضات معينة إلى مجموعة من النتائج المتعلقة بهيكل رأس المال المؤسسات الاقتصادية، وشكلت هذه النتائج نظرية تعد أساس نظريات التمويل الحديث.

وقامت النظرية على مجموعة من الفرضيات التي وضعها المؤلفان والتي تتمثل في<sup>1</sup>:

- ✓ المعلومات عن السوق والمؤسسات الاقتصادية العاملة فيه متاحة ومجانبة للجميع؛
- ✓ غياب الضرائب، وعدم وجود تكاليف الإفلاس؛
- ✓ المنافسة الكاملة في ظل حرية شراء وبيع المستثمرين للأوراق المالية والاقتراض دون قيود وعند الحد الأدنى من تكاليف المعاملات؛
- ✓ تصنف المؤسسات الاقتصادية إلى مجموعات متجانسة من المخاطر؛
- ✓ توزع المؤسسات الاقتصادية جميع أرباحها على المساهمين.

تفترض النظرية أن السوق المالي مثالي، وتكاليف الإفلاس غائبة، والضرائب لا تؤخذ في الاعتبار والمعلومات بين الوكلاء متناظرة، والاقتراض بين الوكلاء الاقتصادي بمعدل ثابت وغير محدود، ويتم إدارة المؤسسات الاقتصادية من قبل المديرين المؤيدين من المساهمين.

قدم موديليان وميلر من خلال هذه النظرية اقتراحين أساسيين يتعلقان بالهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية هما<sup>2</sup>:

❖ **الاقتراح الأول:** يشير إلى أن متوسط تكلفة رأس المال لأي مؤسسة اقتصادية مستقل تماماً عن هيكل رأس المال

<sup>1</sup> Miglo A, Capital Structure in the Modern World. Springer Nature, Ontario, Canada, 2016, P 23.

<sup>2</sup> Modigliani F and Miller M. H, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review, VOL. 48, N. 3, 1958, PP. 261-297.

الخاص بها ويساوي معدل الرسملة للعوائد المنتظرة من سهم عادي لمؤسسة إقتصادية تعتمد في تمويلها على حقوق الملكية فقط وتنتمي إلى نفس فئة المخاطر.

من خلال هذا الاقتراح يمكننا الحصول على القيمة السوقية لأي مؤسسة إقتصادية تنتمي لفئة خطر معينة ولتكن  $h$  من خلال المعادلة التالية:

$$V_i = (S_i + D_i) = \frac{\pi_i}{P_h} \quad (4-1)$$

لكل مؤسسة  $i$  من فئة الخطر  $h$

$V_i$  : القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية  $i$ ؛

$S_i$  : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة الإقتصادية  $i$ ؛

$D_i$  : القيمة السوقية للديون في المؤسسة الإقتصادية  $i$ ؛

$\pi_i$  : العائد المتوقع على أصول المؤسسة الإقتصادية قبل اقتطاع المصاريف المالية EBIT؛

$P_h$  : معدل المدودية على الاستثمار في أسهم المؤسسات الإقتصادية المنتمية إلى فئة المخاطر  $h$ ، والممولة بالكامل بحقوق ملكية.

من خلال المعادلة رقم (4-1) يتبين أن القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية  $i$  المنتمية لفئة المخاطر  $h$ ، تساوي مجموع القيم السوقية للأسهم والديون التي تشكل هيكل رأس مالها، كما تساوي في نفس الوقت صافي الأرباح التشغيلية مرسلة بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين العاديين في مؤسسة إقتصادية ممولة بأموال الملكية فقط، وعليه فتركيبية هيكل رأس المال تتميز بالحيادية حسب هذا الاقتراح، أي أن القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية لا تتأثر بمسألة الإعتماد على الرفع المالي من عدمه.

كما يمكن كتابة التعبير عن هذا الاقتراح من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = \frac{\pi_i}{(S_i + D_i)} = \frac{\pi_i}{(V_i)} = P_h \quad (5-1)$$

تبين المعادلة رقم (5-1) أن متوسط التكلفة المرجحة لرأس مال المؤسسات الإقتصادية المنتمية لنفس فئة المخاطر  $h$  على اختلاف تركيبة هيكل رأس مالها يساوي تكلفة حقوق الملكية للمؤسسات الإقتصادية لنفس فئة المخاطر  $h$  والمعتمدة في هيكل رأس مالها على حقوق الملكية فقط، وعليه فالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستقل كليا عن تركيبته.

❖ **الاقتراح الثاني:** العائد المتوقع لحصة من الأسهم يساوي العائد المناسب لمعدل الرسملة لتدفق الأسهم الخالص في المؤسسات الإقتصادية، بالإضافة إلى قسط متعلق بمخاطر مالية يساوي نسبة الدين إلى حقوق الملكية مضروباً في الفارق بين معدل الرسملة ومعدل الفائدة.

يقتضي هذا الاقتراح إيجاد معدل العائد على أسهم المؤسسات الإقتصادية التي تعتمد الرفع المالي في تشكيل هيكل رأس مالها من خلال التوصل إلى صياغة معادلة العائد على الأسهم بعد الانطلاق من المعادلة رقم (6-1):

$$G_i = \frac{\pi_i - r.D_i}{S_i} \quad (6-1)$$

$G_i$  : العائد على أسهم المؤسسات الإقتصادية المعتمدة على الرفع المالي والمنتمية لفئة المخاطر  $h$ ؛

r : معدل الفائدة.

ومن خلال المعادلة رقم (6-1) الخاص بالافتراض الأول نعلم أن:

$$\pi_i = Ph (S_i + D_i) \quad (7-1)$$

بتعويض المعادلة رقم (7-1) في المعادلة رقم (6-1) نحصل على المعادلة رقم (8-1) كما هو موضح:

$$G_i = \frac{Ph (S_i + D_i) - r \cdot D_i}{S_i}$$

$$G_i = \frac{Ph \cdot S_i + Ph \cdot D_i - r \cdot D_i}{S_i}$$

$$G_i = Ph + \frac{Ph \cdot D_i + r \cdot D_i}{S_i}$$

$$G_i = Ph + (Ph - r) \frac{D_i}{S_i} \quad (8-1)$$

يتضح من خلال المعادلة رقم (8-1) أن معدل عائد الأسهم العادية في المؤسسات الإقتصادية التي تعتمد في هيكل رأس مالها على الرفع المالي يشكل دالة خطية للديون ميلها  $(Ph - r)$ ، حيث ترتبط تكلفة حقوق الملكية طردياً مع حجم الديون المعتمدة، أي أن زيادة درجة الرفع المالي في هيكل رأس المال يزيد من المخاطر المالية التي تنعكس على زيادة تكلفة حقوق الملكية، وبالتالي فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مع أي تغير في درجة الرفع المالي نتيجة إلغاء المخاطر المالية المرتفعة لميزة انخفاض تكلفة الاقتراض، وهو ما يعني حيادية الهيكل المالي.

وفق هذه النظرية لا ترتبط قيمة المؤسسات الإقتصادية في الأسواق المالية بالمزيج التمويلي (حقوق ملكية وديون) بل تتوقف على العوائد التي تحققها وقيمتها مستمدة من رسملة صافي الأرباح التشغيلية، أي أن النظرية تفترض أن قيمة المؤسسات الإقتصادية تساوي حجم الأموال الواجب استثمارها لتحقيق أرباح تساوي حجم الأرباح المطلوبة من قبل المستثمرين، وحسب هذه النظرية يتم الحفاظ على توازن السوق من خلال عمليات تحويل الاستثمارات من المؤسسات الإقتصادية مرتفعة القيمة إلى المؤسسات الإقتصادية منخفضة القيمة (العملية المعروفة بالمراجعة)، وتجعل من القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية الممولة بحقوق ملكية مساوية للقيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية التي تعتمد في تمويلها على الرفع المالي وحقوق الملكية.

### ثانياً: نظرية موديليان وميلر في ظل الضرائب 1963

في سنة 1963 نشر موديليان وميلر تصحيحاً لمقاهما الأصلي، جراء خطأ في مناقشتهم لتأثيرات الطريقة الحالية لفرض الضرائب على المؤسسات الإقتصادية على تقييمها.

في المقال الثاني أعاد موديليان وميلر صياغة نموذجهما مع الأخذ في الاعتبار في هذه الحالة الضريبة على أرباح المؤسسات الإقتصادية في اقتصاد تكون فيه المصاريف المالية قابلة للتخفيض الضريبي ومكافأة رأس المال غير خاضعة للضريبة، وبالتالي فقد قاما بإسقاط اقتراح حياض الهيكل المالي عن قيمة المؤسسات الإقتصادية بالاعتماد على الصياغة الرياضية التالية:

يحصل المساهمون في المؤسسات الإقتصادية التي تعتمد على الرفع المالي إلى جانب الأموال الخاصة في هيكلها المالي على<sup>1</sup>:

$$(EBIT - K_d \cdot D) (1 - T) \quad (9-1)$$

<sup>1</sup> Modigliani F and Miller M. H, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, VOL. 53, N. 3, 1963, PP. 433-443.

EBIT: أرباح المؤسسات الإقتصادية قبل الفوائد والضرائب؛

K<sub>d</sub>: تكلفة الدين؛

D: قيمة الدين؛

T: معدل الضريبة.

وتحصل الجهة المانحة للدين على:

$$K_d.D \quad (10-1)$$

من خلال جمع المعادلة رقم (9-1) مع المعادلة رقم (10-1) نحصل على المعادلة رقم (11-1):

$$(EBIT - K_d.D) (1 - T) + K_d.D \quad (11-1)$$

بنشر المعادلة رقم (11-1) نجد المعادلة رقم (12-1) التي تعبر عن الأموال المدفوعة للمساهمين في المؤسسات الإقتصادية والجهات المانحة للدين:

$$EBIT (1-T) + T.K_d.D \quad (12-1)$$

T.K<sub>d</sub>.D: قيمة الوفر الضريبي.

يتبين من خلال المعادلة رقم (12-1) أن توزيعات المؤسسات الإقتصادية التي تعتمد على الرفع المالي تزيد عن توزيعات المؤسسات الإقتصادية المعتمدة على الأموال الخاصة فقط، وعليه فإن قيمة المؤسسات الإقتصادية المقترضة أعلى من قيمة المؤسسات الإقتصادية الغير مقترضة بمقدار قيمة الوفر الضريبي.

من بين المميزات التي يتيحها الرفع المالي أن تكاليفه تعد من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح، وبالتالي فإن المؤسسات الإقتصادية التي يتكون هيكل رأس مالها من حقوق الملكية والديون وتخضع للضريبة تستطيع تحقيق الوفورات الضريبية<sup>1</sup>.

ومن هذا المنطلق فإن موديلياي وميلر لا يرفضان الطرح الذي يدعي أن القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وديون تفوق القيمة السوقية لمؤسسات إقتصادية ماثلة ذات هيكل مالي يتألف من أموال خاصة فقط بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي المحقق.

الفرع الثاني: نظرية المراجعة (نسبة الاستدانة المثلى)

تعتمد نظرية المراجعة (نسبة الاستدانة المثلى) على عاملين متناقضين وقابلين للتعويض، الوفورات الضريبية للديون من ناحية، وتكاليف الإفلاس وتضارب المصالح بين الوكلاء الاقتصاديين (تكاليف الوكالة) من جهة ثانية، ولهذا تقوم المؤسسات الإقتصادية بتعديل مستوى دينها سعياً منها للوصول به إلى النسبة المثلى.

<sup>1</sup> Kent H. B and Gerald S. M, Capital Structure and Corporate Financing Decisions, Theory, Evidence, and Practice. John Wiley & Sons, Inc, USA, 2011, P 151.



## أولاً: تأثير الضرائب

يعد موضوع تأثير الضريبة على ربحية المؤسسات الاقتصادية معقد نوعاً ما ويصعب التنبؤ به بما أنه يتوقف على مبدأ خصم فوائد الديون من نتيجة الاستغلال قبل خضوعها للضريبة، والضريبة على الدخل والخصم الضريبي غير المتعلق بالديون.

وأظهر موديليان وميلر سنة 1963 كما تم توضيحه في الفرع الأول أن قيمة المؤسسات الاقتصادية المدينة هي أكبر من قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المدينة بفارق يساوي القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة من التكاليف المالية، وعليه كلما ارتفع معدل الضريبة زادت المؤسسات الاقتصادية من مستوى الرفع المالي وزاد ذلك من ربحيتها، لذلك يمكن القول أن هناك علاقة إيجابية بين الضرائب والربحية<sup>1</sup>.

ومع ذلك فإن اعتماد ضريبة الدخل الشخصي قد أدى إلى التشكيك في الوفر الضريبي الناتج عن فوائد الديون خصوصاً مع زيادة الخصومات الضريبية التي ليس لها علاقة بالديون والتي قللت من جاذبيتها، حيث يمكن أن تكون هذه الخصومات بديلاً عن الاقتصاد المحقق من الوفر الضريبي لفوائد الديون، وبالتالي تعود فكرة حيادية الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية مرة أخرى<sup>2</sup>.

## ثانياً: تكلفة الإفلاس

تستفيد المؤسسات الاقتصادية جراء اعتمادها على الرفع المالي من الخصم الضريبي لفوائد الديون ومصاريفها الملحقمة، غير أنها تتكبد تكاليف أكبر إذا قامت بالاعتماد بصفة مفرطة على الديون ما قد يسبب زيادة في المصاعب المالية التي قد تؤدي إلى الإفلاس.

ينشئ عن إفلاس المؤسسات الاقتصادية بعض التكاليف التي تتكبدتها منها ماهي مباشرة (تكاليف إدارية قانونية، وتكاليف تصفية وتكاليف اجتماعية...) ومنها ماهي غير مباشرة (فقدان السمعة والثقة، وتكلفة الفرصة البديلة...) <sup>3</sup>، وتحذر الإشارة إلى أن التكاليف المباشرة للإفلاس أقل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة منها للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة، لكن التكاليف غير المباشرة كبيرة بالنسبة لكل من المؤسسات الاقتصادية الصغيرة والكبيرة، وتقدر قيمة تكاليف الإفلاس بنسبة 4.5% <sup>4</sup>.

بأخذ هذا في الاعتبار، يمكن القول أن المؤسسات الاقتصادية تستطيع تشكيل هيكلها المالي الأمثل إذا كانت القيمة الحالية لتكاليف العسر والمصاعب المالية مساوية لقيمة الوفر الضريبي للديون، وبالتالي ومع هذا القيد فالمؤسسات الاقتصادية لن تكون قادرة على الاقتراض قدر الإمكان للاستفادة من الوفر الضريبي للديون.

## ثالثاً: نظرية الوكالة

أثيرت نظرية الوكالة من خلال التشكيك في فرضية عدم وجود صراعات بين مختلف الجهات الفاعلة في المؤسسات الاقتصادية (المساهمين والمدراء والدائنين)، أي أنها تقوم على مبدأ أن كل فرد يتصرف بطريقة تؤدي إلى تعظيم مصلحته الشخصية قبل

<sup>1</sup> De Angelo H. et Masulis R.W. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics, VOL. 8. 1980, PP. 3-29.

<sup>2</sup> Miller M. Debt and Taxes. The Journal of Finance, VOL. 32, 1977, PP. 261-275.

<sup>3</sup> Warner J, Bankruptcy Costs: Some Evidence. Journal of Finance, VOL. 32, 1977, PP. 337-347.

<sup>4</sup> Almeida H and Philippon T, The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. Journal of Finance, VOL. 62, N. 6, 2007, PP. 2557-2586.

المصلحة العامة، حيث تهدف هذه النظرية لتمثيل خصائص العقود المثلى بين المساهمين والمدراء من جهة، والمساهمين والدائنين من جهة ثانية.

تتأثر قرارات المؤسسات الإقتصادية بشأن الإعتماد على الرفع المالي من عدمه حسب نظرية الوكالة بتكاليف الوكالة للأموال الخاصة بين المساهمين والمدراء، وتكاليف الوكالة المرتبطة بالديون المالية بين المساهمين والدائنين.

❖ **تكاليف الوكالة بين المساهمين والمدراء:** إن عدم امتلاك مدراء المؤسسات الإقتصادية لجميع حقوق الملكية يولد تضاربا في المصالح بين المدراء والمساهمين ينتج من تحويل المدراء لموارد المؤسسات الإقتصادية لأنفسهم (اختلاس) بحجة عدم استفادتهم من إجمالي عوائد أنشطتهم<sup>1</sup>، أو ينتج التضارب من حقيقة تفضيل المدراء استمرار عمل المؤسسات الإقتصادية، عكس المساهمين الذين يفضلون تصفية التزاماتهم كونها أكثر منفعة، كما يمكن أن ينتج الخلاف من إفراط المدراء في الإستثمار في حصصهم في الوقت الذي يفضل فيه المساهمون توزيع التدفقات النقدية المتاحة<sup>2</sup>، وهي أسباب تعجل عامة بظهور تكاليف الوكالة المرتبطة بالأموال الخاصة، وتشكل تكاليف الوكالة من خلال<sup>3</sup>:

- ✓ المصاريف الإدارية التي ينفقها المدراء لإعلام المساهمين بجودة قراراتهم الإدارية.
- ✓ تكاليف الرقابة التي ينفقها المساهمون للتأكد من أن القرارات الإدارية للمديرين متوافقة مع مصالحهم الخاصة.

- ✓ التكاليف المتبقية الناتجة عن عدم القدرة على التحكم الكامل في القرارات الإدارية للمدراء، خاصة عندما تتجاوز التكلفة الحدية لهذه السيطرة الدخل الهامشي.

إن جزء كبير من مشكلة تكاليف الوكالة المرتبطة بالأموال الخاصة يجد طريقه للحل بصفة فعالة عند لجوء المؤسسات الإقتصادية إلى الرفع المالي أين تكون على موعد مع سداد أقساط الديون والفوائد، وبالتالي ستقل التدفقات النقدية الحرة التي ستحد من الإستثمار المفرط للمدراء، كما أن الرفع المالي يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال منح المقرضين الحق في تصفية المؤسسات الإقتصادية في حال فشلها في السداد، وفي السياق ذاته فإن الديون تزيد من احتمالية الإفلاس المكلفة من وجهة نظر المدراء حيث تفقد سلطتهم وسمعتهم وهو ما يدفعهم بشكل أكبر إلى مضاعفة مجهوداتهم لزيادة الربحية<sup>4</sup>.

يمكن القول أن استخدام المؤسسات الإقتصادية للرفع المالي يعزز من فرص تقارب المصالح بين المساهمين والمدراء، ويقلل من تكاليف الوكالة، وكنتيجه لذلك فمن المتوقع التأثير الإيجابي للديون على ربحية المؤسسات الإقتصادية.

❖ **تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين:** إن اعتماد المؤسسات الإقتصادية على الرفع المالي بواسطة الديون يقلل بشكل فعال من تكاليف الوكالة للأموال الخاصة المتعلقة بالصراع بين المساهمين والمدراء، غير أنها تولد صراعات أخرى مع المقرضين، تسبب تكاليف الوكالة للديون المالية.

<sup>1</sup> Jensen M and Meckling W, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, VOL. 3, 1976, PP. 305-360.

<sup>2</sup> Harris M and Raviv A, Capital Structure and the Informational Role of Debt. Journal of Finance, VOL. 45, 1990, PP. 321-349.

<sup>3</sup> Jensen M. C, Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers. American Economic Review, VOL. 76, 1986, PP. 226-244.

<sup>4</sup> Grossman S and Hart O, Corporate financial structure and managerial incentives. In McCall, J. (ed.), The economics of information and uncertainty: University of Chigago Press, 1982, PP. 107-140.

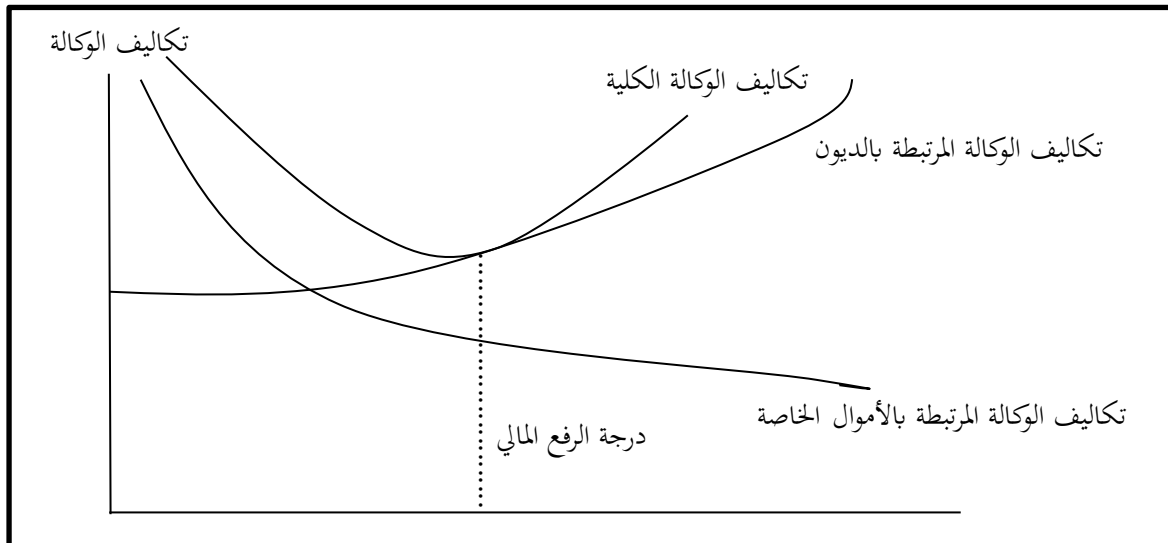
تنشأ تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون من مشكلة استبدال الأصول، حيث أن عقود الديون التي تبرمها المؤسسات الإقتصادية تجبر المساهمين على الاستثمار حتى عند مستويات دون المثلى من خلال قبول المشاريع المرتفعة المخاطر للاستفادة من صافي أرباحها، في الوقت نفسه تواجه الجهات المانحة للديون مخاطر عدم السداد في حالة فشل المشاريع الأمر الذي يدفعهم إلى المطالبة بعائد أعلى على أموالهم المقرضة، كما تتحمل المؤسسات الإقتصادية أيضا تكاليف التدقيق والمراقبة لضمان الدائنين حول سلوك المساهمين<sup>1</sup>.

كما يمكن أن تنشأ تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون من مشكلة نقص الاستثمار عند قيام المؤسسات الإقتصادية بزيادة حصص الأرباح الموزعة عن طريق استخدام الأموال المقرضة أو عن طريق تقليل الاستثمارات، وهو ما يشجع الجهات المانحة للديون لزيادة عوائدهم من تدفقات الأموال الداخلة<sup>2</sup>.

يؤدي لجوء المؤسسات الإقتصادية إلى الرفع المالي إلى نشأة تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون التي تقلل ربحيتها حيث يكون لها تأثير سلبي على الربحية.

في الأخير يمكن القول أنه حسب نظرية الوكالة يوجد تأثيران متناقضان للرفع المالي على ربحية المؤسسات الإقتصادية، حيث يكون إيجابيا في حالة تكاليف الوكالة المرتبطة بالأموال الخاصة بين المساهمين والمدراء، بينما يكون التأثير سلبيا في حالة تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون بين المساهمين والدائنين، والشكل رقم (01-1) يوضح تأثير الهيكل المالي على الربحية وفقاً لنظرية الوكالة.

الشكل رقم (01-1): تأثير نظرية الوكالة - هيكل رأس المال على الربحية-



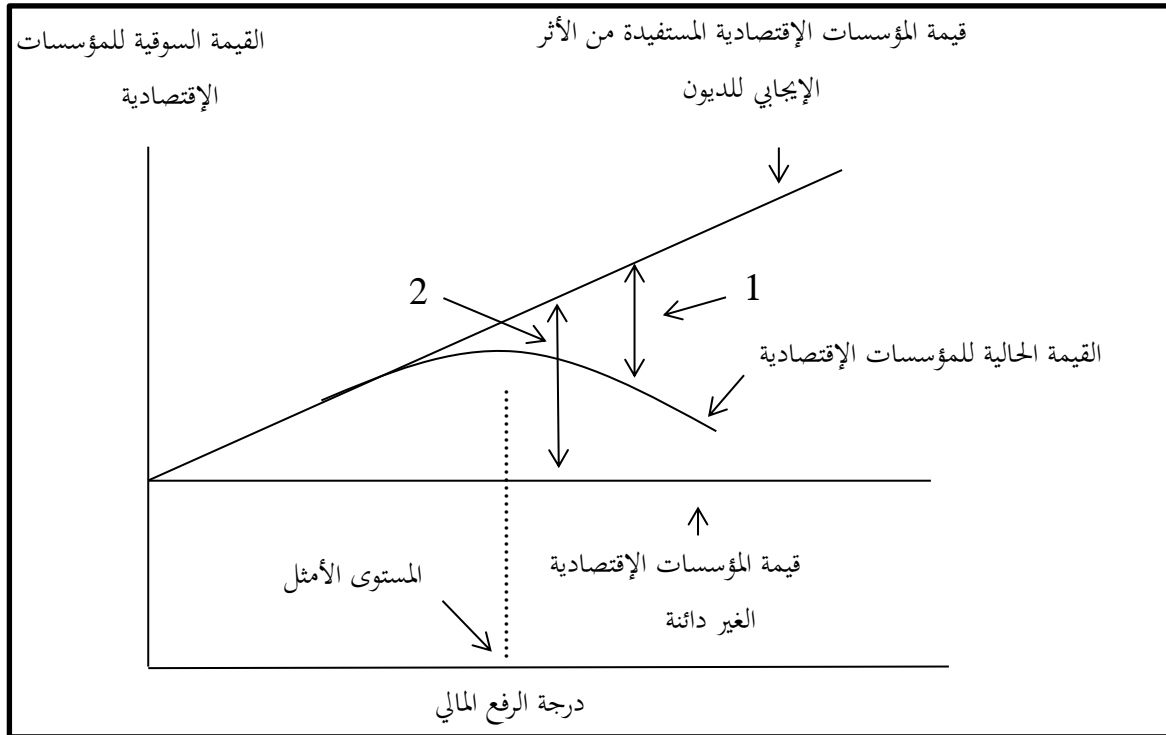
Source: Mazen Kebewar. La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données de panel. Hal-00751211, 2012, P. 7.

<sup>1</sup> Jensen M. et Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, OP. Cit, PP. 305-360

<sup>2</sup> Myers S. C, Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economies, VOL. 5, 1977, PP. 147-175.

تصل المؤسسات الإقتصادية إلى الهيكل المالي الأمثل عند وصولها إلى مستوى المديونية المستهدف الذي يمكن من خلاله تحقيق مزايا الاستدانة على غرار الوفر الضريبي لفوائد الديون وخفض تكاليف الوكالة للأموال الخاصة، وكذا تلافي عيوبها كتكاليف الإفلاس وزيادة تكاليف الوكالة للديون المالية، والشكل رقم (1-02) يوضح الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات الإقتصادية وفقا لنظرية المراجعة.

الشكل رقم (1-02): نظرية المراجعة (نسبة الاستدانة المثلى)



**Source :** Mazen Kebewar, La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses théorique et empiriques sur données de panel françaises. PhD Thèse, Economies et finances. Université d'Orléans, France, 2012. P. 17.

1: الأثر السلبي للديون (تكاليف الإفلاس وارتفاع تكاليف الوكالة للديون المالية)

2: الأثر الإيجابي للديون (الوفر الضريبي لفوائد الديون وانخفاض تكاليف الوكالة للأموال الخاصة)

الفرع الثالث: نظرية التمويل السلمي

ترتكز نظرية هيكل رأس المال على بعدين آخرين لعدم تناسق المعلومات بين مختلف وكلاء المؤسسات الإقتصادية، يتجسد البعد الأول من خلال الاقتراح الأول الذي قدمه كل من روس Ross وليلاند Leland وبييل Pyle والمتمثل في نظرية الإشارة، بينما يتمثل البعد الثاني في فرضية التمويل السلمي التي قدمها البداية دونالدسون Donaldson ثم طورها بعده ميرز Myers وماجلوف Majluf.

أولا: نظرية الإشارة

تستند نظرية الإشارة على وجود عدم تناسق في المعلومات بين مختلف الأفراد الذين يتأثرون بحياة المؤسسات الإقتصادية أي أن هذه النظرية تقوم على افتراض أن مدراء المؤسسات الإقتصادية يملكون معلومات أكثر من ملاكها والمساهمين فيها.

إن مسألة عدم تناسق المعلومات يسبب العديد من المخاطر ومشاكل الاختيار ما بين المقرضين والمقرضين التي قد تؤدي إلى جمود أو فشل السوق المالي، أين تجهل الجهات المانحة للديون نوعية المقرضين وبالتالي تقوم بحجة بزيادة معدل الفائدة على الديون<sup>1</sup>.

وفقا لنظرية الإشارة يمكن أن يكون الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية بمثابة إشارة يتم إرسالها للدائنين، حيث أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى التغيير في تصور الدائنين، وبالتالي يشكل إشارة مهمة للسوق، ولهذا السبب دائما ما يبحث المستثمرون عن أي إشارة ذات مصداقية يرسلها المسيرون لمعرفة الحالة المالية للمؤسسات الاقتصادية، ولكي تكون الإشارة ذات مصداقية، يجب أن تكون مصحوبة بالجزاء إذا كانت خاطئة، فوفقا لهذا المنظور لا يطلب المدراء والمسирون الدين إلا إذا كانوا على دراية واضحة بالتدفقات المستقبلية للمؤسسات الاقتصادية وقدرتها على دفع الفوائد وسداد أقساط الديون الجديدة، لأنهم معرضون لفقدان وظائفهم أو حتى أكثر إذا أدى فشل المشروع إلى إفلاس المؤسسات الاقتصادية التي يديرونها<sup>2</sup>.

كما تشير هذه النظرية إلى أن أفضل المؤسسات الاقتصادية أداء هي تلك التي تذهب إلى مزيد من الرفع المالي بواسطة الديون للمزيد من الاستثمارات المربحة التي ترفع قيمتها، وبالتالي فستكون قادرة على الاستفادة من سعر فائدة معقول أقل من ذلك المعروض على المؤسسات الاقتصادية منخفضة القيمة<sup>3</sup>، لذلك وحسب نظرية الإشارة يمكن القول أن الرفع المالي بواسطة الديون في حالة عدم تناسق المعلومات يجب أن يكون مرتبطا بشكل إيجابي مع الربحية.

#### ثانيا: فرضية التمويل السلمي

تعتمد فرضية التمويل الهرمي على مراعاة عدم تناسق المعلومات بين الوكلاء داخل المؤسسات الاقتصادية وخارجها، أين تكون للمؤسسات الاقتصادية أولويات في اختيار مصادر التمويل، حيث تكون الأولوية للتمويل الذاتي أولا، ثم الاتجاه إلى الدين (مع تفضيل أقل قدر ممكن من المخاطرة) ثم الانتقال إلى زيادة رأس المال كملاذ أخير.

يعتمد التسلسل الهرمي على الهدف الذي يسطره مدير المؤسسة الاقتصادية، فإذا كان المدير يعمل لصالح الملاك والمساهمين، فسوف يتبنى تسلسل هرمي مالي متناقض يبدأ بالتمويل الذاتي ثم الدين وأخيراً زيادة رأس المال، أما في حالة تصرف المدير لمصلحته الخاصة، فسيؤسس التسلسل الهرمي الذي ينطلق من التمويل الذاتي أولاً ثم يمر عبر زيادة رأس المال ثم اللجوء إلى الدين، حيث أنه يبادر بإصدار أسهم جديدة قبل الرفع المالي لتجنب الدور التأديبي للديون.

تؤكد فرضية التسلسل الهرمي للتمويل على وجود الارتباط السلبي بين الرفع المالي والربحية لأن المؤسسات الاقتصادية التي تواجه عجزا ماليا بسبب انخفاض الربحية والذي يترتب عليه انخفاض التمويل الذاتي تتحول تلقائيا إلى الديون، وبالتالي فمن الممكن تفسير هذه العلاقة السلبية على أنها تحقق تجريبي من فرضية التمويل الهرمي للمؤسسات الاقتصادية.

<sup>1</sup> Stiglitz J. and Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. American Economic Review, VOL. 71, 1981, PP. 393-410.

<sup>2</sup> Ross S. A, The determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. Journal of Economies, VOL. 8, 1977, PP. 23-40.

<sup>3</sup> Leland H and Pyle D, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. Journal of Finance. VOL. 32, 1977, PP. 371-387.

الفرع الرابع: نظرية توقيت السوق

تعد نظرية توقيت السوق نتاجا للعمل الذي قدمه كل من باكر Baker وورجلر Wurgler سنة 2002، حيث توصلا وفقا لهذه النظرية إلى أن المؤسسات الإقتصادية تقوم بإصدار الأسهم عندما تكون أسعارها مرتفعة أو تكون بيئة السوق مواتية، كما تقوم بالإعتماد على الرفع المالي بواسطة الديون ثم تعيد شراء الأسهم إذا انخفضت أسعارها في السوق المالي، حيث أن المؤسسات الإقتصادية تعتمد بدرجة أقل على الديون خلال فترات تقييم السوق الجيد خاصة عندما تكون فرصة النمو عالية. وتشير نتائج الفرضية أيضا إلى أن الهيكل المالي للمؤسسات الإقتصادية لا ينتج عن القيام باختيار واعى للنسبة المثلى للديون ولكنه ينتج من تراكم القرارات المتخذة في الماضي اعتمادا على سياق سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

الجدول رقم (1-02): الآثار المتوقعة لمختلف العوامل على هيكل رأس المال وفقاً للنظريات الأساسية المختلفة

|                                                 | الإسهامات                                                  | الحجم  | النمو  | الضريبة | الضمان | قروض<br>من الشركات<br>التابعة | الديون<br>التجارية | تقلب<br>الأرباح | الربحية |
|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------|--------|---------|--------|-------------------------------|--------------------|-----------------|---------|
| موديلاني وميلر                                  | موديلاني وميلر (1958)                                      | حيادي  | حيادي  | حيادي   | حيادي  | حيادي                         | حيادي              | حيادي           | حيادي   |
| موديلاني وميلر<br>(الضرائب)                     | موديلاني وميلر (1963)                                      |        |        | إيجابي  |        |                               |                    |                 |         |
| الضريبة على<br>الأفراد                          | ميلر (1977)                                                |        |        | حيادي   |        |                               |                    |                 |         |
| تكلفة الإفلاس                                   | ستيغلitz (1969)                                            | إيجابي |        |         | إيجابي |                               |                    | سلي             |         |
| تكلفة الوكالة                                   | جنسن وميكلنج<br>(1976)                                     |        | سلي    |         | إيجابي | إيجابي                        |                    |                 |         |
| عدم تناسق<br>المعلومات<br>وتكاليف التقارير      | روس (1977) وليلاند<br>وبابل (1977)                         |        | إيجابي |         | إيجابي | إيجابي                        | إيجابي             | سلي             | إيجابي  |
| عدم تناسق<br>المعلومات ونظرية<br>التسلسل الهرمي | دونالدسون (1963)<br>ومايرز (1977) ومايرز<br>وماجلوف (1984) |        | إيجابي |         |        |                               |                    | إيجابي          | سلي     |

Source : Kremp E. et Stoss E. et Gerdesmeier D. Estimation d'une fonction d'endettement. Résultats à partir de panels d'entreprises françaises et allemandes, in Modes de financement des entreprises allemandes et françaises. Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, 1999, PP. 123-163.

<sup>1</sup> Baker M. P. and Wurgler J. Market timing and capital structure, The Journal of Finance, VOL. 57, N. 1, 2002, PP. 1-32.

### المبحث الثاني: أسس ومبادئ الصيرفة الإسلامية

تقوم الصناعة المصرفية الإسلامية بدور مهم وفعال في الاقتصاد، حيث تمثل بديل مالي مهم عن الصناعة المالية التقليدية في الدول الإسلامية، بل تعدت ذلك ليلبغ مداها عديد الدول الغير إسلامية، وعليه سيتم تقديم وصف عام وشامل للصيرفة الإسلامية من خلال تسليط الضوء على ماهية الصيرفة الإسلامية والضوابط التي تحكمها، والصيغ التي تقدمها في السوق المالي والمؤسسات التي ترعى هذا الأمر.

وعليه يتضمن هذا المبحث المطالب التالية:

المطلب الأول: ماهية الصيرفة الإسلامية وضوابطها

المطلب الثاني: صيغ الصيرفة الإسلامية

المطلب الثالث: مؤسسات التمويل الإسلامي

### المطلب الأول: ماهية الصيرفة الإسلامية وضوابطها

إن امتداد الديانة الإسلامية على مدى 1400 عام من الزمن ألزمت المسلمين بأسلوب حياة يقصد به إرضاء الله سبحانه وتعالى، حيث تنظم مبادئ الشريعة الإسلامية جميع مناحي الحياة على غرار التمويل الذي يعد من المواضيع المهمة الموجودة منذ أن سكن الإنسان البسيطة، فكان الإقراض المالي القائم على الفوائد الربوية بمثابة الشكل الأساسي للتمويل في العصور الأولى ولا يزال قائما إلى حد الساعة، وهو ما تحرمه الشريعة الإسلامية جملة وتفصيلا.

### الفرع الأول: الصيرفة الإسلامية الأسس والمفاهيم

#### أولا: الخلفية التاريخية للصيرفة الإسلامية

يشهد قطاع التمويل الإسلامي في السنوات الأخيرة نموا ملحوظا جراء مطالب المستثمرين المسلمين الداعية لتوفير طرق استثمار توافق مبادئ الشريعة الإسلامية بما فيها مصادر التمويل<sup>1</sup> ويمكن رؤية هذا النمو بوضوح في جميع أنحاء العالم وخاصة في الشرق الأوسط والشرق الأقصى<sup>2</sup>.

إن الصيرفة الإسلامية ليست بالظاهرة الجديدة التي تعود إلى سنوات قليلة ماضية، ومع ذلك فإن تحديد البداية الدقيقة للعمليات المصرفية الإسلامية صعب بعض الشيء، إلا أن معظم الخبراء في هذا المجال هم من الرأي القائل بأن الصيرفة الإسلامية ظهرت عام 1963 بميت غمر في مصر التي شهدت أول بنك إسلامي بدأ عملياته وفق مبادئ الشريعة<sup>3</sup>، وبحلول عام 1967 وصل عدد البنوك الإسلامية في البلاد إلى تسعة فروع، وفي عام 1971 تأسس بنك ناصر الاجتماعي في مصر وكانت كل البنوك تتجنب التعامل بالفوائد المالية<sup>4</sup>، وشهد عام 1975 في المملكة العربية السعودية الحدث الأهم في تطور الصيرفة الإسلامية

<sup>1</sup> Fadzlan Sufian, The Efficiency of Islamic Banking Industry: A Non-Parametric Analysis With Non-Discretionary Input Variable, Islamic Economic Studies, VOL. 14, N. 1 & 2, 2007, PP. 54-87.

<sup>2</sup> Charles Proctor, The Law and Practice of International Banking, Oxford University Press, 2nd ed, 2015, P. 833.

<sup>3</sup> Beng Soon Chong and Ming-Hua Liu, Islamic banking: Interest-free or interest-based? Pacific-Basin Finance Journal, VOL. 17, N. 1, 2009, PP. 125-144.

<sup>4</sup> Mohamed Ariff, Islamic Banking, Asian Pacific Economic Literature, VOL. 2, N. 2, 1988, PP. 48-64.

في السبعينات بعد تأسيس البنك الإسلامي الحكومي الدولي بنك التنمية بجدّة، ويبقى هذا البنك الداعم الأكبر للمؤسسات المصرفية الإسلامية حول العالم<sup>1</sup>.

خلال فترة السبعينيات، وبعد التغيير الذي شهدته الساحة السياسية في العديد من البلدان الإسلامية كصعود حركة النهضة الإسلامية في الشرق الأوسط والثورة الإسلامية في إيران، أصبحت صناعة الصيرفة الإسلامية ذات شعبية كبيرة<sup>2</sup>، فتأسست العديد من البنوك الإسلامية في الشرق الأوسط خلال هذه الفترة كبنك دبي الإسلامي عام 1975 وبنك فيصل الإسلامي في كل من السودان ومصر عام 1977 وبنك البحرين الإسلامي في 1979، ومع ذلك لم يقتصر ظهور البنوك الإسلامية على الشرق الأوسط بل ظهرت أيضا في آسيا من خلال تأسيس بنك الأمانة الفليبيني عام 1973 وتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي بعد عقد من ذلك، وشهد عام 1978 أول غزوة للصيرفة الإسلامية للعالم الغربي من خلال تأسيس أول بنك إسلامي في أوروبا وبالضبط في لوكسمبورغ<sup>3</sup>.

هذا وتعد الفترة الممتدة من 1975 إلى 1990 أهم فترة في تاريخ تطور العمل المصرفي الإسلامي، حيث نمت البنوك الإسلامية بشكل ملحوظ من حيث الحجم والعدد، وزادت عملية تطوير المنتجات المالية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية مما ساهم في نجاح البنوك الإسلامية، كما شهدت نفس الفترة إقدام العديد من الدول كباكستان وإيران والسودان على إزالة فكرة الفوائد الربوية بأكملها من أنظمتها المصرفية<sup>4</sup>، وبدأت العديد من البنوك متعددة الجنسيات الهامة في تقديم الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية مما عجل باعتراف البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بالمنتجات المالية الإسلامية كوسيلة حقيقية للوساطة المالية والأوراق المنتجة لهذا الغرض، وعليه كانت هذه الفترة من نواح كثيرة حقبة ذهبية في تاريخ الصيرفة الإسلامية<sup>5</sup>.

أما في السنوات الأخيرة فقد زاد الاهتمام بالتمويل الإسلامي بشكل كبير نتيجة زيادة الطلب من قبل المستثمرين المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية، وكذا التطورات الملحوظة التي تطرأ على الساحة كقيام المؤسسات المالية بإجراء عمليات وفقا للنظام المالي الإسلامي، وفتح البنوك الإسلامية الباب أمام المستثمرين الغير مسلمين لاستثمار أموالهم<sup>6</sup>.

#### ثانيا: مفهوم الصيرفة الإسلامية

يختلف التمويل الإسلامي في أسسه ومحدداته عن عملية التمويل التقليدي، حيث أن استيعاب معنى الصيرفة الإسلامية وفهم مبادئ التمويل الإسلامي يتركز بشكل كبير على هذا الاختلاف المتمثل في مراعاة الصيرفة الإسلامية لأسس وأحكام الشرع الحنيف في فقه المعاملات المالية، والتي كانت كل المفاهيم المطروحة من قبل الكتاب والأكاديميين والمؤسسات المالية تلتقي في هذه الجزئية وعليه يمكن تقديم تعريف الصيرفة الإسلامية على سبيل الذكر لا الحصر فيما يلي:

<sup>1</sup> Diederik van Schaik, Islamic Banking, The Arab Bank Review, VOL. 3, N. 1, 2001, PP. 45-52.

<sup>2</sup> Rika Nakagawa, The Evolution of Islamic Finance in Southeast Asia: The Case of Malaysia, The Journal of Applied Business Research, VOL. 25, N. 1, 2009, PP. 111-126.

<sup>3</sup> Mohamed Ariff, Islamic Banking, Op. Cit., P. 51.

<sup>4</sup> Dennis Olson and Taisier A. Zoubi, Using Accounting Ratios to Distinguish Between Islamic and Conventional Banks in The GCC Region, The International Journal of Accounting, VOL. 43, 2008, PP. 45-65.

<sup>5</sup> Munawar Iqbal and Philip Molyneux, Thirty years of Islamic Banking: History Performance and prospects, Palgrave Macmillan, London, 1st ed, 2005, PP. 37-38.

<sup>6</sup> Charles Proctor, The Law and Practice of International Banking, Op. Cit., P. 834.



تم تعريف الصيرفة الإسلامية حسب الرابطة الدولية للمصارف الإسلامية (IAOIB) على أنها نظام مصرفي تم إنشاؤه لاستخدام الأموال وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، بهدف تحسين الخدمات المصرفية الإسلامية ومساعدة العملاء المسلمين وغير المسلمين، والعمل على تفويض مصلحة الفعل المحظورة (الربا) في جميع أشكال الأعمال المالية والتجارية، بحيث يجب أن تستند إلى ممارسات تجارية عادلة وتقاسم الأرباح والخسائر<sup>1</sup>.

وعرفت الصيرفة الإسلامية على أنها نظام يشير إلى الأنشطة المصرفية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية التي ترفض تقديم أو قبول أموال إضافية مقابل الأموال المقترضة بغض النظر عن مقدار الفائدة، وتلتزم الأعمال التي تتجه إليها أموال الصيرفة الإسلامية أيضاً بالامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية، حيث لا ينبغي أن يكون العمل متورطاً لا من قريب ولا من بعيد في الأعمال المشبوهة كالصناعات الكحولية أو أنشطة المقامرة أو المواد الإباحية أو أي نوع من الأعمال يعد ضاراً أو يمكن أن يتسبب في تعطيل مصالح المجتمع<sup>2</sup>.

كما تم تعريف الصيرفة الإسلامية بأنها مجموعة من الممارسات المصرفية التي تم تطويرها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وقوانين القرآن الكريم التي تحرم الغرر (المخاطرة أو المضاربة) وقبول الربا (الفائدة)<sup>3</sup>.

تعد مسألة منع الربا المبدأ الأساسي الذي تقوم عليه الصيرفة الإسلامية حيث تعتبر الربا أمراً محرماً بالكتاب والسنة في فقه المعاملات المالية الإسلامية، وعليه فإن الخدمات المصرفية الإسلامية هي خالية من الفوائد وتكرس لمبدأ تقاسم الأرباح والخسائر بين المؤسسات المالية الإسلامية وعملائها بصفة تعاقدية، وبناءً على هذا يمكن القول أن الصيرفة الإسلامية هي مجموعة الخدمات والمنتجات المصرفية التي تقدمها المؤسسات المالية بعد القيام بتصميمها وتطويرها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المتعارف عليها في القرون الأولى للإسلام بهدف ضمان النمو الإقتصادي السليم وتحقيق التوزيع العادل للأموال بما يضمن الإنصاف لجميع أفراد المجتمع ويقوي أصول الروابط بينهم.

### ثالثاً: مبادئ الصيرفة الإسلامية

تعد الصيرفة الإسلامية نظام مصرفي يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث نستطيع القول أن الصيرفة الإسلامية تخدم أغراض الخدمات المصرفية التقليدية مع وجود اختلاف رئيسي يتمثل في الالتزام بمبادئ الشريعة التي تحرم ما يسمى بالفائدة، وفيما يلي شرح لمبادئ الصيرفة الإسلامية:

#### 1- تحريم الفائدة (الربا)

عند استخدام مصطلح ربا في الشريعة الإسلامية، فإن هذا يعني أن أحد طرفي العقد يحصل على فائض بدون مقابل، وهو ما يعني أن الربا شكل من أشكال المزايا التي يتمتع بها أحد الأطراف المتعاقدة خلال التبادل المباشر لشئيين من نفس الطبيعة وتعرف الربا على أنها الفائض الذي يستفيد منه الطرف المتعاقد عند سداد المستحق على أن يكون مفهوماً أن السداد والموعد

<sup>1</sup> Nahifa Said Soud and Özlem Sayılır, Perceptions of Islamic Banking Among Muslim and Non-Muslim Citizens in Tanzania, International Journal of Islamic Economics and Finance Studies, VOL. 3, N. 3, 2017, PP. 15-29.

<sup>2</sup> Yusniza Kamarulzaman, Azian Madun, Marketing Islamic banking products: Malaysian perspective, Business Strategy Serie, VOL. 14, N. 3/2, 2013, PP. 60-66.

<sup>3</sup> Mohammad E. H, Nik Mohd H. N. H and Mohammad H. B. A, Moderating effects of marketing communication and financial consideration on customer attitude and intention to purchase Islamic banking products A conceptual framework, Journal of Islamic Marketing, VOL. 9, N. 4, 2018, PP. 799-822.

النهائي قد تم تحديدها صراحة أو ضمناً أثناء صياغة العقد، هاتان العمليتان اللتان توجدان غالباً في الائتمانيات أو القروض أو الاستثمارات التي تنفذها المؤسسات المصرفية التقليدية والمؤسسات المالية.

ما يعني أن الربا شكل من أشكال المزايا التي يتمتع بها أحد الأطراف المتعاقدة خلال التبادل المباشر لشئيين من نفس الطبيعة وتعرف الربا على أنها الفائض الذي يستفيد منه الطرف المتعاقد عند سداد المستحق على أن يكون مفهوماً أن السداد والموعد النهائي قد تم تحديدهما صراحة أو ضمناً أثناء صياغة العقد، هاتان العمليتان اللتان توجدان غالباً في الائتمانيات أو القروض أو الاستثمارات التي تنفذها المؤسسات المصرفية التقليدية والمؤسسات المالية.

إن تحريم الفائدة (الربا) مبدأ أساسي من مبادئ النظام الإسلامي، وتحريم الربا هي مسألة واضحة في القرآن الكريم في عدة مواضع بقوله سبحانه وتعالى ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۚ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ ۖ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ﴾ (سورة البقرة: الآية 275: 281) وقال سبحانه وتعالى أيضاً ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾ (سورة آل عمران: الآية 130: 131) كما جاء تحريم الربا في القرآن الكريم في الآية ﴿وَأَخَذْنَاهُمُ الرِّبَا وَقَدْ هُمُوا عَنْهُ وَأَكْلَاهُمْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْبَاطِلِ ۚ وَأَعْتَدْنَا لِلْكَافِرِينَ مِنْهُمْ عَذَابًا أَلِيمًا﴾ (سورة النساء: 161)

ولم يقتصر تحريم الربا في الشريعة الإسلامية على القرآن الكريم، بل خصته العديد من أحاديث الرسول ﷺ في العديد من النصوص، فعن عبد الرحمن ابن عبد الله ابن مسعود قال: "لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ أَكِلَ الرِّبَا وَمُؤْكَلَهُ وَشَاهِدِيهِ وَكَاتِبَهُ"<sup>1</sup>، وعن عبد الله ابن حنظلة غسيل الملائكة قال: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ: "دِرْهُمُ رِبَا يَأْكُلُهُ الرَّجُلُ وَهُوَ يَغْلُمُ أَشَدُّ مِنْ سِتٍّ وَثَلَاثِينَ زَنْيَةً"<sup>2</sup>، وعن أبي هريرة أيضاً عن النبي ﷺ قال: "التَّمَرُ بِالتَّمَرِ، وَالْحِنْطَةُ بِالْحِنْطَةِ، وَالشَّعِيرُ بِالشَّعِيرِ، وَالْمِلْحُ بِالْمِلْحِ مِثْلًا بِمِثْلِ يَدًا بِيَدٍ، فَمَنْ زَادَ أَوْ اسْتَزَادَ فَقَدْ أَزَىٰ إِلَّا مَا اخْتَلَفَتْ أَلْوَانُهُ"<sup>3</sup>.

إن البحث عن بعض المساواة في باب من أبواب المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية يمكن تحقيقه من خلال تحريم الربا، وهذا يمنع أي مقرض من تحقيق أدنى ربح من القرض الذي منحه، ما لم يعرضه عليه المقترض بعد سداد القرض شرط أن يكون هذا الاقتراح مجانياً تماماً وغير ناتج عن أدنى شرط ضمناً أو علنياً، ويستند هذا الحظر إلى افتراضين أحدهما أنه لا يمكن أن يُقصد بالمال أن يكون منتجاً والثاني أن الله سبحانه وتعالى وحده سيد الوقت.

## 2- تحريم الغرر:

تتطلب المعاملات في الشريعة الإسلامية غياب عنصر عدم اليقين الذي يصطلح عليه "بالغرر" وهو يشير إلى أي شخصية غامضة أو خطرة أو غير مؤكدة قد تضرب المصالح المتبادلة، ومن هنا تأتي الحاجة إلى تحديد طبيعة السلعة بأدق التفاصيل، سواء كان ذلك من ناحية النوع أو الكمية أو التحديد المسبق للسعر، فلا يجب أن ينقص أي شيء مما سبق وهي الحقائق التي لا

<sup>1</sup> سيد ناصر الدين الألباني، صحيح سنن الترمذي، المجلد الثاني، كتاب البيوع، باب ما جاء في أكل الربا، رقم 1206، ص 07.

<sup>2</sup> سيد ناصر الدين الألباني، صحيح الترغيب والترهيب، كتاب البيوع وغيرها، باب الترهيب من الربا، رقم 1855، ج 02، ص 376.

<sup>3</sup> محمد الشوكاني، نيل الأوطار، كتاب البيوع، أبواب الربا، باب ما يجري فيه الربا، رقم 2241، ج 05، ص 226.

توجد بالضرورة في التمويل التقليدي، لا سيما في سياق العقود الآجلة أو المقايضات أو غيرها من المنتجات المالية الأكثر تعقيداً كالعقود العقارية<sup>1</sup>.

إن تحديد اليقين على أرض الواقع أمر معقد بعض الشيء، حيث لا يوجد شيء مؤكد خاصة في الأحداث المستقبلية وبالتالي يجب بيان أنواع الغرر التي تبطل العقد، والتي يكون فيها الغرر غير مقبول وهي الحالات التالية<sup>2</sup>:

- ❖ إذا كانت المخاطر أو عدم اليقين كبيرة وملحوظة.
- ❖ إذا كان للمخاطر تأثير كبير على السعر أو الغرض من العقد.
- ❖ إذا تعذر تحديد المخاطر بشكل مرض من خلال المقارنة مع المخاطر الأخرى المتاحة.

في حين أن الشريعة الإسلامية تسمح ببعض المخاطرة في الاستثمار فإنها تحظر أيضاً أي عقد يحمل حصة من غرر أو ميسر حيث يرى الفقهاء المسلمون أن استخدام الأموال المتاحة للبنوك يجب أن يوجه حصرياً لتمويل الاقتصاد الحقيقي، وأن الترخيص لتغيير وجهته سيساهم في الحفاظ على الفقاعات المالية وتأجيلها، وجعل الاقتصاد خالي من الثروة الملموسة وغير مجدي للمجتمع، حيث يساهم الغرر في عدم القدرة على التنبؤ بدقة بتطور الأسواق، وهو سبب تحريم الشريعة الإسلامية لمعاملات المضاربة والغرر<sup>3</sup>.

### 3- منع الاستثمارات غير المشروعة:

على شاكلة جميع القطاعات الأخرى يخضع القطاع المالي الإسلامي أيضاً للتنظيم والإشراف من خلال مجموعة من المبادئ والقواعد التوجيهية، فكما تتطلب الشريعة من المسلمين عدم الانخراط في الحرام والأنشطة غير المشروعة، ينطبق الأمر نفسه على التمويل الإسلامي الذي يجب أن يمثل لهذه المتطلبات، حيث يجب أن تخضع جميع أنشطته للضرورات الأخلاقية والدينية، وبالتالي يحظر أي استثمار يتعلق بالمقامرة أو الكحول أو تربية الخنازير أو تجارة الأسلحة أو المواد الإباحية، قصد تعزيز التنمية التي يراد بها أن تكون مستدامة وتفضيل الأنشطة التي تعتبر أكثر مسؤولية اجتماعياً<sup>4</sup>.

### 4- مبدأ تقاسم الربح والخسارة:

من أهم مبادئ العمل المصرفي الإسلامي تشجيع المسلمين على استثمار أموالهم ليصبحوا شركاء من خلال تقاسم الأرباح والخسائر في الأعمال التجارية، بدلاً من الاستثمار حيث يصبح الطرفان مدينين ودائنين، ويعتبر الربح في الإسلام مكافأة على رأس المال، حيث يمكن للمودع في البنوك الإسلامية تحقيق ربح من خلال تقاسم الأرباح نظير المساهمة برأسماله في الشراكة التجارية أو كسب الإيجار على أصل تم تمويله من رأس ماله، ويتطلب هذا النظام تحديد كل مشاركة مسبقاً وفقاً لنسبة وليس لمزايا مستقبلية عند توقيع العقد، وبعبارة أخرى عند تقديم المستثمر الأموال فمن المتوقع تقاسم الأرباح اعتماداً على أداء الاستثمار، كما يجب عليه أيضاً المشاركة في أي خسائر في حالة حدوثها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Comprendre la finance islamique, Publication de la Cellule de Fiqh du Centre Islamique de la Réunion, Édition spéciale, 2008

<sup>2</sup> Charles Proctor, The Law and Practice of International Banking 2<sup>nd</sup> ed, Oxford University Press 2015, P. 838.

<sup>3</sup> Zerouali, M. crise financière mondiale : la finance islamique serait-elle une alternative, 2008, <http://oumma.com/Crise-financiere-mondiale-La>

<sup>4</sup> Patrick Imam and Kangni Kpodar, Islamic Banking: How Has it Diffused? International Monetary Fund 10/195, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10195.pdf>, accessed 15 June 2022.

## الفرع الثاني: مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي

تشمل الصيرفة الإسلامية معظم أنشطة البنوك، الشيء الوحيد الذي يحدث فرقاً كبيراً فيما بينها هو الاقتراض والإقراض لا يقوم على الفائدة. وبدلاً من ذلك، فإنه يقوم على أساس المشاركة في الربح/الخسارة ومع ذلك، فإن إجمالي الأنشطة المالية للصيرفة الإسلامية وفقاً للشرعية الإسلامية والشرعية الإسلامية. يستخدمون الأدوات الإسلامية لتقديم الخدمات المالية للعملاء. من ناحية أخرى، يعتمد النظام المصرفي التقليدي على الفائدة.

### أولاً: المخاطر المحيطة بالبنوك الإسلامية

تحتل إدارة المخاطر مكانة مهمة سواء في النظام المصرفي التقليدي أو في النظام المصرفي الإسلامي، حيث تواجه البنوك الإسلامية مخاطر مماثلة لمخاطر البنوك التقليدية بحكم نشاطها في الاقتصاد، وتضاف إلى هذه المخاطر فئة أخرى خاصة بطبيعتها، ولذلك فإن الإشراف الفعال على البنوك الإسلامية يتطلب دراسة مسبقة لمختلف المخاطر المتكبدة.

تتعدد المخاطر التي يمكن أن تؤثر على المؤسسات المالية حيث تصنف إلى ثلاث فئات: مخاطر يمكن القضاء عليها، ومخاطر يمكن نقلها إلى الآخرين، ومخاطر لا يمكن تجنبها وتحملها هذه المؤسسات، إلا أن استخدامها للمشتقات وإجادتها للممارسات التجارية وتنويعها للأصول والتحوط ببيع الأصول المشكوك فيها يساعد على إدارة هذه المخاطر<sup>1</sup>، كما يمكن تصنيف المخاطر أيضاً من خلال تجميعها في مخاطر منهجية ومخاطر غير منهجية، حيث ترتبط المخاطر المنهجية كاملة بالسوق وبالتالي لا يمكن تجنبها، في حين ترتبط المخاطر غير المنهجية بشكل أكبر بأصول معينة ويمكن تخفيفها من خلال محفظة متنوعة<sup>2</sup>.

ومن زاوية تحليل المخاطر التي تتكبدها البنوك يمكن طرح نوعين آخرين من المخاطر، مخاطر يمكن السيطرة عليها تعد مسألة خيار استراتيجي، وأخرى لا يمكن السيطرة عليها ترتبط عموماً بالأحداث الخطرة ويتم الاستناد في تحديد حجمها إلى فعالية عمل البنك<sup>3</sup>، وعلى نفس المنوال يمكن تمييز ثلاثة أنواع أخرى من المخاطر هي<sup>4</sup>:

❖ **المخاطر التشغيلية:** تتضمن مخاطر الأعمال ومخاطر الإدارة والمخاطر الاستراتيجية، ويشير هذا النوع من المخاطر إلى القضايا المتعلقة بالأفراد والعمليات والأنظمة المستخدمة.

❖ **المخاطر التجارية:** وهي المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار والأسواق.

❖ **المخاطر المالية:** تشمل جميع المخاطر الأخرى وهي: مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة والمخاطر السياسية، ومخاطر السمعة، والمخاطر القانونية.

ومع ذلك تم إضافة خطر رابع يتعلق بمخاطر الأحداث والتي تشمل جميع المخاطر الخارجية التي يمكن أن تعرض الوضع المالي للبنك للخطر، وترتبط هذه المخاطر بالعدوى أو الأزمات التي يمكن أن تؤثر على النظام المصرفي بأكمله في بلد ما<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Brian Kettell, The Islamic Banking and Finance Workbook, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 2011, P. 25.

<sup>1</sup> Santomero A. M, Commercial bank risk management: an analysis of the process, Journal of Financial Services Research, VOL. 12, N. 2-3, 1997, P. 83-115.

<sup>2</sup> Khan T and Ahmed H, Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry, Occasional Paper No. 5, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2001, P. 27.

<sup>3</sup> Iqbal M and David T. Llewellyn, Islamic Banking and Finance, New Perspectives on Profit-Sharing and Risk, Edward Elgar, UK, MA, USA, 2002, P.66.

<sup>4</sup> Akkizidis I and Khandelwal S.K, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Palgrave Macmillan, 1<sup>st</sup> Ed, 2008. P. 52.

<sup>5</sup> Greuning H and Iqbal Z, Risk Analysis for Islamic Banks, Washington: World Bank, 2008, P. 11.

وعليه سنحاول أولاً عرض المخاطر التي تتعرض لها البنوك الإسلامية مع توضيح كيفية اختلاف هذه المخاطر أحياناً عن تلك التي تتعرض لها البنوك التقليدية، كما سوف نقدم التقنيات المستخدمة لإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية.

## 1- المخاطر المشتركة بين البنوك التقليدية والإسلامية:

### 1-1 مخاطر الائتمان:

تنتج مخاطر الائتمان من الخسائر المحتملة عن عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته اتجاه المؤسسات المالية حيث تشكل الديون الغير مسددة خسائر إقتصادية فادحة بالنسبة لها، وعلى هذا الأساس تعد مخاطر الائتمان التي تتعرض لها المؤسسات المالية والمصرفية أكبر أنواع المخاطر حساسية وضرر عليها، حيث يجب أن تلقى اهتماماً خاصاً لتقليل احتمالية الخطر<sup>1</sup>.

وعلى غرار المؤسسات المالية التقليدية تواجه البنوك الإسلامية مخاطر الائتمان بنفس الطريقة، حيث تبرز هذه الأخيرة في كل من الصيغ القائمة على الهامش كعقد المراجعة والصيغ القائمة على المشاركة كعقد المضاربة في حال فشل العميل في الوفاء بالتزاماته اتجاه البنك، ومع ذلك تشير التقديرات إلى أن مخاطر الائتمان في عقود على شاكلة المراجعة تكون أقل بحكم قدرة البنك في هذه الحالة على تحديد الأصل موضوع التعاقد، والقيام باسترداده وإعادة بيعه في السوق الثانوي في حال تقصير المتعاقد، وعلى النقيض من ذلك تزداد مخاطر الائتمان في الصيغ القائمة على المشاركة كعقد المضاربة لعدم قدرة البنك على المشاركة في الإدارة مع المتعاقد الذي عن أهم المعلومات وهو ما يصعب تقييم وإدارة المخاطر<sup>2</sup>.

يمكن أن يلعب تصنيف صيغ وعقود التمويل الإسلامي دوراً مهماً في التخفيف من مخاطر الائتمان المحتملة للبنوك الإسلامية، إلا أن التصنيف عملية مكلفة لأنها تتطلب جمع الكثير من المعلومات حول العديد من الجوانب النوعية والكمية.

### 1-2 مخاطر السيولة:

إن الهدف الأول والأقوى الذي يبرر وجود البنوك والمؤسسات المالية في الحياة الإقتصادية هو دورها في ضمان السيولة، إلا أن هذا الدور لا يتم إنجازه من قبلها دائماً، خاصة في فترات ضغوط السوق التي ينجم عنها انخفاض حاد في أسعار الفائدة، في الواقع تتلقى البنوك ودائع قصيرة الأجل من العملاء، وتقدم في نفس الوقت قروض متوسطة وطويلة الأجل وهو ما بإمكانه إحداث فجوة تفتح الباب للحديث عن نقص السيولة، أما عمليات السحب اليومية فتقابلها البنوك بأموالها الخاصة ولا يمكن أن تكون سبب لزيادة مخاطر السيولة خاصة أنها تكون بصفة مخططة وبإخطار مسبق<sup>3</sup>.

وتنشأ مخاطر السيولة عند القرار الجماعي للمودعين بسحب أموالهم بأحجام أكبر مما خطط له البنك بالفعل، الأمر الذي يؤدي إلى عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته اتجاههم، فيلجأ في هذه الحالة إلى الحصول على السيولة بواسطة طرح أصوله للبيع بصفة مستعجلة مما يضع ملائمة المالية أمام خطر كبير<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Akkizidis, I. and Khandelwal, S. K, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Op. Cit.P.61.

<sup>2</sup> Greuning, H. and Iqbal. Z, Risk Analysis for Islamic Banks, Op. Cit.P.36.

<sup>3</sup> Iqbal, Z. and Mirakhor, A, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, 2007, P29.

<sup>4</sup> Ismail, A. G, Islamic banks and wealth creation, The International Conference on Islamic Finance, Sultan Sharif Ali Islamic University, Brunei Daruassalam 1<sup>st</sup> – 2<sup>nd</sup> March 2010.

وتواجه المؤسسات المالية الإسلامية أيضا هذا النوع من المخاطر فتتعامل بحذر مع مشكلة نقص السيولة من خلال تقليل الفجوة بين التدفقات الواردة من الودائع قصيرة الأجل والتدفقات الخارجة للاستثمارات طويلة الأجل، خاصة وأن هذه المشكلة أكبر في البنوك الإسلامية التي لا تملك سوق ثانوي يسمح لها بإعادة البيع السريع للأوراق المالية في سوق خارج البورصة، وغياب سوق دولي للبنوك الإسلامية يؤدي لاحتمال إلى تفاقم الوضع حيال هذا الخطر مقارنة بالبنوك والمؤسسات المالية التقليدية<sup>1</sup>.

### 1-3 مخاطر السوق:

يتمثل تأثير مخاطر السوق في البنوك الإسلامية مع البنوك التقليدية حيث تتحمل خسائر نتيجة للتقلبات الغير مواتية في أسعار السوق، فبعد الارتفاع في أسعار سوق الأوراق المالية اتجهت البنوك لتنويع المحافظ الاستثمارية ما جعل قياس المخاطر المرتبطة بها أكثر تعقيدا نظرا لصعوبة التنبؤ بتطور العديد من الأسواق (العملات، المواد الخام، العقارات...)، إلا أن قياس هذه المخاطر بشكل أفضل يمكن أن يكون من خلال تشخيص مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر الهامش ومخاطر تقلب الأسعار<sup>2</sup>.

### 1-3-1 مخاطر سعر الفائدة:

يعد خطر سعر الفائدة الخطر الرئيسي الذي تواجهه البنوك التقليدية، حيث تتأثر نتائجها سلبا بالتغيير الغير مواتي في أسعار الفائدة، وباعتبار حضر الفائدة أحد المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي يبرز التساؤل حول وجود مفهوم مخاطر سعر الفائدة في المؤسسات المالية الإسلامية.

تستخدم البنوك الإسلامية لأسباب تجارية خاصة بها أسعار معيارية مثل LIBOR<sup>3</sup> لتعديل عوائد حساب الاستثمار إلى معدلات الإقراض المصرفي التقليدي، كما أن البنوك الإسلامية لا تعمل في اقتصاد مغلق وبالتالي يجب أن تتكيف مع تغير أسعار الفائدة لتجنب هجرة الودائع إلى البنوك التقليدية، هذا ويمكن أن تنتقل آثار التغيرات في أسعار الفائدة بشكل غير مباشر إلى البنوك الإسلامية من خلال هذا السعر المرجعي، فتزداد مخاطر سعر الفائدة لتصبح البنوك الإسلامية ملزمة بدفع المزيد من الأرباح للمودعين في المستقبل مع الحصول على مكاسب أقل<sup>4</sup>.

### 1-3-2 مخاطر الهامش:

تنشأ مخاطر الهامش من خسارة رأس المال على الأوراق المالية ذات العائد المتغير، حيث يمكن تحديد مستوى هذا الخطر من خلال مجموعة من الحساسية للهامش، ومن المسلم به أن البنوك الإسلامية معرضة لهذا الخطر الذي يعتمد على الاختلافات في الأسعار المرجعية التي تستخدمها هذه المؤسسات، حيث ترتبط العقود بمعدل هامش معين وأي تغيير في السعر المرجعي يعرض هذه العقود للمخاطر، وتزيد مخاطر الهامش للأدوات طويلة الأجل ذات معدل الفائدة الثابت، وبالتالي فإن عقد مثل المراجعة يمثل أقل مخاطر الهامش لأن هذا النمط من التمويل يتعلق بالمدى القصير والمتوسط يليه عقد الإجارة، ومن ناحية أخرى فإن عقود المشاركة والمضاربة تمثلان المزيد من المخاطر لأن هذه العقود تتعلق بشكل عام بالالتزامات طويلة الأجل<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Badr-El-Din A, Ibrahim, and Vijaykumar, K.C, Some Aspects of Liquidity in Islamic Banks (ISBS) A Case Study of Selected Banks in The Mena Region, Research report 422 sponsored by the ERF Research Program, 2003.

<sup>2</sup> Iqbal, Z. and Mirakhor, A, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Op. Cit.P.33.

<sup>3</sup> London Inter-bank Offered Rate

<sup>4</sup> Kun-Ho Lee and Shakir Ullah, Integration of Islamic and Conventional Finance, International Review of Business Research Papers, Vol. 3, No. 5, 2007, P. 241-265.

<sup>5</sup> Iqbal, Z. and Mirakhor, A, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Op. Cit.P.37.

## 3-3-3 مخاطر التغير في القيمة:

مخاطر تغير القيمة هي مخاطر سعر مرتبطة بمركز محتفظ به على أصل مالي معين، فإذا انخفض سعره الذي اشتراه به البنك بهدف إعادة بيعه لاحقاً خلال الفترة ما بين تاريخ الشراء وتسليم الأصل، فإن البنك يخاطر ببيع الأصل بقيمة أقل من سعر البيع المفترض، وتظهر هذه المخاطر في البنوك الإسلامية على وجه الخصوص في عقود المراجعة، أين يجد البنك نفسه في وضع يتعين عليه إعادة تقييم أرباحه وخفضها لأن سعر الأصل قد قل، وتتعامل البنوك الإسلامية مع هذه المخاطر من خلال الاحتفاظ بمخزون من السلع لمنع البيع في المستقبل، وفي حالة تمكنهم من التنبؤ بالطلبات المحددة لعملاء معينين، يجب عليهم تقليل الفاصل الزمني بين شراء الأصل وإعادة بيعه حيث قد يقتصر هذا الوقت من الناحية العملية بضع ثوانٍ، وتستخدم البنوك بشكل عام وسطاء السلع، كما يتواجد هذا الخطر أيضاً في عقود الإجارة أين يجد البنك في نهاية عقد الإيجار قيمة الأصل المؤجر أقل بكثير من قيمته المتبقية<sup>1</sup>.

## 4-1 المخاطر التشغيلية:

مخاطر التشغيل هي المخاطر الناتجة عن عدم كفاية الإجراءات الداخلية، سواء بسبب عدم كفاءة الموظفين أو النظام الخاطئ أو الأخطاء البشرية المتعلقة بنقص الخبرة وحادثة المنتجات والخدمات أو تقادم نظام تكنولوجيا المعلومات والبرمجيات المستخدمة والاحتيايل وعدم كفاية الضوابط، ووفقاً لهذا المفهوم يتم التعامل مع المخاطر التشغيلية على أنها مخاطر تختلف اختلافاً عميقاً عن المخاطر الأخرى، حيث يصعب على البنوك توقع هذه المخاطر بشكل مسبق، ولكن بمجرد ظهور المشكلة يصبح من السهل إيجاد حل مناسب أو التقليل منها أمراً سهلاً<sup>2</sup>.

نظراً لحدثة البنوك الإسلامية من ناحية الإنشاء، فإنها تتحمل المخاطرة الرئيسية العملياتية التي تنبع أساساً من عدم وجود موظفين مؤهلين قادرين على إجراء عمليات مالية إسلامية، كما تعاني البنوك الإسلامية أيضاً من عدم توافق برامج الكمبيوتر المتوفرة في السوق مع أنظمة عملها نظراً لتصميم هذه البرامج خصيصاً للبنوك التقليدية، وتختلف هذه المخاطر أيضاً وفقاً لعقود البنوك الإسلامية فهي أقل ضرراً في عقود المراجعة والإجارة وأكثر إشكالية في عقود المضاربة<sup>3</sup>.

## 5-1 المخاطر القانونية:

يمكن اعتبار المخاطر القانونية كجزء من مخاطر التشغيل، حيث تتعلق بعدم وجوب إنفاذ العقود المالية، مع العلم أن العقود المالية التي تبرمها البنوك الإسلامية لها طابع خاص، فتعرض لمخاطر تتعلق بتوثيقها وتنفيذها، وفي ظل عدم إضفاء الطابع الرسمي على هذه العقود تواصل البنوك الإسلامية تصميمها وفقاً للشرعية واحتياجاتها ومصالحها، وبالتالي فإن هذا النقص في توحيد العقود وغياب الأطر القانونية يزيد من المخاطر القانونية المرتبطة بالالتزامات التعاقدية للبنوك الإسلامية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Ahmed, H., and Khan, T, Risk management in Islamic banking, Handbook of Islamic banking, Chapter 10, Edward Elgar Publishing, 2007, P. 144.

<sup>2</sup> Akkizidis, I. and Khandelwal, S.K, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Op. Cit.P. 108.

<sup>3</sup> Khan, T. and Ahmed H, Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry, Op. Cit.P. 32.

<sup>4</sup> Akkizidis, I. and Khandelwal, S.K, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Op. Cit.P. 94.

## 1-6 مخاطر السمعة:

يعد التمويل الإسلامي جزءاً من التمويل الأخلاقي، فبخلاف الجانب المالي ينطوي على جانب نفسي واجتماعي وبالتالي فإن سمعتها وصورتها ومصداقيتها هي مصادر تطورها ولكنها أيضاً مصدر خطر عليها، في الواقع يعتبر من الصعب تحديد مخاطر السمعة والتقاطها وتقديرها وتقليلها، إلا أنه يمكن للمصارف الإسلامية حماية نفسها من هذه المخاطر من خلال توفير درجة عالية من الشفافية وحسن السلوك.

تعتبر مخاطر السمعة من المخاطر المهمة جداً للمؤسسات المالية، لأن الضرر الناجم عنها يمكن أن يمتد إلى ما هو أبعد من البنك نفسه ويعطل الصناعة بأكملها، والأسوأ من ذلك سيكون من الصعب للغاية استعادة صورة البنك حتى بعد عدة سنوات، خاصة وأن الثقة في السوق هي قضية رئيسية للتمويل الإسلامي الذي يرى نفسه ويريد أن يكون أخلاقياً، وهو ما قام به البنك الإسلامي البريطاني IBB حيث بذل جهوداً هائلة لكسب ثقة العملاء البريطانيين بعد التجارب السيئة التي مروا بها مع حل بنك الائتمان والتجارة الدولي BCCI سنة 1991 وانسحاب بنك البركة من السوق المالي في المملكة المتحدة عام 1993<sup>1</sup>.

كما قد ينشأ الإضرار بالسمعة أيضاً من سوء فهم شائع في الدول الغربية بأن المؤسسات المالية الإسلامية تمول الجماعات المسلحة العنيفة، ولتجنب مثل هذا الدمج والعقوبات التي يفرضها المنظّمون النقديون عمدت المؤسسات المالية الإسلامية إلى تعزيز تدابير مكافحة غسل الأموال ووسعت مصادرها في جمع المعلومات عن عملائها خلصة في أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001 أين كثفت عمليات الكشف المبكر عن المعاملات المشبوهة والاحتيالية والإبلاغ عنها<sup>2</sup>.

في الأخير ينبغي على البنوك الإسلامية الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، فإذا لم يكن الأمر كذلك فإن هذا سيؤدي إلى كسر ثقة عملائه وإثارة مشاكل السيولة حيث يميل المسلمون المخلصون إلى سحب ودائعهم.

## 1-7 مخاطر عمليات السحب غير المتوقعة:

يسعى المودعون المصرفيون إلى استثمار رؤوس أموالهم بأعلى معدل عائد في السوق للحصول على أفضل عائد مالي، ومع ذلك فإن معدل العائد المتغير على الودائع الاستثمارية يعد مصدر عدم يقين بشأن القيمة الحقيقية للودائع، وتحقيقاً لهذه الغاية يمكن أن تؤدي معدلات العائد المنخفضة نسبياً إلى قيام المودعين بسحب أموالهم على نطاق واسع، لذلك فإن عمليات السحب المرتبطة بمعدل العائد تعتبر مخاطرة خاصة بالبنوك الإسلامية يجب عليهم تخصيص الأموال اللازمة في جميع الأوقات للتعامل معها<sup>3</sup>.

## 1-8 مخاطر الأعمال المنقولة:

تنشأ مخاطر الأعمال المنقولة من تحويل المخاطر المرتبطة بالودائع إلى مساهمي البنك، ففي بعض الأحيان يجد المساهمون أنفسهم مضطرين للتخلي عن جزء من أرباحهم لمكافأة المودعين من أجل منع عمليات السحب الضخمة الناجمة عن معدلات العائد المنخفضة.

<sup>1</sup> Askari, Hossein, and All, New Issues in Islamic Finance and Economics, John Wiley and Sons, Singapore, 2009, P. 137.

<sup>2</sup> Iqbal M and David T. Llewellyn, Islamic Banking and Finance, New Perspectives on Profit-Sharing and Risk, Op. Cit. P. 42.

<sup>3</sup> Sundararajan V, Issues in managing profit equalization reserves and investment risk reserves in Islamic banks, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 4, No. 1, 2008, P. 1-11.



من الناحية النظرية يجب أن يعتمد العائد الموزع على المودعين فقط على الأرباح المحققة بعد استخدام هذه الودائع، فإذا فشل البنك في تحقيق نتائج جيدة، فلن يتمكن من دفع معدل عائد يعادل العائد الموزع من قبل البنوك الإسلامية الأخرى أو البنوك التقليدية، وفي هذه الحالة سيتم تشجيع المودعين على سحب أموالهم لإيداعها في بنك آخر يمكن أن يقدم لهم عائداً أفضل، وبغية إقناعهم يجب على البنك إما تعديل معدل العائد أو خفض حصة المساهمين<sup>1</sup>.

يمكن أن يؤدي هذا التعديل إلى تجنب هروب العملاء الراضين لخسارة جزء من الأرباح وانخفاض معدل العائد مقارنة بمعدلات العائد الأخرى التي تم رصدها في السوق، لذلك دائماً ما يحاول البنك إدارة المخاطر التي عادة ما يفترض أن يتحملها العميل، ويعرف هذا الخطر في الخدمات المصرفية الإسلامية باسم مخاطر الأعمال المنقولة في إشارة إلى عملية نقل المخاطر من العميل إلى البنك، ولإدارة هذه المخاطر بشكل أفضل يجب على البنك الجمع بين احتياطاته ولكن أيضاً تعديل حصته في الأرباح بحيث تكون ممارسة تجانس معدل العائد فعالة قدر الإمكان<sup>2</sup>.

## 2- آليات إدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية:

### 2-1 إدارة مخاطر الائتمان من خلال الاحتياطات والمخصصات:

إن طرق التمويل الإسلامي عديدة وغير متجانسة نسبياً مقارنة بالتمويل التقليدي وهذا ما يتطلب حسابات أكثر صرامة ومصدقية، وللقيام بذلك تم توحيد معايير التعرف على الخسائر، وتجمع البنوك الإسلامية احتياطات ومخصصات من المساهمين وأصحاب الودائع الاستثمارية الغرض منها هو حماية البنك من الخسارة أو التخلف عن السداد<sup>3</sup>.

### 2-2 إدارة مخاطر الائتمان من خلال الرهن:

يمثل الرهن طريقة للحماية ضد خسائر الائتمان، فهو عقد يعطي بموجبه المدين أصلاً لدائنه لضمان دينه، وبما أن الرهن مسموح به في الشريعة الإسلامية تستخدم البنوك الإسلامية هذه الآلية لتأمين أصولها وفقاً لمبادئ التمويل الإسلامي، حيث لا يمكن قبول الذم المدينة والمنتجات القابلة للتلف والأدوات المالية القائمة على الفائدة كضمان، إنما يتم قبول السلع الملموسة والنقدية والذهب والأشياء الثمينة الأخرى من قبل هذه البنوك نفسها<sup>4</sup>.

### 2-3 إدارة مخاطر الائتمان من خلال البنود التعاقدية:

يعد عدم اليقين والمضاربة فعل محذور فيما يتعلق بشروط العقد المالي في التمويل الإسلامي، حيث يمكن أن تسبب بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ظلماً بيناً أو قصوراً في العقود الموقعة، وهو ما يؤدي إلى التخلف عن السداد ولذلك ظهرت البنود التعاقدية بهدف تقليل أوجه القصور هذه، في الواقع يمكن التقليل من المخاطر من خلال بند في العقد يوضح اتفاقاً بين طرفين يضمن

<sup>1</sup> Toumi K And Viviani L, Le risque lié aux comptes d'investissement participatifs : un risque propre aux banques islamiques, La Revue des Sciences de Gestion, No. 259-260, 2013, P. 131-142.

<sup>2</sup> Khan T and Ahmed H, Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry, Op. Cit.P. 38.

<sup>3</sup> Omar Masood and Kiran Javaria, Risk Management Implementation and Solutions for Islamic Banking and Finance, Cambridge Scholars Publisher UK, 2018, P. 75.

<sup>4</sup> Omar Masood and Kiran Javaria, Risk Management Implementation and Solutions for Islamic Banking and Finance, Op. Cit.P. 38.

بموجبه مستوى معيناً ومقبولاً من تقلب الأسعار ويلزم الطرف المستفيد من تعويض الطرف الآخر المتأثر بتغير السعر فوق هذا المستوى، يُعرف هذا الترتيب ببند الإحسان وهي ممارسة شائعة في العقود الإسلامية<sup>1</sup>.

#### 4-2 التصنيف الداخلي:

تقوم البنوك بتقييم وتصنيف أصولها وعملياتها لتحديد مخصصات خسائر قروضهم، حيث يمكن تعريف نظام التصنيف الداخلي بأنه طريقة تحليل لتحديد احتمالية عدم تمكن المدين من الوفاء بالتزاماته المالية اتجاه البنك، حيث يسمح بتصنيف كل عقد حسب فئة مخاطر التخلف عن السداد التابع لها.

يحدد هذا النظام مخاطر الائتمان التي يتكبدها البنك لكل بند من بنود الأصول بدلاً من حساب المخاطر الإجمالية المرتبطة بالمحفظة بأكملها، في الواقع ينطبق التصنيف الداخلي قبل كل شيء على البنوك التي تتنوع طرق تمويلها بشدة وتختلف خصائص مخاطرها وهو حال البنوك الإسلامية، فمعاملة التمويل التي يتم تقديمها للعميل على أساس المراجعة على سبيل المثال تعرض البنك لمخاطر مختلفة من معاملة التمويل بناءً على عقد آخر<sup>2</sup>.

#### 5-2 عملية المراقبة الداخلية:

يساعد إنشاء نظام رقابي مناسب على ضمان حسن سير عمل البنوك وهو ما يعزز ثقة المدخرين والمستثمرين في النظام المالي، حيث أصبحت المؤسسات المالية أكثر عزوفاً عن المخاطرة من خلال استخدامها لنظام رقابة داخلي يسهل تحديد المخاطر الناشئة عن التغيرات المتعلقة بالبيئة التي يعملون فيها وفصل الوظائف التي تولد المخاطر عن تلك المسؤولة عن الإدارة والرقابة فضلاً عن امتلاكها لخطط طارئة للتعامل مع الأخطار الخارجية<sup>3</sup>.

#### 5-2 بناء ثقة الجمهور:

تعتمد كفاءة الأسواق المالية على ثقة الجمهور في الوسطاء الماليين التي تقوي نظام الوساطة المالية وتمنحه بعض الاستقرار والتوازن، وفيما يتعلق بالتمويل الأخلاقي الذي ينبع من المبادئ والقيم الأخلاقية فإن التمويل الإسلامي يهدف إلى ضمان الثقة ونتيجة لذلك يجب أن تضمن مصالح المودعين الذين ليسوا في وضع يسمح لهم بحماية مصالحهم كما يفعل مساهمو البنوك، خاصة وأن الوسطاء الماليين هم في أفضل وضع لتقييم مخاطر الطرف المقابل والفرص الاستثمارية المختلفة على عكس المدخرين الأفراد، وشهدت السنوات الأخيرة تطوراً كبيراً في أساليب إدارة المخاطر في سجل التمويل الإسلامي بفضل إدارتها الجيدة التي ساهمت في نجاح المؤسسات المالية الإسلامية من العواقب المؤسفة للأزمة المالية لضعاف الملازمة<sup>4</sup>.

#### ثانياً: طبيعة الوساطة في البنوك الإسلامية

يتم تعريف الوساطة المالية التقليدية على أنها تحويل المدخرات من الأسر المالكة لفوائض نقدية للمستثمرين الباحثين عن السيولة عبر الوسطاء الماليين، ويرجع وجود هؤلاء الوسطاء الماليين بشكل أساسي إلى عدم تماسك متطلبات وكلاء الفائض مع

<sup>1</sup> Ben Bouheni F, Chantal A and Aldo Levy, Banking Governance, Performance and Risk-Taking, John Wiley & Sons, Incorporated, USA, 2016, P. 165.

<sup>2</sup> El Hussein N, Islamic finance: Is it a viable option to restrain financial crisis? Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 5, No. 4, 2013, P. 576-588.

<sup>3</sup> Azmi O, Abduh M and Raditya Sukmana, Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets, John Wiley & Sons, Incorporated, Singapore, 2013, P. 40.

<sup>4</sup> El Hussein, N, Islamic finance: Is it a viable option to restrain financial crisis? Op. Cit.P. 579.

احتياجات وكلاء العجز، حيث لا يمكن إنكار الدور الأساسي للوسطاء الماليين في التنمية الاقتصادية على الرغم من الاتجاه نحو عدم الوساطة والاستخدام المباشر لأسواق رأس المال، ويعد تدخل هؤلاء الوسطاء أمراً مهماً لتلبية متطلبات المدخرين واحتياجات المستثمرين إذ تخضع ودائع الأسر في الواقع لبعض التحولات حتى تكون قادرة على تلبية توقعات الباحثين عن رأس المال ولتكون مفيدة للاقتصاد، فتمثل التحولات الكبرى على مستوى المواعيد النهائية والمبالغ لأن المدخرات بشكل عام مبالغ صغيرة وقصيرة الأجل، بينما تمثل القروض مبالغ كبيرة وطويلة ومتوسطة الأجل.<sup>1</sup>

يهدف البنك الإسلامي كمؤسسة مالية إلى جمع الأموال والاستثمار مع البقاء ضمن حدود الشريعة الإسلامية بهدف تحقيق توازن اجتماعي معين، فضلاً عن التوزيع العادل للثروة لأن مبادئ هذا النظام المصرفي مستوحاة من الشريعة الإسلامية المتمثلة في القرآن والسنة، ولذلك فإن البنك الإسلامي هو بنك ذو مرجعية دينية باعتبار أن مبادئه تقوم على قواعد الإسلام، كما تعتبر نفسها تشاركية وداعمة لأنها تقدم لعملائها عقوداً على شكل شراكة كما أنها تساهم في التمويل المحلي وإدماج الأشخاص المستبعدين من النظام المالي التقليدي.<sup>2</sup>

لا تمنع المرجعية الدينية للبنوك الإسلامية من تحديد نفس أهداف البنوك التقليدية على المستوى المالي، حيث أن هدف النظام المصرفي سواء كان تقليدياً أو إسلامياً هو تحسين استخدام رأس المال لتوجيهه نحو المشاريع الاستثمارية، ولذلك يقدم البنك الإسلامي نفسه كجهة فاعلة للتمويل العادل الذي يهدف إلى تعزيز وتشجيع التنمية الاقتصادية من خلال احترام مبادئ الإسلام لأن هذه المبادئ تضمن تخصيصاً أفضل للموارد المالية بالإضافة إلى توزيع عادل للإيرادات.<sup>3</sup>

على هذا المستوى يبرز بالفعل سؤال مهم يبدو شرعياً وهو: هل طبيعة وساطة البنك الإسلامي مع مراعاة خصوصياته تختلف عن طبيعة البنك التقليدي؟

على عكس النظام المصرفي التقليدي يمكن استيعاب المودعين في النظام المصرفي الإسلامي مع المستثمرين أو المساهمين بقدر جنبيهم الأرباح في حال تحقيق البنك ربحاً أو فقد جزءاً من رأس ماله في الحالة المعاكسة، وتعمل البنوك الإسلامية على أساس مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر لذلك فإن القيمة المضافة للمدخرين مرتبطة مباشرة بأداء المشاريع وصفاتها وبالتالي بأداء البنوك الإسلامية.<sup>4</sup>

تختلف طبيعة الوساطة في البنك الإسلامي اختلافاً جذرياً عن البنك التقليدي الذي يعتبر مؤسسة مالية تلتزم بدورها كمقرض من المودعين من جهة ومقرض للعملاء المحتاجين للتمويل من جهة أخرى، بالمقابل يعتبر البنك الإسلامي شريكاً سواء للمودعين أو رواد الأعمال بسبب تقاسم الأرباح بين الطرفين، كما تقوم الصيرفة الإسلامية في أغراضها وعملياتها على مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث أن تفسير القرآن والسنة يتدخل في جميع مجالات المؤمنين، ولذلك فإن البنك الإسلامي ملزم بالتوافق مع تعاليم القرآن، في حين أن المؤسسات التقليدية ليس لديها مثل هذه الاهتمامات الدينية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد محمود العلوي، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص. 398.

<sup>2</sup> حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص. 48.

<sup>3</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة لملتقى الخطوط للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5-6 أبريل 2012، ص. 12.

<sup>4</sup> سامي بن إبراهيم سويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، 2013، ص. 141.

<sup>5</sup> منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، منشورات الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2011، ص. 138.

يقدم البنك الإسلامي لعملائه خدمات خالية من الربا التي تشير من الناحية الفنية إلى المبلغ الإضافي على أصل القرض اعتماداً على حجمه وعلى وقت الإقراض، ولا تنهى الشريعة الإسلامية عن معدلات الفوائد المرتفعة فقط بل هي ضد أسعار الفائدة المعتدلة أيضاً، لذلك يهدف البنك الإسلامي إلى التخلص من جميع المدفوعات واستلام الفوائد بجميع أشكالها، حيث تجعل هذه الخصوصية البنك الإسلامي مختلفاً من حيث المبدأ عن نظيره التقليدي، لكن حظر الفائدة هذا يثير تساؤلاً مركزياً فيما يتعلق بآلية استبدال هذا النمط من العوائد، وعلى هذا المستوى يأتي مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر للإجابة على هذا السؤال مما يعزز الاختلاف مع البنوك التقليدية، إذ لا يتقاضى البنك الإسلامي فائدة بل يشارك في العائد الناتج عن استخدام الأموال مع العميل صاحب المشروع وتقديم أرباح للمودعين بنسب محددة سلفاً، لذلك هناك شراكة بين البنك الإسلامي والمؤسسات الاقتصادية من ناحية، وبينه وبين المودعين من ناحية أخرى.<sup>1</sup>

تشجع الشريعة الإسلامية المسلمين على استثمار أموالهم ليصبحوا شركاء بهدف تقاسم المنافع والمخاطر بدلاً من أن يصبحوا مجرد دائنين سلبيين، حيث يعتمد التمويل الإسلامي على وجوب مشاركة مقدم ومستخدم رأس المال في العائد والمخاطرة بدلاً من مجرد الضغط على المقترض لسداد القرض والفائدة المتفق عليها بغض النظر عن نتيجة المشروع القائم، لذلك فأي استثمار بعيد عن بناء علاقة بين العائد والمخاطرة هو ترتيب مالي محرم شرعاً، ومن خلال هذا القيد يروج البنك الإسلامي لمفهوم المخاطرة الأعلى والعائد الأعلى من خلال عدم ترك أي وسيلة أخرى متاحة للمستثمرين لجعل رأس مالهم مربحاً بهدف تشجيع المستثمرين على تمويل المشاريع التي يمكن أن تحفز النمو الاقتصادي وتشجع رواد الأعمال على مضاعفة جهودهم لإنجاحهم.<sup>2</sup>

يتحمل العميل أو رائد الأعمال في المعاملات المصرفية التقليدية جميع المخاطر في حال نجاح مشروعه وتحقيقه ربحاً أو فشله ونتج خسارة عنه، حيث يكافأ مالك رأس المال دائماً بعائد محدد مسبقاً وهو ما يبرز التوزيع غير العادل للمخاطر بين مختلف الأطراف، وعلى النقيض من ذلك يتشارك مقدم رأس المال ومستخدمه في إطار النظام المصرفي الإسلامي في نتائج المشروع بطريقة عادلة، ففي حالة الربح ستكون هناك مشاركة وفقاً لنسب محددة مسبقاً، أما في حالة الخسارة فيتحمل مقدم رأس المال جميع الخسائر المالية ويتم مسألة رائد الأعمال بالحرمان من مكافأة (راتب) لجهوده، وهو ما يكشف عن اختلاف آخر بين النظامين المصرفيين، وبالتركيز في هذه النقطة سيهتم البنك الإسلامي بمهارات رائد الأعمال وإمكانيات المشروع موضوع استثمار رأس المال، في حين أن البنك التقليدي سيكون أكثر اهتماماً بالجدارة الائتمانية وسجل التبع للمقترض.<sup>3</sup>

عقد المضاربة مثلاً هو عقد يعتمد أساساً على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر، حتى لو لم يكن العقد الأكثر استخداماً من قبل البنوك الإسلامية فهو أفضل عقد يوضح أدائها، حيث يتحمل العملاء الخسارة في الحساب الاستثماري، بينما يتم تقاسم المكاسب أيضاً وفقاً للنسب المحددة مسبقاً في العقد، إلى هذا الحد يمكن أن يتقلب العائد على هذه الحسابات بشكل متكرر من سلبي في حالة الخسارة إلى عائد إيجابي في حالة النجاح، لذا فإن أرباح العملاء تعتمد بشكل مباشر على العائد الذي يحققه البنك، وبالتالي يتلقى المودعون أرباحاً عندما يحقق البنك نتائج إيجابية أو يتعرضون لخسارة مدخراتهم إذا حقق البنك نتائج سلبية.

<sup>1</sup> Angelo M, Venardos, Current Issues in Islamic Banking and Finance: Resilience and Stability in the Present System, World Scientific Publishing Company, Singapore, 2010, P. 54.

<sup>2</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance, 2011, P. 276

<sup>3</sup> سامي مظهر قنطقي، صناعة التمويل في المؤسسات والمصارف الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010، ص. 191.

يمكن للمصارف الإسلامية أيضًا مزج أموالها الخاصة مع أموال عملائها لتشكيل مجمع استثماري من خلال ثلاث أدوات: المراجعة أو المشاركة أو المضاربة، من خلال تقاسم العائدات والمخاطر تصبح البنوك الإسلامية شريكة للمودعين ورجال الأعمال كما يمنح مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر الخدمات المصرفية الإسلامية أيضًا القدرة على امتصاص الصدمات في العائد على الأصول.

في معظم البلدان تعايش البنوك الإسلامية مع البنوك التقليدية، حيث ينطوي هذا التعايش على منافسة شرسة من أجل جذب العملاء المحتملين، في الواقع من بين المعايير التي تجذب العملاء بعد الوازع الديني هو الأداء، حيث يمكن للعميل الانتقال من بنك إسلامي إلى بنك تقليدي بحجة عدم رضاه عن العائد الذي يقدمه له البنك الإسلامي، وهو أمر عادي على اعتبار تصرف العميل بعقلانية، حيث يمكنه أن يقرر سحب ودائعه إذا كان معدل العائد منخفضًا مقارنة بالبنوك التقليدية وهو تصرف إذا تكرر من العملاء فيمكنه أن يولد عدم استقرار للبنوك الإسلامية، وللتعامل مع هذه المشكلة تعمل البنوك الإسلامية على تسوية معدل عائدها وملاءمتها مع العائد الذي تقدمه البنوك المنافسة من خلال حسابات الاحتياط التي يمثل دورها الأساسي في تخفيف معدلات العائد المتقلبة وتقليل مخاطر دفع المزيد من العائدات للعملاء في الفترات التي تكون فيها الأرباح الفعلية أقل من المتوقعة، ويمكن القول أن هذه الاحتياطات تهدف إلى حماية البنوك الإسلامية والمساعدة في الاحتفاظ بعملائها وبالتالي عدم فقدانهم في حالة عدم رضاهم عن الأداء.

كما سيتم توضيحه أدناه، فإن تعديل معدلات عائد حساب الاستثمار من خلال احتياطي معادلة الربح PER، واحتياطات مخاطر الاستثمار IRR، والعمولة المصرفية التي تعد ممارسة شائعة جدًا والغرض هو كسب ثقة العملاء ومنعهم من سحب ودائعهم وبالتالي تجنب أزمات السيولة، ويعتمد عائد حسابات الاستثمار على نتيجة البنك الإسلامي التي يمكن أن تتقلب بشكل كبير، حيث تنتقل من معدل عائد إيجابي إلى معدل عائد سلبي، ولمواجهة هذا التقلب ابتكرت البنوك الإسلامية طريقة خاصة لجعل معدل العائد أكثر استقرارًا، وتقوم هذه الممارسة على استخدام حسابات الاحتياطي بطريقة تجعل من معدل العائد يقترب من حد عائد محدد جيدًا، من الناحية العملية إذا كان العائد أعلى من هذا الحد فإن البنك يضع الفائض في حساباته الاحتياطية وإذا لم يكن الأمر كذلك فسيقوم البنك بالاعتماد على احتياطياته لتعويض الفارق في مواجهة المنافسة، وتهدف هذه الممارسات إلى الاحتفاظ بالعملاء القدامى وجذب عملاء جدد، وهذا يفسر السبب في إنشاء البنوك الإسلامية لنوعين من الاحتياطي:<sup>1</sup>

❖ الحساب الأول للاحتياطات أي احتياطي معادلة الربح PER وهي من الاحتياطات المقطوعة من النتيجة قبل المشاركة بين البنك وعملائه.

❖ الحساب الثاني هو حساب احتياطات مخاطر الاستثمار IRR ويتم خصمه من النتيجة بعد خصم حصة البنك.

الأمر المثير للاهتمام في تعديل معدلات العائد هو أن هذين الاحتياطين يتم تنفيذهما بطريقة مختلفة فبينما يتم استخدام الاحتياط الأول لتقريب العائد نحو نقطة التعادل، يظل الثاني متاحًا فقط للعميل لتغطية الخسائر (عائد سلبي)، كما أن هناك طريقة أخرى لتعديل معدل العائد وهي تقليل حصة البنك من الربح ومع ذلك نادرًا ما يتم استخدامه، حيث يتطلب استخدامه تعطيل حساب الاحتياطي معادلة الربح PER.

<sup>1</sup> عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، ط 01، فرجينيا، 2010، ص 42.

ويهدف الجمع بين هذه الممارسات إلى زيادة الاحتياطات عندما يكون كل شيء على ما يرام وخفضها في حالة عدم إمكانية خدمة مصالح العملاء والبنك، لأنه في حالة عدم تحقيق الربح يكون العميل ملزماً بتحمل جميع الخسائر ولكن مع هذه الحسابات الاحتياطية يمكن تعويض جزء من الخسائر، ويعتبر هذان الحسابان الاحتياطيان ضروريان للبنك الإسلامي لأهمهما يعملان على تعديل معدل العائد وتقليل تقلباته وبالتالي فإن هذه الاختلافات الجوهرية بين البنوك الإسلامية والتقليدية مرتبطة بسياسة مخصصات الخسائر، كما توصي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI البنوك الإسلامية بتبني أحكام ديناميكية تسمح لها بتوقع مخاطر الائتمان، ويعتمد المخصص الديناميكي على تكوين مخصصات على القروض مع الأخذ في الاعتبار الخسائر المتوقعة بدلاً من الخسائر الفعلية، من ناحية أخرى تساعد سياسة المخصصات الديناميكية هذه على منع وتغطية الخسائر على المستحقات طوال دورة القرض، كما أنها تسمح للبنك بامتلاك أموال ضمان يمكن استخدامها خلال فترات الأزمات الاقتصادية بغض النظر عن طبيعة البنك، وتساهم في تعزيز صلاية البنك والمساعدة في الحد من مساهمة القروض الدورية.<sup>1</sup>

إن الهدف الرئيسي من الاحتياطات هو التخفيف من تذبذب معدلات العائد والتعامل مع المخاطر الجديدة المسماة "المخاطر التجارية المتنقلة" التي عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها "المخاطر الناشئة عن الأصول المدارة نيابة عن أصحاب حسابات الاستثمار والتي يتم تحويلها فعلياً إلى رأس مال المؤسسات المالية الإسلامية بعد التنازل عن جزء أو كل حصة المضارب (الربح) في هذا الصندوق عندما تعتبر ذلك ضرورياً باعتباره نتيجة الضغط التجاري من أجل زيادة العائد الذي يمكن دفعه لصاحب حساب الاستثمار".<sup>2</sup>

وبالتالي يمكن القول أن إدراك الخطر يكون عند تحلي البنك عن جزء من أرباحه وموافقه على توزيع عائد أعلى من العائد الحقيقي من أجل إرضاء العميل الذي يغريه سحب ودائعه، ونتيجة لذلك وتحت الضغط التجاري تعمل غالبية البنوك الإسلامية على تسوية معدل العائد المنسوب إلى أصحاب حسابات الاستثمار على حساب الأرباح التي تُنسب عادةً إلى المساهمين، ويتعلق الأمر بمنحهم تعويضات تنافسية وإقناعهم بترك أموالهم في البنك.<sup>3</sup>

على عكس البنوك التقليدية، فإن البنوك الإسلامية معرضة بشدة لخطر الانسحاب الجماعي للعملاء نظراً لمبدأ تقاسم الأرباح والخسائر، فقد يختلف معدل العائد الموزع على المودعين بشكل كبير، ووفق هذا المنطق يمكن شرح ممارسة تعديل معدل العائد، فإذا فشل البنك في إدراك ذلك فقد يواجه مخاطر السحب الهائل للأموال من قبل العملاء الذين يمكنهم بعد ذلك وضعها في مؤسسة مالية أخرى تقدم عائداً أعلى وهو ما من شأنه أن يعرض المركز التجاري للبنك الإسلامي للخطر، وللتعامل مع خطر الانسحاب الضخم الذي لا يمكن السيطرة عليه اختارت البنوك الإسلامية تحمل مخاطر أخرى من خلال تعديل العائد الفعلي وجعله يطابق توقعات السوق ومحاولة تغطية الخسائر الناتجة عن الأصول الممولة من قبل صناديق الاستثمار، وبسبب الافتقار إلى الشفافية في البيانات المالية فمن غير الملاحظ ما إذا كانت هذه الممارسة واضحة بشكل عام في البنوك الإسلامية ما لم يكن استثناء فقط من قبل البنوك التي تخضع لمنافسة شرسة للغاية في بعض البلدان.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 76.

<sup>2</sup> منذر جحف، أساسيات التمويل الإسلامي، منشورات الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 168.

<sup>3</sup> Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Op. Cit.P. 72.

<sup>4</sup> محمد محمود العلودي، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 93.

## المطلب الثاني: صيغ الصيرفة الإسلامية

بسبب الحظر المفروض على الفائدة والمقامرة وعدم اليقين والبيع على المكشوف، فإن الصيغ المالية الإسلامية ليست مثل الصيغ المالية التقليدية، حيث يتم تشجيع تراكم الثروة ولكن ليس عن طريق كسب المال بالمال، وإنما يجب أن يكون هناك دائماً أصل أو مؤسسة أساسية تتطلب التمويل بشكل عام، ويمكن القول أن التمويل الإسلامي يشبه من نواح كثيرة الخدمات المصرفية التجارية وهو محافظ ويطبق مبادئ مصرفية قوية، كما أن هناك عدد من المنتجات في التمويل الإسلامي سيتم شرحها في هذا المطلب.

توفر البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية مجموعة من الصيغ التمويلية التي يمكن الاعتماد عليها كبديل لنظام الفائدة، والتي سيتم عرضها من خلال هذا المطلب مع بيان مميزات كل منها.

## الفرع الأول: صيغ التمويل المالي

تتضمن صيغ التمويل المالي في الصيرفة الإسلامية عدة عقود وهي المضاربة والمشاركة والمغارسة والمزارعة والمساقاة.

### أولاً: المضاربة أو القراض

تجد المؤسسات الاقتصادية وأصحاب المشاريع من ذوي العجز المالي في عقد المضاربة طريقاً لتمويلها، كما تعد المضاربة من أهم صيغ التمويل الإسلامي التي تمكن أصحاب الفوائض المالية من استثمار أموالهم، وفيما يلي تفصيل لهذه الصيغة.

### 1- تعريف المضاربة:

يعتبر عقد المضاربة من ركائز التمويل الإسلامي ومع ذلك فهو محل جدل حاد حيث تختلف المفاهيم التي تتناول تعريف عقد المضاربة فتم تعريفها من الناحية اللغوية والاصطلاحية، فالمضاربة في اللغة هي على وزن مفاعلة من الضرب وتعني السعي في الأرض، كما يطلق عليها القراض في العراق<sup>1</sup>.

أما من الناحية الاصطلاحية فقد تم تعريف عقد المضاربة على أنه نموذج لعقد شراكة مبني بشكل منتظم من خلال قيام العملاء بإيداع أموالهم في البنوك الإسلامية عبر هيكل حساب استثماري مع توقعهم تحقيق عوائد على استثماراتهم، حيث تعود بنية هذا العقد وطبيعته إلى ترتيبات الأعمال بين الرسول ﷺ وخديجة قبل الزواج<sup>2</sup>.

كما تعد المضاربة نوع من أنواع عقود الوكالة الذي يستلزم إدارة رأس مال أحد الطرفين بالكامل من قبل طرف آخر، ويُعد عقد الوكالة الأكثر استخداماً في التمويل الإسلامي، حيث تختلف تطبيقاته من خدمات الوساطة في الأنشطة المسموح بها مثل التجارة في بعض الأسهم إلى تغطية علاقات الوكالة بموجب صفقات المراجعة، هذا ويتصرف العميل الذي يحتاج للتمويل كوكيل للبنك للحصول على الأصل الذي يتم بيعه له على أقساط ائتمانية، وتعتبر المضاربة عقداً أكثر تحديداً وله بعض الميزات التي تميزه عن عقد الوكالة الأكثر عمومية، والتي قد تكون مربكة في البداية، ولكن يمكن فهمها في ضوء السياق الذي تم تنفيذه بموجبها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد إبراهيم أبو شادي، صيغ وأساليب استثمار الأموال في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، ط1، مصر، 2000، ص 44.

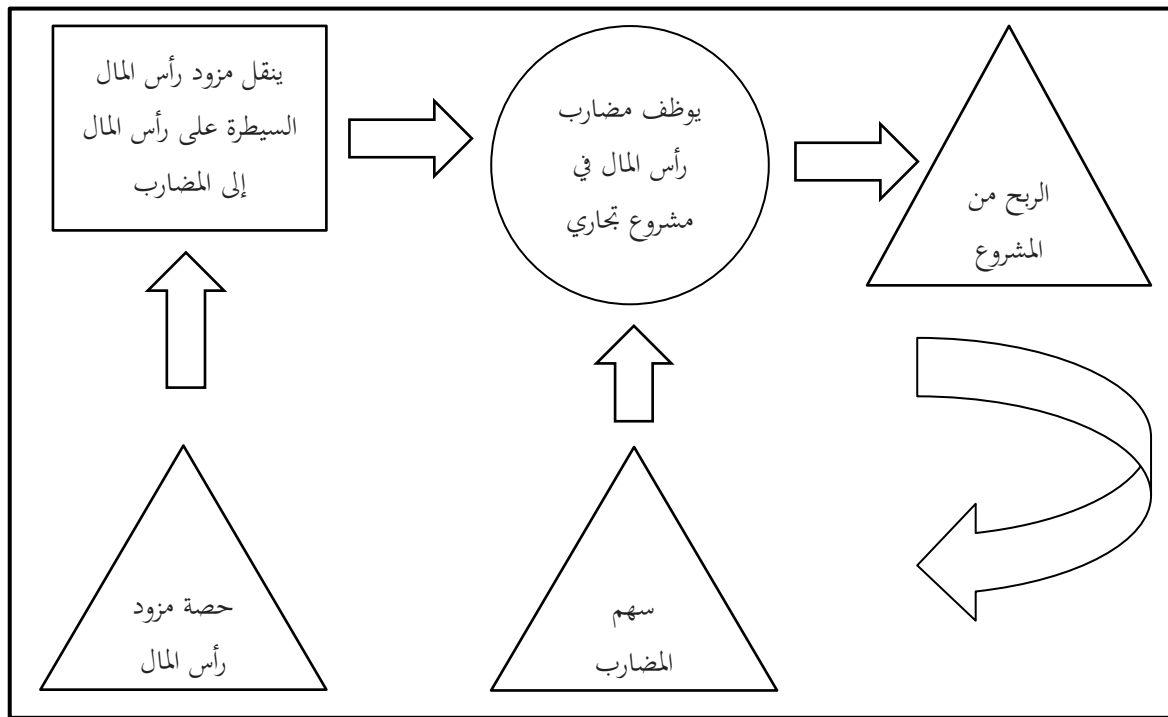
<sup>2</sup> James Simon Watkins, Islamic Finance and Global Capitalism: An Alternative to the Market Economy, Palgrave Macmillan, London, UK, 2020, P. 82.

<sup>3</sup> Suren Basov, Ishaq Bhatti, Islamic Finance in the Light of Modern Economic Theory, Palgrave Macmillan, London, UK, 2016, P.35.

وقد عُرِفَت المضاربة أيضا بأنها عقد شراكة بين طرفين يكون أحدهما مزوداً لرأس المال والطرف الثاني رائد أعمال، بحيث لا يتدخل مقدم رأس المال في إدارة الأموال المقدمة إلى صاحب المشروع بشرط تعويضه من قبل الأخير بحصة في العوائد الناتجة عن النشاط الاقتصادي أو الاستثمارات التي بدأها<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق يمكن القول أن المضاربة عقد يشمل طرفين أحدهما مضارب أو رجل أعمال والآخر رب المال أو مقدم رأس المال الذي يقوم بتحويل ماله إلى سيطرة (وليس ملكية) المضارب، ويأمر المضارب بدوره بإشراك الأموال في النشاط التجاري لتحقيق عوائد، حيث يمكن تحديد أنواع المعاملات التجارية التي قد يدخل فيها المضارب أو ترك العقد مفتوحاً لينخرط في أي مشروع تجاري قد يراه مناسباً ليتصرف في هذه الحالة مثل وكيل رب المال، والشكل رقم (1-03) يوضح تدفق عمليات المضاربة.

الشكل رقم (1-03): عقد المضاربة



**Source:** Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, John Wiley & Sons, Incorporated, Singapore, 2015, P. 116.

يوظف المضارب رأس المال في مجالات عمل مختلفة بما في ذلك شراء الأصول على أساس فوري وبيعها للعملاء على أساس الدفع المؤجل، في هذا السياق يستخدم المضارب رأس مال المحصل من المودع للدخول في تمويل الديون، فإذا تم تحقيق الأرباح من المشاريع التجارية فإن المضارب ورب المال يتقاسمان الأرباح بناءً على نسبة متفق عليها مسبقاً لتقاسم الأرباح، فعلى سبيل المثال إذا تمكن المضارب من تحقيق عائد 100 000 وحدة نقدية كأرباح من رأس المال المودع، وكان الاتفاق بينهما يقضي بحصول المضارب على 70% من الأرباح والباقي للمودع، فإن المضارب سيكسب 70 000 وحدة نقدية، وسيكسب مقدم رأس المال 30 000 وحدة نقدية، فإذا أعاد المضارب رأس المال إلى مقدم رأس المال ينتهي عقد المضاربة، وإذا أعيد استثمار رأس المال في مشروع تجاري آخر فسيتم تجديد عقد المضاربة، وإذا رغب مقدم رأس المال في تصفية مركزه قبل نضوج العوائد يمكن

<sup>1</sup> Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, Op Cit, P. 115.



للمضارب تعويض مقدم رأس المال من خلال تنفيذ تصفية الأصول وحساب الحصص الخاصة بكل طرف من الأرباح كما قد يدفع المضارب من أمواله الخاصة أو يجد مقدم رأس مال آخر ليحل محل مقدم رأس المال الأصلي.

## 2- أنواع المضاربة:

هناك نوعان من المضاربة<sup>1</sup>:

**2-1 المضاربة المقيدة:** بموجب هذا المخطط قد يحدد مقدم رأس المال اختياراً معيناً للعمل أو مكان عمل معيناً للمضارب، وفي هذه الحالة يجب عليه استثمار الأموال في هذا العمل أو المكان المحدد.

**2-2 المضاربة المطلقة:** بموجب هذا المخطط يمنح مقدم رأس المال الحرية الكاملة للمضارب للقيام بأي عمل يراه، ومع ذلك، بدون موافقة مقدم رأس المال لا يمكن للمضارب استثمار الأموال مع أي شخص، حيث يحق للمضارب القيام بكل ما يتم القيام به عادة في سياق العمل، ولكن لا يمكنه القيام بشيء يتجاوز الروتين العادي للعمل دون إذن صريح من مقدم رأس المال.

## 3- الأحكام الشرعية بشأن عقد المضاربة

يخضع عقد المضاربة لمجموعة من الأحكام الشرعية التي أن تتوفر فيه ليكون صحيحاً وجائزاً وهي<sup>2</sup>:

- ❖ يشترط تحديد رأس المال في عقد المضاربة لأن إعادته إلى المالك إلزامية عند القيام بتسوية العقد، وعليه يجب معرفة مقداره منذ البداية لأن عدم اليقين بشأن مقدار رأس المال يؤدي بالضرورة إلى عدم اليقين بشأن مقدار الربح.
- ❖ يشترط في رأس المال أن يكون عبارة عن عملة عادية متداولة، ومع ذلك يمكن أن يكون سلعة بشرط أن يتم تقييمها في بداية العقد وتصبح القيمة المتفق عليها هي رأس مال المضاربة.
- ❖ يشترط ألا يكون رأس المال التزاماً أو ديناً على المضارب، فالمضارب وصي.
- ❖ يجوز للمضارب أن يخلط رأسماله الخاص مع رأس مال المضاربة وبذلك يمكنه أن يصبح شريكاً أيضاً ويجوز التصرف في رأس المال على أساس المضاربة.
- ❖ يشترط تسليم رأس مال المضاربة للمضارب لأن عدم تسليمه يفرض قيوداً على المضارب ويحد من قدرته على التصرف، وقد أجاز بعض الفقهاء لمالك رأس المال حجب رأس المال والإفراج عنه تدريجياً حسب حاجة المضارب.
- ❖ في حالة اشتراك مصرفين إسلاميين أو أكثر يتم تقسيم الأرباح القابلة للتوزيع بينهما وبين المالك بما يتناسب مع مقدار رأس المال الذي يقدمه كل منهما.
- ❖ يجوز فرض قيود على المضارب إذا كان القيد مفيداً ولا يشكل قيداً على تحقيقه للربح المطلوب ولا يأتي بنتائج عكسية على الغرض من المضاربة.
- ❖ يجوز للمضارب الاستعانة بمساعد.
- ❖ يقتصر تصرف المضارب على ما يفضي إليه عقد المضاربة، حيث لا يسمح للمضارب بالشراء للمضاربة بأكثر من رأسمالها كما لا يجوز الدخول في شراكة مع آخرين باستخدام رأس مال المضاربة ومع ذلك، يُسمح بكل ما سبق إذا وافق مالك رأس المال وأذن للمضارب باستخدام تقديره.

<sup>1</sup> Brian Kettell, Introduction to Islamic Banking and Finance, Op Cit, P. 64.

<sup>2</sup> Brian Kettell, Introduction to Islamic Banking and Finance, Op Cit, P. 68.

- ❖ لا يرد في عقد المضاربة أي ضمان على المضارب إلا في حالة التقصير أو التعدي فهو وصي على ما هو تحت سيطرته، إذ يعتبر رأس المال ودیعة يجوز أخذ كفالة أو رهن من المضارب لضمان السداد في حالة الإهمال أو التعدي أو مخالفة الشروط ولكن لا يجوز اعتبار ذلك ضماناً لرأس المال أو الربح لأنه لا يجوز ذلك.
- ❖ يشترط في الربح أن يكون محدداً لأنه موضوع العقد وعدم معرفته يبطل العقد، حيث يجب أن تنص الأطراف المتعاقدة في العقد على حصص الأرباح على شكل نسب مئوية لكل طرف ولا يجوز اشتراط مبلغ مقطوع لصالح أي طرف.
- ❖ يتم توزيع الأرباح في المضاربة وفقاً لاتفاق الطرفين المتعاقدين من خلال نسب محددة، شرط أن يتحمل صاحب رأس المال وحده الخسارة والمضارب لا يتحملها لأن الخسارة هي نقصان رأس المال ورأس المال للمالك.
- ❖ يقوم المضارب بتحصيل حصته من الأرباح فقط بعد الحصول على إذن من مقدم رأس المال، كما يحق للمضارب تحصيل حصته من الأرباح بعد استرداد رأس المال لأن مبدأ الشريعة ينص على أن الربح هو حماية لرأس المال.
- ❖ تصبح ملكية المضارب مضمونة بعد تصفية عقد المضاربة واسترداد رأس المال، ويرى بعض الفقهاء أن توصل طرفي العقد إلى تسوية نهائية بعد تصفية الأصول يعتبر مضاربة جديدة ولا يعوض أي منهما خسارة الآخر.
- ❖ يتم إنهاء المضاربة إذا قام أحد الطرفين بإلغائها باعتبارها عقد اختياري وليس عقداً ملزماً، بينما يرى بعض الفقهاء أن المضاربة ملزمة ولا يمكن إلغاؤها إذا بدأ المضارب عمله.

### 3- مزايا التمويل بالمضاربة

للمضاربة مجموعة من المزايا يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ التقليل من حدة التضخم النقدي، حيث تنطوي المضاربة على مخاطر عالية على الرغم من انعدام تكلفتها للمشروع وهذا لأن ضمان رأس المال يتطلب وجود ثقة من قبل مقدم رأس المال في المضارب وتوفر الخبرة الكافية لدى هذا الأخير، كما يمكن لمقدم رأس المال طلب ضمان طرف ثالث يكفل له حقه في حالة تعدي المضارب أو تقصيره.
- ✓ تتماز المضاربة بقدرتها على التأليف بين عنصري الإنتاج والنشاط المتمثلين في الأموال والعمل، ففي الوقت الذي يوجد فيه الكثير من ملاك رأس المال الغير قادرين على العمل والاستثمار لنقص الخبرة أو الوقت أو الجهد لديهم، يوجد الكثير ممن يملكون الخبرة والوقت للاستثمار ومساعدون لتقديم الجهد لكنهم يفتقدون لرأس المال اللازم، ومن هنا يأتي دور المضاربة في المزج والاستفادة من العنصرين لتحقيق الفائدة للطرفين.
- ✓ تعد المضاربة صيغة شرعية والتمويل من خلالها خالي من سعر الفائدة الربوية المحرمة وبالتالي فإنها تفتح المجال أمام الكثير ممن كانوا يتجنبون توظيف أموالهم في القروض الربوية.

#### ثانياً: المشاركة

يتحكم عقد المشاركة في تجميع العمالة أو رأس المال وتوزيع الأرباح والخسائر الناتجة. عادة ما يتبادر إلى الذهن عندما يفكر الناس في الأدوات القائمة على الأسهم لأنها تشبه إلى حد بعيد المفهوم التقليدي للأسهم التي تصدرها الشركة.

<sup>1</sup> Amr Mohamed Tiby, Islamic Banking: How to Manage Risk and Improve Profitability, John Wiley & Sons, Incorporated, New Jersey, 2011, P.54.

## 1- تعريف المشاركة

لغويًا كلمة "مشاركة" من أصل كلمة "شراكة" وهي تشير إلى خلط خاصيتين بطريقة تجعل تحديد الأجزاء المنفصلة غير ممكن، حيث يعرفها الفقهاء بأنها عقد بين مجموعة من الأفراد يتشاركون في رأس المال والأرباح من خلال مزج ممتلكاتهم بطريقة تؤدي إلى تحقيق أقصى فائدة وأكبر مما يمكن تحقيقه بشكل فردي<sup>1</sup>.

كما تعني المشاركة أيضا قيام مستثمر بوضع رأس ماله مع رأس مال شخص آخر وتقاسم المخاطر والمكافآت التقليدية من خلال تعيين أي نوع من نسب المشاركة في الربح شرط أن تكون المكافآت والخسائر متناسبة مع المبلغ المستثمر<sup>2</sup>.

وتعرف المشاركة أيضا بأنها عقد شراكة ووكالة متبادلة قد تجمع كيانيين قانونيين أو أكثر بين العمالة والخبرة ورأس المال والسمعة والأصول الثابتة والأصول الأخرى وإنشاء مؤسسة تجارية قانونية للقيام بنشاط اقتصادي، حيث يتم تقاسم الأرباح والخسائر من قبل الشركاء كما هو الحال بالنسبة لإدارة المؤسسة بنسب متفق عليها مسبقًا على أساس رأس المال المقدم<sup>3</sup>.

من خلال ما سبق يمكن تعريف المشاركة بأنها تعاقد ما بين شخصين أو أكثر على العمل والاستثمار من خلال تجميع رؤوس الأموال أو الأعمال أو الوجهة والقيام بتقاسم الأرباح والخسائر بقاعدة الغنم بالغرم حسب الاتفاق.

ويختلف عقد المشاركة عن عقد المضاربة في نقطة أن صاحب الوقت والجهد والخبرة يملك جزءاً من رأس المال إلا أنه غير كاف للبدء في النشاط أو العمل، وبالتالي فإنه يحتاج إلى اللجوء إلى طرف آخر ليكمل له ما يحتاجه من رأس المال.

## 2- أشكال التمويل بالمشاركة

بالموازاة مع الممارسات الراهنة للبنوك الإسلامية فإنه يمكننا حصر أشكال التمويل بالمشاركة في أسلوبين أساسيين هما:

## 1-2 المشاركة الثابتة

تتيح المشاركة الثابتة للبنوك الإسلامية إمكانية تمويل جزء من رأس مال مشروع ما، حيث يكون شريكا في ملكية هذا المشروع ومساهما في إنجازه وتسييره والإشراف عليه، كما تبقى حصص الأطراف المشاركة ثابتة طول مدة المشروع حسب الاتفاق<sup>4</sup>، وتقسم المشاركة الثابتة إلى جزئين:

## 1-1-2 المشاركة الثابتة المستمرة

يوضع هذا النوع في الإطار القانوني الذي يكفل له الاستمرار بعد تحديد العلاقة بين الأطراف في ضوء القواعد القانونية الواردة على مثل هذه الأشكال القانونية مع عدم تعارضها مع الضوابط الإسلامية، وترتبط المشاركة الثابتة المستمرة بالمشروع الممول نفسه فالبنك هو شريك في المشروع طالما أنه موجود ويعمل<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Suren Basov, Ishaq Bhatti, Islamic Finance in the Light of Modern Economic Theory, Palgrave Macmillan, London, UK, 2016, P. 33.

<sup>2</sup> Brian Kettell, The Islamic Banking and Finance: Workbook Step-by-Step Exercises to Help You Master the Fundamentals of Islamic Banking and Finance, John Wiley & Sons Ltd, UK, 2011, P. 65.

<sup>3</sup> Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, Op Cit, P. 129.

<sup>4</sup> Samir Alamad, Financial and Accounting Principles in Islamic Finance, Springer, Switzerland, 2019, P. 104.

<sup>5</sup> James Simon Watkins, Islamic Finance and Global Capitalism, An Alternative to the Market Economy, Op Cit, P. 89.

## 2-1-2 المشاركة الثابتة المنتهية

يتميز هذا النوع من المشاركة الثابتة عن النوع السابق في نقطة أن الاتفاق بين البنك والشركاء يكون ضمن توقيت محدد للتمويل، كدورة نشاط تجاري أو دورة مالية أو صفقات توريد معينة<sup>1</sup>.

## 2-2 المشاركة المتناقصة

تقدم المشاركة المتناقصة طريقة فريدة لتمويل شراء الأصول، حيث تعبر عن مفهوم تناقص الشراكة من خلال تعاقد طرفين على شراء أصل ما ثم قيام أحد الطرفين بمرور الوقت بشراء حصة الطرف الآخر وبذلك يصبح المالك الوحيد للأصل بعد إبرام شروط العقد، ويتقاسم الطرفان في عقد المشاركة المتناقصة الأرباح وفقاً لنسب متفق عليها مسبقاً وعادة ما تذهب النسبة الأكبر من الأرباح إلى الشريك ذو الحصة الأكبر، وعلى اعتبار تغير نمط الملكية على مدار عمر العقد تتغير أنماط مشاركة الأرباح والخسائر حيث يتم تقاسمها وفقاً لرأس المال الذي يساهم به كل طرف<sup>2</sup>.

يشير لفظ المشاركة المتناقصة إلى وجهة نظر البنك الذي يظهر دوره في عملية التمويل بشكل متناقص مع مرور زمن العقد بمجرد استرداده لرأس المال المدفوع، كما يطلق على هذه الوسيلة أيضاً بناءً على وجهة نظر الشريك أو طالب التمويل بعقد المشاركة المنتهي بالتمليك، حيث أن ملكية الأصل تنتقل لهذا الأخير بمجرد رد المال المستحق للبنك، وعلى هذا الأساس فإن المضاربة المتناقصة هي وسيلة لتمليك من لا يملك<sup>3</sup>.

## 3- مزاي التمويل بالمشاركة:

تعد المشاركة صيغة منتشرة وشائعة حيث تحقق العديد من الفوائد لكل طرف من الأطراف المشاركة فيها، سواء كانت البنوك الإسلامية أو أصحاب المشاريع أو المجتمع، ويمكن تلخيص هذه الفوائد فيما يلي<sup>4</sup>:

## 3-1 بالنسبة للبنوك الإسلامية:

- ❖ تحقيق نشاطات ذات طابع دائم من خلال الإستثمار المتوسط والطويل المدى.
- ❖ الاستفادة من خبرة وتجربة أصحاب المشاريع في التسيير والإدارة.
- ❖ إمكانية الاستفادة من الأرباح التي قد يدرّها المشروع.
- ❖ المساهمة في العملية الإنتاجية.
- ❖ تحقيق الاستفادة من القيمة المضافة للأسهم.

## 3-2 بالنسبة لأصحاب المشروع:

- ❖ تقوية القدرة المالية للمؤسسات الاقتصادية.
- ❖ تخفيض أعباء وتكاليف وضغوط مصادر التمويل التقليدية.

<sup>1</sup> Abul Hassan, Sabur Mollah, Islamic Finance: Ethical Underpinnings, Products, and Institutions, Palgrave Macmillan, Switzerland, 2018, P. 131.

<sup>2</sup> Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, Op Cit, P. 134.

<sup>3</sup> Mohsin Ali, Najeeb Zada, The Islamic Finance Trading Framework, Legitimizing Profit Making, Palgrave Macmillan, Switzerland, 2019, P. 42.

- ❖ تقوية المركز التنافسي للمؤسسات الاقتصادية.
- ❖ تحقيق التلاؤم ما بين نشاط المؤسسات الاقتصادية وتمويلها.

### 3-3 بالنسبة للمجتمع:

- ❖ تأهيل مشاريع جديدة تساهم في الإنتاج الوطني وتحد من المنتجات المستوردة.
- ❖ إنقاذ المشاريع والمؤسسات الاقتصادية التي تعاني من ضائقة مالية.
- ❖ المساهمة في ضمان الاستقرار من خلال توفير فرص عمل إضافية.

### ثالثاً: المزارعة

تحتوي الصناعة المالية الإسلامية على منافذ لتمويل الحاجات في شتى المجالات، وعليه عند ظهور الحاجة إلى التمويل الزراعي لم تجد البنوك الإسلامية إشكال في توفير صيغ تمويل مختلفة ومعروفة في تاريخ الفقه الإسلامي مخصصة للتمويل الزراعي، وتعد صيغة المزارعة واحدة من بين صيغ التمويل الزراعي.

#### 1- تعريف المزارعة

يمكن تعريف المزارعة من الناحية اللغوية على أنها الإنبات والإنباء ومنه "زرع الله الصبي أي أنماه"<sup>1</sup>، كما تعني المزارعة أيضاً طرح البذر في الأرض.<sup>2</sup>

أما من الناحية الاصطلاحية فإن للمزارعة عدة معاني تختلف باختلاف فقهاء المذاهب الأربعة، فالمزارعة عند الحنفية هي العقد على الزراعة ببعض الخارج بشرائطه الموضوعة له شرعاً<sup>3</sup>، وتعرف المزارعة عند المالكية بأنها الشركة في الزرع<sup>4</sup>، أما عند الشافعية فالمزارعة هي عمل الأرض ببعض ما يخرج منها والبذر من المالك<sup>5</sup>، هذا وعرفت المزارعة عند الحنفية بأنها دفع الأرض إلى من يزرعها ويعمل عليها، والزرع بينهما<sup>6</sup>.

من المفاهيم السابقة نستنتج أن المزارعة عقد يتفق بموجبه شخص قد عجز لسبب ما عن زراعة أرضه أو جزء منها مع شخص آخر يقوم بذلك بدلا عنه مقابل تقاسم الناتج، حيث تعتبر المزارعة صيغة تمويلية أوجدها الفقه الإسلامي في إطار تنظيمه لمختلف قطاعات النشاط الاقتصادي من خلال توفير معاملة فقهية تتلاءم وطبيعة كل نشاط، وقد اعتمدت البنوك الإسلامية هذه الصيغة لتمويل الأنشطة الزراعية خصوصا في البلدان التي يلعب فيها هذا القطاع دوراً مهماً.

#### 2- مراحل المزارعة:

يتم عقد المزارعة وفق بعض الخطوات المرتبة الآتية<sup>7</sup>:

<sup>1</sup> محمد بن الحسن بن دريد الأزهري، جوهرة اللغة، تحقيق: رمزي منير بعلبكي، دار العلم للملايين، بيروت، ط1، 1987، ص 705.

<sup>2</sup> إسماعيل بن حماد الجوهري، الصحاح تاج اللغة وصحاح العربية، تحقيق: أحمد عبد الغفور عطار، دار العلم للملايين، بيروت، ط4، 1987، ص 1225.

<sup>3</sup> علاء الدين الكاساني، بدائل الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، ط2، 1986، ص 175.

<sup>4</sup> صالح الصالح ونوال بن عمارة، الصيغ التمويلية ومعالجتها المحاسبية بمصارف المشاركة، مجلة الباحث، العدد 02، 2003، ص 52.

<sup>5</sup> مندر جحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط3، 2004، ص 24.

<sup>6</sup> سعاد بن ساعد وسعيدة بوفاعس، صيغ التمويل الفلاحي في الفقه الإسلامي - المزارعة والمغارسة والمساقاة أمودجا- مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 35، العدد 01، 2021، ص 293-320.

<sup>7</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، ط4، 2007، ص 425.

- ✓ قيام مالك الأرض بتقديم أرضه للمزارع.
- ✓ قيام المزارع باستلام الأرض والعمل فيها من خلال توظيف جهده وخبرته في سبيل ذلك.
- ✓ قيام المزارع بزراعة الأرض.
- ✓ القيام بتوزيع الناتج، فإذا لم تخرج الأرض شيئاً، يخسر صاحب الأرض منفعة أرضه، ويخسر المزارع مقابل جهده وعمله، وفي حالة أخرجت الأرض شيئاً فإن الناتج يقسم بين الطرفين بالنسب التي تم الاتفاق عليها.
- ✓ قيام مالك الأرض باستعادته لأرضه بعد نهاية عقد المزارعة أو يتفق مع المزارع على تجديده مرة أخرى.

## 2- التطبيق المصرفي لعقد المزارعة في ميدان التمويل الزراعي:

على الرغم من انتشار عقد المزارعة كصيغة لاستثمار الأراضي الزراعية في العديد من الدول العربية والإسلامية بين الملاك والمزارعين إلا أنه لم يتم تطويرها كصيغة مصرفية تمويلية بالشكل المطلوب، وذلك لعدم امتلاك البنوك والمصارف الإسلامية لأراضي زراعية تدخل فيها بشراكة مع المزارعين، وبما أنها لا تمارس أنشطة إنتاجية زراعية فإنها تملك بعض الخيارات لتطوير عقد المزارعة ليصبح صيغة مصرفية وهي<sup>1</sup>:

- ❖ الاتفاق بين المزارع ومالك الأرض أطراف عقد المزارعة على إسناد مهمة تمويل نفقات المزارعة للمصرف بصيغة المشاركة على أن يكون له حظ شائع في صافي النتائج، حيث يتفق الأطراف الثلاثة على أسس العمل والتمويل والمحاسبة والمراجعة والمراقبة بما يضمن تطبيق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وفي هذه الحالة يصبح عقد المزارعة مكون من ثلاث أطراف وهم مالك الأرض والمزارع العامل في الأرض والمصرف الممول لتكاليف الزراعة.
- ❖ الاتفاق بين المزارع والمصرف أو البنك الإسلامي على الدخول في عقد بيع سلم منفصل تماماً عن عقد المزارعة، لكنه مبرر ليوافق المصرف تمويل التكاليف التشغيلية للعقد المبرم بين المزارع ومالك الأرض، وهنا يكون المتعاقدون طرفين، الطرف الأول المزارع الممول من المصرف والطرف الثاني مالك الأرض الزراعية.
- ❖ إنشاء شركة زراعية متخصصة في الإنتاج الزراعي يملكها أو يشارك فيها المصرف أو البنك الإسلامي إذا ما سمحت بذلك القوانين والأنظمة وتعليمات البنك المركزي، حيث تقوم باستثمار المشروعات الزراعية وزراعة أراضي الأفراد والهيئات الذين لا يستطيعون زراعتها باستخدام صيغة المزارعة.
- ❖ قيام المصرف أو البنك الإسلامي بتملك أراضي زراعية صالحة للزراعة، ثم قيامه بعقد اتفاقيات مزارعة مع المزارعين والعاملين في الزراعة، حيث من الممكن أن يكون هذا الخيار ضمن برنامج تمويلي موجهة للخريجين الجدد من الشباب والمهندسين الزراعيين العاطلين عن العمل تبنيه المصارف أو البنوك الإسلامية بالتعاون مع الحكومات، فلسفته توفير الأرض الزراعية الصالحة للزراعة وتمكين الشباب من استثمارها ببعض الخارج منها، وعدم إرهاقهم بطلب بدل عائد إيجار لهذه الأراضي المستثمرة.

### رابعاً: المغارسة

المغارسة هي إحدى الأعمال التي زاولها الكثير من المسلمين على مر العصور، وعليه فتواجدها ضمن صيغ التمويل الزراعي التي تسعى البنوك الإسلامية إلى تطويرها ليس بالأمر الغريب.

<sup>1</sup> حسين حسين شحاتة، الأسس والمعالجات المحاسبية لعمليات شركات المزارعة والمساقاة والمغارسة كما تمونها المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي في 4-5 رمضان 1427 هـ 27-28 سبتمبر 2006.

## 1- تعريف المغارسة

المغارسة من الناحية اللغوية مشتقة من الغراس أي فسيل النخل<sup>1</sup>، أو الغرس وهو الشجر الذي يُغرس، أما من الناحية الاصطلاحية فهي دفع الأرض لمدة معلومة لمن يغرس فيها غرساً على أن يحصل من الغراس والثمار يكون بين صاحب الأرض ومن قام بالغرس، وهي عند الإمام مالك أن يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيها عدداً من الثمار معلوماً، فإذا استُحق الثمر كان للغراس جزء من الأرض متفق عليه<sup>2</sup>، أي أن المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغراسة أرض بيضاء لحساب صاحبها، حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزءاً من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك العمل وفيها أيضاً وجه شبه بالجعالة.

## 2- أشكال المغارسة

يمكن أن تستخدم البنوك الإسلامية صيغة المغارسة في تمويل القطاع الفلاحي باستخدام أحد الأساليب التالية<sup>3</sup>:

## 1-2 المغارسة المشتركة

تقوم البنوك بتملك الأراضي الصالحة للزراعة، ثم تقوم بعدها بالاتفاق مع المؤسسات الخبيرة في المجال الفلاحي المتعلق بغرس الأشجار المثمرة، و تضم هذه المؤسسات عادة مهندسين زراعيين متخرجين من المعاهد المتخصصة و ذو خبرة مهنية و علمية كبيرة في هذا المجال، فيقومون بإجراء دراسة معمقة عن إمكانية غرس الأشجار المثمرة و اللازمة و الملائمة لنوعية الأرض محل العقد، ليتم بعد ذلك الاتفاق بينهم وبين البنوك الإسلامية على أن يغرسوها و يكون لهم جزء من الأرض تُملكهم إياه و كذا جزءاً من المحصول الذي ينتج من عملية الغرس إضافة على جزء من هذه الأشجار، وبالتالي يكون نصيب البنوك الإسلامية الجزء الأكبر من الثمار و الأشجار والأرض، وما تبقى فيصبح من نصيب المؤسسة الغارسة.

## 2-2 المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة

حيث تقوم البنوك الإسلامية بامتلاك أرض صالحة للزراعة وتقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للمؤسسة شريطة أن تقرر البيع بعقد إجارة على العمل في الجزء الثاني من الأرض، ويكون الأجر عبارة عن جزء من الشجر والثمر.

## 3- التطبيق المصرفي لعقد المغارسة في ميدان التمويل الزراعي

المغارسة هي صيغة من صيغ التمويل متوسط الأجل وتختلف مدتها اختلافاً صغيراً باختلاف نوعية الشجر المغروس. ويمكن للبنوك الإسلامية أن تطبق هذه الصيغة بأن يشتري البنك أراضي من أمواله الخاصة ثم يمنحها لمن يعمرها على سبيل المغارسة، وبعد أن تصل الأشجار إلى مرحلة الإنتاج يأخذ العامل نصيبه من الأرض في نهاية العقد، ثم يمنح البنك نصيبه أي ما بقي له من أراضي إلى العامل أو لغيره على سبيل المساقاة، كما يمكن للبنك الإسلامي أيضاً أن يقوم في هذه الصيغة بدور العامل، إذ يقوم بتعمير أراضٍ لأصحابها على سبيل المغارسة، وذلك باستخدام عمال أجراء يوفر لهم البنك التمويل اللازم، وبعد تملك البنك لنصيبه من تلك الأراضي يطبق عليها المساقاة، وتعتبر المغارسة إذن استثناء من أحد المبادئ الأساسية للتمويل في الاقتصادي الإسلامي وهو استمرار الملك لصاحبه ومعنى ذلك أن تمويل عملية إنتاجية في الاقتصاد الإسلامي يقتضي استمرار الملكية

<sup>1</sup> محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، أدب الحوزة، إيران، المجلد 06، 1984، ص 154.

<sup>2</sup> محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان: المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2007، ص 169.

<sup>3</sup> محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي -دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية-، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2013، ص 87.

لصاحبها حتى ولو تغيرت أوصاف هذه الملكية، ففي الشركات نجد أن ما يضعه الشركاء من أموال يبقى ملكاً لهم حتى ولو كان أحد الشركاء غير عامل (أي قدم رأس المال ولم يقدم العمل كما في شركة العنان أو صيغة المضاربة) فإن ملكيته سوف تستمر ولو كانت حصة شائعة من مجموع أموال الشركة، ورغم تغير صفة ذلك المال من نقود إلى عروض في أغلب الأحيان، هذا وتعد الممارسة حديثة العهد على المصارف الإسلامية ومن الواجب تفعيلها، ويلاحظ أن دور البنوك الإسلامية ما يزال محدوداً في هذا المجال وتعتبر صكوك الممارسة من الأساليب الجديدة التي لم تطبقها الأكثرية من البنوك الإسلامية وينتظر من مجمع الفقه الإسلامي أن يبدي رأيه حتى يخرج عقد الممارسة كأداة تمويل إسلامية معتمدة مثل أدوات التمويل الإسلامية الأخرى وفقاً لمقاصد الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

#### خامساً: المساقاة

تتعدد صور الاستثمار الزراعي في الإسلام، ومن بين هذه الصور نجد صيغة المساقاة التي تدخل تحت باب المشاركة، وتعتبر من العقود الخاصة بالقطاع الزراعي إلى جانب كل من المزارعة و الممارسة.

#### 1- تعريف المساقاة

المساقاة لغة هي مفاعلة السقي وأسقاها أي دله على موضع الماء، وهي المعاملة على النخل أو الشجر أو غيرها والتعهد على السقي أو التزينة على أن يتم تقاسم الثمرات، وقد اشتق اسمها من السقي مع أنها تشتمل على التلقيح والتعريض والحفظ وغيرها، لأن السقي معظم عملها وأصل منفعتها وأكثر مرونة<sup>2</sup>.

أما من الجانب الاصطلاحي فقد تطرق الأئمة الأربعة لتعريف المساقاة، حيث عرفها الحنفية على أنها إعطاء الأشجار والكروم إلى من يقوم على خدمتها وفق حصة معينة من الثمر يتم الاتفاق عليها، أما عند المالكية فهي عقد بين طرفين فحواه القيام بخدمة شجر أو نبات بحصة من النماء<sup>3</sup>، وعرفها الشافعية بأنها دفع الرجل للشجر إلى آخر ليقوم بسقيه وعمل سائر ما يحتاج إليه بجزء معلوم له من ثمره، بينما عرف الحنابلة المساقاة بأنها دفع الشجر إلى من يقوم بمصالحه بجزء من ثمره<sup>4</sup>.

من خلال ما سبق يمكن القول أن المساقاة صيغة من صيغ الاستثمار الزراعي التي يشترك فيها صاحب الأشجار بأشجاره مع عامل يقوم بسقي هذه الأشجار وعمل ما تحتاج إليه مقابل جزء معلوم من الثمار، وإن كانت هناك خسارة كفساد الثمار يخسر صاحب الأشجار محصوله ويخسر العامل جهده.

#### 2- شروط المساقاة

مثلها مثل أي عقد يجب توافر الشروط العامة لصحة العقد في حد ذاته إضافة إلى شروط خاصة بهذا النوع من العقود والمتمثلة في<sup>5</sup>:

- ✓ أن يكون عمل العامل معلوماً كإصلاح السواقي والسقي، وقطع الحشائش والتأبير.
- ✓ أن يقوم العامل بإحضار ما يحتاجه في عمله من أدوات السقي مثلاً إن لم تكن موجودة في الحقل.
- ✓ الاتفاق على كيفية تقسيم الناتج وأن يكون نصيب كل منهما جزءاً مشاعاً كالنصف الثلث أو الربع ولا يصح

<sup>1</sup> محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص 205.

<sup>2</sup> الشريف الجرجاني، أبو حسن علي بن محمد، التعريفات، دار الشؤون الثقافية العامة، بغداد، 1986، ص 108.

<sup>3</sup> منذر جحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>4</sup> أحمد سفر، المصارف الإسلامية، العمليات، إدارة المخاطر والعلاقة مع المصارف المركزية التقليدية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2006، ص 180.

<sup>5</sup> محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي - دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية-، مرجع سبق ذكره، ص 97.



- ✓ أن تكون الأجرة من غير الثمر.
- ✓ أن يكون الأصل مثمرا، أي مما تجني ثماره.
- ✓ أن يعقد العقد قبل بدو صلاح الثمر، لأن الثمر بعد بدو صلاحه لا يحتاج إلى عمل والعامل في المساقاة إنما يستحق نصيبه بالعمل.
- ✓ الاتفاق على المدة، إذ لا يجوز أن تبقى مجهولة منعا للضرر وطول المدة مكروه.

### 3- التطبيق المصرفي لعقد المساقاة في ميدان التمويل الزراعي

- مثلما هو الحال بالنسبة لعقد المزارعة والمغارسة، فإن حاجة المزارعين لا تكمن في الأراضي والأشجار المثمرة بقدر الحاجة إلى المياه لري هذه الأشجار، وعليه يمكن للبنوك الإسلامية أن تطبق المساقاة في أكثر من صورة<sup>1</sup>:
- أن يقوم البنك الإسلامي بسقي الأرض التي يعجز عنها أصحابها، بحيث يدفعها إلى من يرغب في العمل بأجرة معينة ويكون دور البنك الإسلامي هو توفير التمويل اللازم لجلب المياه وتوفير أدوات السقي، ويقسم الناتج بين البنك الإسلامي وصاحب الأرض.
- يمكن تطبيق صيغة ثلاثية كما هو الحال في عقد المزارعة، كأن يدخل البنك الإسلامي كطرف ثالث بتوفير التمويل أو معدات السقي، إلى جانب العامل الذي يقدم عمله وأخيرا صاحب الزرع.
- قد يمتلك البنك الإسلامي أراض مشجرة ويحتاج إلى من يعمل عليها مساقاة، فيقوم بالإعلان عن ذلك بأي صورة يراها مناسبة، ويتقدم من يرغب بعمل مساقاة وفق الأحكام المتفق عليها، أو أن يقوم البنك الإسلامي بتزويد المزارعين بأراض زراعية يمتلكها أو تدخل في حيازته، مقابل جمع المحصول أو تقسيمه وفق نسبة معينة.
- تقدم البنوك الإسلامية هذا التمويل في صيغة معدات وآلات ري وملحقاتها، وتقوم بتركيبها في المزرعة مع قيام أصحابها بتشغيلها مقابل دفع جزء من إنتاجها إلى البنك الإسلامي.

### الفرع الثاني: صيغ التمويل التجاري

توفر البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حلول للعديد من المشاكل الائتمانية لعملائها سواء كانوا أفراد أو مؤسسات إقتصادية، خاصة تلك العوائق التي تحول دون مقدرتها على الحياة على الأصول اللازمة، وفي هذا الإطار تقدم الصيرفة الإسلامية الحل من خلال طرح صيغ تمويل تجاري تساعد العملاء على اقتناء الأصول المرغوبة وفق شروط محددة.

#### أولا: المراجعة

تعد المراجعة من بين أشهر الصيغ التي يقدمها البنك الإسلامي وأكثرها استخداما، حيث لا يلتزم هذا الأخير في هذا العقد بتقديم أي رأس مال نقدي، ولكنه يقدم الممتلكات المنقولة لموكله.

#### 1- تعريف المراجعة

كلمة مراجعة مشتقة من الكلمة العربية "ربح"، والمراجعة هي عقد يبيع بموجبه بنك إسلامي بصفته البائع أصل بتكاليف اقتنائه الخاصة بالإضافة إلى ربح محدد ومتفق عليه يمكن أن يكون نسبة مئوية من سعر البيع أو مبلغ معين إلى فرد أو مؤسسة إقتصادية

<sup>1</sup> محسن أحمد الحضيبي، البنوك الإسلامية، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ط 3، 1999، ص 137.

بصفقتها مشتري، ويمكن إبرام هذه الصيغة إما دون وعد مسبق بشراء عادي (مراجعة) أو بوعد مسبق بالشراء، مقدم من صاحب العلاقة للحصول على الأصل من خلال المؤسسة مثل المراجعة لأمر المشتري (عميل)<sup>1</sup>.

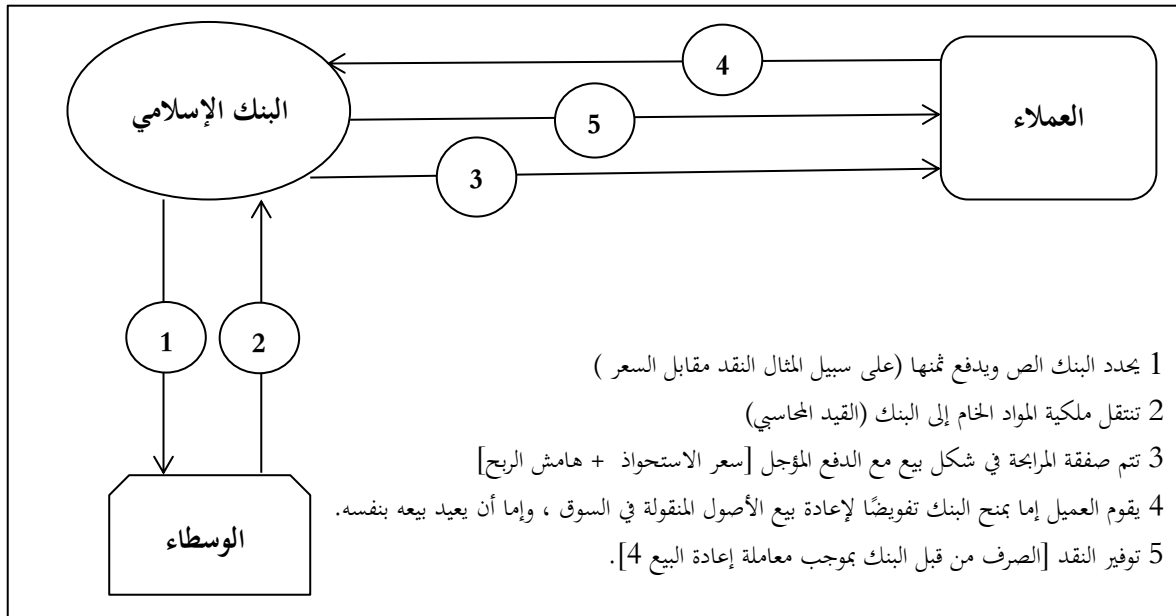
وتوصف المراجعة أيضا بأنها ترتيب يتفاوض فيه طرفان ويتفقان على شروط محددة لعقد البيع ويتعهد كل منهما أمام الآخر بإنجازه، وبموجب هذا العقد يأمر أحد الطرفين الطرف الآخر بشراء سلعة معينة ثم يبيعها له على أساس المراجعة<sup>2</sup>.

كما تعرف المراجعة بأنها صيغة معتمدة في الصيرفة الإسلامية وقريبة جدا من عقد البيع العام وشروطه، مع وجود اختلاف وحيد يقضي بالسماح للمشتري بمعرفة التكلفة الأصلية للأصل المعني<sup>3</sup>.

هذا ويشير عقد المراجعة إلى بيع الأصول المنقولة بهامش الربح المتفق عليه مسبقاً على التكلفة، حيث يكون هذا العقد في صورتين أولاهما شراء البنك الإسلامي للبضائع وجعلها متاحة للبيع دون وعد مسبق من العملاء بشرائها، أما في الحالة الثانية فيقوم البنك الإسلامي بشراء الأصول التي تعهد العميل بشرائها<sup>4</sup>.

من خلال ما سبق يمكن القول أن المراجعة عقد يجمع بين طرفين، المؤسسات المالية الإسلامية والعملاء، حيث يلتزم الطرف الأول بتوفير الأصول المنقولة بناءً على وعد مسبق من الطرف الثاني بالشراء أو بدون وعد مسبق، كما يقوم الطرف الثاني بشراء الأصل المنقول بدفع هامش الربح المتفق عليه بالإضافة إلى تكلفة الشراء التي يتحملها البنك الإسلامي والتي يجب الإفصاح عنها صراحة للطرف الثاني، ويتم السداد من خلال أقساط محددة خلال فترة زمنية معلومة بناءً على اتفاق الطرفين، والشكل رقم (1-04) يوضح التطبيق العملي لعقد المراجعة

الشكل رقم (1-04): عقد المراجعة



Source : Herbert Smith, Guide De La Finance Islamique, 2009, P 06.

<sup>1</sup> Samir Alamad, Financial and Accounting Principles in Islamic Finance, Op Cit, P. 172.

<sup>2</sup> Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, Op Cit, P. 23.

<sup>3</sup> Suren Basov, Ishaq Bhatti, Islamic Finance in the Light of Modern Economic Theory, Op Cit, P. 37.

<sup>4</sup> Brian Kettell, Introduction to Islamic Banking and Finance, Op Cit, P. 43.

## 2- شروط صحة المراجعة

في معاملة المراجعة يمول البنك شراء سلعة أو أصل عن طريق شراء العنصر نيابة عن العميل وإضافة هامش ربح قبل إعادة بيع العنصر إلى العميل على أساس عقد التكلفة بالإضافة إلى الربح، قد يبدو للوهلة الأولى أن هامش الربح هو مجرد مصطلح آخر للفائدة التي تفرضها البنوك التقليدية، حيث يمكن القول أن الفائدة يتم قبولها من الباب الخلفي، ومع ذلك فإن شرعية النوع التقليدي من المراجعة لا يتم التشكيك فيها من قبل أي من مدارس الشريعة الإسلامية، وما يجعل عملية المراجعة التقليدية في كتب الفقه مشروعة هو أن البنك يكتسب الأصل ليعيد بيعه بالربح، بحيث تباع السلعة مقابل المال فالعملية ليست مجرد صرف نقود، بل يفترض البنك بعض المخاطر بين الشراء وإعادة البيع منها على سبيل المثال الانخفاض المفاجئ في السعر الذي قد يؤدي إلى رفض العميل قبول البضائع بالسعر الأعلى المتفق عليه، أي أن البنك يتحمل المسؤولية عن السلعة قبل تسليمها للعميل بأمان، ولذلك تعتبر الخدمات التي يقدمها البنك الإسلامي مختلفة تماماً عن تلك التي يقدمها البنك التقليدي الذي يقرض ببساطة أموالاً للعميل لشراء البضائع أو الأصول، لذلك فإن فهم الموقف الإسلامي ينطوي على التراجع عن التفكير الغربي التقليدي فيما يتعلق بتداول السلع والمال في المعاملات التجارية العادية، ففي النظام المالي التقليدي يتم التعامل مع المال والسلع على قدم المساواة عندما يتعلق الأمر بمسائل التداول، فكلاهما يمكن تداوله بحيث يمكن بيع كلاهما بأي سعر يتفق عليه الطرفان، فيمكن بيع دولاراً واحداً مقابل دولارين في الحال وكذلك في المستقبل، مثلما يمكن بيع سلعة بقيمة دولار واحد مقابل دولارين شرط أن يكون بموافقة متبادلة، ومع أن مبادئ الاقتصاد الإسلامي لا تؤيد هذه النظرية وفقاً لهذه المبادئ فإن النقود والسلع لها خصائص مختلفة وبالتالي يتم التعامل معها بشكل مختلف<sup>1</sup>.

ويشترط في صحة عقد المراجعة ما يشترط في عقد البيع بصفة عامة كما تم الإشارة إليه في أحد تعريفات المراجعة التي تم التطرق إليها، وشروطها كالآتي<sup>2</sup>:

- ❖ أن يكون الثمن الأول أو تكلفة الشراء معلومة من قبل العميل، فإن لم كن معلومة له كان العقد فاسداً.
- ❖ أن يكون هامش الربح معلوماً لأنه بعض الثمن.
- ❖ أن يكون رأس المال من ذوات الأمثال وهو شرط جواز المراجعة على الإطلاق كالمكيالات والموزونات.
- ❖ ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا، أي أن يكون خالياً من الربا.
- ❖ أن يكون العقد الأول صحيحاً، فإن كان فاسداً لم تجز المراجعة.
- ❖ أن يبين المصرف صفة ثمن الشراء نقداً أو مؤجلاً.

## 3- أنواع عقد المراجعة

ينقسم عقد المراجعة حسب طبيعة المراجعة إلى:

- ❖ **المراجعة البسيطة:** هي بيع المالك لسلعة أو أصل منقول يملكه بمثل تكلفته الأولى وزيادة كالبيع التي يقوم بها جميع التجار في العادة، حيث يتم شراء السلع أو الأصول المنقولة وعرضها للبيع ثم يأتي من يرغب بالشراء ليطمعه اياها

<sup>1</sup> Brian Kettell, Introduction to Islamic Banking and Finance, Op Cit, P. 45.

<sup>2</sup> سراج الدين عثمان مصطفى، التمويل بصيغة المراجعة، مجلة المال والاقتصاد، العدد 62، 2009، ص 13-14.

بربح في العادة، وقد يكون البيع مساومة دون ذكر الثمن الاول (التكلفة) أو أمانة بذكر ثمنها الاول، وقد يكون الثمن أيضا حالاً أو مؤجلاً أو مقسطاً<sup>1</sup>.

❖ **المراجعة المركبة (المراجعة للأمر بالشراء):** تعد نوع من أنواع بيوع الأمانة، حيث يمكن تقديم طلب من طرف شخص إلى شخص آخر بأن يشتري له سلعة أو أصل منقول معين على أن يقوم بشرائها منه بعد ذلك مقابل ربح معين، حيث يدعى الطرف الأول الأمر بالشراء أما الطرف الثاني فيسمى بالمأمور بالشراء، وينطبق النوع الثاني من المراجعة على ما تقوم به البنوك الإسلامية لاتفاقه مع نشاطها، باعتباره يجمع بين هدفين من أهداف البنوك الإسلامية وهي تحقيق الربح وخدمة العملاء، كما يمكن للأشخاص سواء كانوا اعتباريين أو طبيعيين الحصول على السلع أو الأصول المنقولة من خلال هذا النوع من البيع قبل توفر الثمن المطلوب لديهم، إذ يتم الدفع بموجب أقساط شهرية أو سنوية أو دفعة واحدة بعد أجل محدد<sup>2</sup>.

#### 4- تطبيق عقد المراجعة في الصيرفة الإسلامية

يتم عقد المراجعة بمجموعة من المراحل والمبادئ التي يجب على المؤسسة المالية أن تطبقها عند تنفيذها كأسلوب مالي وهي:

- قيام العميل والمؤسسة المالية بعقد اتفاقية شاملة تتعهد بموجبها المؤسسة المالية بالبيع ويتعهد العميل بالشراء مع إضافة نسبة متفق عليها من الأرباح إلى التكلفة، قد تحدد هذه الاتفاقية الحد الذي يمكن الاستفادة منه؛
- في حال طلب العميل سلعة أو أصل معين، تقوم المؤسسة المالية بتعيينه كوكيل لها للشراء نيابة عنه، ويوقع الطرفان اتفاقية الوكالة؛

- قيام العميل بشراء السلعة نيابة عن المؤسسة المالية وحيازتها كوكيل للمؤسسة؛
- يقوم العميل بإبلاغ المؤسسة بأنه قد اشترى السلعة نيابة عنه ، وفي نفس الوقت يقدم عرضاً لشرائها من المؤسسة؛
- تقبل المؤسسة العرض ويتم إبرام البيع حيث يتم نقل ملكية السلعة وكذلك مخاطرها إلى العميل؛

جميع المراحل الخمس ضرورية لتفعيل مراجعة صالحة إذا قامت المؤسسة بشراء السلعة مباشرة من المورد (وهو الأفضل) ، فإنها لا تحتاج إلى أي اتفاقية وكالة. في هذه الحالة ، يتم إسقاط المرحلة الثانية وفي المرحلة الثالثة تقوم المؤسسة نفسها بشراء السلعة من المورد. ثم تقتصر المرحلة الرابعة على تقديم عرض من قبل العميل. العنصر الأكثر أهمية في الصفقة هو أن السلعة يجب أن تظل في خطر المؤسسة خلال الفترة بين المرحلة الثالثة والخامسة.

#### 5- مزايا عقد المراجعة

يعد عقد المراجعة أكثر صيغ التمويل استخداماً في البنوك الإسلامية، حيث تقدر نسبة التعامل به حوالي 90% من إجمالي صيغ التمويل في هذه البنوك، وهذا نظراً للمزايا التي تتمتع بها المراجعة ومنها:

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، اريد - الأردن، جدارا للكتاب العالمي، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 301.

<sup>2</sup> محمود حسين الوادي، حسين سمحان، المصارف الإسلامية - الأسس النظرية والتطبيقات العلمية، مرجع سبق ذكره، ص162.

## 5-1: المزايا المتعلقة بالبنوك الإسلامية:

تكمن مزايا عقد المراجعة المتعلقة بالبنوك الإسلامية في:<sup>1</sup>

- ❖ يمكن عقد المراجعة البنوك الإسلامية من تحقيق أرباح معقولة في المدى القصير والمتوسط، وهو ما يعطيها فرصة الحصول على مصدر دخل لتوزيع العوائد على أصحاب الودائع الموجودة عندها، ومن خلال هذا الأمر تكسب البنوك الإسلامية ميزة تنافسية تواجه بواسطتها البنوك التجارية، حيث تشجع المودعين وأصحاب الفوائض على الإيداع لديها بإغرائهم بالعوائد المجزية التي تتحقق من وراء هذه الصيغة؛
- ❖ انخفاض درجة المخاطرة في عقد المراجعة بالمقارنة مع باقي صيغ التمويل في البنوك الإسلامية على غرار المضاربة مثلاً، حيث أن ربح البنك في هذا العقد غير مرتبط بنتيجة النشاط المحقق، وإنما يحدد باتفاق الأطراف المتعاقدة من البداية، حيث تقل المخاطرة في عقد المراجعة كلما قل زمن احتفاظ البنك بالسلعة أو الأصل المنقول، وإذا كانت عملية المراجعة تأخذ طابع إلزامية الوعد بالشراء فإن درجة المخاطرة في هذه الحالة تنحصر أكثر وتقتصر على احتمال تأخر الزبون في السداد أو مماطلته في ذلك؛
- ❖ يقدم عقد المراجعة قدراً من السيولة للبنوك الإسلامية لتوظيفها جزء من مواردها فيها فقط، وهو ما يتيح لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه المودعين الراغبين في سحب ودائعهم؛
- ❖ يعد عقد المراجعة عقد بسيط حيث يتم تحديد مبلغ الربح على السلعة أو الأصل المنقول منذ البداية، وهو ما يعني نشوء علاقة دائن ومدين بين البنك الإسلامي والعملاء بمجرد توقيع عقد المراجعة؛
- ❖ يغطي عقد المراجعة مجاًلاً واسعاً لتنوع الأصول التي تقوم بتمويلها، حيث لا يقتصر هذا العقد على تمويل المجالات الإنتاجية فقط، وإنما تتعداه إلى تمويل المجالات الغير الإنتاجية كتمويل السلع والخدمات الموجهة للاستهلاك؛
- ❖ يتميز عقد المراجعة بسهولة إتباعها ويسر تطبيقها لانخفاض العوائق البيروقراطية والإدارية والاقتصادية والقانونية بالمقارنة بالصيغ الأخرى.

## 5-2: المزايا المتعلقة بالعملاء:

تكمن مزايا عقد المراجعة المتعلقة بالعملاء في:<sup>2</sup>

- ❖ يوفر عقد المراجعة للعملاء ما يحتاجونه من أصول أو مستلزمات تشغيل دون اللجوء إلى اقتراض بمعدل فائدة لشرائه، وبالتالي فإن ذلك يرضي الله عز وجل ويسهم في تحريك عجلة الاقتصاد بدلاً من القعود السلبي بداعي تحاشي الربا؛
- ❖ استفادة العملاء من العديد من المزايا الغير ظاهرة لعقد المراجعة كخبرة الشراء التي يمتلكها البنك، علاوة على تحمله لأية مخاطر منذ شراء السلع أو الأصول المنقولة إلى غاية تنفيذ عقد المراجعة؛
- ❖ يتيح عقد المراجعة للعملاء إمكانية سداد الأقساط المستحقة من عوائد المبيعات المحصلة من استغلال الأصل المنقول المكتنى؛
- ❖ التقليل من آثار التضخم على البائعين والمشتريين لأن التعامل يتم بسلع وأصول وليس في نقود؛

<sup>1</sup> فؤاد بن دحو، النظرة الفقهية والاقتصادية لصيغة التمويل بيع المراجعة للأمر بالشراء في البنوك الإسلامية، مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 01، العدد 02، 2020، ص 35-63.

<sup>2</sup> مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالي للفكر الإسلامي، فرجينا، و.م.أ، ط1، 2010، ص 93-94.

- ❖ يتميز عقد المراجعة بأسلوبه البسيط الذي يمكن تطبيقه بين الأفراد والمشروعات غير الرسمية التي لا تتوفر على دفاتر محاسبية أو سجل رسمي أو ترخيص حكومي وهي من سمات المشاريع الصغيرة، كما أنه ليس عملية تجارية بحتة وإنما ينطوي على عملية ائتمان تتمثل في تأجيل سداد الثمن؛
- ❖ يمكن استعمال عقد المراجعة في تمويل الأصول الثابتة ومستلزمات التشغيل في جميع قطاعات النشاط الاقتصادي من زراعة وصناعة وتجارة وخدمات.

### ثانياً: عقد السلم

يعتبر السلم أداة تمويل ذات كفاءة عالية في الاقتصاد الإسلامي وفي تعاملات البنوك الإسلامية، وذلك راجع لمرونتها واستجابتها لمختلف الحاجات التمويلية، سواء أكان تمويلاً قصيراً الأجل، متوسطاً أو طويلاً، إضافة إلى تلبيةها لمتطلبات شرائح متنوعة ومتعددة من العملاء في مختلف القطاعات والأنشطة الاقتصادية.

#### 1- تعريف عقد السلم:

كلمة السلم تعني حرفياً الدفع مقدماً، أي أن السلم يتحقق عند الدفع الفوري المقدم مسبقاً مقابل التسليم المستقبلي للأصول والمعدات<sup>1</sup>، وقد استخدم التجار في عصور ما قبل الإسلام رؤوس أموالهم للإنتاج خاصة السلع الموسمية كالمنتجات الزراعية من خلال شراء المحصول المستقبلي ودفع ثمنه الآني الأقل من السعر وقت وصول الإنتاج إلى السوق، وقد قبل الرسول صلى الله عليه وسلم هذا النوع من العقد، لكنه حدد له شروطاً معينة لجعله سارياً، حيث يجب أن يكون مكتوباً ليحدد جميع الميزات الأساسية كالنوع والجودة والكمية وشروط التسليم<sup>2</sup>.

كما يعد السلم عقد تطبيقه البنوك الإسلامية لتمويل النشاط التجاري والصناعي لدعم المنتجين الزراعيين والصناعيين والمقاولين والتجار من خلال مدّهم بالأموال اللازمة لشراء المواد الخام أو التجهيزات على أن يقوموا بتسليم السلع والمنتجات للبنك الإسلامي جاهزة بعد مدة ليقيم ببيعها مقابل هامش ربح<sup>3</sup>.

من خلال ما سبق يمكن القول أن السلم هو أحد أنواع البيع التي يتم الاتفاق فيها على تعجيل دفع ثمن السلعة أو المنتج مع تأجيل تسليمها، فهو عكس البيع الآجل الذي يتم فيه تقديم التسليم وتأخير القبض، كما يطلق عليه أيضاً البيع الفوري الحاضر الثمن الآجل البضاعة.

#### 2- شروط عقد السلم:

تتمثل شروط صحة عقد السلم فيما يلي<sup>4</sup>:

- ❖ أن يكون رأس المال معلوماً حتى إذا تعذر تسليم المسلم فيه أمكن الرجوع إلى قيمة رأس المال؛
- ❖ أن يسلم رأس المال في مجلس العقد قبل التفرقة، فلو تفرقا قبل القبض انفسخ العقد؛

<sup>1</sup> Mohsin Ali, Najeeb Zada, The Islamic Finance Trading Framework, Legitimizing Profit Making, Op Cit, P. 33.

<sup>2</sup> Samir Alamad, Financial and Accounting Principles in Islamic Finance, Op Cit, P. 134.

<sup>3</sup> Nafis Alam, Lokesh Gupta and Bala Shanmugam, Islamic Finance: A Practical Perspective, Palgrave Macmillan, Switzerland, 2017, P. 206.

<sup>4</sup> Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2008, P. 59.

- ❖ أن يكون المسلم فيه مما يمكن تعريف أوصافه؛
  - ❖ أن يجعل الأجل معلوما حسب الأشهر والأيام وليس بالحصاد أو إدراك الثمار؛
  - ❖ أن يذكر مكان التسليم حتى لا يثير ذلك نزاعاً؛
  - ❖ ألا يسلم في شيء نادر الوجود؛
  - ❖ ألا يشترط أن تكون البضاعة المشتراة من إنتاج البائع؛
  - ❖ إذا تعذر تسليم البضاعة لسبب أو لآخر ولم تصل تلك البضاعة يسترجع المس لم أو يأخذ القيمة التي دفعها.
- يمكن عقد السلم البنك من الحصول على ربح مشروع من عملية الإقراض، حيث يمكن أن يقوم البنك بإقراض المال للمنتجين ثم يقوموا بسداد القرض بمال نقدي وفي هذه الحالة تحدث الربا، لكن إذا كان السداد من خلال منتجات يقوم البنك بتسليفها، حيث يتحول البنك من تاجر نقد في الحالة الأولى إلى تاجر حقيقي في الحالة الثانية.

### 3- مجالات استخدام وتطبيق عقد السلم

- تتعدد مجالات تطبيق عقد السلم في الصيرفة الإسلامية كونه أداة تمويل هامة وذات كفاءة عالية في الاقتصاد الإسلامي وفي نشاطات المصارف الإسلامية، حيث يعد السلم مرناً ويستجيب لحاجات التمويل المختلفة سواء كانت قصيرة أو متوسطة الأجل، كما يستجيب عقد السلم لحاجات شرائح مختلفة من العملاء سواء كانوا منتجين أو زراعيين أو صناعيين أو تجار، حيث يستجيب لتمويل نفقات التشغيل أو النفقات الرأسمالية الأخرى، وفيما يلي مجالات تطبيق عقد السلم في الصيرفة الإسلامية<sup>1</sup>:
- يستخدم عقد السلم لتمويل العمليات الزراعية المختلفة، حيث تتعامل المصارف الإسلامية مع المزارعين الذين تتوقع أن تجد لديهم السلع في الموسم من محاصيلهم أو محاصيل غيرهم التي يمكن شراؤها وتسليمها إذا أخفقوا في تسليم محاصيلهم، فيقدم لهم المصرف تمويلاً نافعاً بالسلم يدفع عنهم مشقة العجز المالي عن تحقيق إنتاجهم؛
  - يمول عقد السلم النشاطين الزراعي والصناعي، لا سيما المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الرائجة من خلال شرائها سلفاً وإعادة تسويقها بأسعار مجزية؛
  - يستخدم تطبيق السلم في تمويل الحرفيين وصغار التجار والمقاولين من خلال إمدادهم بمستلزمات الإنتاج في صورة معدات وآلات، أو مواد أولية كرأس مال سلم، مقابل الحصول على بعض من منتجاتهم وإعادة تسويقها.

### 4- التطبيقات المعاصرة لعقد السلم في الصيرفة الإسلامية:

تطبق البنوك الإسلامية عقد السلم في عدة صور هي<sup>2</sup>:

- ✓ **الصورة الأولى:** يقوم المصرف الإسلامي بشراء سلع عن طريق السلم لرخص ثمنها، ثم يوكل شركة تجارية بتبيع له السلعة في حال استلامها في الوقت المحدد مقابل نسبة ربح، كما يمكن للتجار القيام بالعملية من بدايتها، فيدفعون الأثمان المقدمة، ويقبضون السلعة في وقتها، ويسوقونها، مقابل نسبة؛
- ✓ **الصورة الثانية:** قيام المصرف الإسلامي بشراء سلع بطريقة السلم من التاجر، ثم القيام بتوكيله لإتمام عملية البيع بأن يقوم فيما بعد بتسويق السلعة بنفسه؛

<sup>1</sup> عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها وآلياتها وتطوراتها، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية، دمشق، 2006، ص 15-18

<sup>2</sup> Charles Proctor, The Law and Practice of International Banking, 2<sup>nd</sup> Edn, Oxford University Press, 2015, P 844.

- ✓ **الصورة الثالثة:** قيام المصرف الإسلامي ببيع السلعة نفسها للبائع الأصلي بعد تمام الأجل، وهذا يعني أنه بعد حلول وقت التسليم يقرر المصرف إعادة بيع السلعة للبائع نفسه؛
- ✓ **الصورة الرابعة:** السلم الموازي، وهو قيام المصرف الإسلامي ببيع طرف ثالث غير الذي عقد معه عقد السلم الأول، حيث يبيعه المسلم فيه نفسه في العقد الأول وبمواصفاته نفسها.

#### 5- مزايا عقد السلم:

يتميز عقد السلم بمجموعة من المزايا نذكر منها<sup>1</sup>:

- طمأنة البائع بأن السلعة مضمونة البيع نتيجة التزام الطرف الثاني بشرائها؛
- حصول المنتج على تمويل لرأس المال العامل دون الحاجة إلى الاقتراض؛
- إيجاد أدوات مالية مبنية على أسلوب بيع السلم، منها ما هو قصير الأجل، ومنها ما هو طويل الأجل لطرحها للتداول في الأسواق المالية، ومنها سندات السلم؛
- استغلال السيولة الزائدة في البنوك الإسلامية من أجل تحقيق ربح مناسب بدلا من أن تبقى راكدة؛
- جذب عملاء محتملين والحفاظ على الحاليين من خلال تلبية مختلف احتياجاتهم التمويلية؛
- ضمان الحصول على السلعة وقت الحاجة إليها بسعر مناسب؛
- تستغل البنوك الإسلامية هذه الصيغة في تمويل القطاعات ذات الأولوية مثل الزراعة، الصناعة وذلك عن طريق توفير السيولة النقدية لهم.

#### ثالثا: عقد الاستصناع

نظرا للتغيرات الكبيرة في حجم وقيمة المشاريع التي تتطلبها احتياجات التنمية سواء التي تنفذها الحكومات أو تلك التي يتم إسنادها إلى القطاع الخاص، وفي ظل ندرة السيولة وعدم كفاية مصادر التمويل لتنفيذ هذه المشاريع، بالإضافة إلى قلة الخبرات اللازمة لتنفيذها، فقد ظهرت حاجة ماسة إلى صيغة تمويل جديدة تتوافق مع المفاهيم الشرعية، وعليه فقد أصبحت عقود الاستصناع من عقود البيع التي يمكن استخدامها بالبنوك الإسلامية لتلبية حاجات ورغبات العملاء سواء كانوا جماعات أو أفراد، والتي لا يمكن تمويلها بعقود البيع الأخرى.

#### 1- تعريف عقد الاستصناع:

الاستصناع هو عقد تصنيع يشترك في العديد من المميزات مع عقد السلم، كما يتفرد كل منهما في نواح معينة، فرغم اعتبار بعض الفقهاء العقد بين نفس الشيء إلا أن هناك بعض الاختلافات بينهما، فكلية استصناع هي مشتقة من جذر كلمة صناعة والتي تعني تصنيع أو بناء شيء ما، فالاستصناع هو عقد بيع يحدد البنود التي سيتم تصنيعها أو بناؤها مع التزام من جانب البائع تسليمها للمشتري عند الانتهاء<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Siddiqui A, Financial Contracts, Risk and Performance of Islamic Banking Managerial Finance, Vol. 34, No. 10, 2008, PP. 680-694.

<sup>2</sup> Mohsin Ali, Najeeb Zada, The Islamic Finance Trading Framework, Legitimizing Profit Making. Switzerland, Op Cit, P. 33.



ويعرف الاستصناع بأنه وسيلة للتمويل التدريجي، إذ يمثل عقد تصنيع يوافق في نهايته المشاركون (البائع) على تقديم منتجات بعد تصنيعها وفق للمواصفات المتفق عليها للمشتري في غضون فترة معينة وبسعر متفق عليه يتم دفعه للبائع وفقاً لتقدمه في العمل<sup>1</sup>.

كما يعرف الاستصناع بأنه عقد يجمع بين طرفين هما المشتري والجهة المصنعة بهدف تسهيل تصنيع أو إنشاء أصل بناءً على طلب المشتري ووفقاً لاتفاق بينهما، وهو ما تستخدمه البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع الإنشائية والتصنيعية من خلال الاتفاق على كافة التفاصيل من سعر الأصل المراد تصنيعه ومواصفاته وتوقيت التسليم ووضعها في العقد، وهو ما يعطي الحق لأحد الطرفين في فسخ العقد في حالة الإخلال بأي شرط من الشروط المذكورة<sup>2</sup>.

من خلال التمعن في التعاريف السابقة المذكورة يمكن القول أن الاستصناع هو طلب لصناعة شيء ما، حيث يتم البيع بين المشتري طالب الصنع (المستصنع) و المصرف الإسلامي البائع (الصانع)، إذ يقوم هذا الأخير بناءً على طلب الزبون بصناعة سلعة معينة وتسليمها عند الموعد المتفق عليه على أن تكون تكلفة العمل من الصانع، فإذا كان العين من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إجارة لا إستصناع، وذلك في مقابل الثمن الذي يتفقان عليه و يسدده الزبون عاجلاً أو آجلاً أو مقسطاً، وعليه فإن البنك الإسلامي يقوم في هذه الصيغة بإبرام عقد استصناع أولي بينه وبين الزبون (المستصنع)، ثم بعدها يبرم عقداً آخر هو عقد استصناع مواز مع المقاول (الصانع) الذي سيقوم بتصنيع السلعة موضوع العقد، و يقوم البنك في هذه الحالة بتسديد كل المصاريف المتعلقة بهذه السلعة التي يبيعها للزبون مقابل مبلغ يتضمن هامش ربح مستحق.

## 2- شروط عقد الاستصناع

تتمثل شروط صحة عقد الاستصناع فيما يلي:

- ❖ ضرورة العلم بمواصفات المصنوع بحيث يجب أن يتم تحديدها تحديداً وافياً لتجنب النزاع عند التسليم؛
- ❖ يجب أن يكون المصنوع مما تدخله الصناعة، فلا يصح في المتاجرة بالسلع الجاهزة و الثمار والزرع ونحو ذلك؛
- ❖ ضرورة أن يكون المصنوع مما يجري التعامل فيه، لأن الاستصناع جائز استحساناً، ولا يصح فيما لا يتم التعامل به وذلك يختلف بحسب الأعراف السائدة في كل مكان و زمان، فلا يقاس مكان على مكان و لا زمان على زمان أما إذا كان الشيء المطلوب صنعه مما لم تجر العادة بصنعه فيمكن اللجوء حينئذ إلى عقد السلم؛
- ❖ ضرورة امتلاك الصانع لمواد التصنيع، فإذا كانت من المستصنع يصبح العقد عقد إجارة لا عقد استصناع؛
- ❖ يجب أن يكون الثمن جنساً (درهم، ريال، دينار...) وعدداً (ألف، ألفان...) بما يمنع النزاع؛
- ❖ يجوز تحديد مدة لضمان عيوب التصنيع أو الالتزام بالصيانة لمدة معينة يتفق عليها الطرفان أو يجري بها العرف؛
- ❖ يجب أن يكون عقد الاستصناع لازماً على الطرفين فليس لأحدهما الرجوع، إلا أنه إذا جاء المصنوع مغايراً للمواصفات المطلوبة المحددة كان المشتري المستصنع مخيراً بخيار الرؤية؛
- ❖ يجب تعيين الأجل لتسليم المصنوع سواء أكان قصيراً أو طويلاً، وذلك منعاً للجهالة المفضية إلى النزاع بين الصانع و المستصنع؛

<sup>1</sup> Abbas Mirakhor and Iqbal Zaidi, Profit-and-loss sharing contracts in Islamic finance, In M Kabir Hassan and Mervyn K Lewis (eds), Handbook of Islamic Banking 1<sup>st</sup> Edn, 2007, P. 52.

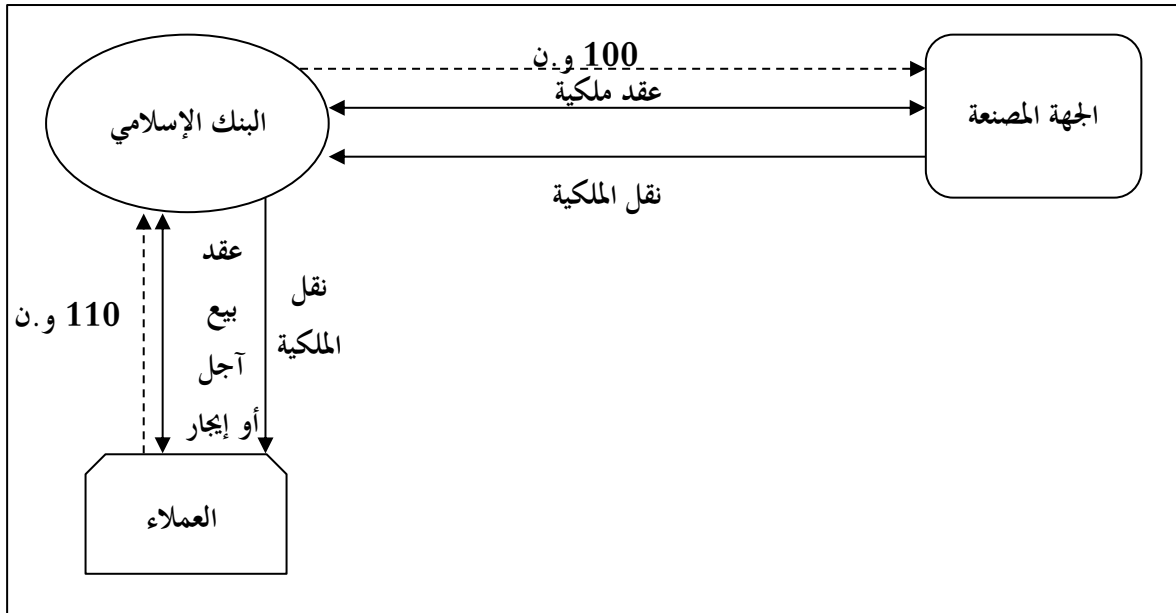
<sup>2</sup> Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice 2<sup>nd</sup> Edn, Op Cit, P. 33.

- ❖ يجب بيان مكان تسليم المبيع إذا كان يحتاج إلى حمل و مصاريف نقل؛
- ❖ لا يجوز أن تتم عقود أو إجراءات الاستصناع بصورة تجعل العملية حيلة على التمويل الربوي، كالتواطؤ على شراء المؤسسة من الصانع مصنوعات أو معدات بثمن حال و بيعها إليه بثمن مؤجل أزيد، أو أن يكون طالب الاستصناع هو نفسه الصانع، أو أن يكون الصانع جهة مملوكة للمستصنع بنسبة الثلث فأكثر، حتى لو تم ذلك عن طريق المناقصة، وذلك تجنباً لبيع العينة.

### 3- التطبيق المصرفي لعقد الإستصناع في البنوك الإسلامية

يتم استخدام عقد الاستصناع من قبل البنوك الإسلامية كأسلوب تمويل بين ثلاثة أطراف هي البنك نفسه والعميل والجهة المصنعة التي تعد الطرف الثالث، ويقوم هذا العقد على صفقة مفادها طلب البنك من الجهة المصنعة إنشاء منتج محدد للعميل، مع تحديد سعر ثابت للبضائع وفقاً للاتفاقية المبرمة بين الطرفين لضمان صلاحية صفقة الاستصناع، كما يمكن للبنك دفع السعر مقدماً أو على أساس مؤجل اعتماداً على ذلك، وتعد طرق التمويل والمنتجات المذكورة من العقود الأكثر شهرة التي تقدمها البنوك الإسلامية اليوم، إلا أنه وفي الوقت الذي تتطور فيه الصناعة المصرفية الإسلامية من خلال هذه الأساليب والمنتجات، لا تزال هناك مشكلة فيما يتعلق بالمنتجات المصرفية الإسلامية كالقيد المفروضة على المنتجات التي تستخدمها هذه البنوك كأسلوب للتمويل، ورغم أن حظر الفائدة أمر ضروري في المنتجات المصرفية الإسلامية إلا أنه يفرض الكثير من التقييد على عملها ومع ذلك هناك حاجة إلى أن يكون هنالك حل لهذه المشكلة لأن تقييد المنتج يؤدي إلى تقليل المردودية، إذ تعتبر هذه المسألة فجوة في المنتجات المصرفية الإسلامية وتحتاج إلى حل من خلال الابتكار خاصة في ظل الطلب الكبير على المنتجات الجديدة وتطوير المنتجات الحالية، وهو ما يجعل من الضروري للبنوك الإسلامية أن تبدأ الاستثمار في الأبحاث التي تركز على المنتجات الجديدة كأدوات للدخل المصرفي الإسلامي<sup>1</sup>، ويقدم الشكل رقم (1-05) توضيحاً لعقد الإستصناع.

الشكل رقم (1-05): عقد الإستصناع



Source : Herbert Smith, Guide De La Finance Islamique, OPP. Cit. P. 11.

<sup>1</sup> Kelly Holden, Islamic Finance, "Legal Hypocrisy" Moot Point, Problematic Future Bigger Concern, 25 Boston University International Law Journal, 2006, P. 352.

#### 4- مزايا عقد الإستصناع:

تعمل المصارف الإسلامية في ظل المنافسة الشديدة التي تشهدها في السوق المالي على تقديم صيغة الإستصناع بالطريقة المثلى التي تعظم منفعة العملاء وتمنحهم جاذبية أكبر لهذا العقد من خلال تزيينه بأكثر عدد ممكن من المزايا التي يمكن أن نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ تقسيط الثمن على فترة معقولة ووفق أقساط مريحة بناءً على نوع الإستصناع؛
- ✓ تقديم فترة سماح لتمكين العميل من التسديد قبل إنتهاء فترة العقد إن كان ذلك بإمكان المصرف؛
- ✓ إمكانية تقديم الإستشارات الهندسية للعميل إن أمكن ذلك؛
- ✓ مساهمة صيغة التمويل بالاستصناع في توفير حياة اجتماعية كريمة للمجتمع؛
- ✓ مراعاة تسير الدفعات المقدمة مع تسهيل وتسريع وتيرة الإجراءات.

#### الفرع الثالث: عقد الإجارة

تعد صيغة الإجارة أسلوب فاعل من أساليب التمويل التي تعتمد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية والتي استحدثتها من خلال تكييفها شرعياً مع العمليات المالية البنكية، حيث تمكنها بالموازاة مع العملاء من تحقيق مزايا وفوائد وأهداف تتناسب مع كل منها خاصة في ظل ما يشهده العالم من تطورات متسارعة، هذا ولا تقف صيغة الإجارة على كونها أسلوب تمويلي فقط بل تعتبر بمثابة نشاط تجاري يمارسه المصرف الإسلامي.

#### 1- تعريف عقد الإجارة

يقابل مصطلح الإجارة في العادة التأجير التقليدي، إلا أن نطاقه أوسع في المعنى فمن الناحية القانونية يعد عقد الإجارة بيع حق منفعة أو خدمة، أما مبدأ عقد الإجارة من الناحية الإسلامية فهو مستمد من القرآن الكريم لقوله تعالى ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ ۖ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ﴾ (سورة القصص: الآية 26) حيث من الممكن إيجاد العديد من المفاهيم لهذا العقد.

فيقصد بالإجارة أنها عقد يتم بموجبه تملك منفعة معلومة لأصل معين معلوم من قبل مالكه لطرف آخر مقابل عوض معلوم لمدة معلومة<sup>2</sup>.

وهناك من يرى أن الإجارة هي الشكل الإسلامي للتأجير، أين يقوم البنك الإسلامي بشراء المعدات الرأسمالية التي يختارها العميل ويريد تمويلها، ويأجرها له بموجب خطط تقسيط كما هو الحال في التأجير التقليدي، حيث يدفع العميل إيجاراً للبنك الإسلامي الذي يعد مالك حقيقي للأصل وفقاً لما يتفقان عليه، كما يلتزم البنك بممارسة جميع حقوق والتزامات المؤجر مثل الصيانة والتأمين والإصلاح، هذا وقد يكون هناك خيار لشراء الأصول في نهاية الإجارة المضمنة في العقود، ويزداد الطلب على

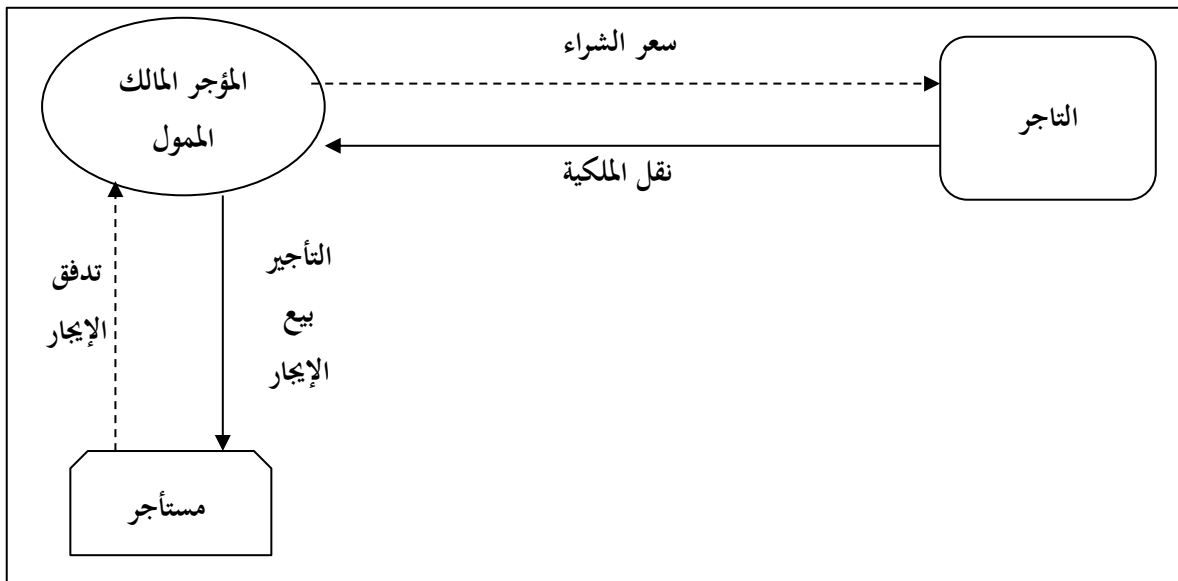
<sup>1</sup> Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice 2<sup>nd</sup> Edn, John Wiley & Sons, Asia, Op Cit, P. 86.

<sup>2</sup> Bashar H, Malkawi, Financial derivatives between Western Legal Tradition and Islamic Finance: A Comparative Approach, Journal of Banking Regulation, Vol. 15, No. 01, 2014, P. 41-55.

الإجارة حيث تعد في طريقها لتصبح أكثر الأدوات المالية الإسلامية شهرة باعتبارها توفر النهج المالي الإسلامي الملائم للتمويل المتوسط وطويل الأجل للأصول<sup>1</sup>.

وبصفة عامة يمكن القول إن الإجارة هي معاملة تمويل إسلامي يمكن وصفها ببيع المنفعة (الحق في استخدام أصل) لفترة زمنية محددة مما يجعلها صيغة ماثلة لعقد الإيجار في التمويل التقليدي، حيث يكمن أصلها في المعاملات التجارية التي أصبحت اليوم نمطاً من أنماط التمويل في عمليات الصيرفة الإسلامية، ويشمل عقد الإجارة طرفين أحدهما المستأجر الذي يؤجر الأصل لمدة معينة بسعر إيجار معين ومتفق عليه في وقت العقد، والآخر مؤجر يمتلك الأصل ويحتفظ بملكيته حتى خلال مدة التأجير مع الالتزام بمصاريف الصيانة والتأمين، ويلخص الشكل رقم (1-06) عقد الإجارة.

الشكل رقم (1-06): عقد الإجارة



Source : Herbert Smith, Guide De La Finance Islamique, OPP. Cit. P. 08.

## 2- شروط عقد الإجارة

تتمثل شروط عقد الإجارة فيما يلي<sup>2</sup>:

- إتمام العقد بن المؤجر بصفة كتابية ومفصلة بكتابة كل الشروط من وصف الأصل المعني بالإيجار وذكر مدة الإيجار وتحديد سعر الإيجار وتوضيح الجدول الزمني للدفع والغرض من استخدام الأصل المؤجر؛
- التعامل مع الأصل المؤجر على أساس أمانة محتفظ بها في عهدة المستأجر؛
- للمؤجر الحق في المطالبة بتعويض إذا لحق بالأصل المؤجر أي ضرر جراء إهمال المستأجر؛
- للمؤجر الحق في إلغاء العقد إذا فشل المستأجر في سداد أقساط الإيجار؛
- بقاء ملكية ومخاطر الأصل مع المؤجر خلال فترة الإيجار؛
- وجوب وجود الأصل المعني بالتأجير في وقت العقد؛

<sup>1</sup> Kettell, B. *The Islamic Banking and Finance Workbook*. United Kingdom: John Wiley & Sons, Incorporated, Op Cit, P. 78.

<sup>2</sup> James Simon Watkins, *Islamic Finance and Global Capitalism: An Alternative to the Market Economy*, Palgrave Macmillan, Op Cit, P. 70.

- للمؤجر الحق في إعادة التفاوض على شروط دفع الإيجار على النحو المتفق عليه في العقد؛
- وجوب صلاح الأصل المعني بالتأجير للإستخدام وتحقيق الغرض.

في نهاية مدة عقد الإيجار، يبحث البنك الإسلامي عن مستأجر آخر أو يجدد مع المستأجر السابق.

### 3- أنواع الإجارة

تقسم صيغة الإجارة إلى:

**3-1 الإجارة التشغيلية:** هو عقد إيجار يعتمد على مصلحة المستأجر في امتلاك أصل معين لفترة محددة، بشرط أن يتم إرجاع الأصل إلى مالكة المؤجر (البنك الإسلامي) في نهاية فترة الإيجار بحيث يمكن تأجير الأخير لطرف آخر أو في تحديد مع نفس المستأجر بالاتفاق المتبادل، وبمثل هذا النوع إلى أن يكون قصير الأجل نسبياً، يتحمل خلاله المؤجر تكاليف مثل الصيانة والتأمين والضرائب المتعلقة بالأصل، بينما يتحمل المستأجر بالإضافة إلى دفع الأقساط نفقات تشغيل الأصل مثل الكهرباء والماء لتنمية الأصول، كما يمكن أيضاً في مثل هذه الإيجارات أن يمتلك البنك الإسلامي الأصول لأسباب خاصة قد يكون أحدها هو الطلب العام على الأصول في السوق، وليس بناءً على طلب المستأجر، مما يعني أن البنك لن يشتري الأصول من أجل نقله لأشخاص محددين<sup>1</sup>.

ما يميز هذه الطريقة أن الأصل المملوك للبنك الإسلامي قد تم تأجيره مراراً وتكراراً حتى لا يبقى دون استعمال إلا لفترة قصيرة فقط ويتحمل البنك مخاطر ركود السوق وتباطؤ الطلب، وهذا يؤدي إلى مخاطر عدم استغلاله، وتصنف عقود الإيجار التشغيلية على النحو التالي<sup>2</sup>:

❖ **عقود الإيجار المعينة:** عقود الإيجار التي تكون محلها عقارات أو ممتلكات محددة أو غير ذلك مما يميزها عن عقود الإيجار الأخرى.

❖ **عقود الإيجار الموصوفة بالذمة:** هو عقد إيجار للمزايا الموصوفة من حيث الالتزامات والجودة المتفق عليها في الالتزامات مثل السيارة أو السفينة والتي تم وصفها في وصف غير محدد ولكن دقيق يمنع الصراع.

وتمر عملية التأجير التشغيلي بالمراحل التالية:

- ✓ قيام البنوك الإسلامية بشراء الأصول لأغراض التأجير بعد البحث عن متطلبات السوق؛
- ✓ عرض الأصول المشتراة للتأجير؛
- ✓ التفاوض مع المستأجرين المحتملين حتى يتم التوصل إلى اتفاق؛
- ✓ توقيع عقد إيجار مع المستأجر.

<sup>1</sup> Hoque, Mohammad Enamul, Nik Mohd Hazrul, Nik Hashim, Mohammad Hafizi Bin Azmi, Moderating effects of marketing communication and financial consideration on customer attitude and intention to purchase Islamic banking products: A conceptual framework: A conceptual framework, Journal of Islamic Marketing, Vol. 09, N. 04, 2017, P. 799-822.

<sup>2</sup> Uniform framework for Sukuk al-Ijarah – a proposed model for all madhahib, Journal of Islamic Accounting and Business Research, Vol. 08, N. 04, 2017, P. 420-454.

## 3-2- الاجارة المنتهية بالتملك (التأجير التمويلي)

تمنح هذه الصيغة المستأجر (العميل) حق الانتفاع بالعنصر المؤجر خلال فترة محددة، إلى جانب وعد المؤجر (البنك الإسلامي) بامتلاك الأصل (بند الإيجار) إلى المستأجر في نهاية مدة الإيجار أو خلال تلك الفترة بسعر السوق أو السعر المتفق عليه معاً أو بدون مقابل، ويتم استخدام هذا النوع من عقود الإيجار من قبل البنوك الإسلامية، حيث تقوم الأخيرة بتحصيل قيمة العقار المؤجر على أقساط خلال مدة الإيجار، لذا فإن هذا النوع من أقساط الإيجار أعلى من عقود الإيجار التشغيلي ومدة الإيجار تكون أطول لكن إذا تم القيام بأشياء وفقاً لرغبة المستأجر كإضافة جدران إلى المبنى، يتحمل المستأجر تكاليف التشغيل بالإضافة إلى المبلغ الرئيسي (التأمين والضرائب وما إلى ذلك)، ومع ذلك إذا كانت تكلفة رأس المال ضرورية للمستأجر للحصول على عائد على الأصل الذي يتحمله المؤجر في ذلك الوقت مثل انخيار جزء من مبنى مؤجر، فإن إصلاحه هو واجب المؤجر (البنك الإسلامي)<sup>1</sup>.

وتتم عملية التأجير المنتهية بالتملك في المراحل التالية<sup>2</sup>:

- تقديم العميل طلباً إلى بنك إسلامي لاستئجار أصل معين (مثل العقارات) بعد أن يشتريه البنك ويدفع ثمنه ويحدد في طلبه الأصول التي سيتم تأجيرها ومدة الإيجار؛
  - البحث في البنوك الإسلامية عن طلب العميل لتحديد درجة الامتثال لمعايير الإقراض والاستثمار المعمول بها في البنك؛
  - في حالة الموافقة يتم إخطار العميل بتفاصيل الموافقة والشروط والأحكام مثل فترة الإيجار وقيمة القسط؛
  - توقيع اتفاقية الإيجار بين البنك الإسلامي والعميل حسب الشروط المتفق عليها؛
  - توقيع تعهد من البنك للعميل بامتلاك الأصل المؤجر في نهاية مدة الإيجار؛
- في نهاية مدة عقد الإيجار، يقوم البنك الإسلامي بتخصيص الأصول للمستأجر.

## 4- مزايا عقد الإجارة:

عموماً توفر عملية التمويل بالإجارة عدة مزايا سواء بالنسبة للمؤجر أو المستأجر<sup>3</sup>:

## 4-1 المزايا المتعلقة بالمؤجر

- ✓ الاستثمار في الأصول دون التنازل عن الملكية وتحويل الأرباح فقط؛
- ✓ تحقيق عوائد جيدة ومضمونة نتيجة التدفق النقدي على مدى عمر العقد؛
- ✓ التقليل من حدة التقلبات الاقتصادية لأصحاب العقارات؛
- ✓ التخفيف من مخاطر الائتمان من أجل الاسترداد الفوري للأصول في حالة تعثر المقترض.

<sup>1</sup> Finance And Banking: Islamic Banking: Sharia Compliant Products Demanded, Africa Research Bulletin: Economic, Financial and Technical Series Oxford, Vol. 44, N. 06, 2007, P. 17444C-17445B.

<sup>2</sup> Yahia Abdul-Rahman, The Art of Islamic Banking and Finance, Tools and Techniques for Community-Based Banking, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, USA, 2010, P. 5

<sup>3</sup> Natalie Schoon, Modern Islamic Banking: Products and Processes in Practice, John Wiley & Son, Chichester, West Sussex, UK, 2016, P. 113.

## 4-2 المزايا المتعلقة بالمستأجر

- ✓ امتلاك واستخدام الأصول التي يريدونها دون الحاجة إلى ضخ سيولة كبيرة؛
- ✓ الربح من الأصول المؤجرة في ظل الظروف الاقتصادية غير المستقرة؛
- ✓ تجنب مخاطر الملكية على الرغم من امتلاك الأصول واستغلالها؛
- ✓ اعتماداً على نوع عقد الإيجار، قد يكون المستأجر قادراً على امتلاك الأصل في نهاية مدة الإيجار (إجارة منتهية بالتملك).

## رابعاً: الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية أهم منتجات الصيرفة الإسلامية من حيث الحجم حيث تتيح لمصدرها الحصول على التمويل المرغوب، وهو ما يمكنها من المساهمة في التواجد الغير المسبوق للصيرفة الإسلامية في السوق المالية العالمية، إذ بلغ الإصدار العالمي للصكوك عشرات المليارات من الدولارات حيث باتت في طريقها لتجاوز جميع المعاملات المصرفية الإسلامية من حيث الحجم.

### 1- تعريف الصكوك الإسلامية:

باعتبار الصكوك الإسلامية أداة حيوية من أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي، فقد عرفت الكثير من المفاهيم التي حاولت شرحها على غرار مفهوم الصكوك الذي يتناول الجانب اللغوي والذي يشير إلى أن الصك كلمة فارسية معربة تعني الشهادة أو الوثيقة أو المستند<sup>1</sup>.

وقد أُطلق على الصكوك أنها شهادات أو وثائق متساوية القيمة، إسمية أو لحاملها، وتمثل حقوق ملكية شائعة ومشروعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو خليطاً من ذلك، قابلة للتداول بشروط معينة، يشترك حملتها في أرباح الموجودات التي تمثلها وخسائرها<sup>2</sup>.

كما تعرف الصكوك الإسلامية أو ما يسمى بالأوراق الإسلامية بأنها إصدار مستندات رسمية وشهادات مالية مساوية لقيمة الحصة المشتركة في الممتلكات، سواء كانت فوائد أو حقوقاً أو مزيجاً منها أو مبلغ من المال أو دين، حيث تكون هذه الملكية قائمة فعلياً أو في طور الإنشاء، ويتم إصدارها بعقد شرعي ملتزم بأحكامه<sup>3</sup>.

فيما يرى البعض بأن الصكوك الإسلامية عبارة عن شهادات ائتمانية تقابل الصكوك التقليدية مع مراعاة أن الصك الإسلامي ملكية شائعة في أصل أو منفعة وبالتالي فهو متوافق مع القاعدة الاقتصادية الإسلامية التي تحرم الربا المتمثل في ضمان عوائد ثابتة بغض النظر عن الربح أو الخسارة، فالصكوك الإسلامية تدر الربح لمالكها مقابل تجارة معينة أو تأجير لأصل أو لغيره من أنواع الصكوك المتاحة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية: الصكوك: حقيقتها وضوابطها وقضاياها الشرعية، إسلامية المعرفة، السنة السادسة عشر، العدد 16، رقم 62، 2010، ص. 109-142.

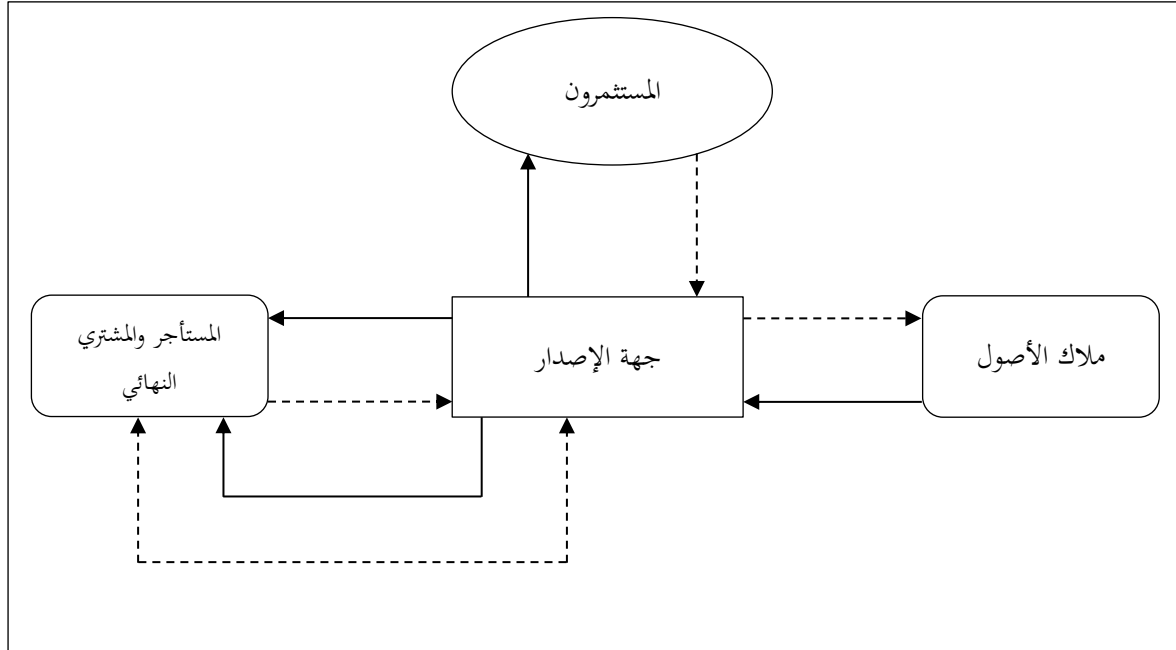
<sup>2</sup> Abul Hassan, Sabur Mollah, Islamic Finance: Ethical Underpinnings, Products, and Institutions, Palgrave Macmillan, Op Cit, P. 97.

<sup>3</sup> Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, Op Cit, P. 221.

<sup>4</sup> Nafis Alam, Lokesh Gupta and Bala Shanmugam, Islamic Finance: A Practical Perspective, Palgrave Macmillan, Op Cit, P. 61.

ويمكن القول بناءً على ما سبق أن الصكوك الإسلامية هي أدوات مالية تتيح الوصول إلى أسواق رأس المال وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً، وتصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية، والشكل رقم (1-07) يلخص الصكوك الإسلامية.

الشكل رقم (1-07): الصكوك الإسلامية



Source : Herbert Smith, Guide De La Finance Islamique, OPP. Cit. P. 08.

### أنواع الصكوك الإسلامية:

تقسم الصكوك الإسلامية إلى عدة أصناف وهي<sup>1</sup>:

**صكوك المراجحة:** هي مستندات متعادلة القيمة صادرة لشراء سلع المراجحة التي تصبح مملوكة لحامل الصك، حيث تصدر عن التجار أو وكلائهم بغرض شراء البضائع ثم يتم بيعها في السوق، ويتم التعبير عن عوائد الصكوك بالفرق بين سعر شراء السلعة وبيعها في السوق.

**صكوك المقارضة:** هي أداة استثمارية تقسم رأس مال القرض (المضاربة) بإصدار سند ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدة معادلة (مضاربة) ومسجلة باسم ملاكها الذين يعتبرون أصحاب أسهم عادية في المضاربة وما يتحول إلى رأسمال يتناسب مع ملكية كل منهم فيه.

حيث أن هذه السندات أو الصكوك تعتمد على المضاربة في فقها لأنها تمثل حصصاً مشتركة في رأس المال المضارب بقيمة معادلة وتتوافق مع شروط عقد المضاربة بالعرض والقبول ومعرفة رأس المال ونسبة الربح.

**صكوك المشاركة:** وهي صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال الشركة، وهي لا تختلف عن صكوك المقارضة إلا لتنظيم العلاقة بين المصدر الراعي للصكوك وحاملي الصكوك، ويمكن للإدارة تشكيل لجنة يشير إليها المشاركون عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

<sup>1</sup> James Simon Watkins, Islamic Finance and Global Capitalism: An Alternative to the Market Economy, Palgrave Macmillan, Op Cit, P. 94:96.



**صكوك السلم والاستصناع:** صكوك السلم هي صكوك تباع المواد التي تم طلبها مؤخرًا بأسعار معجلة، لذلك إذا تم إصدار هذه الصكوك من قبل البائع أو المشتري فلن يتم بيع الصكوك أو التفاوض بشأنها ولكنها ستبقى حتى تاريخ الاستحقاق.

أما صكوك الاستصناع هي سند معادل يتم من خلاله استخدام حصيلة الاكتتاب لتصنيع البضائع عند إصدارها، والسلع المصنعة مملوكة لحامل الصكوك، فإذا حصل الصانع أو المقاول أو وكيل أي منهم على قيمة الصك ثم شرع في تصنيع المنتج وفقًا للمواصفات وتسليمه خلال المدة المتفق عليها، يمكن للمقاول التفاوض مع الشركة المصنعة بشأن طرق التمويل المختلفة كأقساط وما إلى ذلك، حيث يصبح حاملو الصكوك مالكي السلع المصنعة.

**صكوك الإجارة:** تم تعريفها من قبل الأكاديمية الدولية للشرعة الإسلامية على أنها سند ملكية لسهم عادي أو سندات ذات قيمة معادلة تمثل سند ملكية أو عائد للأسهم العادية.

**صكوك التنمية:** يمكن تطوير الصكوك كوسيلة لجذب الودائع قصيرة الأجل لتمويل مشاريع البنية التحتية من خلال توريق بعض الأصول المملوكة للدولة وتقديمها للمستثمرين على شكل صكوك، وذلك لجذب موارد نقدية حقيقية لتمويل بعض المشاريع الرأسمالية الحكومية، وخاصة مشاريع البنية التحتية.

**صكوك السلم قصيرة الأجل:** وهي وحدات استثمارية في عملية مضاربة حيث يشتري البنك المركزي بصفته مديرًا لمحفظة صكوك السلم الإسلامية أصولًا (مثل النفط) من الحكومة في صورة سلم بحيث تدفع المحفظة سعر الأصل في وقت سابق، بينما يتم استلامه في وقت لاحق.

### المطلب الثالث: مؤسسات التمويل الإسلامي

ساهم إنشاء العديد من المؤسسات المستقلة المسؤولة عن ترويج المنتجات المالية الإسلامية ومواءمتها إلى حد كبير في نمو التمويل الإسلامي من خلال وضع القواعد وإملاء الممارسات السليمة، حيث قامت بتقييد التجارب السلبية ثم تطوير بيئة مواتية لنجاح القطاع، وقد ساهم تطوير إطار قانوني دقيق في ذلك إلى حد كبير، كان هذا هو الحال بالنسبة لجميع المجالات الأساسية للنشاط المالي الإسلامي: المحاسبة، والحوكمة، ومراقبة المخاطر، والرقابة الداخلية، وتنفيذ وإدارة العقود، ويبرز على الساحة ثلة من أهم مؤسسات التمويل الإسلامي والمتمثلة في:

### الفرع الأول: البنك الإسلامي للتنمية<sup>1</sup>

البنك الإسلامي للتنمية بنك تنموي متعدد الأطراف يعمل على تحسين حياة أولئك الذين يخدمهم من خلال تعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية في البلدان والمجتمعات الإسلامية في جميع أنحاء العالم وإحداث التأثير على نطاق واسع.

### أولاً: نشأة البنك الإسلامي للتنمية

تأسس البنك الإسلامي للتنمية عام 1973 في جدة (المملكة العربية السعودية) من قبل مؤتمر وزراء مالية في البلدان الإسلامية، وواصل البنك الإسلامي للتنمية لعب دور رئيسي في تطوير التمويل الإسلامي، حيث امتد بحلول نهاية عام 2008 التأثير المباشر للبنك الإسلامي للتنمية إلى 57 دولة، وأصبح بنك تنموي متعدد الأطراف يحدث التغيير على نطاق واسع بفضل المقومات التي يحوزها والمتمثلة فيما يلي:

<sup>1</sup> www.isdb.org

- ❖ توفير بنية تحتية لتمكين الناس من تحقيق حياة أفضل وتحقيق إمكاناتهم كاملة؛
- ❖ يضم البنك الإسلامي للتنمية في عضويته 57 بلداً في أربع قارات، يلمس من خلالها حياة شخص من كل خمسة أشخاص من سكان العالم؛
- ❖ يعد بنك التنمية الإسلامي أحد أكثر بنوك التنمية المتعددة الأطراف الفاعلة في العالم، إذ يعتبر قائد عالمي في التمويل الإسلامي بتصنيف AAA، وأصول تشغيلية تتجاوز 16 مليار دولار أمريكي ورؤوس أموال مكتتب بها تبلغ 70 مليار دولار أمريكي؛
- ❖ يعتبر بنك التنمية الإسلامية مؤسسة مالية عالمية بها مراكز رئيسية في المغرب وماليزيا وكازاخستان والسنغال ومكاتب وسيطة في مصر وتركيا وإندونيسيا وبنغلاديش ونيجيريا؛
- ❖ يركز بنك التنمية الإسلامية على تعزيز التعاون بين الدول الأعضاء في بيئة غير سياسية فريدة، كما يركز على تحسين وضع الإنسانية.

#### ثانياً: ركائز بنك التنمية الإسلامية

يرتكز بنك التنمية الإسلامي على خمس أنشطة رئيسية وهي:

- بناء الشراكات بين الحكومات والقطاع الخاص والمجتمع المدني من خلال الشراكات بين القطاعين العام والخاص؛
- إضافة قيمة إلى اقتصادات ومجتمعات الدول النامية من خلال زيادة المهارات وتبادل المعرفة؛
- التركيز على العلوم والتكنولوجيا والابتكار لإيجاد حلول لأصخم تحديات التنمية في العالم، من خلال تعزيز الاتصال والتمويل والتركيز على أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة؛
- تعزيز التنمية العالمية القائمة على هياكل تمويل أخلاقية مستدامة وطويلة الأمد مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية على المدى الطويل وهياكل التمويل المستدام والأخلاقي، بصفته رائد من الرواد العالميين في التمويل الإسلامي؛
- تعزيز التعاون بين دولنا الأعضاء في بيئة غير سياسية فريدة من نوعها، حيث نجمع سوية للتركيز على تحسين أوضاع الإنسانية.

#### الفرع الثاني: مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)<sup>1</sup>

يعتبر مجمع الفقه الإسلامي الدولي واحداً من أهم المرجعيات الفقهية العالمية التي تلجأ إليها دول العالم الإسلامي والمجتمعات المسلمة خارج العالم الإسلامي من أجل بيان الأحكام الشرعية في القضايا التي تهم المسلمين وتقديم الحلول المناسبة لمشكلات الحياة المعاصرة انطلاقاً من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة والتراث الإسلامي الزاخر المنفتح على تطور الفكر الإسلامي.

#### أولاً: نشأة مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)

تأسس مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي تنفيذاً لقرار صادر عن مؤتمر القمة الإسلامي الثالث الذي انعقد في مكة المكرمة عام 1401 هـ الموافق 1981م، ويقع مقر معهد الفقه الإسلامي الدولي في جدة، وهو مجلس شرعي يضم فقهاء مسلمين أعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي ويتمثل دورها في دراسة وصياغة الآراء القانونية مثل الخروج من الموقف المشترك المتخذ في مسائل الاقتصاد والتمويل والمصارف يركز بشكل كبير على القضايا الاقتصادية أو المالية، ويلتزم أعضاؤه بشكل خاص

<sup>1</sup> www.iifa-aifi.org

بدراسة المعاملات، وهو سبب لجوء العديد من مجالس الشريعة في المؤسسات المالية الإسلامية إلى IIFA لضمان الامتثال لقواعد التشغيل الخاصة بها.

### ثانياً: أهداف مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)

يهدف مجمع الفقه الإسلامي الدولي إلى:

- ✓ تحقيق التلاقي الفكري والتكامل المعرفي بين فقهاء المذاهب الإسلامية المعتمدة والمتخصصين في مجالات المعرفة والعلوم الإنسانية والاجتماعية، والعلوم الطبيعية والتطبيقية بغية بيان الموقف الشرعي من مشكلات الحياة المعاصرة؛
- ✓ تشجيع الاجتهاد الجماعي في قضايا الحياة المعاصرة، ومشكلاتها، بهدف تقديم الحلول النابعة من الشريعة الإسلامية وبيان الاختيارات المقبولة من بين الآراء المتعددة في المسألة الواحدة، مراعاة لمصلحة المسلمين -أفراد وجماعات ودولاً- بما يتفق مع الأدلة، ويحقق المقاصد الشرعية؛
- ✓ التنسيق بين جهات الفتوى والهيئات الفقهية والمجالس الإسلامية في العالم الإسلامي وخارجه من أجل تجنب التناقض والتضاد في الآراء إزاء المسألة الواحدة، وخاصة المسائل العامة التي تعم بها البلوى؛
- ✓ نبذ التعصب المذهبي، والغلو في الدين، وتكفير المذاهب وأتباعها بنشر روح الاعتدال والوسطية والتسامح بين أتباع المذاهب والفرق الإسلامية المختلفة؛
- ✓ الرد على الفتاوى التي تخالف ثوابت الدين، وقواعد الاجتهاد المعتمدة، وما استقر من مذاهب العلماء بغير دليل شرعي معتبر؛
- ✓ الاستجابة المباشرة لدواعي إبداء الرأي الشرعي وترجمته في مستجدات الحياة، والتحديات التي تواجه الأمة الإسلامية، وفي الوثائق التي تصدرها منظمة التعاون الإسلامي والمنظمات الدولية في تلك المجتمعات غير المسلمة؛
- ✓ إفتاء الجماعات والمجتمعات المسلمة خارج دول العالم الإسلامي بما يحفظ قيم الإسلام، وثقافته، وتقاليده، حفاظاً على هويتهم الإسلامية مع الالتزام بمقتضيات المواطنة والإقامة في تلك المجتمعات غير المسلمة؛
- ✓ تشجيع التعاون والتكامل والمقاربة بين فقهاء المذاهب الإسلامية المتعددة فيما هو معلوم من الدين بالضرورة، تعظيماً للجوامع، واحتراماً للفروق، والتزاماً بأداب فقه الاختلاف، وأهمية الاستئناس بآراء المذاهب عند إصدار المجمع فتاواه وقراراته؛
- ✓ العمل على تحديد الفقه الإسلامي بتنميته من داخله، وتطويره من خلال ضوابط الاستنباط، والقواعد، والأدلة، والمقاصد؛
- ✓ الحوار البناء مع أتباع الأديان والثقافات الأخرى بهدف التعاون فيما يحقق خير المجتمع الإنساني، وذلك بالتنسيق مع الأمانة العامة لمنظمة التعاون الإسلامي.

### الفرع الثالث: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

تسعى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية جاهدة لتحديد معايير محاسبية مشتركة وتطوير التدقيق وتحسين الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> www.aaofii.com

## أولاً: نشأة هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي إحدى أبرز المنظمات الدولية غير الربحية الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية، تأسست عام 1990م بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية في الجزائر، ثم تم تسجيل الهيئة عام 1991م في مملكة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة، لها منجزات مهنية بالغة الأثر على رأسها إصدار 100 معياراً حتى الآن في مجالات المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحوكمة بالإضافة إلى المعايير الشرعية التي اعتمدتها البنوك المركزية والسلطات المالية في مجموعة من الدول باعتبارها إلزامية أو إرشادية، كما تحظى الهيئة بدعم عدد من المؤسسات الأعضاء، من بينها المصارف المركزية والسلطات الرقابية والمؤسسات المالية وشركات المحاسبة والتدقيق والمكاتب القانونية من أكثر من 45 دولة، وتطبق معايير الهيئة حالياً المؤسسات المالية الإسلامية الرائدة في مختلف أنحاء العالم، والتي وفرت درجة متقدمة من التجانس للممارسات المالية الإسلامية على مستوى العالم.

## ثانياً: دور هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

يرتكز دور هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالأساس على:

- ❖ تحقيق المعيرة والتجانس بين الممارسات المالية الإسلامية الدولية والتقارير المالية للمؤسسات المالية بالتوافق مع أحكام الشريعة ومبادئها؛
  - ❖ توفير الأدلة الإرشادية اللازمة لعمل الأسواق المالية الإسلامية واعداد التقارير المالية بصورة موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها. بالإضافة إلى وضع المعايير للمؤسسات المالية الإسلامية بما يدعم نمو الصناعة وتطورها؛
  - ❖ إصدار خمسة أنواع من المعايير بمجموع الصادر منها حتى الآن 98 معياراً، تفصيلها على النحو الآتي:
- معيارين أخلاقيين؛
  - ثمانية وخمسون معياراً شرعياً؛
  - سبعة معايير حوكمة؛
  - ستة وعشرون معياراً محاسبياً؛
  - خمسة معايير مراجعة.

## الفرع الرابع: مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)

مجلس الخدمات المالية الإسلامية هو هيئة دولية واضحة للمعايير، تهدف إلى تطوير وتعزيز متانة صناعة الخدمات المالية الإسلامية واستقرارها، وذلك بإصدار معايير احترازية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم بصفة عامة قطاعات الصيرفة الإسلامية، وأسواق المال، والتكافل (التأمين الإسلامي). كما يقوم مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنشطة بحثية، وتنسيق مبادرات حول القضايا المتعلقة بهذه الصناعة، فضلاً عن تنظيم حلقات نقاشية وندوات ومؤتمرات علمية للسلطات الرقابية وأصحاب المصالح المهتمين بهذه الصناعة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> www.ifsb.org

## أولاً: نشأة مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)

افتتح مجلس الخدمات المالية الإسلامية الذي يقع مقره في كوالالمبور رسميًا في 3 نوفمبر عام 2002، وبدأ عمله في 10 مارس عام 2003، حيث يعمل بوصفه هيئة دولية واضحة للمعايير للهيئات التنظيمية والرقابية، التي لها مصلحة مباشرة في ضمان سلامة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية التي تضم بصفة عامة قطاعات المصرفية، وأسواق رأس المال، والتأمين. وفي إطار تأدية مهمته، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية على تطوير صناعة خدمات مالية إسلامية تتسم بالشفافية، من خلال إصدار معايير جديدة، أو تكييف المعايير الدولية القائمة المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، والتوصية باعتمادها. ويعد عمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية مكملًا لعمل لجنة بازل للرقابة المصرفية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، والاتحاد الدولي للمشرفين على التأمين.

وقد وصل أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية حتى ديسمبر 2021 تعداد 187 عضوًا من 81 سلطة تنظيمية ورقابية، و10 منظمات حكومية دولية، و96 مؤسسة فاعلة في السوق (المؤسسات المالية والشركات المهنية والاتحادات النقابية) تعمل في 57 دولة.

## ثانياً: أهداف مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)

تتمثل أهداف مجلس الخدمات المالية الإسلامية بالآتي:

- ❖ العمل على تطوير صناعة خدمات مالية إسلامية على نحو قوي وشفاف، من خلال تقديم معايير جديدة أو ملائمة معايير دولية قائمة، متسقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- ❖ تقديم الإرشاد حول آليات الإشراف والرقابة الفعالة للمؤسسات التي تقدم منتجات مالية إسلامية، والعمل على تطوير معايير لصناعة الخدمات المالية الإسلامية للمساعدة في تحديد وقياس وإدارة المخاطر والإفصاح عنها، مع الأخذ في الاعتبار المعايير الدولية المعنية، لاسيما حسابات الدخل والنفقات؛
- ❖ التواصل والتعاون مع المنظمات الدولية المختلفة التي تضع حالياً معايير لاستقرار وتقوية الأنظمة النقدية والمالية الدولية، فضلاً عن التواصل والتعاون مع منظمات الدول الأعضاء؛
- ❖ تحسين وتنسيق المبادرات الرامية إلى تطوير الآليات والإجراءات، التي تساعد على القيام بالعمليات، خاصة إدارة المخاطر؛
- ❖ تشجيع التعاون بين الدول الأعضاء في تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية؛
- ❖ العمل على تدريب وتنمية مهارة الموارد البشرية، فيما يتعلق بالرقابة الفعالة لصناعة الخدمات المالية الإسلامية؛
- ❖ إعداد الأبحاث ونشر الدراسات والاستطلاعات عن صناعة الخدمات المالية الإسلامية؛
- ❖ تأسيس قاعدة بيانات للمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية وخبراء صناعة الخدمات المالية الإسلامية؛
- ❖ أي أهداف أخرى قد يوافق عليها الجمعية العامة لمجلس الخدمات المالية الإسلامية من وقت لآخر.

## الفرع الخامس: السوق المالي الإسلامي الدولي (IFSB)

يهدف السوق المالي الإسلامي الدولي إلى تحديد الإطار المفاهيمي الضروري لتطوير سوق المال حول رأس المال الإسلامي، وفيما يتعلق بمسألة السيولة، وتقديم إجابات لإنشاء سوق ثانوي يفضي إلى التفاوض على الأدوات الإسلامية.<sup>1</sup>

### أولاً: نشأة السوق المالي الإسلامي الدولي (IFSB)

تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية بموجب المرسوم الملكي رقم (23) لسنة 2002 لمملكة البحرين كمجموعة محايدة وغير ربحية لتطوير البنية التحتية، ويستضيفها مصرف البحرين المركزي في المنامة، وتضم في عضويتها ستة أعضاء مؤسسين وهم:

- مصرف البحرين المركزي؛
- بنك ماليزيا المركزي؛
- بنك السودان المركزي؛
- بنك إندونيسيا المركزي؛
- البنك الإسلامي للتنمية السعودي؛
- هيئة النقد في بروناي دار السلام (وزارة المالية سابقاً).

### ثانياً: دور السوق المالي الإسلامي الدولي (IFSB)

يقوم السوق المالي الإسلامي الدولي بالتركيز على تقديم خدمات محددة ذات قيمة عالية للصناعة المالية الإسلامية من خلال ما يلي:

- إيجاد بيئة نشطة ومنظمة تنظيماً جيداً لتدفقات رأس المال التجارية من خلال مجموعة كاملة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية على الصعيد الدولي؛
- تحقيق الرؤية من خلال تحفيز كل من البنية التحتية التجارية الوطنية والدولية، وابتكار المنتجات وتدفق المعلومات ضمن معايير ومبادئ توجيهية قوية وشفافة ومنظمة بشكل جيد، وتعزيز القبول والتكامل مع الأسواق الرئيسية؛
- تطوير الوثائق المالية الموحدة، وتأكيدات المنتجات المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك أيضاً تطوير مذكرات إرشادية تشغيلية للوثائق وتأكيدات المنتجات المنشورة خدمة لصناعة المالية الإسلامية؛
- نشر وثائق مالية عملية وتأكيدات المنتجات جاهزة للاستخدام على مستوى العالم متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وأيضاً نشر مذكرات إرشادية تشغيلية ذات صلة بالوثائق وتأكيدات المنتجات المنشورة بالإضافة إلى اعتمادات الهيئة الشرعية وكذلك الآراء القانونية الخاصة بالولاية القضائية؛
- خلق وعي بالصناعة المالية الإسلامية وتبادل المعرفة الفنية عن معايير السوق المالية الإسلامية الدولية من خلال تنظيم ندوات وورش عمل فنية وعقد اجتماعات تشاورية ذات صلة بمواضيع محددة في الصناعة المالية الإسلامية؛
- نشر تقرير الصكوك السنوي وأوراق المفاهيم بين الفينة والأخرى حول مواضيع محددة.

<sup>1</sup> www.iifm.net

## الفرع السادس: مركز إدارة السيولة (LMC)

يعبر مركز إدارة السيولة عن تعاون بين أكبر ثلاثة بنوك إسلامية في الخليج العربي وهي بنك البحرين الإسلامي وبنك دبي الإسلامي وبيت التمويل الكويتي بهدف إنشاء سوق نقود بين البنوك ورسم الخطوط العريضة لسوق ثانوي مع الالتزام بالشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

### أولاً: نشأة مركز إدارة السيولة (LMC)

مركز إدارة السيولة هو بنك إسلامي تم تأسيسه في يوليو 2002 خاضع لرقابة مصرف البحرين المركزي، يهدف إلى توفير التمويل الإسلامي الأمثل والحلول الاستثمارية التي تساهم في نمو سوق رأس المال الإسلامي، ويلتزم مركز إدارة السيولة بلعب دور رئيسي في إنشاء سوق إسلامي نشط وموسع جغرافياً بين البنوك والذي سيساعد المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة السيولة قصيرة الأجل، حيث أن إنشاء مثل هذا السوق بين البنوك سوف يزيد من تسريع عملية تطوير قطاع الصيرفة الإسلامية بالإضافة إلى ذلك ستجذب الأصول من الحكومات والمؤسسات المالية والشركات في كل من القطاعين العام والخاص في الأسواق المستهدفة الرئيسية، والعمل على توريق الأصول التي يتم الحصول عليها من مصادر إلى أوراق مالية قابلة للتحويل بسهولة أو تنظيمها في أدوات استثمار مبتكرة أخرى.

### ثانياً: دور مركز إدارة السيولة (LMC)

يقوم مركز إدارة السيولة بدور فعال في سوق التمويل الإسلامي الأساسي والثانوي من خلال:

- ✓ تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة عدم تطابق السيولة لديها من خلال استثمارات سائلة قصيرة ومتوسطة الأجل مهيكلية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية؛
- ✓ تسهيل استثمار الأموال الفائضة مع البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في أدوات مالية عالية الجودة قصيرة ومتوسطة الأجل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- ✓ تقديم أدوات مالية مبتكرة وقابلة للتكيف وقابلة للتداول ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية على المدى القصير والمتوسط للمؤسسات المالية الإسلامية بالإضافة إلى تقديم خدمات استشارية إسلامية بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر مجالات التمويل المهيكل وتمويل المشاريع وتمويل الشركات؛
- ✓ ينصب تركيز البنك على توفير فرص تمويل طويلة الأجل كما يركز أيضاً على تطوير فرص استثمارية قصيرة الأجل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يعد البنك رائداً في هيكل برنامج الصكوك قصيرة الأجل، وهو منتج لإدارة السيولة منخفضة المخاطر وقابل للتداول يوفر للمستثمرين فرصة للاستثمار في الصكوك قصيرة الأجل؛
- ✓ توفير مجموعة متنوعة من أدوات الصكوك الحكومية والصكوك السيادية المدعومة بالأصول التي يتم ترتيبها وإدارتها من قبل مركز إدارة السيولة وجهات تنظيم معترف بها أخرى لتأمين فترات السداد الشهرية، حيث يعد برنامج الصكوك قصيرة الأجل أول منتج صكوك معاد تجميعه يتم طرحه في سوق الصيرفة الإسلامية.

<sup>1</sup> www.lmc Bahrain.com

## الفرع السابع: المركز الإسلامي الدولي للصلح والتحكيم (IICRA)

أضحى المركز الإسلامي الدولي للصلح والتحكيم أحد أهم مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية والذراع القانوني لها، مشكلاً بذلك المنصة الدولية المثالية المتخصصة في فض النزاعات المصرفية والمالية والتجارية بما لا يخالف مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية الغراء عبر الصلح والتحكيم المؤسسي ووفق أفضل الممارسات والمعايير المعتمدة دولياً.<sup>1</sup>

### أولاً: نشأة المركز الإسلامي الدولي للصلح والتحكيم (IICRA)

جاء تأسيس المركز الإسلامي الدولي للصلح والتحكيم بتاريخ 26 صفر 1426 هـ الموافق 5 إبريل 2005م، حيث استوجب افتتاح المركز عدة مراحل دامت ثلاث سنوات تقريباً عهد خلالها لمكتب (ارنست أند يونج) دراسة جدوى تأسيس المركز حيث خلصت الدراسة إلى وجود فراغ مؤسسي في مجال التحكيم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

وجاء تأسيس المركز بتضافر جهود كل من البنك الإسلامي للتنمية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ودولة الإمارات العربية المتحدة بصفتها دولة المقر لخدمة الصناعة المالية الإسلامية في أبعادها الفنية والشريعة، وعلى ضوء الخبرة التي كسبها المركز منذ انطلاقه نشاطه في يناير 2007 يضع المركز على ذمة المحكمين قائمة من المحكمين والخبراء بأحكام الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية ويتمتعون بالسمعة الحسنة والنزاهة، كما يقدم المركز عدة خدمات قانونية وشرعية مساندة للصناعة المالية، هذا وقد عرف اجتماع الجمعية التأسيسية للمركز حضور أكثر من سبعين جهة إسلامية من مختلف الدول الإسلامية الأعضاء في منظمة التعاون الإسلامي.

### ثانياً: أهداف المركز الإسلامي الدولي للصلح والتحكيم (IICRA)

يهدف المركز لتمكين كافة المتعاملين في الصناعة المالية الإسلامية سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو اعتباريين من فض نزاعاتهم المصرفية والمالية والتجارية والعقارية والاستثمارية عبر الصلح والتحكيم المؤسسي المتخصص والقادر على التكييف الشرعي والقانوني السليم للمعاملات المالية، كما يجنبهم مدد التقاضي الطويلة وتكاليفها العالية، لذا فإن المركز يهدف إلى:

- بحث مساعي الصلح لفض النزاعات وإدارته مؤسسياً حتى إبرام وثيقة الصلح؛
- إدارة الدعاوي التحكيمية وفق أفضل الممارسات الدولية عبر قواعد التحكيم المعتمدة؛
- اتخاذ كافة التدابير اللازمة لفض النزاعات المصرفية والمالية والتجارية بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية؛
- توفير قوائم محكمين وخبراء في الصناعة المالية الإسلامية بلغات عدة وفي كافة المجالات؛
- نشر ثقافة التحكيم المتخصصة في المعاملات المالية الإسلامية عبر تنظيم الفعاليات العلمية؛
- نشر الدراسات وتقديم المشورة القانونية ذات الصلة بنشاط المركز وأهدافه الداعمة للصناعة المالية الإسلامية.

## الفرع الثامن: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)<sup>2</sup>

يعتبر المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية منظمة غير ربحية تهدف لتعزيز التمويل الإسلامي وتعمل على رفع الوعي بموضوعات الخدمات المالية الإسلامية من خلال الندوات التي تجريها مع وسائل الإعلام وتنظيم المنتديات والمناقشات الدولية.

<sup>1</sup> www.iicra.com

<sup>2</sup> www.cibafi.org



### أولاً: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)

المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية هو منظمة دولية تابع لمنظمة التعاون الإسلامي تأسس في عام 2001 ومقره الرئيسي في مملكة البحرين، ويمثل المجلس العام المظلة الرسمية للصناعة المالية الإسلامية على مستوى العالم، ويهدف إلى دعم وتطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية وحمايتها، ودعم التعاون بين أعضاء المجلس العام والمؤسسات المالية الأخرى ذات الاهتمام والأهداف المشتركة.

ويضم المجلس العام في عضويته أكثر من 130 مؤسسة مالية، موزعة على أكثر من 30 دولة حول العالم، تضم أهم الفاعلين في السوق المالية الإسلامية، ومؤسسات دولية متعددة الأطراف، ومؤسسات وجمعيات مهنية في الصناعة ويعرف بأنه أحد المنظمات واللبنات الرئيسة في بنية المالية الإسلامية.

### ثانياً: أهداف المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)

يهدف المجلس العام إلى دعم صناعة الخدمات المالية الإسلامية من خلال تمثيلها والدفاع عنها فيما يخص السياسات الرقابية والمالية والاقتصادية التي تصب في المصلحة العامة لأعضائه ودعم تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية من خلال تعزيز أفضل الممارسات. وعليه، تستند أعمال المجلس العام على الأهداف الاستراتيجية التالية:

- ❖ دعم القيمة المضافة للصيرفة الإسلامية والسياسات والنظم الرقابية؛
- ❖ دمج الابتكار والاستدامة؛
- ❖ إصدار البحوث والمنشورات ذات الصلة بالتمويل الإسلامي؛
- ❖ التطوير المهني.

### الفرع التاسع: الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة (IILM)

الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة (الهيئة) هي مؤسسة عالمية أسستها بنوك مركزية ومنظمة متعددة الأطراف لإنشاء وإصدار أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لتسهيل إدارة سيولة إسلامية فعالة عبر الحدود.<sup>1</sup>

### أولاً: نشأة الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة (IILM)

تأسست في 25 أكتوبر 2010، وتهدف إلى تعزيز تدفقات الاستثمار عبر الحدود والروابط الدولية والاستقرار المالي من خلال إنشاء أدوات مالية أكثر سيولة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية.

ويقع مقر الهيئة في كوالالمبور بماليزيا، ولديها عضوية متنوعة تشمل البنوك المركزية لعدد من الدول، وهي إندونيسيا والكويت وماليزيا وموريشيوس ونيجيريا وقطر وتركيا والإمارات العربية المتحدة بالإضافة إلى المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص، كما تمهد الهيئة الطريق لإيجاد حل تعاوني عبر الحدود وفريد من نوعه لمشكلة مشتركة عابرة للحدود.

وقد تم تصميم الهيئة لتكون في مقدمة المنحى ولدعم البنوك الإسلامية في حالة حدوث أزمة سيولة، وبإمكانية مد المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية بخيارات الحصول على أدوات سيولة عالية التصنيف.

<sup>1</sup> www.iilm.com

## ثانيا: دور الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة (IILM)

تقوم الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة بدور فعال في سوق المالي الإسلامي من خلال:

- ✓ تسهيل إدارة السيولة عبر الحدود بين المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية عن طريق توفير مجموعة متنوعة من الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، تُصدر بشروط تجارية، لتناسب احتياجات السيولة المتنوعة لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية؛
- ✓ تعزيز التعاون الإقليمي والدولي لبناء بنية تحتية قوية لإدارة السيولة على المستويات الوطنية والإقليمية والدولية؛
- ✓ إصدار صكوك قصيرة الأجل ذات تصنيف عالي بفترات استحقاق متعددة تتراوح من يوم واحد إلى 364 يومًا.

## الفرع العاشر: معهد البنك الإسلامي للتنمية (IRTI)

معهد البنك الإسلامي للتنمية هو المنارة المعرفية لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المسؤول عن قيادة تطوير الحلول المعرفية المبتكرة، مسترشداً بمبادئ الاقتصاد والتمويل الإسلامي، من أجل دعم التقدم الاقتصادي المستدام لدى الدول الأعضاء (57) وسائر المجتمعات الإسلامية في جميع أصقاع المعمورة.<sup>1</sup>

## أولاً: نشأة معهد البنك الإسلامي للتنمية (IRTI)

تأسس المعهد عام 1981م باسم المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، وتغير المسمى في أبريل 2021م إلى معهد البنك الإسلامي للتنمية. وتهدف التسمية الجديدة إلى تعزيز مواءمة المعهد مع نموذج الأعمال الجديد للبنك الإسلامي للتنمية والبرنامج الخمسي لرئيس البنك، بالإضافة إلى تمكين المعهد من قيادة الحلول المعرفية المبتكرة بفعالية من أجل التنمية المستدامة لدى الدول الأعضاء.

## ثانيا: دور معهد البنك الإسلامي للتنمية (IRTI)

يقوم معهد البنك الإسلامي للتنمية بمجموعة من الوظائف الرئيسية المتمثلة في:

- إجراء بحوث رائدة وتحليلات اقتصادية أصيلة وتنظيم دورات تدريبية حول النشاط المالي؛
- جمع الموارد والوثائق من الندوات والمؤتمرات والترجمات والمراجعات والمقالات؛
- نشر مؤلفات الاقتصاد الإسلامي والتنمية؛
- تقديم الخدمات الاستشارية والمساعدات الفنية؛
- استحداث المعرفة وإدارتها ونشرها؛
- تنمية رأس المال البشري.

<sup>1</sup> www.irti.org

## المبحث الثالث: الرفع المالي بواسطة صيغ التمويل الإسلامي

تسعى المؤسسات المالية الإسلامية إلى تحقيق التطور المستمر في خدماتها ومنتجاتها المالية مع مرور الوقت وبالتزامن مع اكتساب المزيد من الخبرات والتجارب التي تتراكم وتساهم في تنافسها للعديد من النقص والعيوب لمنافسة التمويل التقليدي بكل قوة في كل الأصعدة وعلى جميع الجبهات، ومن بينها ثراء الخدمات المصرفية التي تقدمها للمؤسسات الاقتصادية ومدى توفر المنتجات المالية التي تتماشى والنظريات التقليدية للعلوم المالية على غرار الرفع المالي، وللغوص أكثر في هذه النقطة سنتناول في هذا المبحث الحسم الزمني والخصم من منظور النظام المالي الإسلامي والعناصر المحددة للهيكل المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية وتكلفة صيغ التمويل الإسلامي وملاءمتها لآلية الرفع المالي.

وعليه سيكون المبحث الثالث وفق هذا الشكل:

**المطلب الأول: الحسم الزمني والخصم في إطار النظام المالي الإسلامي**  
**المطلب الثاني: العناصر المحددة للهيكل المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية**  
**المطلب الثالث: تكلفة صيغ التمويل الإسلامي وملاءمتها لآلية الرفع المالي**

## المطلب الأول: الحسم الزمني والخصم في إطار النظام المالي الإسلامي

تجمع كل الدراسات والأبحاث السابقة أهمية الخصم والقيمة الزمنية للنقد في عملية التقييم في النظام المالي التقليدي، ومن خلال هذا المطلب سنستعرض الحسم الزمني للنقد وعمليات الخصم وفق منظور مالي إسلامي للوقوف على السلامة الشرعية الاقتصادية لهما.

## الفرع الأول: الحسم الزمني (القيمة الزمنية) للنقد في إطار النظام المالي الإسلامي

تعد مسألة تحريم الربا أمراً ثابتاً في الشريعة الإسلامية، أي أن الاقتراض القائم على الفوائد هو أمر محرم بالكتاب والسنة، حيث يرى البعض عدم وجود قيمة زمنية للنقد ولا قيمة مالية للزمن في التعاملات، وبالتالي فإن أي زيادة مقابل الزمن هي ربا، بينما يرى فريق آخر أن وجود قيمة زمنية للنقد لا يتعارض مع مبدأ تحريم الربا.

## أولاً: وجود القيمة الزمنية للنقد في النظام المالي الإسلامي

يرى الكثير من مفكري التمويل الإسلامي وجود قيمة زمنية للنقد تبرر التفضيل الزمني الإيجابي لها، حيث يمكن استثمار الأموال الحاضرة وتنميتها بمعدلات عائد على الأرباح تجعل من القيمة المستقبلية للنقد أعلى من القيمة الحاضرة، كما أن جواز زيادة أسعار الأصول المباعة والمؤجل سدادها لا تشوبه شبهة الربا ويقود لنفي فرضية صفرية القيمة الزمنية للنقد في النظام المالي الإسلامي، إلا أن الربا يكون إذا اتفق البائع والمشتري على زيادة مقابل مهلة أكبر للسداد، حيث ينتقل الأمر في هذه الحالة إلى مقترض ومقترض أو استبدال لدين بدين وهو الأمر الغير جائز.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Mohammed Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Islamic Economics Research Center, Jeddah, KSA, 2007, Vol, N, PP. 9-13.

تذهب مسألة التفضيل الزمني الإيجابي للنقود إلى أبعد مما سبق ذكره، حيث تعد القيمة الحالية للدفعة المؤجلة إلى الأجل القريب أعلى من القيمة الحالية للدفعة المؤجلة إلى الأجل البعيد، ويأتي هذا بناءً على الاستدلال على أقوال ورؤى الإمام الشافعي في هذا الصدد حيث صدر منه في ما معناه أن الطعام في الأجل القريب أكثر قيمة من الطعام إلى الأجل البعيد، وأن مئة صاع أقرب أجلاً من مئة أفضل صاع أبعد أجلاً منها، وهذا ويوجد الكثير من شواهد الفقهاء عن ربا النساء وزكاة الديون، ويعتني في بيعة، وبيع المراجعة، والتي دلت على فضل المعجل عن المؤجل، والعين عن الدين، والحاضر عن الغائب، والتي تشير على التفضيل الزمني للنقود.<sup>1</sup>

تؤسس فكرة التفضيل الزمني الإيجابي للنقود على أساس استثماري لا استهلاكي، حيث تسير القيمة الزمنية للنقود جنباً إلى جنب مع نتائج الاستثمار من باب العدالة، وذلك على اعتبار أن عوائده تنطوي على درجة مخاطرة وغير مضمونة، وبالتالي فلا ينبغي اتخاذ حرمة الربا في الشريعة الإسلامية ذريعة لتحريم ونفي القيمة الزمنية للنقود فهي مسألة غير عادلة، وعليه فالشريعة الإسلامية ترفض حتماً أي طريقة غير عادلة يتم بها التقييم الزمني للنقود.<sup>2</sup>

تقوم فكرة النظام المالي التقليدي في مسألة قيمة الزمن على المساواة في كل من البيوع والقروض، وهو ما تختلف عنه في النظام المالي الإسلامي الذي يُشرع التفضيل الزمني الإيجابي للنقود في البيوع الآجلة ويفرضه تماماً في القروض، حيث تشير مختلف المذاهب الفقهية إلى عدم جواز هذا التفضيل في القروض وهو ما تم التطرق إليه، كما تشير الآراء في أبواب الفقه المالي كالشفعة والرهن، والسلم، وبيع التقسيط، والمراجعة إلى جواز التفضيل الزمني الإيجابي للنقود في البيوع، وهذا وقد وردت العديد من الآيات التي تشير إلى السلوك البشري فيما يخص الزمن وميوله لتفضيل العاجل على الآجل كقوله تعالى: ﴿كَلَّا بَلْ تُحِبُّونَ الْعَاجِلَةَ ۖ وَتَذَرُونَ الْآخِرَةَ﴾ (سورة آل عمران: الآية 20: 21) حيث تعد الآيتين تصريحاً مباشراً عن التفضيل الزمني، وبالمقابل لا يمكن نفي مبدأ التفضيل الزمني جراء تفضيل المؤمنين للآخرة على الدنيا حيث أن الدنيا محدودة والآخرة ممدودة، ومتاع الدنيا قليل أما متاع الآخرة فما لا عين رأت، وهنا لا مجال للقياس.<sup>3</sup>

هذا وتكثر مواضع الاستدلال على بيان جواز التفضيل الزمني في القرآن الكريم، كقوله سبحانه وتعالى: ﴿مَنْ ذَا الَّذِي يُقْرِضُ اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا فَيُضَاعِفَهُ لَهُ أَضْعَافًا كَثِيرَةً ۖ وَاللَّهُ يَقْبِضُ وَيَبْسُطُ وَإِلَيْهِ تُرْجَعُونَ﴾ (سورة آل عمران: الآية 245) وقوله سبحانه وتعالى أيضاً: ﴿إِنْ تُقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا يُضَاعِفْهُ لَكُمْ وَيَغْفِرْ لَكُمْ ۖ وَاللَّهُ شَكُورٌ حَلِيمٌ﴾ فالآيات تدل على وجود مقدار من التعويض من الله سبحانه وتعالى نظير ما يتنازل عنه المؤمن من مال اليوم ابتغاء وجهه الكريم يناله يوم القيامة، ويكون في شكل مضاعف، فالطبيعة البشرية تميل للعاجل، ولولا قيمة الزمن التي سيحصل عليها لما انتظر للآجل.<sup>4</sup>

لم يقتصر بيان جواز التفضيل الزمني الإيجابي للنقود على القرآن الكريم، بل تمت الإشارة إليه أيضاً في السنة النبوية، ولعل أوضح المواضع التي ذُكرت فيها إثبات القيمة المالية للزمن في البيوع هو الحديث المشهور للرسول ﷺ، فعن عبادة بن الصامت رضي الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ ﴿الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يداً بيد﴾، وإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد، وبين الحديث وجوب

<sup>1</sup> يونس المصري، الربا والحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، دار المكني، ط2، دمشق، 2009، ص 23: 21.

<sup>2</sup> Monzer Kahf, The Value of Money and Discounting in Islamic Perspective: Re-Visited, Review of Islamic Economics, Vol. 3, No. 2, 1994, P. 33-34.

<sup>3</sup> مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص 57.

تساوي المتجانسين الربويين في البيوع لإقامة شروط المبادلة العادلة، حيث يختل التساوي بينهما في حال تأخر قبض أحد البديلين وينتج التأخير الزمني في أحد البديلين عن زيادة فيه ناجمة عن الأجل، وهو الأمر الذي يدل على وجود قيمة مالية للزمن في البيوع<sup>1</sup>.

أوردت العديد من الدراسات والأبحاث أيضاً مشروعية التفضيل الزمني الإيجابي للنقود حيث أوردت هذه الدراسات الكثير من الشواهد الدالة على فضل الحاضر عن المستقبل، كقول ابن الجوزية "إذا تساوى النقد مع النسيئة فالنقد خير وإن تفاوتتا، وإن كانت النسيئة أكثر وأفضل فهي خير"، كما أورد الكاساني قوله في هذا الشأن "لأن العين خير من الدين والمعجل أكثر قيمة من المؤجل"، وفي نفس الصدد قال ابن همام "من تتميم التماثل المساواة في التقابض، فإن للحال مزية عن المؤخر"، كما قال السرخسي إن الثمن المؤجل أنقص في المالية من الثمن الحال"، وكل هذه الأقوال موافقة لمبدأ التفضيل الزمني للنقود<sup>2</sup>.

بناءً على ما سبق يمكن القول أن منتقدي التفضيل الزمني الإيجابي للنقود أسسوا نقدهم لهذا المبدأ بناءً على منطلق عقلائي فقط دون تمحيص للنصوص الشرعية والأقوال الفقهية الدالة على ذلك، حيث يسعى معظم المحللين الناكرين للقيمة الزمنية للنقود لمعارضة المفكرين الغربيين الذين يستخدمون التفضيل الزمني الإيجابي للنقود لتبرير مشروعية الربا، وهو بمثابة الحكم المطلق الغير مقبول حيث لا ينبغي أن يكون تحريم الربا سبباً في نفي التفضيل الزمني الإيجابي، حيث يعد المبدأ مقبول في النظامين الماليين التقليدي والإسلامي، إلا أن تطبيقه يختلف في النظامين إذ يؤدي تطبيقه في النظام المالي التقليدي إلى ربا على شكل فوائد، بينما يمكن تطبيقه في النظام المالي الإسلامي فقط في المعاملات التجارية والبيوع.

#### ثانياً: نفي القيمة الزمنية للنقود في النظام المالي الإسلامي

تعتبر القيمة الزمنية للنقود في الأدبيات المالية التقليدية عن المخاطر، وبالتالي فمن الصعب إجراء تقييم موضوعي للمخاطر المستقبلية لارتباطها بالكثير من المتغيرات في ظل ضبابية حالة الاقتصاد وشح المعلومات عن سوق السلع والخدمات المستقبلية وخصائصها، وكذا تفضيلات المستهلكين وغيرها من العوامل الصعب التنبؤ بها.

وفي هذا الصدد يرى فصيل من المحللين الماليين أنه لا يمكن قياس وتقدير قيمة الزمن في ظل أن علم الغيب بيد الله سبحانه وتعالى لوحده كما ورد في عديد الآيات والأحاديث، حيث روى جابر رضي الله عنه أن رسول الله ﷺ قال ﴿لو بعث من أخيك ثمراً فأصابته جائحة فلا يحل لك أن تأخذ منه شيئاً، بم تأخذ مال أخيك بغير حق﴾ وهو ما يدل على عدم جواز تحديد أسعار الثمار قبل وجودها ونضجها، حيث تأخذ التبادلات المستقبلية المبنية على التحديد المسبق للأسعار الطبيعة الربوية، كما أن استبعاد الشريعة الإسلامية للنقود من قائمة عوامل الإنتاج يزيد من فرضية نفي التفضيل الزمني الإيجابي للنقود، فالنقود وسيط للتبادل ومخزن للقيمة وسلعة غير مدرة للعوائد، وليست مصدراً لنموها الذاتي وبالتالي لا يجوز كسب قيمة زائدة مقابل الزمن<sup>3</sup>.

يرى الكثير من الباحثين عدم صحة اعتبار التفضيل الزمني أساساً للخصم المالي في ظل تعدد أوجهه، فقد يكون التفضيل الزمني للنقود إيجابياً كما يرى المنحازون للفكرة، لكن في الوقت نفسه توجد حالات كثيرة يظهر فيها إمكانية التفضيل السلبي

<sup>1</sup> مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

<sup>2</sup> Mohamed Fairouz, Abdul Khir, The Concept of the Time Value of Money: A Shari'ah Viewpoint, International Shari'ah Research Academy for Islamic finance-ISRA, Research paper N°. 38, Kuala Lumpur, 2012, PP. 10-13.

<sup>3</sup> Masudul Alam Choudhury, Islamic Economics and Finance: An Epistemological Inquiry, Emerald Group Publishing Limited, UK, 2011, PP. 175-189.

أو حالات عدم وجود تفضيل زمني نتيجة استمرار المستهلكين في الإدخار في الدول الرأسمالية التي تشهد معدلات تضخم أعلى من معدلات الفائدة الإسمية، أو توقع الأعوان الاقتصاديين لزيادة في حاجياتهم المستقبلية مع ثبات مداخيلهم أو ثبات حاجياتهم مع تراجع مداخيلهم، وبناءً على هذا لا يمكن اعتبار التفضيل الزمني الإيجابي مبدأً للرشادة الاقتصادية ولا اعتباره السلوك الغالب للمستهلك، ويمكن تبرير إصرار الاقتصاديين الغربيين على هذا التفضيل نابع من تماشيه مع أيديولوجيتهم الفكرية للدفاع عن النظام الربوي، وبالتالي فلا يمكن قبول خصم العوائد والتكاليف المستقبلية بناءً على التفضيل الزمني الإيجابي.<sup>1</sup>

إن اتباع مبدأ التفضيل الزمني الإيجابي للنقود يقود أتباع هذا الرأي إلى استنتاجات مفادها غير منطقي يفضي إلى أن الأعوان الاقتصاديين الذين لا يقومون باستثمار عوائدهم سيقومون باستهلاك إجمالي دخلهم في أول يوم من الشهر أو أول ساعة لتحقيق أقصى منفعة ممكنة وهو ما يعني عدم إمكانية تبرير هذا الأمر وفق هذا المبدأ، إلا أنه يمكن تبرير الأمر من خلال تفضيل الأعوان الاقتصاديين للنقود اليوم على الغد من باب توظيفها لتحقيق عوائد، وهو الأمر الحاصل في الاقتصاديات الغربية بمعدلات الفوائد القائمة.<sup>2</sup>

لقد قام الباحث في هذا الفرع بعرض أهم الآراء والأفكار المثبتة لوجود التفضيل الزمني الإيجابي والنافية لوجوده أيضاً بناءً على شواهد وتحليل كل منهم، ويؤيد الباحث في هذا الأمر الآراء المقررة بوجود قيمة زمنية للنقود في النظام المالي الإسلامي بحكم إمكانية استثمار وتوظيف المال الحاضر في مشاريع وأنشطة اقتصادية مشروعة تدر العوائد في المستقبل، وبالتالي فإن العائد الأدنى المأمول تحقيقه يشكل تكلفة للأموال الموظفة وبديل يعتد به للقيام بالخصم بدلاً من معدلات الفائدة، كما يرى الباحث أن التفضيل الزمني الإيجابي هي صفة مجبول عليها غالب سلوك البشر، وعقيدة المسلمين على وجه الخصوص قائمة على التفضيل الزمني الإيجابي بدليل تفضيلهم الفوز بالجنة مستقبلاً نظير التضحية الآنية بالملذات الدنيوية والصبر عليها، وهو الأمر الذي ورد في سورة العصر من خلال قسم الله سبحانه وتعالى بالزمن وأن الإنسان في خسارة بدلالته مستثنياً من ذلك المؤمنين الذين عملوا الصالحات وتواصوا بالحق وتواصوا بالصبر، حيث قرنت الآية قيمة الزمن بالنشاط الحقيقي، لذلك شرع الإسلام الزيادة مقابل الزمن في البيوع (السلم، والمراجحة...) وحرّم الربا التي تعد زيادة مقابل الزمن لا يقابلها نشاط حقيقي.

### الفرع الثاني: الخصم في إطار النظام المالي الإسلامي

تعد القيمة الحالية للعوائد المتوقعة الأساس الراسخ الذي يبنى عليه تقييم المشاريع الإستثمارية الممتدة لعدة سنوات بحكم اختلاف الوحدات النقدية المحققة من سنة لأخرى وإن تساوت من حيث المبلغ بسبب القيمة الزمنية للنقود، وعلى هذا الأساس يعد الخصم أحد أهم المبادئ المعتمد عليها في الأدبيات المالية المعاصرة، إلا أن الاسترشاد بمعدل الفائدة في تحديده يطرح إشكالية المشروعية في النظام المالي الإسلامي، وفي الوقت نفسه لا نستطيع تغيب الامتداد الزمني لعوائد الاستثمار بحكم أنه يؤدي إلى تغيب عنصر الفعالية في التقييم.

### أولاً: مشروعية الخصم في الشريعة الإسلامية

تجيز الشريعة الإسلامية عملية البيع بالسعر الآجل الأعلى من السعر العاجل وتفضيل القيمة الحالية على الآجلة، وبالتالي فإن عموم الفقهاء والمختصين في التمويل الإسلامي يجيزون عملية خصم العوائد المستقبلية لإيجاد قيمتها الحالية واستخدامها في

<sup>1</sup> Al-Zarqa Muhammad Anas, An Islamic Perspective of the Economics of Discounting in the Project Evaluation. Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam, King Abdulaziz University Islamic Economics Institute, Ksa, 1983, PP. 179-223.

<sup>2</sup> Mohammed Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Op Cit, P. 11.

التقييم، إلا أن الخصم يتم بناءً على معدل العائد على الملكية وليس بناءً على معدل الفائدة القائم في البنوك التقليدية، حيث يرى الفقهاء أنه لا ضير في اختيار مشروع تكلفته 1000 وحدة نقدية ويدر أرباح ثابتة بمعدل 20 % سنوياً على مشروع تكلفته 1000 وحدة نقدية ويحقق عائد مقداره 1700 وحدة نقدية في السنة الثالثة، حيث يُبنى التفضيل من منطلق وصول عوائد المشروع في سنته الأولى إلى 1200 وحدة نقدية، و 1440 وحدة نقدية في السنة الثانية، و 1728 وحدة نقدية في السنة الثالثة، حيث لا يرى الفقهاء مانع شرعي في هذه المفاضلة التي تعد بالأساس عملية خصم، وبالتالي فإن الخصم لا يؤسس للتفضيل الزمني الإيجابي للنقود، بقدر ما يكون قائماً على العوائد الحدية الإيجابية التي تعرفها أغلب المشاريع، وهو ما يجعل معدل العائد الأدنى المتوقع تحقيقه أساساً للخصم، فهو مستقل تماماً عن فوائد الإقراض والاقتراض، بل حتى المؤسسات الاقتصادية الغير معتمدة على مصادر تمويل خارجية تستطيع تحديد معدلات العائد لمشاريعها المختلفة وتوجيه أعمالها بعقلانية لاختيار أفضلها، فالإسلام يحارب الإسراف ويحرص على استخدام الموارد بفعالية وهو ما يجعل من الخصم مطلباً ضرورياً.<sup>1</sup>

في السياق نفسه تتجلى وسطية الشريعة الإسلامية في تحريم الفائدة باعتبارها ربا بينما تقرر مشروعية الربح، في الوقت الذي حرم فيه النظام الاشتراكي كل العوائد على أساس المال فائدة كانت أو ربحاً، وأعطى النظام الرأسمالي المال كل لون من ألوان العائد فائدة أو ربح.<sup>2</sup>

يمكن القول بناءً على ما سبق أن تحريم معدل الفائدة الربوي لا ينفي مشروعية الخصم في الإسلام فهو يعبر عن إمكانية استغلال الأموال في النشاطات المشروعة المدرة للعوائد من سنة لأخرى، وهو ما يبين أهمية البعد الزمني في استثمار الأموال وضرورة القيام بالخصم لتوحيد وحدة القياس، وهذا على اعتبار أن المبلغ الحالي لا يساوي المبلغ المستقبلي إلا بعد الخصم وفق معدل العائد الأدنى الممكن تحقيقه من توظيف الأموال.

#### ثانياً: مشروعية جداول الفائدة المركبة في الشريعة الإسلامية

يثير استخدام جداول الفائدة المركبة في النظام المالي الإسلامي الكثير من الشبهات لربطها على محمل السمع بالفوائد المركبة وهو الأمر الخطأ على اعتبار استقلال المعادلة الأساسية المستخدمة في إعدادها عن الفوائد المركبة، وعدم اعتبار المعادلة حكراً على الاقتصاد بقدر ماهي صيغة رياضية مجردة يمكنها التعبير عن أي قيمة تزيد أو تنقص بصورة أسية منتظمة فقد استخدمت لتتبع نمو البكتيريا، أو تتبع زيادة المجتمعات الإنسانية، أو تحديد معدلات النمو، وعليه فاستخدام المعادلة لحساب نمو فوائد القروض لا يقتضي تسميتها بمعادلة الفائدة المركبة ولا يعني التخلي عنها لمجرد ذلك، فالمعادلة وسيلة يمكن استخدامها فيما يحل كما يمكن استخدامها فيما لا يجوز شأنها في ذلك شأن الكأس، من الممكن أن تسقي الخمر كما يمكنها أن تسقي الدواء.<sup>3</sup>

تمثل معدلات الفائدة القائمة تكلفة للفرصة البديلة عن توظيف الأموال في شكل قروض ممنوحة، فإذا كانت هذه المعدلات هي أساس للخصم في النظريات المالية التقليدية فإن أساس الخصم في المشاريع الاستثمارية في النظام المالي الإسلامي هو معدل

<sup>1</sup> Al-Zarqa Muhammad Anas, An Islamic Perspective of the Economics of Discounting in the Project Evaluation, Op Cit, PP. 223-224.

<sup>2</sup> يونس المصري، الربا والحسم الزمني، مرجع سبق ذكره، ص. 46.

<sup>3</sup> Al-Zarqa Muhammad Anas, An Islamic Perspective of the Economics of Discounting in the Project Evaluation, Op Cit, P. 224.

العائد المتوقع تحقيقه مع الاحتفاظ بأسس طريقة التقييم والجداول المستخدمة ثابتة لا تتعدى أن تكون سوى جداول رياضية تسمى بجداول النماء الدوري أو أي تسمية ثانية تؤدي لنفس المعنى بدلا من جداول الفائدة التي تحمل الشبهات.<sup>1</sup>

وفي هذا الصدد يرى العديد من الفنين مشروعية استخدام جداول اللوغاريتمات والفوائد المركبة والتي سميت أيضا بجداول نمو الأرباح باعتبارها ثمرة فنية ناتجة عن تطور العلوم الرياضية ووسيلة مهمة لتسهيل الحساب، وتبقى الحاجة لهذه الجداول بغض النظر عن مسمائها (نماء، نمو، حسم، حطيطة...) فهي أداة رياضية حيادية، والخلاف الشرعي حولها نابع من طبيعة التطبيقات المسندة إليها، فلو كانت مشاريع أو بيوع فهي مفيدة ومشروعة، أما إذا كانت قروضا بفوائد بسيطة أو مركبة فهي غير مشروعة.<sup>2</sup> بناءً على ما سبق يمكن اعتبار جداول الفائدة المركبة مجرد أداة رياضية حيادية لا تنم عن أي اتجاه وليست حكراً على أية ممارسة، حيث يمكن تسمية هذه الجداول في المجال المالي الإسلامي بجداول الخصم أو الحسم بدل جداول الفائدة المركبة.

### ثالثاً: مشروعية الاستدلال بمعدل الفائدة لضبط معدل العائد المطلوب عن صيغ التمويل الإسلامي

يستشهد الفقهاء في هذا الأمر بمثال شائع كثيراً حول الأنعام المذبوحة بطريقة شرعية والأنعام المذبوحة على خلاف الشريعة وأسعار كل منها، فإن تساوى سعرهما فهذا لا يعني تطبيق نفس الحكم الشرعي لهما لمجرد تساوي السعيرين، فلا الأولى ستصبح حراماً ولا الثانية ستحل، وبالتالي فلا يرى الفقهاء أي مفسدة للعقود والمعاملات المالية الخالية من الموانع الشرعية جراء الاسترشاد بمؤشرات قائمة على الفائدة على غرار مؤشر ليبور (LIBOR)، فإن طالب مستثمر عائد في نشاط مشروع مساو للعائد المطلوب من مستثمر آخر في نشاط غير مشروع، فذلك لا يعني تحول حل المشروع ليصبح حراماً.<sup>3</sup>

في نفس السياق وعلى الرغم من مشروعية الاسترشاد بأسعار الفائدة إلى أن الكثير من العلماء والفقهاء يرون في ذلك ممارسة غير مرغوب فيها في النظام المالي الإسلامي، وأكدوا على ضرورة ابتكار مؤشرات بديلة عن المؤشرات القائمة على الفوائد.<sup>4</sup>

### رابعاً: تحديد معدل الخصم في النظام المالي الإسلامي

إن جواز عمليات الخصم في الحصول على القيمة الحالية للعوائد المستقبلية في النظام المالي الإسلامي يطرح إشكالية تحديده وفق خصوصية النظام والتي تختلف عن النظام التقليدي، خاصة أن هذا الأخير يعتمد في تحديد سعر الخصم على أسعار الفائدة التي تعد أداة رديئة لا تستند لأسس متينة ناجعة في تخصيص الأموال ولا ذات كفاءة لاستخدام واستغلال الموارد، وبناءً على هذا كان لزاماً على الكتاب والباحثين في مجال التمويل الإسلامي إعادة صياغة طريقة لتحديد معدل الخصم من خلال اقتراح العديد من الطرق البديلة التي سيجري ذكرها حسب الأسبقية الزمنية لها فيما يلي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Mohammed Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Op Cit, P. 40.

<sup>2</sup> يونس المصري، الربا والحسم الزمني، مرجع سبق ذكره، ص 48.

<sup>3</sup> Mahmoud A, El-Gamal, Islamic Finance: Law, Economics, and Practice, Cambridge University Press, 1<sup>st</sup> Ed, New York, 2006, P. 75.

<sup>4</sup> Ismail Bin Abdurrahman, Arieff Salleh Bin Rosman, Islamic Cost of Capital: Profit Measurements and Investment Decisions from Authentic Sources, paper presented in the Proceeding of the 4<sup>th</sup> International Conference on Business and Economic Research (ICBER), 04-05 March 2023, Bandung, Indonesia, P. 906.

<sup>5</sup> صالح قايد صالح أحمد الأقرع، سياسة التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: اليمن أنموذجاً، رسالة دكتوراه، المعهد العالمي للصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 2013، ص 157: 162.



- ✓ **المقترح الأول 1978:** يقوم على الاستعانة بمتوسط النسبة المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال للمشروعات محل المقارنة وفق العلاقة التالية: 
$$\frac{\text{ربحية الإستثمار المتوقع للمشروع}}{\text{حجم رأس المال المستثمر في المشروع}}$$
 لكل مشروع محل مقارنة، ثم القيام بحساب المتوسط الحسابي للنسب بعد ذلك؛
- ✓ **المقترح الثاني 1982:** يقوم على الاعتماد على معدل العائد على الودائع المركزية قصيرة الأجل لدى البنك المركزي الإسلامي في نظام مصرفي مؤسّم بصفة كاملة بما يطلق عليه اختصاراً "معام"؛
- ✓ **المقترح الثالث 1982:** يقوم على الاسترشاد بمعدل الربح الداخلي لاستثمار بديل حلال متحد مع المشروع قيد الدراسة بنفس درجة المخاطرة؛
- ✓ **المقترح الرابع 1984:** يقوم على الاستدلال بمعدل العائد لأفضل استثمار بديل يمتاز بنفس مواصفات المشروع محل التقييم ويتساوى معه في المخاطرة بناءً على اختيار قائم على معايير تأخذ في عين الاعتبار سلم الأولويات الإسلامية والسلامة الشرعية؛
- ✓ **المقترح الخامس 1985:** قائم على الاعتماد على متوسط المعدل المقترح المقدر بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المماثلة ذات درجة المخاطرة المساوية للمشروع محل الدراسة؛
- ✓ **المقترح السادس 1991:** يقوم تحديد معدل الخصم وفق هذا المقترح على المقارنة بين تفضيلات المستهلك للاستهلاك الحاضر والاستهلاك المستقبلي والفرق بينهما؛
- ✓ **المقترح السابع 1996:** يقوم على استخدام معدل الأرباح للبنوك الإسلامية من خلال النسبة الترجيحية لمتوسط الربح في البنوك الإسلامية إلى متوسط الربح في الجهاز المصرفي بأكمله؛
- ✓ **المقترح الثامن 2000:** يقوم المقترح على الاستعانة في تحديد معدل الخصم بالفرق بين الثمن المعجل والمؤجل بنسبة مئوية إلى وحدة زمنية معينة بالاستناد على مشروعية الزيادة في البيع المؤجل على المعجل التي تم التطرق إليها في مشروعية القيمة الزمنية للنقود في النظام المالي الإسلامي؛
- ✓ **المقترح التاسع 2010:** يقوم تحديد معدل الخصم وفق هذا المقترح على أساس المتوسط الحسابي البسيط لمجموعة من المعدلات الأخرى (معدل عوائد الإستثمار على المشروعات المماثلة، معدل المخاطرة، معدل التضخم، معدل الزكاة...) نلاحظ في الاقتراحات السابقة تباين الآراء حول تحديد معدل الخصم في النظام المالي الإسلامي واعتماد كل مقترح على تركيب خاص، وهو أمر طبيعي في ظل أن الأمر مجرد اقتراحات لا تأخذ صفة القاعدة الملزمة وجاءت خلال فترات زمنية متفاوتة وعلى هذا الأساس يمكن مناقشة الاقتراحات من خلال التعرّيج على أهم النقاط المذكورة كمحددات يبنى عليها معدل الخصم:
- ❖ **مراعاة السلامة الشرعية للمشروع:** تكتسي السلامة الشرعية للمشروع أولوية في النظام المالي الإسلامي، غير أنه لا ينبغي الخلط بين التقييم الشرعي والمالي، حيث يجب الفصل بين السلامة الشرعية وباقي مراحل التقييم، أي أن السلامة الشرعية تأتي في المقام الأول لتأتي بعدها مراحل التقييم المالي والاقتصادي الذي يكون مستقلاً عن الاعتبارات الشرعية،

وهو ما معناه أن موافقة الأولويات الإسلامية تندرج ضمن المعايير الشرعية ولا تدخل في مراحل التقييم المالي والاقتصادي؛

❖ **مراعاة الأولوية الإسلامية في تحديد معدل الخصم:** يقع عاتق تحديد الأولويات الإسلامية وآليات تجسيدها على السلطات العمومية من خلال منح المشاريع ذات الأولوية المزيد من الإجراءات التحفيزية والإعفاءات والإعانات، وبالتالي فإن المؤسسات الاقتصادية غير مطالبة بهذا الأمر لعدم قدرتها ولا أهليتها لتحديد أولويات المشاريع في الوقت الذي يميل فيه التقييم الاقتصادي لتفضيل المشاريع المستفيدة من المزايا والتحفيزات المذكورة؛

❖ **تحديد معدل الخصم بناءً على الفرق بين الثمن المعجل والمؤجل في البيع:** تبرز في هذه النقطة تحديداً مفارقة الأولوية، فأي من العنصرين يتم تحديده بناءً على الآخر، ثمن البيع المؤجل بناءً على معدل العائد المتوقع من توظيف الأموال؟ أو معدل الخصم بناءً على ثمن البيع المؤجل؟ فحسب رأي الباحث أن الأصح هو تحديد ثمن البيع الآجل بالاعتماد على معدل الخصم خاصة وأن البيع الآجل يكون لفترات قصيرة على عكس طبيعة استخدام معدل الخصم في تقييم مشاريع استثمارية تمتد لسنوات تصاحبها مخاطرة ومردودية حسب خصوصية كل قطاع؛

❖ **تحديد معدل الخصم بناءً على معايير في ظل نظام مصرفي كامل الأسلمة:** من الصعب جداً إيجاد هذه المعايير حالياً في ظل الأنظمة المصرفية السائدة حالياً، حيث توجد في أحسن الأحوال أنظمة مالية مزدوجة ما بين التقليدي والإسلامي، كما يستحيل إيجادها في الدول الغربية التي تكتفي بوجود نوافذ إسلامية فقط؛

❖ **تحديد معدل الخصم بناءً على مجموعة من المعدلات:** تشوب المعدلات المقترحة لتحديد معدل الخصم بعض الصعوبات، فمعدل المقترح الخامس مثلاً يعرف تحديده من الصعوبة ما كان، وذلك لاعتماده على عدد كبير من المعلومات والبيانات التفصيلية التي تحتاج لل تكرار لتلافي تحويل المقياس إلى شخصي، أما بالنسبة لمعدل المقترح التاسع فعلى الرغم من اشتماله على عناصر أساسية ومهمة إلا أن اعتماده على المتوسط الحسابي جعل كل العوامل على القدر نفسه من الأهمية والتأثير، فالوزن النسبي للمخاطرة في المشاريع العالية المخاطرة أعلى من الوزن النسبي للمخاطرة في المشاريع القليلة المخاطر.

### المطلب الثاني: العناصر المحددة للهيكل المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية

تم التطرق في المبحث الأول إلى النظريات المالية في الأدبيات التقليدية ومنظور كل منها للمزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية، حيث تفسر كل نظرية العلاقة القائمة بين العناصر المحددة للتمويل ودرجة الاستدانة المثلى (نظرية الوكالة أو نظرية الإشارة...)، أما فيما يخص العوامل والمحددات الواجب الإلمام بها من قبل المدير المالي للمؤسسات الاقتصادية الرامية إلى تحديد المصدر التمويلي المناسب في إطار صيغ التمويل الإسلامي المتنوعة فسيتم التطرق إليها فيما سيأتي من نقاط.

تنشأ المؤسسات الاقتصادية بناءً على قرارات داخلية يتخذها مؤسسوها بناءً على ظروفهم ووضعيتهم، إلا أنها تمارس أنشطتها في بيئة منفتحة على العالم الخارجي، وعلى هذا الأساس فأي قرار تتخذه المؤسسات الاقتصادية يكون مبنياً على دراسة الوضع الداخلي لها والبيئة الخارجية المحيطة بها، ولا تختلف القرارات التمويلية إطلاقاً عن هذه القاعدة العامة، وبالتالي فإن تحديد هيكلها المالي يستند بالضرورة إلى محددات داخلية خاصة بها، ومحددات خارجية لا تملك قدرة على التحكم فيها ولا تغييرها، وإنما تأخذها في الحسبان لتأثيرها في المزيج التمويلي.

أولاً: المحددات الداخلية للهيكل المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية

تختلف العناصر المحددة لطبيعة الصيغ التمويلية الإسلامية التي تلجأ لها المؤسسات الاقتصادية، وفيما يلي ذكر لهذه المحددات بشيء من التفصيل:

➤ **طبيعة النشاط:** إن الدور المهم لطبيعة نشاط المؤسسات الاقتصادية في تحديد مصادر التمويل في أدبيات النظام المالي التقليدي لا يقل عن دوره أيضاً في النظام المالي الإسلامي الذي يزخر بالعديد من الصيغ التمويلية التي تختلف طبيعة كل منها عن الأخرى، فصيغ المزارعة والمساقاة والمغاسرة لا تناسب إلا المؤسسات الاقتصادية ذات الطابع الفلاحي، بالمقابل فصيغة الاستصناع لا تناسب هذه المؤسسات سالفة الذكر، وإنما هي حكر على المؤسسات الاقتصادية ذات الطابع الصناعي، والأمر نفسه ينطبق على المشاركة والمضاربة والإجارة والسلم والمراجحة، إذ تحدد طبيعة نشاط المؤسسة الصيغة المناسبة لها؛

➤ **حجم المؤسسة:** تشير العديد من الدراسات والأبحاث إلى أهمية حجم المؤسسات الاقتصادية في تحديد ملامح هيكلها المالي، حيث تملك المؤسسات الاقتصادية كبيرة الحجم مستويات استئانة عالية مقارنة بنظيراتها صغيرة الحجم، كما تغطي الديون طويلة الأجل على الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة لقدرتها على تحمل أعباء الديون والتزامها برّد أصله وابتعادها عن خطر الإفلاس وانخفاض تكاليفها الثابتة مقابل ضخامة التمويل بما يتماشى واقتصاديات الحجم، الأمر الذي يسهل في مفاوضاتها مع المؤسسات المالية وولوجها لمختلف صيغ التمويل، كما يُطرح أيضاً خيار إصدار المؤسسات الاقتصادية الكبيرة لأوراق الملكية للحصول على التمويل في ظل ضماخها إقبال الجمهور عليها للاكتتاب عكس المؤسسات الاقتصادية الصغيرة التي تجد صعوبات في إقناع المستثمرين على الاكتتاب.<sup>1</sup>

يؤثر حجم المؤسسات الاقتصادية بشكل كبير في وصولها لصيغ التمويل الإسلامي، حيث تضم هذه الأخيرة صيغاً محدودة السقف المالي لا تلائم احتياجات المؤسسات الاقتصادية كبيرة الحجم، بينما تتجه المؤسسات الاقتصادية الصغيرة للتخلي عن حصص من ملكيتها للممولين بناءً على قيام صيغ تشاركية بدل صيغ تجارية لضعف مركزها المالي وقوتها التفاوضية، هذا وتضع البنوك والمصارف الإسلامية قيوداً على التمويل بالديون كالمراجحة والإجارة في صورة التمتع بالسمعة الجيدة وتوفر ضمانات رهن الأصول وهي من صفات المؤسسات الاقتصادية الكبيرة، وهو ما يسهل عليها الحصول على مثل هذه الصيغ خاصة في ظل مساعي مثل هذه المؤسسات إلى توفير صيغ تمويل دون فقدان عامل السيطرة والإدارة لفائدة الجهة الممولة؛<sup>2</sup>

➤ **آداء ورؤية المؤسسة:** تميل المؤسسات الاقتصادية حسب نظرية التمويل السلمي إلى احتجاز الأرباح لتمويل أنشطتها المختلفة، وبالتالي الاعتماد على الاستئانة بصفة أقل، لكن قصد تعظيم القيمة السوقية لملكيتها إلى قيمتها الدفترية قد تلجأ هذه المؤسسات إلى الاستعانة بصيغ التمويل ثابتة التكاليف خاصة في ظل خلو هذا المصدر من حقوق التصويت والتدخل في الإدارة، أما المؤسسات الاقتصادية المتذبذبة الآداء فتتجه لصيغ المشاركة في الأرباح

<sup>1</sup> Titman S, Wessels R, The Determinants of Capital Structure Choice, The Journal of Finance, Vol. 43, No. 01, 1988, PP. 1-19.

<sup>2</sup> Habib Ahmed, Issues in Islamic Corporate Finance: Capital Structure in Firms, IRTI Research paper, No. 70, 2007, Jeddah, Ksa, P. 26.

والخسائر للاستفادة من خبرة البنوك والمصارف الإسلامية في تنظيم وإدارة المشاريع، وتلافي النتائج العكسية للرفع المالي الناتج عن التمويل بصيغ ذات تكلفة ثابتة؛<sup>1</sup>

➤ **الربحية:** تعبر ربحية المؤسسات الاقتصادية عن نسبة أرباحها قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي أصولها، فمن الممكن للمؤسسات اللجوء إلى مصادر التمويل الداخلي في المقام الأول باعتبارها المصادر الأقل تكلفة وبالتالي فالمؤسسات ذات الربحية العالية تستخدم أرباحها المحتجزة في تمويل استثماراتها بدل المصادر الخارجية (ديون أو ملكية)،<sup>2</sup> كما يمكن لهذه المؤسسات أيضاً السعي إلى الاستفادة من الوفورات الضريبية من خلال استغلال المزايا الضريبية للاستدانة وعلى هذا الأساس لا يوجد أي حرج على المؤسسات الاقتصادية المستعينة في تمويلها على صيغ الصيرفة الإسلامية في السعي إلى ترشيد تكاليفها بما فيها تكلفة التمويل، وبما أن الاستدانة في النظام المالي الإسلامي تكون بناءً على الحاجة، فمن المستبعد قيام المؤسسات الاقتصادية التي تحقق ربحية عالية باللجوء إليها في ظل توفر البديل المالي الداخلي الجاهز؛<sup>3</sup>

➤ **مخاطر الأعمال:** تزيد احتمالية تعرض المؤسسات الاقتصادية ذات مخاطر الأعمال المرتفعة والمستويات المتقلبة في أنشطتها إلى العسر المالي والإفلاس، ما يعني ضرورة تقليل حجم الديون جراء التأثير السلبي الذي قد يسببه الرفع المالي، والاتجاه عند الضرورة القصوى إلى إصدار أدوات ملكية بدلاً من أدوات الدين نظراً لتحمل المساهمين جزءاً من المخاطر، وهذا عملاً بمبدأ قاعدة الخراج بالضمان التي تنص على مرافقة العائد المأمول جزءاً من المخاطر المصاحبة؛<sup>4</sup>

➤ **مادية الأصول:** تعبر نسبة الأصول الثابتة الصافية إلى إجمالي الأصول عن مادية الأصول، وهي نسبة مهمة جداً للمؤسسات المالية والمصرفية المانحة للتمويل الذي تقوم بمنحه بناءً على المعلومات الخاصة بقيمة الأصول من خلال عملية الرهن، حيث تعد قدرة المؤسسات الاقتصادية ذات الأصول الثابتة الكبيرة أكبر وأيسر من المؤسسات الاقتصادية قليلة الأصول الثابتة،<sup>5</sup> كما تتعاطم أهمية هذه النسبة في النظام المالي الإسلامي وفق قاعدة عدم جواز تجاوز ديون المؤسسات الاقتصادية لأصولها الثابتة أي أن البنوك والمصارف الإسلامية تتحاشى بشكل كامل منح تمويل للمؤسسات الاقتصادية التي تفوق ديونها أصولها الثابتة، مما يعني أن قدرة المؤسسة على الاستدانة تتناسب طردياً مع نسبة أصولها الثابتة؛<sup>6</sup>

➤ **السيولة:** تعد الأصول السائلة مادة جاذبة للمسيرين لاستخدامها فيما لا يخدم مصالح الملاك وعليه تفضل المؤسسات الاقتصادية التي تتمتع بسيولة عالية إلى منحها الأولوية في تمويل المشاريع الاستثمارية، وهو مبدأ مؤسس لنظرية

<sup>1</sup> Nur Azura B, T Sanusi, The Dynamics of Capital Structure in the Presence of Zakat and Corporate Tax, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 07, Issue. 01, 2014, PP. 89-111.

<sup>2</sup> Amr Attar, Corporate Strategy and Capital Structure – an Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in Saudi Arabia, PHD thesis, Brunel Business School, Brunel University, 2014, P. 35.

<sup>3</sup> Jassim Al-Ajmi, Decisions on Capital Structure in a Zekat Environment with Prohibition of Riba, the case of Saudi Arabia, The Journal of Risk Finance, Vol. 10, No. 05, 2009, PP. 460-476.

<sup>4</sup> Razali Haron, Khairunisah Ibrahim, Target Capital Structure and Speed of Adjustment Panel Data Evidence on Malaysia Shari'ah Compliant Securities, International Journal of Economics, Management and Accounting, Vol. 20, No. 02, 2012, PP. 87-107.

<sup>5</sup> Scott J. H, Jr Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure, Journal of Finance, Vol. 31, No. 01, 1977, PP. 1-19.

<sup>6</sup> Ahmed Habib, Issues in Islamic Corporate Finance: Capital Structure in Firms, Op. Cit. 15.

الوكالة والتمويل السلمي الذي يكرس للعلاقة العكسية بين درجة الاستدانة والسيولة، ولم تختلف نظرة التمويل الإسلامي لهذا الأمر عن الأدبيات التقليدية، حيث ترى إلزامية اعتماد المؤسسات الاقتصادية على الأموال المتاحة بدل البحث عن مصادر خارجية للتمويل؛<sup>1</sup>

➤ **الوفورات الضريبية لغير الديون:** اهتمت الدراسات التقليدية بالوفورات الضريبية التي تجنيها المؤسسات الاقتصادية من خصم المصاريف المالية الناتجة عن الاستدانة والتي تؤدي لتخفيض التكلفة الفعلية للديون، ومع ذلك فيمكن تحقيق العديد من الوفورات الضريبية الأخرى من مواضع غير الديون على غرار الاهتلاكات والمؤنات والإعفاءات الضريبية للاستثمار والتعويضات الضريبية الرأسمالية، وبالتالي فعلى المؤسسات الاقتصادية عدم المبالغة في الاستدانة تحت ذريعة تحقيق الوفورات الضريبية وزيادة المخاطر المصاحبة لذلك، إذا توفر أي بديل من البدائل المولدة للوفورات الضريبية لغير الفوائد.<sup>2</sup>

يفرض النظام المالي الإسلامي العديد من الضوابط التي تضع حدوداً قصوى لمستوى الاستدانة المقبول للمؤسسات الاقتصادية كضابط مادية الأصول السالف الذكر مثلاً، وهو ما يفتح الباب أمامها للبحث عن مصادر بديلة تسمح بالحصول على مزايا الوفورات الضريبية لتعويض الوفورات الضريبية المتأتية من الفوائد، وبالتالي يمكن القول أن الوفورات الضريبية لغير الفوائد تتماشى عكسياً مع مستويات الاستدانة.

#### ثانياً: المحددات الخارجية للهيكل المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية

إن أهم ما يؤثر على تحديد الهيكل المالي في ظل استخدام صيغ الصيرفة الإسلامية في البيئة الخارجية هو اختلاف ظروف البيئة التمويلية من دولة لأخرى، الأمر الذي يلقي بضلاله على الخيارات التمويلية المتاحة للمؤسسات الاقتصادية، فالقيود المفروضة على القطاع المصرفي للعديد من الدول تحد من قدرة البنوك الإسلامية على التوسع في الصيغ التمويلية الإسلامية وهو الأمر الذي ينعكس على المؤسسات الاقتصادية طالبة التمويل في لجوئها مكرهة إلى صيغ ربوية، ومن العوامل الخارجية المؤثرة في المزيج التمويلي ما يلي:

- **التضخم:** تؤثر معدلات التضخم على معدلات الفائدة الحقيقية حيث تتناقص هذه الأخيرة جراء التضخم، كما أن هنالك من يرى وجود معدلات فائدة سالبة إذا زادت نسب التضخم عن نسب الفائدة السائدة، وهو ما يعني تأثير التضخم على الهيكل المالي، حيث تلجأ المؤسسات الاقتصادية إلى مزيد من الاستدانة والاتجاه للرفع المالي بشكل أكبر في حالة زيادة مستوى التضخم،<sup>3</sup> ولا يختلف هذا الأمر في النظام المالي الإسلامي الذي يرى في زيادة الاعتماد على صيغ الاستدانة مقارنة بصيغ الملكية أمراً مهماً في ظل تآكل القيمة الحقيقية للمصاريف المالية وانخفاض تكلفتها جراء التضخم؛

- **تطور السوق المالي للأسهم:** تعبر نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي عن مدى تطور السوق المالي، حيث ينجر عن زيادة وتطور حجم التداول في السوق المالي إلى تفضيل المؤسسات الاقتصادية الأموال المملوكة على الاستدانة

<sup>1</sup> Shazal Shafaai, Mansur Masih, Determinants of Cost of Equity: The Case of Shari'ah-Compliant Malaysian Firms, MPRA Paper No, 62364, Posted 26 February 2015, PP. 1-51.

<sup>2</sup> Fauzias Mat Nor, Razali Haron, Determinants of Target Capital Structure: Evidence on South East Asia Countries, Journal of Business and Policy Research, Vol. 06, No. 03, 2011, PP. 42-43.

<sup>3</sup> Lama Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia, 2012, P.92.

نظراً لسهولة تداول أوراق الملكية في الأسواق المتطورة وبالتالي زيادة الإقبال على من طرف الجمهور،<sup>1</sup> ويرى النظام المالي الإسلامي أن تطور السوق المالي الإسلامي وتنوع صيغ الملكية من شأنه تيسير عملية تداولها والإقبال على إصدارها وهو ما يعني وجود علاقة عكسية بين تطور السوق المالي والاستدانة؛

● **تطور سوق السندات:** يؤثر تطور سوق السندات على المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية شأنه في ذلك شأن السوق المالي، حيث يساهم تطور سوق السندات في توفير بدائل تمويلية أقل تكلفة من البدائل الأخرى،<sup>2</sup> وقد ساهم تطور سوق الصكوك الإسلامية في لجوء المؤسسات الاقتصادية للتمويل عن طريق الصكوك الإسلامية التي تمثل البديل الإسلامي عن سوق السندات التقليدية ما يعني قيام علاقة طردية بين درجة تطور سوق الصكوك الإسلامية ودرجة استئانة المؤسسات المتوافقة مع الشريعة؛

● **معدلات الفائدة:** تعتبر معدلات الفائدة عنصراً هاماً من العناصر المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي حيث أن تدني هذه المعدلات يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل بالديون واتجاه المؤسسات الاقتصادية أكثر إلى تضمينه في الهيكل المالي، بالمقابل فإن ارتفاع معدلات الفائدة يزيد من تكلفة الأموال واحتمالات عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها وزيادة مخاطر الإفلاس، وبالتالي يكون خيار التمويل عن طريق الملكية أفضل، وهو ما يعني أن علاقة الاستدانة بمعدلات الفائدة راجعة إلى ارتفاع أو انخفاض هذه الأخيرة تبعاً لحالة الاقتصاد،<sup>3</sup> وعلى الرغم من حرمة التعامل بالفوائد في النظام المالي الإسلامي إلا أن مشروعية الاسترشاد بها في الممارسات التطبيقية كما سبق التطرق إليه سابقاً تعني تأثيرها بطريقة غير مباشرة على الخيارات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية، ما معناه وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وصيغ الاستدانة الإسلامية؛

● **النمو الاقتصادي:** يؤثر هذا العنصر حسب النظام المالي الإسلامي على الخيارات المالية للمؤسسات الاقتصادية، ففي حالات الركود أو الأزمات يزيد تخوفها من عدم قدرتها على سداد الالتزامات، وعليه تتجنب الذهاب لمزيد من الاستدانة لتجنب تأزم وضعها المالي، أما في حالات الراجح الاقتصادي فيسهل للمؤسسات الاقتصادية اللجوء للاستدانة والاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي في ظل ابتعادها عن شبح العسر المالي والإفلاس.

### المطلب الثالث: تكلفة صيغ التمويل الإسلامي وملاءمتها لآلية الرفع المالي

#### الفرع الأول: تكلفة التمويل الإسلامي القائم على المشاركة

قد تحتاج المؤسسات الاقتصادية تحت أي ظرف من الظروف إلى سيولة، ما يجعلها تلجأ في كثير من الأحيان إلى إصدار أسهم جديدة للاكتتاب للقيام بعملية توسع أو غير ذلك، وعلى هذا الأساس تقوم البنوك والمصارف الإسلامية بالتحرك في السوق والبحث عن أسهم مناسبة لها للاستثمار فيها من خلال توظيف أموال المودعين في منافذ آمنة قدر الإمكان تحقق العوائد المنتظرة، وتسمى هذه العملية بالمشاركة، بين المؤسسات الاقتصادية والبنوك الإسلامية، وقد تكون هذه المشاركة دائمة

<sup>1</sup> Demirgüç-Kunt A, Maksimovic V, Stock Market Development and Firms "Financing Choices", World Bank Economic Review, 10, 1996, PP. 341-369.

<sup>2</sup> De Jong A, Kabir R, Nguyen TT, Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants, Journal of Banking and Finance, Vol. 32, 2008, PP. 1954-1969.

<sup>3</sup> Frank MZ, Goyal VK, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, Journal of Finance Economics, Vol. 67, No. 02, 2003, PP. 127-248.

من البنوك الإسلامية في رأسمال المؤسسات الاقتصادية أو منتهية بتمليك هذه الأخيرة أو مشاركة في صفقة أو مشروع بعينه، أو على شكل مضاربة.

أولاً: تكلفة التمويل بالمشاركة الدائمة في رأس المال

تقوم البنوك والمصارف الإسلامية بشراء الأسهم المصدرة من قبل المؤسسات الاقتصادية، وبالتالي تصبح مشاركة في هذه المؤسسات ومساهمة دائمة في رأسمالها، وعلى أساس هذه الشراكة تكون تكلفة هذا التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية متمثلة في تكلفة إصدار الأسهم العادية التي اشتراها البنك الإسلامي، والمتمثلة في مصروفات الإصدار وتوزيع الأرباح التي تتحملها المؤسسات الاقتصادية مضافاً إليها الأرباح السنوية الموزعة، وفي هذه الحالة لا يختلف حساب تكلفة التمويل بالمشاركة الدائمة للبنوك والمصارف الإسلامية في رأس مال المؤسسات الاقتصادية وحساب تكلفة الأسهم العادية وفق المنهج التقليدي ويمكن توضيح ذلك وفقاً للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$C_p = \frac{R_i}{P_i - D} + g \quad (13-1)$$

حيث أن:

$R_i$ : الأرباح الموزعة في السنة  $i$ ؛

$P_i$ : سعر السهم في السنة  $i$ ؛

$D$ : مصروفات الإصدار وتوزيع الأرباح؛

$g$ : نسبة النمو المتوقعة؛

$C_p$ : تكلفة إصدار المؤسسات الاقتصادية للسهم العادي.

أي أن:

$$\text{تكلفة إصدار السهم العادي} = \frac{\text{الأرباح الموزعة في السنة}}{\text{سعر السهم في السنة } i - \text{مصروفات الإصدار والتوزيع}}$$

تقيس المؤسسات الاقتصادية تكلفة رأس المال بأدنى معدل عائد قصد الحفاظ على المبلغ المستثمر، حيث تؤدي بعض العناصر إلى انخفاض ونقصان قيمة وكمية الأموال المستثمرة كالتضخم، والضرائب والزكاة والتي يختلف ثمنها حسب طبيعة الأموال، والوعاء الخاضعة له، حيث ينقص الاقتطاع المتتالي للزكاة والضرائب من الأموال، وبالتالي فإن أدنى عائد مقبول يكافئ نسبة الضرائب أو الزكاة حسب طبيعة النشاط فضلاً عن نسبة التضخم، ويمكن التعبير عن ذلك وفقاً للعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$M = (Z/T) + I \quad (14-1)$$

حيث أن:

<sup>1</sup> Nathalie Morgnes, Financement et coût du capital de l'entreprise, *Economica*, Paris, 2003, P. 62 :63.

<sup>2</sup> Khaled Aljifri, Sunil Kumar Khandelwal, Financial Contracts in Conventional and Islamic Financial Institutions: An Agency Theory Perspective, *Review of Business and Finance Studies*, Vol. 4, No. 2, 2013, P. 79-88.

M: أدنى عائد مقبول؛

(Z/T): نسبة الضرائب أو الزكاة حسب طبيعة النشاط؛

I: نسبة التضخم.

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى زيادة معدل العائد بما يتماشى والمخاطر المحيطة ومتوسط عائد السوق، حيث لا تكتفي بمجرد المحافظة على أصل الإستثمار، وبالتالي فإن تكلفة رأس المال بالنسبة لها تقاس على النحو التالي<sup>1</sup>:

$$C_p = M + X \quad (15-1)$$

حيث أن:

X: علاوة المخاطرة المعبر عنها بالانحراف المعياري لعائد النشاط.

أي أن تكلفة التمويل بالمشاركة = أدنى عائد مقبول + علاوة المخاطر لعائد النشاط.

ثانيا: تكلفة التمويل بالمشاركة في صفقة معينة

تقوم المؤسسات الاقتصادية في بعض الأحيان بإبرام صفقات معينة تدوم لمدة زمنية محددة، لكنها تصطدم ببعض المشاكل المالية فتلجأ للتمويل الخارجي من خلال مشاركة البنوك والمصارف الإسلامية التي تساهم بنسب معينة من مبالغ الصفقات، حيث تحدد النسبة بناءً على اتفاق مسبق بين البنك الإسلامي والمؤسسة الاقتصادية وتمثل النسبة تكلفة التمويل بالنسبة لهذه الأخيرة، ويمكن تحديد تكلفة المشاركة في هذه الحالة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية وفقاً للعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$C_p = \frac{R * P\%}{M * n} * 100 \quad (16-1)$$

حيث أن:

R: نتيجة الصفقة؛

P% : نسبة مشاركة البنك الإسلامي في نتيجة الصفقة؛

M: مبلغ مساهمة البنك الإسلامي في الصفقة؛

n: المدة بالسنوات؛

Cp: معدل التكلفة السنوي للمشاركة.

أي أن:

$$\text{معدل التكلفة السنوي للمشاركة} = \frac{\text{نتيجة الصفقة} * \text{نسبة مشاركة البنك في نتيجة الصفقة}}{\text{مبلغ مساهمة البنك الإسلامي} * \text{المدة (السنوات)}} * 100$$

<sup>1</sup> Munawar Iqbal, Philip Molyneux, Thirty Years of Islamic Banking History: Performance and Prospects, Ed. Palgrave Macmillan, Op Cit, P. 134.

<sup>2</sup> Hervé Hutin, Toute la finance d'entreprise en pratique, 2<sup>ème</sup> édition, Edition d'organisation, Paris, 2002, P 96.



ثالثاً: تكلفة التمويل بالمشاركة المنتهية بالتمليك

تشارك البنوك والمصارف الإسلامية المؤسسات الاقتصادية في بعض المشاريع، حيث تكون آلية التمويل في هذا النوع من المشاريع مختلفة بعض الشيء إذ تنقص ملكية البنك الإسلامي الناشئة من المشاركة في مشاريع المؤسسات الاقتصادية تدريجياً بمرور الوقت إلى أن تنتهي كلياً بالملكية الكاملة للمشاريع من قبل المؤسسات الاقتصادية، وتحدد تكلفة المشاركة المنتهية بالتمليك من خلال المعدل السنوي لحصة البنك الإسلامي من الأرباح وفقاً للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$C_p = \frac{\sum Ri}{M \cdot n} * 100 \quad (17-1)$$

حيث أن:

Ri: حصة البنك الإسلامي من الأرباح في السنة i؛

M: مبلغ مشاركة البنك الإسلامي؛

n: المدة بالسنوات.

أي أن:

$$100 * \frac{\text{مجموع الأرباح التي يحصل عليها البنك}}{\text{مبلغ مشاركة البنك} * \text{المدة (السنوات)}} = \text{المعدل السنوي لتكلفة التمويل بالمشاركة المنتهية بالتمليك}$$

ثالثاً: تكلفة التمويل بالمضاربة:

تعتبر الأموال التي يقدمها رب المال إلى المضارب عن رأس مال المضاربة، ولهذا فإن العائد المطلوب على هذه الأموال يشبه إلى حد كبير العائد المطلوب على المشاركة في رأس المال، وعليه لا يجب أن يقل عائد المضاربة عن عائد المشاركة، وبالتالي فإن تكلفة المضاربة تتحدد وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$C_k = M + X \quad (18-1)$$

حيث أن:

C<sub>k</sub>: تكلفة التمويل بالمضاربة؛

M: أدنى عائد مقبول؛

X: علاوة المخاطرة.

الفرع الثاني: تكلفة التمويل الإسلامي القائم على الهامش

تقدم البنوك والمصارف الإسلامية مجموعة أخرى من الصيغ المالية التي تختلف في طبيعتها عن الصيغ المالية القائمة على المشاركة والتي تختلف أيضاً في طريقة تحديد تكلفتها بالنسبة للعملاء والمؤسسات الاقتصادية، ففي حال احتياج هذه الأخيرة اقتناء أصول

<sup>1</sup> Hervé Hutin, Toute la finance d'entreprise en pratique, 2ème édition, Edition d'organisation, Op Cit, P. 127.

<sup>2</sup> محمد بوجلal، شوقي بورقبة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 23، العدد 02، 2010، ص 53-82.

وتفضيل الاعتماد في ذلك على مصادر تمويل خارجية، أو مواجهة مشاكل سيولة وعسر مالي تلجأ البنوك والمصارف الإسلامية لتسهيل اقتناء الأصول المرغوبة بالاعتماد على العديد من الصيغ المالية كالمراجحة والسلم والاستصناع والإيجار المنتهي بالتمليك.

#### أولاً: تكلفة التمويل بالمراجحة

تنشأ تكلفة التمويل بالمراجحة بالنسبة للمستفيدين والمؤسسات الاقتصادية في الفرق بين ثمن شراء الأصل وثن البيع الذي يعبر عن مقدار ربح البنك الإسلامي، وبالتالي فإن حساب تكلفة التمويل بالمراجحة يكون وفقاً للعلاقات التالية<sup>1</sup>:

$$C_m = A * R_m * n \quad (1-1)$$

$$C_m = P \quad (1-1)$$

$$V = A + P \quad (1-1)$$

حيث أن:

A: ثمن شراء السلعة المتفق عليها؛

V: ثمن البيع؛

P: مقدرا الربح = ثمن البيع (V) - ثمن الشراء (A)؛

C<sub>m</sub>: تكلفة التمويل بالمراجحة = مقدار الربح (P) (الذي تحصل عليه البنك)؛

n: مدة المراجحة بالسنوات؛

R<sub>m</sub>: معدل تكلفة المراجحة.

من خلال المعادلات (I) (II) (III) نحصل على:

$$R_m = \frac{V-A}{A \times n} * 100 \quad (19-1)$$

أي أن:

$$100 * \frac{\text{ثمن البيع (الأصل)} - \text{ثمن الشراء}}{\text{ثمن الشراء} * \text{المدة (السنوات)}} = \text{معدل تكلفة المراجحة}$$

ثانياً: تكلفة التمويل بالسلم

<sup>1</sup> بومدين بوغرة، ناصر صلاح الدين غربي، مدى توافق صيغ التمويل الإسلامي مع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة دفاتر الاقتصادية، المجلد 04، العدد 01، 2013، ص 156-172.

تحدد المؤسسات الاقتصادية تكلفة التمويل بالسلم التي تبرمها مع البنوك والمصارف الإسلامية من خلال الفرق بين سعر الأصل الحالي أو الحاضر وسعره الآجل، وبعبارة أخرى تمثل تكلفة السلم مقدار الفرق بين سعر الأصل في الوقت الآجل وسعره في الوقت العاجل، ويتم حساب تكلفة السلم وفقا للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$R_m = \frac{F-D}{D \times n} * 100 \quad (20-1)$$

حيث أن:

F : الثمن الآجل للسلعة (أي سعر السلعة وقت تسليمها) ؛

D : الثمن العاجل للسلعة (أي ثمن بيع السلعة في الوقت الحاضر) ؛

Cs : تكلفة التمويل بالسلم = الثمن الآجل للسلعة (F) - الثمن العاجل للسلعة (D)؛

Rs : معدل تكلفة التمويل بالسلم؛

n : المدة بالسنوات.

أي أن:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالسلم} = \frac{\text{الثمن الآجل للأصل} - \text{الثمن العاجل للأصل}}{\text{الثمن العاجل للأصل} * \text{المدة (بالسنوات)}} * 100$$

ثالثا: تكلفة التمويل بالاستصناع

إن الحاجة إلى عقد الإستصناع واضحة فهناك بعض المهنيين في كل مجتمع لديهم المهارة لتصنيع أنواع مختلفة من العناصر المطلوبة من قبل أفراد مجتمعاتهم، ومثل هذه الأشياء لا وجود لها منذ البداية بل هي صنعة جهد ومهارة ووقت هؤلاء المحترفين الذين يجلبون هذه العناصر إلى حيز الوجود، وبالتالي يمكن لعقد الإستصناع أن يكون مصدرا من مصادر التمويل الإسلامي، إذا كان ثمن المستصنع (الشيء المصنوع) مؤجلا، أما إذا كان الثمن نقدا (أي يدفع حالا)، فلا يعدو الإستصناع أن يكون استخداما للأموال لا مصدرا للتمويل، وتتمثل تكلفة الإستصناع في مقدار الفرق بين سعر الشيء المصنوع حاضرا وسعر الشيء المصنوع آجلا، ويمكن حساب المعدل الاسمي لتكلفة الإستصناع وفقا للعلاقة الموضحة فيما يلي<sup>2</sup>:

$$R_m = \frac{R-L}{L \times n} * 100 \quad (21-1)$$

حيث أن:

R: الثمن الآجل للشيء المصنوع؛

<sup>1</sup> حمزة شوادير، عبد السلام حطاطاش، تحليل ظاهرة الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة -حالة ماليزيا، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 05، العدد 01، 2018، ص 13-28.

<sup>2</sup> Choudhury M. A, Al-Sakran S, Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia, Managerial Finance, Vol. 27, Issue 10/11, 2001, PP. 25-48.

$L$  : الثمن الحاضر للشيء المصنوع؛

$C_i$  : تكلفة الإستصناع = الثمن الآجل للشيء المصنوع ( $R$ ) - الثمن الحاضر للشيء المصنوع ( $L$ )؛

$R_i$  : معدل تكلفة التمويل بالإستصناع؛

$n$  : مدة الإستصناع بالسنوات.

أي أن:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالإستصناع} = \frac{\text{الثمن الآجل للشيء المصنوع} - \text{الثمن الحاضر للشيء المصنوع}}{\text{الثمن الحاضر للشيء المصنوع} * \text{المدة (بالسنوات)}} * 100$$

رابعاً: تكلفة التمويل بالتأجير المنتهي بالتمليك

توفر البنوك والمصارف الإسلامية للمؤسسات الاقتصادية آلية تأجير الأصول ونقل ملكيتها لهذه الأخيرة مع نهاية عقد التأجير، وبناءً على هذا الأمر يمكن حساب تكلفة الإجارة المنتهية بالتمليك استناداً إلى الفرق بين مجموع إيجارات الأصل وبين قيمة شراء الأصل نقداً وفقاً للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$R_m = \frac{R-L}{L * n} * 100 \quad (22-1)$$

$L_i$  : قسط الإيجار؛

$A$  : ثمن شراء الأصل نقداً؛

$C_i$  : تكلفة التأجير المنتهي بالتمليك؛

$R_i$  : معدل تكلفة التأجير المنتهي بالتمليك؛

$n$  : متوسط مدة الإيجار.

أي أن:

$$\text{تكلفة الإجارة المنتهية بالتمليك} = \frac{\text{مجموع الإيجارات} - \text{ثمن شراء الأصل نقداً}}{\text{ثمن شراء الأصل نقداً} * \text{متوسط مدة الإيجار}} * 100$$

الفرع الثالث: صيغ التمويل الإسلامي الملائمة لآلية الرفع المالي

تساهم آلية الرفع المالي في تعظيم ما يسمى بالعائد على الملكية، وهذا في حال ما كان العائد على الأصول أكبر من معدل الفائدة، إذ أن الرفع المالي يرفع من درجة تغير العوائد للأموال المملوكة مقارنة بدرجة تغير العائد على الأصول، وهو ما أكدته الأدبيات التقليدية والتي اعتبرت الرفع المالي أحد أهم وسائل تعظيم الأرباح من خلال الاعتماد على الديون مقابل دفع فوائد عليها، وهو التعامل المحرم في الشريعة الإسلامية، إلا أن هذا الأمر لا يعني بالضرورة عدم إمكانية الإستفادة من هذه الآلية

<sup>1</sup> حمزة شوار، عبد السلام حطاطاش، تحليل ظاهرة الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة - حالة ماليزيا، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

للمؤسسات الاقتصادية التي لا تتعامل بالفوائد الربوية باعتبار أن الاستدانة أمر متواتر التعامل به في التاريخ الإسلامي، والرسول ﷺ نفسه تعامل بالدين، والأمر بالأساس عائد لحزمة التعامل بالفوائد وليس لحزمة الاستدانة، كما أن وجود صيغ تمويل إسلامي قائمة على التكاليف الثابتة للمؤسسات الاقتصادية يزيد من أسهم فرضية الاعتماد على آلية الرفع المالي المنبثق من وجود تكاليف مالية ثابتة لكن بصيغ التمويل الإسلامية بدل صيغ التمويل التقليدية.

#### أولاً: المراجعة للأمر بالشراء

تقوم البنوك والمصارف الإسلامية في إطار تكييف المراجعة المركبة أو المراجعة للأمر بالشراء وجعلها صيغة تمويلية مشروعة بتملك الأصول وإعادة بيعها والحصول على مقدار من الربح ناتج عن تملكها والتصرف بها، وللوقوف على إمكانية اعتبار هذه الصيغة مولدة للرفع المالي من عدمها يجب تتبع المعالجة المحاسبية لها في المؤسسات الاقتصادية طالبة التمويل.<sup>1</sup>

فلو قامت مؤسستين باقتناء نفس الأصول بنفس الكمية (بقيمة 1000 و.ن)، حيث قررت الأولى الحصول على المبلغ من خلال قرض بفائدة 10%، أما المؤسسة الثانية فاتفقت مع بنك إسلامي على شراء الأصول المرغوبة بصيغة المراجعة للأمر بالشراء بمهامش ربح معلوم تقدر نسبته 10%، فإن المؤسسة الأولى ستتحمل فوائد ومصاريف مالية بمقدار 100 و.ن تؤدي إلى تفعيل آلية الرفع المالي والاستفادة من الخصم الضريبي للفوائد للحصول على التكلفة الحقيقية للاقتراض.

أما المؤسسة الثانية فهي معنية بالتسجيل المحاسبي التالي:

| دائن    | مدين | البيان                               | دائن  | مدين  |
|---------|------|--------------------------------------|-------|-------|
|         |      | تاريخ توقيع المراجعة للأمر بالشراء   |       |       |
| 38 أو 2 |      | حسابات المشتريات أو حسابات التثبيتات | 1 100 |       |
|         | 40   | حسابات موردي المخزونات أو التثبيتات  |       | 1 100 |
|         |      | تاريخ الحصول على الأصل إذا كان بضاعة |       |       |
| 3       |      | حسابات المخزونات                     | 1 100 |       |
|         | 38   | حسابات المشتريات                     |       | 1 100 |
|         |      | تاريخ تسديد قيمة الأصول              |       |       |
| 40      |      | حسابات موردي المخزونات أو التثبيتات  | 1 100 |       |

<sup>1</sup> زياد عبد الحليم الذبيبة، حسن محمد سمحان، دراسات محاسبية إسلامية، دار الفكر، ط 01، عمان، 2011، ص 131.

|       |                       |   |  |
|-------|-----------------------|---|--|
| 1 100 | حساب البنك أو الصندوق | 5 |  |
|-------|-----------------------|---|--|

من خلال التسجيل المحاسبي للمؤسسة الثانية يتبين تضمين هامش الربح الذي يحصل عليه البنك أو المصرف الإسلامي من صفقة المراجعة في تكلفة شراء الأصول سواء كانت أصول ثابتة أو أصول جارية، وبالتالي لا يعد الهامش كمصاريف مالية تطرح من التكاليف التشغيلية للاستفادة من الوفر الضريبي، كما أن تضمين التكلفة الوحيدة للأصول الجارية المشتراة بصفقة المراجعة في التكاليف الكلية يجعلها متغيرة لا ينشأ عنها رفع مالي.

في سياق المعالجة المحاسبية لصيغة المراجعة تطرقت الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين إلى رسملة تكاليف تمويل المراجعة للأصول الثابتة، حيث رأت أن اعتبار ربح البنك الإسلامي الذي يحصل عليه من المراجعة جزءاً من تكلفة الأصل ورسمته بالكامل يؤدي إلى تضخيم قيمة الأصل، وأنه على الرغم من كون صيغة المراجعة تتضمن عملية بيع وشراء، إلا أن جوهرها يشير إلى أن ربح البنك هو عبارة عن تكلفة للتمويل تتحمله المؤسسات الاقتصادية نظير تأجيل سدادها للدفعات المؤجلة موزعة على فترة العقد وبالتالي فإن الهيئة ترى أن استخدام المؤسسات الاقتصادية لأصل (سواء كان مخزون أو أصل ثابت) بموجب عقد مراجعة يلزم فصل مبلغ المراجعة بين القيمة العادلة للأصل وبين تكلفة التمويل التي تنشأ من ربح البنك موزعة على الفترات المالية المستقبلية لفترة الأجل، حيث يخصص لكل فترة مالية نصيبها من التكاليف.<sup>1</sup>

بناءً على ما سبق ذكره يمكن القول أن صيغة المراجعة يمكنها أن تكون مصدراً للرفع المالي في حال قيام المؤسسات الاقتصادية بالحصول عليها الاستعانة بالرأي المقترح من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين بخصوص المعالجة المحاسبية لها.

#### ثانياً: صيغة الإجارة

يعد التأجير التمويلي أهم صيغ الإجارة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية وأكثرها طلباً من البنوك والمصارف الإسلامية، حيث تمتد لمدة طويلة نسبياً وأقساط إيجار مرتفعة، حيث تتحمل المؤسسات الاقتصادية المستأجرة تكاليف مالية ثابتة لا ترتبط بمستوى النشاط تتمثل في مصروف الإيجار (ربح المؤجر)، وتعد هذه التكلفة قابلة للخصم عند احتساب الضريبة تفضي إلى الاستفادة من الوفر الضريبي، وبالتالي يمكن القول أن الإيجار التمويلي يمكن أن يكون مصدراً للرفع المالي إذا أرادت المؤسسات الاقتصادية الاعتماد عليه.<sup>2</sup>

#### ثالثاً: صيغة السلم

إن تحليل طبيعة تكاليف صيغة السلم التي تتحملها المؤسسات الاقتصادية الطالبة لها يفضي إلى اعتبارها فرقاً بين سعر البيع المتفق عليه والسعر السوقي لها، ما يعني صعوبة تحديد هذه التكلفة مسبقاً بشكل دقيق إلا بعد عملية البيع، غير أنه يمكن تحديد هذه التكلفة بشكل مسبق إذا كانت أسعارها ثابتة نسبياً، حيث تعد تكلفة ثابتة لا تزيد بزيادة النشاط وبالتالي فهي صيغة مولدة لآلية الرفع المالي.<sup>3</sup>

#### رابعاً: صيغة الاستصناع

<sup>1</sup> رأي لجنة معايير المحاسبة حول رسملة تكاليف تمويل المراجعة للأصول الثابتة، رقم 9/2، بتاريخ 28-04-2010، صادر عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص 01-02، <http://www.socpa.org.sa/Accounting-Standards/AS-026>، شوهذ يوم 26-02-2023.

<sup>2</sup> حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ط 02، 2011، ص 239.

<sup>3</sup> مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية، إثراء للنشر والتوزيع، ط 01، عمان، 2008، ص 342.

لا تختلف صيغة الاستصناع من الناحية المالية عن صيغة السلم حيث تتحمل الجهة المصنعة تكلفة تتمثل في الفرق بين السعر السوقي للمصنوع وقت التسليم والسعر المتفق عليه، حيث تحدد تكلفة الاستصناع كما سبق الإشارة إليه سابقاً بنفس طريقة تحديد تكلفة السلم، وبالتالي فإن صيغة الاستصناع تكاليفها ثابتة وتحظى بأن تكون مصدراً للرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية المصنعة.

#### خامساً: صيغة المشاركة

تقدم المؤسسات المالية الإسلامية التمويل للمؤسسات الاقتصادية دون اشتراط فوائد محددة أو عوائد ثابتة وفق صيغة المشاركة في الأرباح والخسائر، وبالتالي لا تنشأ وفق هذه الصيغة علاقة دائن ومدين، وتكاليفها متغيرة حسب النتائج المحققة من المؤسسات الاقتصادية ما يعني أن هذه الصيغة لا تؤدي إلى الرفع المالي.

#### سادساً: صيغة المضاربة

تعتبر صيغة المضاربة عن علاقة مشاركة بين مالك رأس المال والمستثمر تفضي إلى تقاسم الربح بينهما حسب الاتفاق، على أن يتحمل رب المال الخسارة في حالة عدم تقصير المضارب وهو ما يبين عدم إمكانية الاعتماد على هذه الصيغة للاستفادة من آلية الرفع المالي لعدم وجود تكاليف ثابتة.<sup>1</sup>

بناءً على ما سبق وبالرجوع إلى تكلفة التمويل الإسلامي نلاحظ أن تكلفة التمويل بالصيغ القائمة على المشاركة متغيرة، وتابعة للنتائج التي تحقّقها المؤسسات الاقتصادية، فصيغ على شاكلة المشاركة والمضاربة تتغير تكلفتها طردياً مع نتيجة النشاط، وبالتالي فالمؤسسات الاقتصادية تستطيع استخدامها في هيكلها المالي ولكن دون توليد للرفع المالي، أما صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش في صورة المراجعة (إذا تم اعتماد رأي لجنة معايير المحاسبة السعودية بشأن تسجيل الأصول المقتناة) والسلم والاستصناع والإيجار المنتهي بالتمليك فتكاليفها ثابتة ومستقلة تماماً عن النتائج المحققة، وعليه فهذه الصيغ تحقق شرطين مهمين أولهما جوازها من الناحية الشرعية وهو ما يتيح للمؤسسات الاقتصادية استخدامها في هيكلها المالي، أما الشرط الثاني فهو ثبات تكاليفها وهو ما يجعلها في نفس الوقت قادرة على توليد آلية الرفع المالي.

<sup>1</sup> Obiythulla Ismath Bacha, Conventional Vs Mudarabah Financing: An Agency Cost Perspective, Journal of Islamic Economics, International Islamic University Malaysia Press, Vol. 04, No. 1-2, 1995, P. 40.

### خلاصة الفصل الأول

اتضح لنا من خلال هذا الفصل أهمية الرفع المالي بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، وهو الذي يقوم على العديد من الإيجابيات والمزايا كما ينطوي على مجموعة من المخاطر والسلبيات، حيث قدمت مختلف النظريات المالية التقليدية آلية الرفع المالي وأفردته بالدراسة والتفسير، كما بينت كل منها علاقته بقيمة المؤسسات الاقتصادية وربحياتها، وفي سياق آخر تبين لنا من خلال هذا الفصل أيضاً مكانة الصيرفة الإسلامية كنظام مالي يقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية الغراء ويسعى إلى إرساء قيم الإنصاف بين مختلف أطراف المجتمع من خلال التركيز على تحقيق التوزيع العادل للأموال وضمان النمو الإقتصادي السليم وفق مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر بين المؤسسات المالية الإسلامية وعملائها بصفة تعاقدية.

من جانب آخر ظهر لنا جلياً دور مؤسسات التمويل الإسلامي المستقلة في تطوير الصناعة المالية الإسلامية من خلال جملة الممارسات والإجراءات التي توصي بها لتساهم في تطوير الأطر القانونية والشرعية والرقابية السليمة وتلافي التجارب السلبية التي تحول دون دفع الصيرفة الإسلامية إلى الأمام، الأمر الذي ساعد على استقطاب رؤوس أموال الكثير من المودعين وطرح مجموعات واسعة من المنتجات المالية الإسلامية الموجهة إلى العديد من المنافذ والقائمة على تحقيق قيم من خلال أنشطة حقيقية وليس من مجرد تعاملات مالية معزولة (كسب المال بالمال).

وبين هذا وذاك توصلنا من خلال هذا الفصل إلى إمكانية محاكاة التمويل الإسلامي للتمويل التقليدي من خلال صلاحية تطبيقه في نظريات طُورت في بيئة مختلفة ومناسبة للتمويل التقليدي في الأساس، وذلك من خلال مراعاة بعض الشروط التي تختص بها الصيرفة الإسلامية وبعض الضوابط التي قد تختلف من منظورها، وهو ما تحقق من خلال وجود مجموعة من صيغ الصيرفة الإسلامية الملائمة لآلية الرفع المالي في حال استخدامها من قبل المؤسسات الاقتصادية، حيث تناسب تكلفتها القائمة على الهامش المتطلبات التي جاءت بها النظريات التقليدية كشرط لقيام الرفع المالي، وبالتالي فإن الصيغ التجارية التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية على غرار المراجعة والسلم الاستصناع ملائمة للرفع المالي.



الفصل الثاني : الأداء المالي

للمؤسسات الاقتصادية

## الفصل الثاني: الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

تمهيد

تعد المؤسسات الاقتصادية عمود فقري للنظام الاقتصادي العالمي، فهي تقوم بتوفير السلع والخدمات التي تحتاجها المجتمعات وتوظف الملايين من العاملين في جميع أنحاء العالم، كما تتمثل مهمة المؤسسات الاقتصادية في تحقيق الأرباح من خلال تقديم خدمات عالية الجودة للعملاء والمستثمرين، لذلك يعتبر الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عنصراً حيوياً لاستمرار عملياتها ونجاحها في السوق، فالأداء المالي الجيد هو مفتاح لجذب المستثمرين والعملاء وتحقيق النمو والتوسع في الأعمال، بينما يؤدي الأداء المالي الضعيف إلى انخفاض الثقة بالمؤسسات الاقتصادية وتدهورها أو إفلاسها، الأمر الذي يبين مدى أهمية الأداء المالي بالنسبة لها، ووجوب التركيز على دراسته وتحليله دراسة مستفيضة لاتخاذ القرارات الاستراتيجية، وتحديد المسار الأفضل لتحقيق الأهداف المالية المحددة، حيث أن فهم وتقييم الأداء المالي يعد جزءاً أساسياً من إدارة المؤسسة والتخطيط الاستراتيجي للمستقبل وتطوير خطط العمل الفعالة.

وبناء على ما تقدم فإن الفصل الثاني يتألف من المباحث الثلاث الآتية:

المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

المبحث الثالث: الثقافة المالية وأداء المؤسسات الاقتصادية

### المبحث الأول: ماهية الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

يستخدم الأداء المالي لتوصيف قدرة المؤسسات الاقتصادية على تحقيق أهدافها المالية وإدارة مواردها بفعالية، حيث يعتبر الأداء المالي مؤشراً هاماً لصحة المؤسسة وقدرتها على البقاء والنمو في سوق الأعمال، وتتمثل أهمية الأداء المالي في قدرة المؤسسة على جذب المستثمرين والموردين والعملاء، وتوظيف الموارد بفعالية، وتحقيق التوازن بين المصالح المختلفة لأصحاب المصلحة.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

المطلب الثاني: الأداء المالي بمنظور أطراف التنظيم المتفاعلة

المطلب الثالث: متطلبات تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

### المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

يجمع مفهوم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في جعبته مجموعة من النقاط الأساسية التي تضم تعريف المصطلح والعوامل المؤثرة فيه وأهميته دراسته.

### أولاً: تعريف الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

يوجد العديد من التعاريف الممكن تقديمها للتعبير عن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية والتي تختلف وفقاً لاختلاف النظريات والمناهج، وفيما يلي بعض التعاريف المهمة للأداء المالي:

يعرف الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية على أنه القدرة على استخدام مواردها المالية بكفاءة لتحقيق الأهداف المحددة، ويتم قياس هذا الأداء بالمقارنة بين النتائج المالية المحققة والأهداف المالية المتوقعة؛<sup>1</sup>

كما يعرف الأداء المالي بأنه قدرة المؤسسات الاقتصادية على توليد الأرباح وتحقيق عائد استثماري مرتفع، ويتم قياس هذا الأداء من خلال تحليل النتائج المالية الحالية والمستقبلية للمؤسسة؛<sup>2</sup>

كما يرى البعض أن الأداء المالي هو مدى قدرة المؤسسات الاقتصادية على توليد التدفقات النقدية الإيجابية، حيث يعكس القدرة على تلبية الالتزامات المالية وتمويل النمو والتوسع اللازمين؛<sup>3</sup>

هذا ويمكن تعريف الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية أيضاً على أنه القدرة على تحقيق الأهداف الاستراتيجية بشكل كفء، ويتضمن هذا التعريف العوامل المالية وغير المالية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة؛<sup>4</sup>

بناءً على ما سبق يمكن القول أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية هو قياس لقدرة المؤسسة على استخدام الموارد المالية بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف المحددة، حيث يتضمن مجموعة من العوامل الهامة مثل الربحية والسيولة والكفاءة في إدارة الأصول والمخاطر المالية، ويعتبر الأداء المالي عنصراً حاسماً في تحديد قدرة المؤسسات الاقتصادية على البقاء في سوق الأعمال والمنافسة، وتحقيق الأرباح والحفاظ على مستوى جيد من السيولة والاستدامة المالية على المدى الطويل، وذلك من خلال تحليل المؤشرات المالية المختلفة، ويمكن النظر إلى الأداء المالي على المستوى الفردي للمؤسسة أو على المستوى الشامل لقطاع معين أو حتى الاقتصاد ككل، وبناءً على هذا فمن المهم تحليل الأداء المالي بشكل دوري ومستمر لتحديد المخاطر المحتملة وتطوير الاستراتيجيات اللازمة لتحسين الأداء وتحقيق الأهداف المالية المرجوة، كما يمكن استخدام تحليل الأداء المالي كأداة لاختيار الاستثمارات المناسبة واتخاذ القرارات المالية الصحيحة.

#### ثانياً: العوامل المؤثرة في الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

يعد دراسة تأثير العوامل المختلفة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية موضوع مهم في الاقتصاد والإدارة، خاصة وأن الأداء المالي للمؤسسة يتأثر بعدد من العوامل الداخلية والخارجية، ومن أهم هذه العوامل:

❖ القدرة على الإدارة المالية: تعتبر القدرة على الإدارة المالية من العوامل الأساسية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة. فعندما تكون لدى المؤسسة إدارة مالية فعالة، فإنها ستكون قادرة على اتخاذ القرارات الصحيحة بشأن الاستثمار والتمويل وإدارة التكاليف؛<sup>5</sup>

❖ الإنتاجية والكفاءة: تعتبر الإنتاجية والكفاءة من العوامل الأساسية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية حيث تساعد على تحسين الإيرادات وتقليل التكاليف؛<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Brigham E. F & Houston J. F, Fundamentals of Financial Management, 15<sup>th</sup> ED, MA: Cengage Learning, Boston, 2017, P. 23.

<sup>2</sup> Gitman L. J & Zutter C. J, Principles of Managerial Finance, MA: Pearson, Boston, 2019, P.39.

<sup>3</sup> Ross S. A, Westerfield R. W & Jordan B. D, Fundamentals of Corporate Finance, MA: McGraw-Hill, Boston, 2019, P. 51.

<sup>4</sup> Pandey I. M, Financial Management, Vikas Publishing House Pvt. Ltd, New Delhi, 2019, P.28.

<sup>5</sup> Al-Matari E. M, Fadzil F. H & Al-Swidi A. K, The moderating effect of board diversity on the relationship between board of Directors characteristics and firm performance in Oman: Empirical study, Middle East Journal of Scientific Research, Vol. 21, No. 5, 2014, PP. 782-791.

<sup>6</sup> Al-Khadash H. A, Factors affecting the financial performance of banks in Jordan, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol 4, No. 1, 2016, PP. 72-85.

- ❖ التمويل الصحيح: يتعلق هذا العامل بالحصول على التمويل المناسب لتلبية احتياجات المؤسسات الاقتصادية المالية وتحقيق النمو المستدام، حيث يمكن أن يكون التمويل عن طريق القروض المصرفية أو المستثمرين أو الأسهم؛<sup>1</sup>
- ❖ التسويق الفعال: يتعلق هذا العامل بقدرة المؤسسة على جذب العملاء وتسويق المنتجات والخدمات بشكل فعال، وتوسيع القاعدة العمالية وزيادة الإيرادات؛<sup>2</sup>
- ❖ القدرة على التحمل المالي: يتعلق هذا العامل بقدرة المؤسسة على تحمل الصدمات المالية والاقتصادية، والتعامل مع الأوضاع الصعبة بشكل فعال؛<sup>3</sup>
- ❖ الابتكار والتطوير: يتعلق هذا العامل بقدرة المؤسسة على التكيف مع التغيرات في السوق وتقديم منتجات وخدمات جديدة ومبتكرة، والاستثمار في البحث والتطوير للحفاظ على التنافسية في السوق؛<sup>4</sup>
- ❖ السياسات الحكومية والتشريعات القانونية: تؤثر السياسات الحكومية والتشريعات القانونية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال تأثيرها على بيئة العمل التي تعمل فيها المؤسسة؛<sup>5</sup>
- ❖ التغيرات في الأسواق: تؤثر التغيرات في الأسواق على الأداء المالي للمؤسسات، حيث تؤثر على حجم الطلب والمنافسة والأسعار؛<sup>6</sup>

من خلال ما سبق يمكن القول أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية يتأثر بالعديد من العوامل، فتشمل العوامل الداخلية الإدارة المالية الفعالة والتخطيط الاستراتيجي وجودة المنتجات والخدمات والكفاءة التشغيلية، أما العوامل الخارجية فتشمل الاقتصاد والسياسة الحكومية والمنافسة في السوق والتطور التكنولوجي والتغيرات الديموغرافية، وبالتالي فيمكن للمؤسسات الاقتصادية تحسين أدائها المالي من خلال تحسين هذه العوامل وتبني استراتيجيات فعالة لإدارة المخاطر وتحسين العمليات وتوظيف التكنولوجيا الحديثة.<sup>7</sup>

### ثالثاً: أهمية الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

تعتبر دراسة الأداء المالي أمراً مهماً للغاية للمؤسسات الاقتصادية، حيث تساعد على فهم الوضع المالي للمؤسسة وتحديد مدى قدرتها على تحقيق أهدافها والنمو المستقبلي لها، ومن خلال دراسة الأداء المالي يمكن للمؤسسات الحصول على معلومات قيمة حول تحليل الإيرادات والتكاليف وتحديد الأسباب التي تؤدي إلى النجاح أو الفشل في الأعمال التجارية، ويمكن تلخيص أهمية الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وتأثيره على الأطراف المختلفة المرتبطة بها من خلال النقاط التالية:

<sup>1</sup> Brigham E. F, Ehrhardt M. C, Financial Management: Theory & Practice, Cengage Learning, USA, 2017, P. 149.

<sup>2</sup> Lewis D, Arnold G, Corporate Financial Management, Pearson Education Limited, UK, 2019, P. 472.

<sup>3</sup> Azam S. M. F, The financial performance of small and medium-sized enterprises in Malaysia. International Journal of Business and Social Science, Vol. 4, No. 2, 2013, PP 289-297.

<sup>4</sup> El-Bassiouny N, The Impact of Earnings Management on the Financial Performance of Companies: Evidence from the United States. International Journal of Business and Management, Vol. 10, No. 1, 2015, PP. 198-210. doi: 10.5539/ijbm.v10n1p198

<sup>5</sup> Al-Khattab S. A & Al-Smadi Z. M, The impact of corporate governance on the financial performance of Jordanian listed companies. International Journal of Business and Management, Vol. 7, No. 24, 2012, PP. 52-64. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v7n24p52>

<sup>6</sup> Fiador V, Financial Performance Analysis of Small and Medium Enterprises in Ghana. International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. 3, No. 3, 2015, PP. 1-16.

<sup>7</sup> Fawzy S, Factors affecting the financial performance of firms in Egypt: Empirical evidence from listed firms, Journal of Economic Studies, Vol. 46, No. 4, 2019, PP. 867-882.

- يمثل الأداء المالي مؤشراً هاماً يساعد على التقييم الشامل للمؤسسات الاقتصادية ويوفر تحليلاً للأداء المالي السابق كما يعبر عن مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المالية الرئيسية التي حددتها منذ البداية، مثل تحقيق الأرباح وزيادة القيمة السوقية لها؛<sup>1</sup>
- يساعد الأداء المالي المؤسسات الاقتصادية على اتخاذ القرارات الاستراتيجية الصحيحة التي تحتاجها في الوقت المناسب كما يمهّد للتخطيط المالي الصحيح الذي يساهم في إدارة المخاطر المالية بشكل فعال، كما يساعد الأداء المالي المؤسسات الاقتصادية على توسيع عملياتها واستثماراتها وتقليل التكاليف؛<sup>2</sup>
- يساهم الأداء المالي في نمو وتوسع المؤسسات الاقتصادية في الأسواق، كما يوفر معلومات وبيانات هامة عنها تزيد من الشفافية والمصداقية حول حالتها المالية، وهو ما يمثل عاملاً مهماً وفعالاً في جذب المستثمرين والمساهمين للاستثمار في المؤسسات الاقتصادية وتعزيز ثقتهم فيها؛<sup>3</sup>
- تقع مسؤولية إدارة الشؤون المالية للمؤسسات الاقتصادية على عاتق الإدارة العليا حيث تباشر عملية التخطيط والتنفيذ والتقييم المالي، وبناءً على هذا يمكن استخدام الأداء المالي لتقييم أداء الإدارة العليا وتحديد مدى قدرتها على إدارة المؤسسة بفعالية؛<sup>4</sup>
- يتكون الأداء المالي من العديد من المؤشرات المالية والرياضية التي تعبر عن الحالة المالية للمؤسسات الاقتصادية، وبالتالي فهو مؤشر هام جداً يستخدم في تحديد المشاكل المالية الناشئة في المؤسسات الاقتصادية بشكل مسبق والعمل على تحديد التدابير والإجراءات اللازمة لحلها؛<sup>5</sup>
- يقدم الأداء المالي صورة عامة ولحمة واضحة حول الحالة المالية للمؤسسات الاقتصادية، وبالتالي فهو يساعد الجهات الوصية والأجهزة الحكومية على الإشراف على العمليات الرقابية التي تقوم بها، وترشدها للقرارات المناسبة الواجب اتخاذها في حق المؤسسات الاقتصادية.<sup>6</sup>

#### المطلب الثاني: الأداء المالي بمنظور أطراف التنظيم المتفاعلة

يعد تحقيق الأداء المالي المستدام هدفاً رئيسياً للمؤسسات الاقتصادية، حيث يعتبر الأداء المالي عنصراً مهماً لنجاحها واستمراريتها إذ أنه من المعروف أن هذا الأداء لا يمكن تحقيقه دون مراعاة الأطراف المختلفة المرتبطة بالمؤسسة، كالإدارة والملاك والمقرضين والعمال والموظفين والبيئة الاجتماعية المساهمين والعملاء والموردين والموظفين والجهات التنظيمية والحكومية وبالتالي، فإنه من المهم التركيز على تحليل الأداء المالي من منظور الأطراف المتفاعلة في التنظيم لتحديد أفضل الممارسات التي يمكن اتباعها لتحسين الأداء المالي وتحقيق النمو المستدام.

<sup>1</sup> Aguilera R. V & Jackson G, The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants, Academy of Management Review, Vol. 28, No. 3, 2003, PP. 447-465.

<sup>2</sup> Chen. J & Yao. S, The role of accounting information in managerial performance evaluation, compensation decisions, and shareholder wealth, Journal of Accounting and Economics, Vol. 42, No. 1-2, 2006, PP. 119-138.

<sup>3</sup> Yermack D, Higher market valuation of companies with a small board of directors, Journal of Financial Economics, Vol. 40, No. 2, 1996, PP. 185-211.

<sup>4</sup> Smith R. L, The importance of good corporate governance. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 15, No. 3, 2003, PP. 83-91.

<sup>5</sup> Shleifer A & Vishny R. W, A survey of corporate governance. Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, 1997, PP. 737-783.

<sup>6</sup> Kim Y. H & Li H, Corporate governance and earnings management: An empirical analysis. Journal of Business Research, Vol. 66, No. 10, 2013, PP. 1800-1808.

## أولاً: الأداء المالي بمنظور إدارة المؤسسة

تحرص إدارة المؤسسات الاقتصادية على تأدية وظائفها المنوطة إليها على أكمل وجه من خلال وضع وتنفيذ ومراقبة الخطط الاستراتيجية التي تخدم مصالح المؤسسة والملاك والمقرضين والمجتمع... الخ، وهو ما يجعل الإدارة بمثابة العصب الذي يربط كل هذه الأطراف ويساهم في تحقيق أهدافهم بالقدر الذي يعظم منافعهم، حيث تحرص إدارة المؤسسات الاقتصادية على التكفل بالتسيير الرشيد لتحقيق الأداء الأمثل في كل الأقسام بما في ذلك القسم المالي، إذ تعد إدارة الأداء المالي من أهم المهام التي تتولاها إدارة المؤسسة، حيث تمكنها من تحديد مدى تحقيقها لأهدافها المالية، واتخاذ القرارات اللازمة لتحسين الأداء المالي في حالة وجود نقائص أو عجز في هذا الأداء، ويتم قياس الأداء المالي للمؤسسة عن طريق تحليل البيانات المالية الخاصة بها، ومقارنتها بمعايير محددة ومقارنتها بأداء المؤسسات المنافسة في نفس الصناعة، كما يتوجب على إدارة المؤسسة القيام بتقييم دوري للأداء المالي، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحسين الأداء في حالة وجود نقائص أو عجز في هذا الأداء، وذلك لتحقيق الأهداف المالية والتنافسية وتحقيق النمو المستدام للمؤسسة<sup>1</sup>.

## ثانياً: الأداء المالي بمنظور الملاك

يعد ملاك المؤسسات الاقتصادية أهم طرف فيها باعتبارهم أصحاب المصلحة الرئيسية بها وموضوع قيامها وإنشائها، وعلى هذا الأساس تعمل كل الأطراف المتفاعلة في المؤسسة على تحقيق الأهداف التي يصبوا إليها الملاك، حيث أن أهم ما يصبوا إليه الملاك هو تحقيق أقصى العوائد المالية من الاستثمار في المؤسسة من خلال تحسين القدرة الشاملة للمؤسسة على تحقيق الأرباح والحفاظ على مستوى سيولة جيد وتوفير عوائد استثمارية ملائمة للملاك وهو ما يمكن الاصطلاح عليه بأنه الأداء المالي الجيد<sup>2</sup> وعليه يمكن القول أن تحسين الأداء المالي من منظور الملاك يعتبر أمراً حاسماً ومهماً لتحقيق الاستمرارية في الأعمال التجارية وضمان النمو المستدام للمؤسسة.

كما تتأثر رؤية الملاك للأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية على خلاف باقي الأطراف المتفاعلة بالعديد من العوامل المختلفة مثل الهدف الرئيسي من المشروع الاستثماري والمخاطر المترتبة من الاستثمار ومعدلات العوائد المتوقع تحصيلها منه، وعلاوة على ذلك فإن الملاك ينظرون إلى الأداء المالي في سياق أطراف العلاقة الأخرى في المؤسسات الاقتصادية مثل العمال والموظفين والموردين والعملاء.<sup>3</sup>

ينظر الملاك للأداء المالي لمؤسساتهم الاقتصادية على أنه عامل مهم للغاية للحفاظ على استمرارية أعمالهم التجارية وتحسينها وتحقيق النمو المستدام وتحسين الربحية وتحسين سوق الأسهم والحفاظ على السيولة المالية المناسبة، وبالتالي فإن الأداء المالي يقدم صورة شفافة وواضحة عن الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية تشجع وتجذب بها المستثمرين الذين يهتمهم أيضاً الأداء المالي باعتبارهم ملاكاً مستقبليين بقدر مساهمتهم في رأس المال.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Oster S. M & Morrow J. L, A stakeholder approach to strategic performance measurement, Journal of Business Ethics, Vol. 102, No. 3, 2011, PP. 381-395.

<sup>2</sup> Demircioglu M. A & Karabayir S, The Relationship between Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Turkey, International Journal of Business and Management, Vol. 16, No.1, 2021, PP. 19-30.

<sup>3</sup> Arora A & Sharma C, Family Ownership and Firm Performance: A Literature Review. Journal of Business and Management, Vol. 22, No. 3, 2020, PP. 9-21.

<sup>4</sup> Tandon K & Kumar S, Ownership structure and firm performance: A meta-analysis, Journal of Business Research, Vol. 100, 2019, PP. 63-76.

## ثالثاً: الأداء المالي بمنظور الدائنين (المقرضين)

يدخل دائنوا المؤسسات الاقتصادية أو المؤسسات المقرضة ضمن خانة ملاك رأس مالها، فالعلاقة بين الإدارة والدائنين لا تقل شأنًا عن العلاقة بين الإدارة والملاك، حيث يولي الدائنون الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية أهمية بالغة من خلال العمل على تقييم قدرة المؤسسات الاقتصادية على سداد الديون المستحقة لهم، ومدى قدرتها على تحقيق أرباح مستدامة تمكنها من الوفاء بالتزاماتها المالية في المستقبل وتسهيل لها عملية جذب استثمارات إضافية، وبالتالي فإن تركيز الدائنين ينصب على عوائد الاستثمار ومخاطر الائتمان والاعتماد في التقييم على المؤشرات المالية لتقرير ما إن كانوا سيمنحون المؤسسات الاقتصادية القروض والموارد المالية من عدمه.<sup>1</sup>

## رابعاً: الأداء المالي بمنظور العمال والموظفين

يعد عمال وموظفوا المؤسسات الاقتصادية ركيزة أساسية تضمن سيرورتها بالشكل الحسن والمقبول، حيث تعتبر هذه الفئة بالمجهودات الفكرية والعصبية التي تبذلها عامل إنتاج رئيسي يهدف هو الآخر إلى تعظيم ثرواتهم ومداخيلهم نظير هذه المجهودات، وبالتالي فإن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية التي يشتغلون بها يعد جزءاً من دائرة اهتمامهم باعتباره مؤثراً مباشراً على حياتهم الشخصية والمهنية<sup>2</sup>، وعليه فإن العمال والموظفين يرون ضرورة اهتمام الإدارة بمستوى الأداء المالي بما يحافظ على مصالحهم وفق المنظور الآتي:

- ✓ تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بما يؤدي إلى توفير مزايا وفرص جديدة للموظفين والعمال، مثل زيادة الأجور والمزايا الاجتماعية والتطوير المهني<sup>3</sup>؛
- ✓ تطوير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بشكل مستمر، لأن التوقف عن التطوير والاكتفاء بحد معين ينجر عنه العديد من الصعوبات المالية ولو في المستقبل ويجعلها تعيش أوضاعاً صعبة تؤثر على رواتب وحوافز الموظفين والعمالين وكذا الدورات التدريبية المقدمة وغيرها من المزايا المالية، ويمكن أن يؤدي هذا أيضاً إلى انخفاض الرضا عن العمل وزيادة معدلات الاستقالة والتحول إلى المنافسين<sup>4</sup>؛
- ✓ يكتسي الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية أهمية بالغة في نظر العاملين والموظفين، إذ أنه يؤثر على ثقتهم في الإدارة والتزامهم برؤية المؤسسة وأهدافها، حيث يشعر العاملون والموظفون بالارتياح والاطمئنان حال تحقيق الأهداف المالية المحددة وتحقيق الأرباح المرجوة<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> Krause R & Wang M, An investigation of the determinants of creditor involvement in corporate governance, Journal of Business Research, Vol. 67, No. 1, 2014, PP. 3-10, doi: 10.1016/j.jbusres.2013.05.008.

<sup>2</sup> Chen H, Beckman C. M & Liao H, Advancing employee voice in China: The effect of trade unions and employees trust toward management, Human Relations, Vol. 65, No. 2, 2012, PP. 239-262.

<sup>3</sup> Chen J & Huang J, The effects of employee satisfaction and organizational culture on financial performance: An empirical study, Journal of Hospitality and Tourism Management, Vol. 36, 2018, PP. 20-28.

<sup>4</sup> Tuzovic S & Martic I, Linking corporate social responsibility and financial performance: The role of employee relations, customer relations, and environmental management, Journal of Cleaner Production, Vol. 219, 2019, PP. 850-862.

<sup>5</sup> Kim S & Lee D, Employee engagement and corporate financial performance: Evidence from Korea, Journal of Business Research, Vol. 94, 2019, PP. 264-273.

✓ التزام إدارة المؤسسات الاقتصادية بتوجيه جهود العاملين والموظفين لتحقيق الأهداف المالية المحددة، والمساهمة في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال الاهتمام بجودة المنتجات والخدمات وزيادة الكفاءة في عمليات الإنتاج والتسويق.<sup>1</sup>

#### خامسا: الأداء المالي بمنظور البيئة الاجتماعية

تقوم المؤسسات الاقتصادية بوضع البرامج المستقبلية وبناء التوقعات، وتقوم بهذا الأمر في غير معزل عن المجتمع والبيئة المحيطة بها حيث أنها لا تعمل بشكل مستقل عنها، بل أن التأثير الاجتماعي والبيئي يبلغ عمليات المؤسسات الاقتصادية ويأثر ويتأثر بأدائها المالي<sup>2</sup>، حيث يمكن للعوامل الآتية أن تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من منظور البيئة الاجتماعية:

- **المسؤولية الاجتماعية:** يمكن للمؤسسات الاقتصادية الاستجابة للمسؤولية الاجتماعية عن طريق تبني ممارسات أخلاقية، والمساهمة في تحسين الظروف الاجتماعية والبيئية المحيطة بها، كما يمكن أن تؤثر هذه الممارسات الإيجابية على السمعة والمكانة الاجتماعية للمؤسسة وبالتالي تحسين أدائها المالي<sup>3</sup>
- **التنوع الثقافي:** يمكن للمؤسسات الاقتصادية العمل على تحسين أدائها المالي من خلال الاستفادة من التنوع الثقافي الموجود في بيئتها الاجتماعية، كما يمكن للتعاون والتواصل الفعال بين أعضاء المؤسسات الاقتصادية من خلفيات ثقافية مختلفة أن يؤدي إلى تحسين أدائها المالي<sup>4</sup>
- **التشريعات واللوائح البيئية:** يمكن أن تؤثر التشريعات واللوائح البيئية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المعنية، ومن الممكن أن تعيق بعض التشريعات الصارمة أو اللوائح البيئية تحسين أداء المؤسسة المالي، بينما يمكن أن تحفز بعض التشريعات الأخرى تطوير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.<sup>5</sup>

على الجانب الآخر يمكن أن يؤثر الأداء المالي على البيئة الاجتماعية، فإذا كانت المؤسسات الاقتصادية تحقق أداءً ماليًا جيدًا فقد تتمكن من توفير فرص العمل للمجتمعات المحلية، وتزيد مساهمتها الضريبية التي تعود على الحكومة وتستخدمها في تحسين الخدمات العامة، أما إذا كان الأداء المالي سيئًا، فقد يؤثر ذلك على الأطراف المختلفة بالمؤسسة بشكل سلبي، فقد تقلل الشركة من فرص التوظيف وتحد من الإنفاق على الأنشطة الاجتماعية والخيرية، كما يمكن أن يتعرض العاملون في الشركة لتهديدات الفصل أو الإغلاق في حالة الأداء المالي الضعيف.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Wang Y, Ye Y, Liu J & Chen X, How do employee perceptions of high-performance work systems influence financial performance? Evidence from Chinese manufacturing firms, Journal of Business Research, Vol. 132, 2021, PP, 200-211.

<sup>2</sup> Turker D, Measuring corporate social responsibility: A scale development study, Journal of Business Ethics, Vol. 85, No. 4, 2009, PP. 411-427, doi: 10.1007/s10551-008-9780-6.

<sup>3</sup> Ghosh S & Mondal A, Impact of social responsibility on financial performance of Indian firms: A panel data analysis, Social Responsibility Journal, Vol. 14, No. 4, 2018, PP. 714-727, doi: 10.1108/SRJ-03-2017-0057.

<sup>4</sup> Porter M. E & Kramer M. R, The link between competitive advantage and corporate social responsibility, Harvard Business Review, Vol. 84, No. 12, 2006, PP. 78-92.

<sup>5</sup> Pelozo J & Shang J, How can corporate social responsibility activities create value for stakeholders? A systematic review, Journal of the Academy of Marketing Science, Vol. 39, No. 1, 2011, PP. 117-135. doi: 10.1007/s11747-010-0205-3

<sup>6</sup> Gond J. P, Kang. N & Moon J, The government of self-regulation: On the comparative dynamics of corporate social responsibility, Economy and Society, Vol. 40, No. 4, 2011, PP. 640-671.



ومما سبق يمكن القول أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية يتأثر بشكل كبير بالبيئة الاجتماعية التي تنشط فيها، حيث يمكن للمؤسسات تحقيق الأداء المالي من خلال تحسين علاقاتها بالمجتمع المحيط بها وتنفيذ الممارسات الأخلاقية والمسؤولة في جميع جوانب العمل بما يكفل تحسين صورتها ومكانتها في المجتمع.

### المطلب الثالث: متطلبات تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق الأهداف المسطرة بكفاءة وفعالية، حيث تتطلب مزاولة الأنشطة التجارية والمالية العديد من المهام والوظائف كالاستثمار والتمويل والإدارة والتخطيط والتنفيذ، وعليه تحتاج المؤسسات الاقتصادية إلى مراقبة وتقييم أدائها المالي بشكل دوري ومنتظم نظراً لدور وأهمية الأداء المالي في نجاح المؤسسات الاقتصادية، وللقيام بتقييم الأداء المالي بشكل صحيح يتعين على المؤسسة الاقتصادية مراعاة مجموعة من المتطلبات الأساسية.

#### أولاً: المعايير المحاسبية

تعتبر المعايير المحاسبية من أهم المتطلبات اللازمة لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، وتتمثل المعايير المحاسبية في مجموعة من القواعد والأنظمة التي تحدد كيفية تسجيل العمليات المالية والاقتصادية للمؤسسة وتعزز الشفافية والمصدقية في الإبلاغ المالي ويهدف استخدام هذه المعايير إلى تسهيل عملية التحليل المالي وتمكين المستثمرين والمديرين والأطراف المختلفة من فهم الوضع المالي للمؤسسة بشكل أفضل، وتستخدم المؤسسات الاقتصادية العديد من المعايير المحاسبية<sup>1</sup>، وهي كالآتي:

❖ **المعيار الدولي لإعداد وتقديم البيانات المالية IFRS:** هو مجموعة من المعايير المحاسبية الدولية التي تستخدم لإعداد وتقديم البيانات المالية للشركات. وقد تم تطوير هذه المعايير بواسطة المعهد الدولي للمحاسبين المعتمدين IFAC، وتستخدم حالياً في أكثر من 120 دولة حول العالم<sup>2</sup>.

وتهدف هذه المعايير إلى توحيد المبادئ المحاسبية والإجراءات المالية المتبعة في جميع أنحاء العالم، وتوفير معايير واضحة وشاملة لإعداد البيانات المالية، مما يسهل عملية المقارنة بين الشركات والمؤسسات في البلدان المختلفة. كما تساعد المعايير على زيادة الشفافية والموثوقية في البيانات المالية، وتحسين جودة التقارير المالية التي تقدمها الشركات للمستثمرين والجمهور بشكل عام<sup>3</sup>.

تشمل المعايير العديد من القواعد والإجراءات المحاسبية التي تتضمن تحديد قيمة الأصول والخصوم والإيرادات والمصروفات والأرباح والخسائر، ويتم تطبيقها على جميع الشركات بغض النظر عن حجمها ونوع نشاطها. وتساعد المعايير الشركات على التقيد بالقوانين والتشريعات المحاسبية المتبعة في بلدانها، كما توفر لها إطاراً عاماً لتقديم البيانات المالية بشكل دوري ومنتظم<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Freedman M & Davidson J. P, International Financial Reporting Standards (IFRS) 2019, John Wiley & Sons, 2019, P. 17.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للجنة المعايير المحاسبية الدولية IASB :<https://www.ifrs.org>

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لمركز المعايير المحاسبية الدولية IASC :

<https://www.iasplus.com/en/resources/global-international-organisations/iasc>

<sup>4</sup> الموقع الرسمي للمركز الدولي للدراسات المالية CFA :

<https://www.cfainstitute.org/en/ethics-codes-standards/international-financial-reporting-standards>

❖ **المعيار الدولي لتقرير المعلومات المالية غير المالية IRFRS:** هو معيار محاسبي يهدف إلى توفير معلومات مالية شاملة وموحدة بشأن المسائل غير المالية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، ويشمل هذا المعيار العوامل البيئية والاجتماعية والحكومية الأخرى ذات الصلة<sup>1</sup>.

ويتطلب المعيار من المؤسسات الاقتصادية إدراج المعلومات المالية غير المالية ذات الصلة في التقارير المالية السنوية، ومن بين هذه المعلومات المالية غير المالية: المسائل البيئية، والمسائل الاجتماعية، والمسائل ذات الصلة بحقوق الإنسان، والمسائل ذات الصلة بالتنوع والمساواة، والمسائل ذات الصلة بالعلاقات العامة والتأثير الاقتصادي والمجتمعي وغير ذلك<sup>2</sup>.

ويتطلب المعيار أيضاً من المؤسسات الاقتصادية توضيح الإطار الذي يستخدمونه لتحديد المخاطر المالية غير المالية والتحكم فيها، وتوضيح الأدوات والمؤشرات التي تستخدم لقياس وتقييم المعلومات المالية غير المالية، وتوضيح المناطق التي تحتاج إلى تحسين وتطوير الأداء المالي غير المالي<sup>3</sup>.

ويهدف المعيار الدولي لتقرير المعلومات المالية غير المالية إلى تحسين نوعية التقارير المالية غير المالية وزيادة الشفافية والمساءلة وتعزيز الثقة بين المستثمرين والمجتمع بشكل عام<sup>4</sup>.

❖ **معيار التقرير المتكامل Integrated Reporting:** هو نموذج لتقارير المؤسسات الاقتصادية يجمع بين البعد المالي والغير مالي في تقرير واحد ويعكس القيمة الشاملة التي توفرها المؤسسة لأصحاب المصلحة المختلفين، ويهدف المعيار إلى توفير تقرير شامل يساعد على فهم الأداء المالي والأثر البيئي والاجتماعي والحكومة في المؤسسات الاقتصادية<sup>5</sup>.

يعتمد معيار التقرير المتكامل على مفهوم رأس المال الشامل Integrated Capital والذي يعني أن المؤسسات لديها رأس مال متعدد الأبعاد بما في ذلك رأس المال المالي، ورأس المال البشري، ورأس المال الاجتماعي والعلاقاتي ورأس المال الطبيعي والبيئي، ورأس المال الإداري والمؤسسي، وبالتالي يهدف معيار التقرير المتكامل إلى تعزيز الشفافية وتعميق التواصل بين المؤسسات الاقتصادية وأصحاب المصلحة<sup>6</sup>.

كما يتطلب تطبيق المعيار إعداد تقرير شامل يتضمن معلومات مفصلة عن الأداء المالي والأداء الغير مالي وتأثير العوامل البيئية والاجتماعية والحكومية على الأداء العام للمؤسسات الاقتصادية، وتشمل هذه المعلومات على سبيل المثال لا الحصر، معلومات حول سياسات المؤسسة المستدامة وأدائها البيئي والاجتماعي، بالإضافة إلى معلومات عن التزامات المؤسسات بالمعايير الدولية لحقوق الإنسان والمعايير العملية الجيدة والقيم الأخلاقية<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Gond J. P, Kang N & Moon J, The government of self-regulation: On the comparative dynamics of corporate social responsibility, Journal of Business Ethics, Vol. 160, No. 4, 2019, PP. 875-889.

<sup>2</sup> Hoepner A. G & McMillan D. G, Environmental, social, and governance (ESG) investing: A balanced analysis of the academic debate, Journal of Business Ethics, Vol. 160, No. 4, 2019, PP. 833-878.

<sup>3</sup> Dumay J & Cai L, Integrated reporting: A structured literature review, Accounting Forum, Vol. 39, No. 3, 2015, PP. 166-185.

<sup>4</sup> Russo A & Tencati A, The role of legitimacy in the adoption of sustainability reporting: An empirical study of Italian companies, Journal of Business Ethics, Vol. 160, No. 4, 2019, PP. 927-943.

<sup>5</sup> الموقع الرسمي لمؤسسة التقرير المتكامل: <https://integratedreporting.org>

<sup>6</sup> Lombardo V & Lombardo S, Integrated Reporting: Concepts and Prospects for a New Form of Corporate Reporting, International Journal of Business and Management, Vol. 12, No. 4, 2017, PP. 97-108. doi: 10.5539/ijbm.v12n4p97

<sup>7</sup> Adams C. A & Kuasirikun N, A comparative analysis of corporate reporting on ethical issues by companies

وتكمن الأهمية الرئيسية لمعيار التقرير المتكامل في تعزيز الشفافية وتحسين الثقة بين المستثمرين وأصحاب المصلحة، بما في ذلك الموظفين والموردين.<sup>1</sup>

❖ **معيار الاستدامة Sustainability Accounting Standards**: يتعلق هذا المعيار بتوفير إطار موحد لتقارير المؤسسات الاقتصادية حول أدائها في العديد من الجوانب على غرار الجوانب الاجتماعية والبيئية والاقتصادية، ويهدف المعيار إلى توفير معلومات أكثر شفافية للمستثمرين والمساهمين والجمهور بشأن كيفية تأثير المؤسسات على المجتمع والبيئة.<sup>2</sup>

ويتألف المعيار من مجموعة من الصناعات المحددة، والتي تشمل الطاقة، والنفط والغاز، والتعدين، والرعاية الصحية، والمواد الكيميائية، والسيارات، والمواد الغذائية والمشروبات، والتجزئة، والخدمات المالية، والأصول المتعددة، حيث أن لكل صناعة مجموعة فرعية من المعايير التي تهدف إلى تقييم الأداء المالي والبيئي والاجتماعي والتحكم في المخاطر ويعمل المعيار على توفير إطار موحد للمؤسسات الاقتصادية لتحديد البيانات التي يجب تقديمها لتقارير الأداء المستدام حيث يوفر هذا المعيار إمكانية مقارنة الأداء المستدام بين المؤسسات في نفس الصناعة، مما يجعل المستثمرين والجمهور قادرين على تقييم الأداء المستدام بطريقة أكثر شمولاً ودقة.<sup>3</sup>

كما يمكن للمؤسسات الاقتصادية تبني المعيار الذي يتناسب مع صناعتها ومجال أعمالها، وتستخدمه لتقديم تقارير محددة حول أدائها المستدام، ويساعد هذا المعيار المؤسسات في تحديد المجالات التي يمكن تحسينها لتحقيق أداء مستدام أكثر.<sup>4</sup>

#### ثانياً: تحديد التوقيت المناسب

وقت تقييم الأداء المالي هو مرحلة هامة في دورة الحياة المالية لأي مؤسسة اقتصادية، حيث يجب أن يكون تقييم الأداء في الوقت المناسب الذي يتوفر فيه الكثير من المعلومات والبيانات الضرورية لعملية التحليل والتقييم، ويتم تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية خلال فترة زمنية محددة بغرض قياس نجاحها والتحقق من قدرتها على تحقيق أهدافها المالية والأداء المستهدف، إذ يعد تقييم الأداء المالي أساسياً لاتخاذ القرارات الحيوية والاستراتيجية، مثل تحديد المستويات المناسبة للمخزون والإنتاج والإنفاق والأرباح.<sup>5</sup>

in the UK and in Thailand, Journal of Business Ethics, Vol. 137, No. 1, 2016, PP. 131-151. doi: 10.1007/s10551-015-2572-2

<sup>1</sup> Eccles R. G & Serafeim G, The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy, Harvard Business Review, Vol. 91, No. 5, 2013, PP. 50-60.

<sup>2</sup> Hahn R, The impact of the EU's new non-financial reporting directive on CSR reporting, Journal of Cleaner Production, Vol. 108, 2015, PP. 1162-1167. doi: 10.1016/j.jclepro.2014.09.082.

<sup>3</sup> Botosan C. A & Plumlee M. A, Sustainability reporting and the quality of sustainability disclosure: An empirical study, Accounting Review, Vol. 92, No. 1, 2017, PP. 243-270. doi: 10.2308/accr-51547.

<sup>4</sup> Russo M. V & Harrison J. S, Organizational design and environmental performance: Clues from the electronics industry, Academy of Management Journal, Vol. 48, No. 4, 2005, PP. 582-593. doi: 10.5465/amj.2005.18378878.

<sup>5</sup> Brigham E. F & Houston J. F, Fundamentals of Financial Management, 15<sup>th</sup> ED, MA: Cengage Learning, Op. Cit. 47.

وتعتمد فترة تقييم الأداء المالي على احتياجات المؤسسات الاقتصادية وأهدافها، حيث تتراوح من ربع سنوي إلى سنوي أو أكثر في بعض الحالات، ويتم جمع البيانات المالية الضرورية لتقييم الأداء من السجلات المالية للمؤسسة وتحليلها باستخدام مقاييس محددة<sup>1</sup>.

كما يجب أن يتم تقييم الأداء المالي بشكل دوري ومنتظم، ويتم تقديم تقارير وتحليلات للإدارة العليا ومساهمي المؤسسة والمستثمرين لتوضيح النتائج والتحسينات المطلوبة والإجراءات التصحيحية اللازمة<sup>2</sup>.

### ثالثاً: تحديد الأهداف

يعتبر تحديد الأهداف خطوة مهمة جداً في عملية تقييم الأداء المالي، حيث يجب على المؤسسات الاقتصادية تحديد الأهداف التي ترغب في تحقيقها قبل البدء في عملية التقييم، ويمكن لتحديد الأهداف أن يؤدي إلى توجيه الجهود والموارد بشكل أكثر فعالية، وضمان تحقيق النتائج المرجوة<sup>3</sup>.

تتضمن الأهداف المالية تحديد المؤشرات المالية المراد تحسينها أو تحقيقها كالربحية والتحكم في التكاليف وزيادة الإيرادات بينما تتضمن الأهداف غير المالية تحديد المؤشرات المرجو تحسينها في المجالات الأخرى مثل السلامة والصحة والبيئة والمسؤولية الاجتماعية وغيرها، كما يجب أن يتم تحديد الأهداف بطريقة واضحة وبشكل دقيق، مع تحديد الفترة الزمنية اللازمة التي يجب تحقيقها خلالها<sup>4</sup>.

بالإضافة إلى ذلك، يجب أن تتوافق الأهداف المحددة مع الرؤية والرسالة والاستراتيجية العامة للمؤسسات الاقتصادية ويجب أيضاً أن تكون الأهداف قابلة للقياس والتقييم، كما يجب تحديد المؤشرات المناسبة لقياس التقدم وتحقيق الأهداف، وبمجرد تحديد الأهداف يمكن للمؤسسات بناء نظام لتقييم الأداء المالي يركز على هذه الأهداف ويمكن أيضاً تحديد المؤشرات والأدوات المناسبة لقياس التقدم وتحقيق الأهداف، واستخدامها لتحسين الأداء المالي وتحقيق الأهداف المحددة<sup>5</sup>.

### رابعاً: جودة البيانات المالية

تعد جودة بيانات الأداء المالي مفهوم مهم في المحاسبة والتمويل وتعني القدرة على تقديم معلومات مالية دقيقة وموثوقة للمستخدمين الذين يحتاجون إلى هذه المعلومات لاتخاذ قراراتهم، ويمكن تحقيق جودة الأداء المالي من خلال عدة عوامل منها تحسين إجراءات التقارير المالية والمراجعة الداخلية والخارجية وتوثيق الإجراءات المالية بشكل منتظم<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Atkinson A, Kaplan R, Management Accounting: Information for Decision-Making and Strategy Execution, Pearson Education, UK, 2017, PP. 97.

<sup>2</sup> Simat A, Scott D, Stewart, Contemporary Issues in Management Accounting, Oxford University Press, UK, 2019, P. 139.

<sup>3</sup> Ittner C. D & Larcker D. F, Coming up short on nonfinancial performance measurement, Harvard Business Review, Vol. 81, No. 11, 2003, PP. 88-95.

<sup>4</sup> O'Mahony J & Markham C, Goal setting and performance measurement in the public sector, Financial Accountability & Management, Vol. 29, No. 4, 2013, PP. 424-446, doi: 10.1111/faam.12010

<sup>5</sup> Lee L, Using performance measurement to drive improvement, Journal of Healthcare Management, Vol. 53, No. 4, 2008, PP. 243-252.

<sup>6</sup> Mathur U.C, Marketing Management: A Contemporary Perspective, Sage Publications, USA, 2020, P. 44.

كما تعد معايير المحاسبة الدولية والممارسات المحاسبية المتبعة والضوابط القانونية الخاصة بالتقارير المالية أدوات رئيسية تساهم في تحقيق جودة الأداء المالي، ومن خلال تطبيق هذه المعايير والممارسات الدقيقة يمكن للمؤسسات تحسين جودة الأداء المالي، كما يساعد ذلك على تعزيز الثقة بين المستخدمين والمستثمرين<sup>1</sup>.

هذا ويعتبر تحليل البيانات المالية ومقارنتها بالمعايير المعتمدة والتحليل المالي للأداء هي أدوات أخرى مهمة لتحقيق جودة الأداء المالي، حيث يمكن لهذه الأدوات أن تساعد في تحديد المخاطر والفرص الاستثمارية وتطوير استراتيجيات النمو وتحسين الكفاءة المالية للمؤسسات الاقتصادية<sup>2</sup>.

بالإضافة إلى ذلك، تلعب الإدارة الجيدة والحوكمة الرشيدة دوراً مهماً في تحقيق جودة معلومات الأداء المالي ويمكن تحسين جودة الأداء المالي من خلال تبني الممارسات الجيدة وتطبيق الإجراءات الواضحة والمنهجيات القياسية وتعزيز الشفافية والمساءلة<sup>3</sup>.

#### خامساً: الإفصاح المالي

يتمثل الإفصاح في الأداء المالي في الكشف عن المعلومات المالية للمؤسسات الاقتصادية بشكل كامل وشفاف للمستثمرين والجمهور عموماً، ويشمل الإفصاح في الأداء المالي العديد من المعلومات مثل الدخل والمصروفات، والأصول والخصوم، والتدفقات النقدية، والعديد من المعلومات الأخرى ذات الصلة بالأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث يساعد الإفصاح في الأداء المالي في تحقيق الشفافية والمصداقية والثقة لدى المستثمرين والجمهور، ويمكن أن يؤثر على سعر أسهم المؤسسات الاقتصادية وقرارات المستثمرين<sup>4</sup>.

ويعتمد الإفصاح في الأداء المالي على مجموعة من المعايير والمبادئ التي يجب على المؤسسات الاقتصادية اتباعها والعمل بها ومن بين هذه المعايير يأتي معيار التقرير المالي الدولي IFRS الذي يحدد كيفية إعداد وتقديم المعلومات المالية، ومعيار التقرير المتكامل IR الذي يهدف إلى توفير تقارير متكاملة وشاملة عن الأداء المالي والأداء البيئي والاجتماعي للمؤسسات الاقتصادية كما تعتمد هذه المؤسسات أيضاً على المعايير القانونية والمحاسبية الوطنية التي يجب عليها اتباعها والامتثال لها في البلد التي تزاوّل فيه نشاطها<sup>5</sup>.

كما تتطلب جودة الإفصاح في الأداء المالي أيضاً اتباع إجراءات دقيقة للتحقق من صحة المعلومات المالية وتوثيقها بشكل صحيح، حيث يتم ذلك من خلال الاستعانة بخبراء المحاسبة والتدقيق للتحقق من المعلومات والتأكد من عدم وجود أخطاء أو تلاعب في البيانات المالية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Armstrong C. S, Blouin J. L & Jagolinzer A. D, Corporate governance, incentives, and tax avoidance, Journal of Accounting and Economics, Vol. 60, No. 1, 2015, PP. 1-17.

<sup>2</sup> Chen K. C. W, Church B. K & Lobo G. J, The usefulness of comprehensive income reporting in earnings-based bonus plans, Contemporary Accounting Research, Vol. 34, No. 1, 2017, PP. 186-214.

<sup>3</sup> Dechow P. M, Ge W & Schrand C. M, Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, Journal of Accounting and Economics, Vol. 50, No. 2-3, 2010, PP. 344-401.

<sup>4</sup> Tahan M, Khlif H & Othman H. B, Intellectual capital disclosure and cost of equity capital: A meta-analysis, Research in International Business and Finance, Vol. 38, 2016, PP. 485-493.

<sup>5</sup> Huafang X & Zeng S. X, Research on accounting disclosure and financial performance based on panel data, Journal of Cleaner Production, 149, 2017, PP. 853-861.

<sup>6</sup> Haniffa R. M & Cooke T. E, The impact of culture and governance on corporate social reporting, Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 24, No. 5, 2005. PP. 391-430.

## سادسا: تحليل البيانات المالية

يستخدم تحليل البيانات المالية كأداة لتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية واتخاذ القرارات الاستراتيجية المستقبلية، حيث يتضمن التحليل المالي عدة تقنيات لتحليل البيانات المالية وهي:

➤ **تحليل النسب المالية:** يستخدم تحليل النسب المالية لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال الاطلاع على العديد من النسب المالية التي تعكس العلاقة بين المكونات المختلفة للقوائم المالية للمؤسسة، وتعتبر هذه النسب مؤشرات حيوية لتحديد القدرة التنافسية والاستدامة المالية للمؤسسات الاقتصادية، حيث تشمل النسب المالية الشهيرة، نسبة الربحية (الأرباح المتحققة في النسبة إلى المبيعات الكلية)، نسبة السيولة (القدرة على تغطية الالتزامات المتداولة من خلال الأصول المتداولة)، نسبة الربح على الملكية (الربح الصافي المتحقق في النسبة إلى حقوق المساهمين)، ونسبة السندات إلى حقوق المساهمين (نسبة الديون إلى الحقوق الملكية) والتي تعكس حجم التمويل الذي يتم الحصول عليه من خلال الديون مقارنة بحجم رأس المال المدفوع<sup>1</sup>.

يتم استخدام تحليل النسب المالية بشكل واسع في عالم الأعمال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات وتقييم الاستثمارات المحتملة في الأسهم، كما أنها تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار الأكثر فاعلية وتساعد المؤسسات الاقتصادية على تحسين أدائها المالي واتخاذ قرارات إدارية أفضل، كما يعد تحليل النسب المالية أداة قيمة لتحليل الأداء المالي للمؤسسات واتخاذ القرارات المالية المناسبة<sup>2</sup>.

➤ **التحليل المالي المقارن:** يُعد التحليل المالي المقارن أحد الأدوات الرئيسية التي يمكن استخدامها لتقييم البيانات المالية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يستخدم هذا النوع من التحليل المالي للمقارنة بين البيانات المالية للمؤسسات الاقتصادية في فترات زمنية مختلفة، أو للمقارنة بين مؤسسات مختلفة في نفس الصناعة، كما يهدف التحليل المالي المقارن إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال قياس النمو الإجمالي للمؤسسة والتأكد من استخدام الموارد بكفاءة وفعالية<sup>3</sup>.

ويتضمن التحليل المالي المقارن العديد من النسب والمؤشرات المالية مثل نسبة الربحية، ونسبة السيولة، ونسبة العائد على الاستثمار، ونسبة الإفلاس، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية وغيرها الكثير، ويتم استخدام هذه النسب والمؤشرات لتحديد مدى قدرة المؤسسات الاقتصادية على تحقيق الأرباح والعائد على الاستثمار، بالإضافة إلى تحديد مدى قدرة المؤسسات على تحمل المخاطر المالية<sup>4</sup>.

وفي هذا السياق يتطلب التحليل المالي المقارن القدرة على فهم وتحليل البيانات المالية بشكل دقيق، والمقارنة بين بيانات مالية مختلفة للمؤسسات الاقتصادية في نفس الصناعة أو في فترات زمنية مختلفة، كما يساعد التحليل المالي المقارن المستثمرين والمديرين في اتخاذ القرارات المالية المناسبة، وتحديد الخيارات المثلى للمؤسسات الاقتصادية في المستقبل<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Gibson C. H, Financial reporting & analysis: Using financial accounting information, Cengage Learning, USA, 2018, P. 63.

<sup>2</sup> Palepu K. G, Healy P. M & Bernard V. L, Business analysis and valuation: Using financial statements, Cengage Learning, USA, 2019, P. 129.

<sup>3</sup> Kwon Y. K, Comparative analysis of financial statements using ratios, Advances in Accounting, Vol. 43, 2010, PP. 1-10.

<sup>4</sup> García-Sánchez I. M & Rodríguez-Domínguez L, Comparative analysis of financial statements by means of the RSI and the cluster analysis, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 16, No.3, 2015, PP. 378-395.

<sup>5</sup> Palea V & Prencipe A, Financial reporting quality, voluntary disclosure and earnings management in the Italian market, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 14, No. 1, 2013, PP. 30-47.

➤ **التحليل الزمني:** هو أحد أساليب التحليل المالي التي تستخدم لتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية عبر فترة زمنية محددة، وعادة ما تكون هذه الفترة سنة مالية كاملة، وتهدف هذه العملية إلى تحديد الاتجاهات والتغيرات في أداء المؤسسة وتحليل سلوكها المالي على مدى السنوات الماضية، ويتم ذلك من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة، مثل القوائم المالية الرئيسية والميزانيات والتقارير المالية الأخرى، وذلك لتحديد ما إذا كان الأداء المالي قد تحسن أو تراجع على مدار السنوات الماضية.<sup>1</sup>

ويشمل التحليل الزمني عدة مؤشرات منها<sup>2</sup>:

- **مؤشرات النمو:** وتتضمن هذه المؤشرات تحليل نمو الإيرادات والأرباح والأصول والديون على مدار السنوات الماضية؛
- **مؤشرات الربحية:** وتعكس هذه المؤشرات القدرة الفعلية للشركة على تحقيق الأرباح عند البيع، وتتضمن تحليل هامش الربح وعوائد الاستثمار؛
- **مؤشرات السيولة:** وتعكس هذه المؤشرات قدرة الشركة على تحويل الأصول إلى سيولة نقدية، وتشمل مؤشرات مثل نسبة التداول ونسبة التحويل السريع؛
- **مؤشرات الهيكل المالي:** وتعكس هذه المؤشرات هيكل الشركة المالي ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، وتشمل نسبة الربح إلى الديون ونسبة الربح إلى حقوق الملكية.

ويعد التحليل الزمني أداة قيمة للمستثمرين والمحللين الماليين لتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية على المدى الطويل وتحديد الاتجاهات والتغيرات الأساسية في سوق الأسهم والسندات.

### المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

تستخدم المؤسسات الاقتصادية الأداء المالي في عملية تقييم أدائها بشكل عام، إلا أن الأداء المالي هو حوصلة لعملية قياس وتحليل ودراسة، أي أن القيام بالحكم على الأداء العام للمؤسسات الاقتصادية يقتضي التركيز بشكل كبير جداً على الحكم على أدائها المالي، والحصول على الأداء المالي الموصوف القابل للحكم عليه يستوجب عملية تحليل ودراسة وتفسير النتائج المالية المحققة في فترة زمنية معينة تكون كافية لتحديد مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المسطرة، وتحديد مدى قابليتها على الوفاء بارتباطاتها المستقبلية، وفي هذا الصدد يتم تحليل وتقييم الأداء المالي بالاستناد على الأهداف المالية العامة المسطرة من قبل المؤسسات الاقتصادية والمتمثلة في تحقيق التوازن المالي والوصول لمستوى مقبول من السيولة واليسر المالي وزيادة المردودية ومضاعفة دالة إنشاء القيمة من خلال استخدام مجموعة من النسب والمؤشرات المالية المختلفة.

**المطلب الأول: التوازن المالي للمؤسسات الاقتصادية**

**المطلب الثاني: السيولة واليسر المالي للمؤسسات الاقتصادية**

**المطلب الثالث: مردودية المؤسسات الاقتصادية وإنشاء القيمة**

<sup>1</sup> Stickney C. P, Brown P. R & Wahlen J. M, Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective, 7<sup>th</sup> Ed, Cengage Learning, USA, 2011, P. 74.

<sup>2</sup> Kieso D. E, Weygandt J. J & Warfield T. D, Intermediate Accounting, 15<sup>th</sup> Ed, Wiley, USA, 2013, P. 143.

## المطلب الأول: التوازن المالي للمؤسسات الاقتصادية

تقوم المؤسسات الاقتصادية بعملية تحديد أولويات الإنفاق والاستثمار بشكل يعكس الاستراتيجية العامة لها، ويتمشى مع مبدأ توزيع الموارد المالية بشكل يضمن تحقيق التوازن بين ضمان احتياجاتها الحالية وتلبية التزاماتها المستقبلية، وهو ما يساعدها في الحفاظ على التوازن المالي الذي يضمن استدامتها على المدى المتوسط والطويل.

وتقوم المؤسسات الاقتصادية في إطار تحقيق التوازن المالي بمحاولة خلق الانسجام بين الموارد المالية التي تمتلكها وبين منافذ استخدامها في سبيل تحقيق الأهداف المحددة، إذ يشير تحقيق المؤسسات الاقتصادية للتوازن المالي إلى امتلاكها للموارد الكافية لتمويل مختلف أنشطتها والوفاء بالتزاماتها المستحقة كديون الموردين وأعباء المستخدمين وأرباح المساهمين، وتشمل دراسة التوازن المالي في المؤسسات الاقتصادية تحليل مجموعة من المؤشرات والنسب المالية التي توفر معلومات عن إدارة الموارد المالية بها وفق منهجين هما الدراسة الساكنة والدراسة الديناميكية للتوازن المالي.

## أولاً: الدراسة الساكنة للتوازن المالي

تعتبر الدراسة الساكنة للتوازن المالي عن تحليل مالي عام وشامل يتم إجراؤه لقياس وتقييم حالة التوازن المالي عند فترة زمنية محددة وتحديد القواعد المالية والمناهج اللازمة للحفاظ عليه وتطويره على المدى الطويل، وتتضمن هذه الدراسة عدة مؤشرات مالية ونسب تحليلية تحسب بالاعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية.<sup>1</sup>

وتعد الميزانية المحاسبية أحد أهم القوائم المالية التي تقوم المؤسسات الاقتصادية بإعدادها، حيث أنها تقدم العديد من المعلومات المالية عن المؤسسة، لكن وعلى الرغم من ذلك فإن حساب ودراسة مؤشرات ونسب التوازن المالي بالاعتماد عليها تقدم في معظم الأحيان تفسيرات تحيد عن الدقة والشمول بحكم عدم إلمامها بالحالة المالية الفعلية للمؤسسات الاقتصادية، وبناءً على هذا تقوم هذه الأخيرة بتلافي هذا المشكل من خلال الاعتماد على مصدر معلومات آخر هو الميزانية المالية المعدة إنطلاقاً من الميزانية المحاسبية وبعض المعلومات الملحق.<sup>2</sup>

## 1. إعداد الميزانية المالية

تعد الميزانية المالية وثيقة مهمة من ضمن الوثائق المالية التي تقوم المؤسسات الاقتصادية بإعدادها لتقدم خلاصة التوقعات المالية لها على المدى القصير والمتوسط، بحيث تشمل جميع مصادر واستخدامات الأموال المتوقعة خلال فترة زمنية محددة عادة ما تكون سنة مالية كاملة، كما تساعد على تحديد أولويات الإنفاق والاستثمارات وتحقيق الأهداف المالية والاقتصادية للمؤسسة بما يتمشى والإمكانات المتوفرة والسياسات المعتمدة والفرص المتاحة.<sup>3</sup>

توفر الميزانية المالية جملة من المعلومات المهمة والإستراتيجية حول المؤسسات الاقتصادية حيث تحتوي على جميع البيانات المالية الرئيسية الخاصة بما بما في ذلك عناصر الإيرادات والمصروفات والأصول والخصوم ورأس المال، حيث يمكن استعمال هذه المعلومات للقيام بعملية تقييم شامل للاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية على مدى فترة زمنية محددة، إذ تساعد الميزانية المالية

<sup>1</sup> Deakin E. B & Ready R. C, Does the financial reporting environment improve the predictive ability of financial ratio analysis? Advances in Accounting, Vol. 28,N. 2, 2012, PP. 266-273.

<sup>2</sup> Johnson S. A, Financial ratio analysis and the prediction of earnings. Journal of Applied Finance, Vol. 20, N. 1, 2010, PP. 53-65.

<sup>3</sup> Warren C. S, Reeve J. M & Duchac J. E, Financial and managerial accounting, Cengage Learning, USA, 2018, P. 73.



بمكوناتها على تحليل الاتجاهات والأنماط المختلفة المعتمدة في دراسة الأداء المالي للمؤسسة، والتعرف على مكان القوة والضعف فيها والعوامل الأكثر تأثيراً على الأداء<sup>1</sup>.

تشمل الميزانية المالية تحليل الإيرادات الممكنة والتكاليف المتوقعة والمشروعات المستقبلية، بالإضافة إلى التحليل الشامل للبيانات المالية للسنوات السابقة، وبالتالي فهي تعتبر أداة مهمة لإدارة المخاطر المالية بالمؤسسات الاقتصادية ووثيقة فعالة تساعد على تحديد الفجوات المالية المحتملة وتطوير استراتيجيات التعامل معها، هذا وتتضمن الميزانية المالية أيضاً التوقعات النقدية المتوقعة للمؤسسة والتي تعد عامل مهم وحاسم في عملية إعداد الخطط الاستراتيجية وتحديد وترتيب الأولويات والاحتياجات المالية للمؤسسات الاقتصادية<sup>2</sup>.

### 1.1 مبادئ إعداد الميزانية المالية

تخضع عملية إعداد الميزانية المالية في المؤسسات الاقتصادية إلى مجموعة من القواعد والمبادئ الواجب إتباعها، والتي يمكن ذكرها في النقاط الآتية:

#### 1.1.1 مبدأ السيولة للأصول

يعد مبدأ سيولة الأصول من بين المبادئ الأساسية التي تركز عليها عملية إعداد الميزانية المالية، إذ تهدف المؤسسات الاقتصادية من خلال هذا المبدأ إلى تحقيق التوازن بين أصولها المتداولة والمخاطر الناتجة عن التزاماتها المتداولة، فالمؤسسات الاقتصادية مجبرة على امتلاك قدر كافٍ ووفير من السيولة ضمن أصولها المتداولة لتقوم بالوفاء بالتزاماتها المتداولة في الوقت المناسب، أي أن المؤسسات الاقتصادية بامتلاكها لقدر من السيولة لا تواجه إشكالاً في سداد الديون قصيرة المدى ودفع الرواتب والأجور وتسوية لمصاريف الأخرى، وبالتالي فإنها تحقق وفقاً لهذا المبدأ توازناً مثالياً بين القدرة على تحمل المخاطر والاحتفاظ بمستوى عالٍ من السيولة<sup>3</sup>.

ويرتكز مبدأ سيولة الأصول على مفهوم الدورة النقدية النشطة، حيث يتم العمل في المؤسسات الاقتصادية وفق منظور تدوير الأصول المتداولة بطريقة تساهم في توفير مستوى مثالي للتدفقات النقدية المستمرة بغرض ضمان تغطية مناسبة على الالتزامات المتداولة، وتشمل الأصول المتداولة مجموعة من العناصر ذات الطبيعة النقدية أو الطبيعة سهلة التحويل إلى نقود كالأموال المتاحة في الخزنة أو المعادن الثمينة كالذهب والفضة والماس والتي يسهل بيعها في السوق أو الحسابات البنكية والأوراق المالية والمخزون والمطالبات العملاء<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Horngren C. T, Sundem G. L, Schatzberg J. O & Burgstahler D, Introduction to financial accounting, Pearson, USA, 2017, P. 58.

<sup>2</sup> Gibson C. H, Financial reporting & analysis: Using financial accounting information, Cengage Learning, Op. Cit. 121.

<sup>3</sup> الهواري حمد بن سعيد، عبد الرحمن طارق بن محمد، أهمية المبدأ المحاسبي للسيولة في الحفاظ على تدفقات النقدية: دراسة حالة، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 04، العدد 06، 2020، ص 01-17.

<sup>4</sup> هيثم حسن، عبد الرحمن صالح وأحمد عبد الله، تحليل مؤشرات السيولة وأثرها في الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، مجلة الإدارة المحاسبية والمالية، المجلد 02، العدد 02، 2018، ص 53-66.

## 2.1.1. مبدأ الاستحقاقية للخصوم

ينص المبدأ المحاسبي المتمثل في استحقاقية الخصوم على ضرورة احتساب عناصر الخصوم في الميزانية المالية بناءً على الالتزامات المستحقة للدفع في الفترة الحالية بغض النظر عن موعد الدفع الفعلي لهذه الالتزامات، وبمعنى آخر يفرض هذا المبدأ على المؤسسات الاقتصادية أن تعترف بالخصوم والتزاماتها في الوقت الذي تتحقق فيه بغض النظر عن الموعد الفعلي لدفعها، وما دامت المؤسسات الاقتصادية تواجه عادة الكثير من الالتزامات المالية كديون الموردين والضرائب المفروضة والرواتب المستحقة للموظفين، فإن الالتزام بمبدأ الاستحقاقية يسمح بتقييم الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة بشكل دقيق، فعلى سبيل المثال في حال قيام مؤسسة اقتصادية باستلام فاتورة بقيمة 10.000 و.ن عن خدمات تم تقديمها خلال الشهر الحالي، فإن هذه الفاتورة ستكون مستحقة للدفع ويجب تسجيلها كخصم في الميزانية المالية عند نهاية الشهر، حتى لو تم الدفع الفعلي للفاتورة في الشهر التالي أو الموالي<sup>1</sup>.

وتلتزم المؤسسات الاقتصادية بمبدأ الاستحقاقية من خلال الحرص على القيام بعملية تقييم الخصوم والالتزامات بشكل دوري وتحديثها على أساس منتظم، وذلك لإتاحة فرصة تحديد مدى استحقاق الديون والالتزامات الأخرى، وكذا تحديد الموعد المناسب لسدادها، والتأكد من مدى توفر الامكانيات المالية اللازمة لدى المؤسسات الاقتصادية لتسديد هذه الالتزامات في الوقت المناسب، كما يهدف مبدأ استحقاقية الخصوم إلى توفير أكبر قدر من المعلومات المالية وتحسين دقتها بشكل كبير، والتأكد من تسجيل جميع الخصوم الواجبة الدفع في الفترة الحالية بشكل صحيح، وتحسين الشفافية والمصادقية في التقارير المالية المتوفرة والمتاحة<sup>2</sup>.

## 3.1.1. مبدأ السنوية

يشير مبدأ السنوية في المحاسبة المالية إلى ضرورة قيام المؤسسات الاقتصادية بتقديم المعلومات المالية الخاصة بها في شكل مجموعة من التقارير المالية المعدة على أساس سنوي، حيث يشمل هذا المبدأ قيام الإدارة المالية للمؤسسات الاقتصادية بتجميع المعلومات المتعلقة بها خلال فترة محاسبية وتدوينها وتوثيقها وتقديمها بشكل منظم ومفهوم ودوري للمستفيدين الذين يتطلعون إلى فهم حالة الأعمال المالية، وتتضمن التقارير المالية المتعلقة بالمبدأ السنوي البيانات المالية الرئيسية المتعلقة بكل من الدخل والأرباح والخسائر والأصول والخصوم ورأس المال، والتي تعكس الحالة المالية للمؤسسات الاقتصادية، هذا ويساعد مبدأ السنوية على ضمان توافق المؤسسات الاقتصادية مع المعايير المحاسبية العالمية والمحافظة على دقة المعلومات المالية، كما يعزز هذا المبدأ الثقة في المعلومات المالية المقدمة للمستفيدين ويحفزهم على اتخاذ القرارات المالية الصحيحة<sup>3</sup>.

## 4.1.1. مبدأ القيمة الحالية

تنشط المؤسسات الاقتصادية في بيئة مفتوحة يحكمها عدم اليقين في المستقبل تتقلب فيها الأسعار خلال فترات زمنية مختلفة بفعل التضخم فتأثر فيها وتتأثر بها، وعلى هذا الأساس يتم استخدام مبدأ محاسبي يدعى القيمة الحالية يعتمد في طياته على

<sup>1</sup> Kieso D. E, Weygandt J. J & Warfield T. D, Intermediate Accounting, 15<sup>th</sup> Edition, Wiley, Op. Cit. 158.

<sup>2</sup> Weygandt J. J, Kimmel P. D & Kieso D. E, Financial Accounting, 10<sup>th</sup> Edition, Wiley, USA, 2018, P. 85.

<sup>3</sup> Dorata N & Cheptea D, The Importance of the Annual Principle in Financial Reporting, Journal of Economic and Business Research, Vol. 27, No. 1, 2021, PP. 123-130.

فكرة اختلاف قيمة النقود في المستقبل عن قيمتها الحالية حيث تكون أقل، أي أن حساب قيمة المبلغ المستحق في المستقبل يجب أن يتم بناءً على القيمة الحالية لتقدير القيمة الفعلية لهذا المبلغ في الوقت الحالي.<sup>1</sup>

يعتبر مبدأ القيمة الحالية مهماً جداً في المحاسبة والتمويل، حيث يتم استخدامه في تقدير القيمة الفعلية للاستثمارات والمشروعات الاقتصادية وتحديد قيمة الديون والأصول المختلفة. كما يستخدم هذا المبدأ في إجراء تقييمات لتحديد مدى جدوى المشروعات الجديدة أو لإجراء تقييم لأداء الشركات.<sup>2</sup>

### 5.1.1. مبدأ الحيطة والحذر في التقييم

يعتمد إعداد الميزانية المالية في المؤسسات الاقتصادية على عنصر جودة التقييم، حيث يتم إعداد هذا الأخير بناءً على أحد أهم المبادئ الأساسية في المحاسبة المالية والمتمثل في مبدأ الحيطة والحذر في التقييم، حيث يهدف هذا المبدأ إلى توجيه مساعي المحاسبين لاتخاذ القرارات التي تتعلق بالتقييم بشكل محافظ وحذر خاصة عند التعامل والتعاطي مع البيانات المالية والأحداث المحاسبية.<sup>3</sup>

إن عمل المؤسسات الاقتصادية بمبدأ الحيطة والحذر يحتم على المحاسبين والمدراء الماليين أن يكونوا حذرين ومحافظين في اتخاذ قرارات التقييم، وهذا يعني أنه ينبغي عليهم أن يعتمدوا على الحلول والقرارات الأكثر تحفظاً فيما يخص عمليات تقدير الإيرادات والمصروفات والأصول والالتزامات، كما يتم تطبيق هذا المبدأ أيضاً للتأكد من سلامة إعداد التقارير المالية بطريقة تعكس بشكل دقيق وواقعي الحالة المالية للمؤسسات الاقتصادية والنتائج المالية الفعلية.<sup>4</sup>

كما يقتضي مبدأ الحيطة والحذر أخذ المحاسبين للمخاطر المحتملة والظروف غير المؤكدة في الحسبان، حيث يجب عليهم أن يكونوا على دراية تامة بالأمور التي قد تؤثر على البيانات المالية، فإذا كانت هناك حالة من عدم اليقين بشأن المستقبل أو في حالة وجود معلومات تشير إلى وجود خسائر محتملة، فيجب على المحاسبين اتخاذ تقديرات محافظة تحمي المصلحة العامة والمستخدمين الخارجيين آخذين في الاعتبار هذه الظروف.<sup>5</sup>

يتم وضع مبدأ الحيطة والحذر في التقييم حيز التنفيذ من خلال الاعتماد على السياسات والآليات المحاسبية التي تتصف وتتميز بالتحفظ والمحافظة في تقدير الأصول والخصوم وعناصر الإيرادات وبندود المصروفات، حيث يتم القيام بتقييم عناصر الأصول بالقيمة الأقل بين قيمة الشراء والقيمة الصافية المتوقعة، في حين يتم القيام باحتساب الخصوم بالقيمة الأعلى بين القيمة الاسمية والقيمة الحالية المقدرة، وفي حال توفر أي دليل موثوق على حدوث أي خسائر محتملة يتم تسجيلها، بينما يتم تأجيل تسجيل أي ربح حتى يتم تحقيقه بشكل فعلي.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> محمد طه إيمان، مفهوم مبدأ القيمة الحالية في المحاسبة، مجلة العلوم التجارية والاقتصادية، المجلد 13، العدد 02، 2013، ص 51-66.

<sup>2</sup> السيد مروان، تقييم الأصول بمبدأ القيمة الحالية: دراسة نظرية وتطبيقية في البيئة العربية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 11، العدد 01، ص 1-15.

<sup>3</sup> Christensen H. B, Hail L & Leuz C, The Unintended Consequences of Mandatory IFRS Reporting: Evidence from Corporate Innovation, Journal of Accounting and Economics, Vol. 61, No. 1, 2016, PP. 1-36.

<sup>4</sup> Myers J. N, Myers L. A & Skinner D. J, Earnings Momentum and the Dissemination of Financial Information, Journal of Accounting Research, Vol. 55, No. 01, 2017, PP. 97-126.

<sup>5</sup> Kim J. B, Li Y & Zhang L, Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis, Journal of Financial Economics, Vol. 100, No. 03, 2011, PP. 639-662.

<sup>6</sup> Ahmed K, Hossain M & Adams M, The Impact of Audit Committee Characteristics on Earnings Management: Evidence from Australian Companies, Journal of Contemporary Accounting & Economics, Vol. 12, No. 02, 2016, PP. 174-189.

ويساهم مبدأ الحيطة والحذر في التقييم في ضمان التوازن المالي للمؤسسات الاقتصادية، بحيث يعكس الأوضاع الاقتصادية والمالية بشكل دقيق ويساهم في إزالة أي تهديدات مستقبلية محتملة، كما يعد هذا المبدأ جزءاً أساسياً من الممارسات المحاسبية الجيدة التي تساهم في بناء الثقة والمصدقية في التقارير المالية، وفي نفس الصدد يتم مراعاة هذا المبدأ المحاسبي في التقييم لضمان تقديم معلومات موثوقة ودقيقة للمستخدمين الخارجيين لتعزيز الشفافية والثقة المطلوبة في البيانات المالية<sup>1</sup>.

### 2.1. التحويل من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية

في ضوء المبادئ سالفة الذكر تقوم المؤسسات الاقتصادية الرامية لإعداد الميزانية المالية بعملية التحويل من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية، حيث تعد هذه المرحلة عملية انتقالية أساسية تهدف إلى تحويل المعلومات والبيانات المحاسبية المسجلة في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة إلى مجموعة من التقارير المالية القابلة للفهم والتحليل والتفسير من قبل المستخدمين الخارجيين في صورة المساهمين والمستثمرين والمقرضين والمسؤولين الحكوميين<sup>2</sup>.

وتتم عملية التحويل من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية على العديد من المراحل الأساسية بداية من استخراج البيانات والمعلومات المالية الرئيسية من الدفاتر المحاسبية للمؤسسات الاقتصادية كقائمة الدخل وميزانية الأرباح والخسائر وميزانية المركز المالي مروراً بتجميع هذه المعلومات وتصنيفها في شكل تقارير مالية مهيكلية تشمل حالة التوازن المالي والنقدية والأرباح والخسائر والتغيرات في حقوق الملكية<sup>3</sup>.

إن القيام بعملية التحويل من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية ليست مجرد مراحل وخطوات تتبعها المؤسسات الاقتصادية فقط، إنما هي معايير محاسبية معترف بها يجب عليها مراعاتها خلال عملية التحويل، وذلك من خلال التحقق من مدى توافق مبادئ المحاسبة العامة ومعايير المحاسبة الدولية مع المعلومات المحاسبية التي تم استخراجها وتحويلها، كما يجب القيام بتقديم التوضيحات اللازمة والبيانات الإضافية في الميزانية المالية لضمان فهمها بالشكل الصحيح والأمثل من خلال ضمان الحد الأدنى من الشفافية المطلوبة، هذا ويجب أن يتم إدراج المعلومات في الميزانية المالية بشكل منظم وواضح وبطريقة تعكس الأداء المالي الحالي للمؤسسة بما يتيح للمستخدمين الخارجيين اتخاذ قرارات مستنيرة حولها<sup>4</sup>.

#### 1.2.1. تحويل الأصول

تشير عملية تحويل الأصول التي تدخل في إطار إعداد الميزانية المالية إلى قيام المؤسسات الاقتصادية بتحويل المعلومات المحاسبية المتعلقة بأصولها من السجلات المحاسبية إلى بيانات مالية ترتب وتوثق في الميزانية المالية، حيث يهدف هذا التحويل إلى تصنيف وتقييم الأصول بشكل صحيح وموثوق به وفقاً للإطار المحاسبي المعتمد والمعايير المالية ذات الصلة، وبالاستناد على مبدأ السنوية في إعداد الميزانية المالية تقسم أصول الميزانية إلى قسمين أساسيين، القسم الأعلى (الأصول الثابتة) الذي تبقى عناصره تحت

<sup>1</sup> Epstein B. J & Jermakowicz E. K, Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards, Wiley, USA, 2016, P. 127.

<sup>2</sup> Arnold G, Hope J & Southworth A, The cautious principle in measurement in accounting, Accounting and Business Research, Vol. 47, No. 02, 2017, PP. 123-141.

<sup>3</sup> Daske H, Hail L, Leuz C & Verdi R, Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions, Journal of Accounting Research, Vol. 51, No. 03, 2013, PP. 495-547.

<sup>4</sup> Barth M. E, Landsman W. R & Lang M. H, International accounting standards and accounting quality, Journal of Accounting Research, Vol. 46, No. 03, 2008, PP. 467-498.

تصرف المؤسسة لمدة تزيد عن السنة، والقسم الأسفل من الميزانية (الأصول المتداولة) الذي تبقى عناصره تحت تصرف المؤسسة لمدة تقل عن سنة.<sup>1</sup>

### 1.1.2.1. الأصول الثابتة

تعتبر الأصول الثابتة عن الأصول التي تقع تحت حيازة المؤسسات الاقتصادية لاستخدامها في عملياتها لفترة طويلة تزيد عن سنة واحدة، حيث تضم الأصول الثابتة في الأعلى القيم المعنوية ثم القيم المادية ذات المدة الأطول كالممتلكات العقارية مثل الأراضي والمباني، ثم تليها العناصر الأخرى الأقل مدة كالمعدات والآلات والمركبات والأثاث والمكاتب وأصول التكنولوجيا المعلوماتية وغيرها، أما القيم الثابتة الأخرى فتضم بصفة عامة ما يلي:

❖ **مخزون العمل:** يشير إلى جزء من مخزونات المؤسسات الاقتصادية سواء كان بضاعة أو مواد أولية أو تموينات أخرى،

كما يطلق عليه أيضاً مخزون الأمان باعتباره يضمن استمرار وسيورة المؤسسات الاقتصادية في ممارسة نشاطها الإنتاجي أو التجاري بصفة عادية في حال طرأت تغييرات في السوق في صورة انعدام المخزون أو ندرته أو ارتفاع أسعاره، ونتيجة لذلك تحتفظ المؤسسات الاقتصادية بهذا المخزون باستمرار ليتم نقله إلى القيم الثابتة؛<sup>2</sup>

❖ **سندات المساهمة:** هي أدوات مالية ثابتة الدخل تشتريها المؤسسات الاقتصادية لتصبح مساهمة في رأس مال مؤسسات

اقتصادية أخرى، حيث تتيح هذه السندات لحاملها بعض المزايا والصلاحيات التي تختلف باختلاف نوع السند، فإذا كان السند سهماً عادياً منح لحامله الحق في التصويت والمشاركة في الأرباح والأصول عند التوزيع، أما إذا كان السند سهماً ممتازاً فإنه يمنح لحامله الأولوية في توزيع الأرباح والأصول عند التصفية.<sup>3</sup>

تبقى سندات المساهمة في حيازة المؤسسات الاقتصادية المساهمة في الحالة العادية لمدة طويلة، وبالتالي فهي عبارة عن استثمارات مالية طويلة الأجل يتم إدراجها ضمن عناصر الأصول الثابتة الأخرى، أما إذا قررت المؤسسات الاقتصادية استرجاعها فإنها تظهر ضمن عناصر الأصول المتداولة؛<sup>4</sup>

❖ **الكفالات المدفوعة:** تعرف باسم رأس المال المدفوع باعتباره مبلغ يتم تسديده بالكامل من قبل المساهمين حيث تمثل

المبلغ المستثمر فعلياً في المؤسسة باعتبار استخدامه في تمويل أنشطتها واحتياجاتها التشغيلية والاستثمارية، ويتم تحديدها عند التأسيس وفقاً لاتفاق المساهمين والقوانين المحلية السائدة، وهذا وتزيد فترة الاحتفاظ بالكفالات المدفوعة عن السنة ولهذا يتم تسجيلها في الميزانية المالية للمؤسسة في القسم المخصص لرأس المال؛<sup>5</sup>

❖ **الأوراق التجارية:** هي أدوات مالية تستعملها المؤسسات الاقتصادية لتسهيل عمليات البيع والشراء والتجارة بين

مختلف الأطراف من خلال تسهيل الدفعات والتحصيلات بشكل آمن وسريع، حيث تشمل هذه الأوراق العديد من

<sup>1</sup> Abusharbeh M. A, The impact of adopting International Financial Reporting Standards (IFRS) on the financial statements of Jordanian companies, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. 07, No. 02, 2019, PP. 32-44.

<sup>2</sup> Musah A & Nyuur R. B, The impact of International Financial Reporting Standards (IFRS) adoption on financial reporting quality: Evidence from Ghana, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 09, No. 16, 2018, PP. 176-187.

<sup>3</sup> Gibson C. H, Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information, Cengage Learning, Op. Cit. 96.

<sup>4</sup> Stickney C. P, Brown P. R & Wahlen J. M, Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective, 7<sup>th</sup> Ed, Cengage Learning, Op. Cit. 147.

<sup>5</sup> Smith J, Paid-up Capital: Understanding Its Importance in Business Financing, Journal of Finance and Accounting, Vol. 10, No. 02, 2022, PP. 45-60.

الأنواع كالشيكات والسندات التجارية والسندات المالية والفواتير التجارية، وتعد الأوراق التجارية من القيم المحققة في حال خصمها فيمكن إدراجها في القيم الجاهزة، كما يمكن أن تتجاوز فترة خصمها مدة السنة فيتم نقلها إلى عناصر الأصول الثابتة الأخرى؛<sup>1</sup>

❖ **المصاريف الإعدادية:** هي المصاريف التي تقوم المؤسسات الاقتصادية بدفعها مقدماً للحصول على مشتريات أو خدمات أو منفعة مستقبلاً كعمليات التأمين على الممتلكات والعمالة وتسديد الاشتراكات والتسبيقات المقدمة للإيجارات، حيث يتم تسجيلها كنفقة في حساب المصاريف المسجلة مؤقتاً وفي نفس الوقت كزيادة في حساب الأصول المؤقتة ومع مرور الوقت واستخدام الخدمة أو الفوائد المدفوعة مقدماً، يتم تحويل المبلغ المدفوع من حساب الأصول المؤقتة إلى حساب المصاريف العادية في الدورة المحاسبية، وعلى هذا الأساس تقوم المؤسسات الاقتصادية بتصنيف هذه المصاريف على أنها أصول مؤقتة في الميزانية المالية لها تُحسب ضمن التكلفة الإجمالية لها لفترة زمنية محددة؛<sup>2</sup>

❖ تُضم باقي الحقوق إلى الأصول الثابتة في حال بقيت تحت حيازتها لفترة تزيد عن السنة، كأن تقوم المؤسسات الاقتصادية بتجميد مبالغ من الأموال في البنوك؛

### 2.1.2.1. الأصول المتداولة

تتصف الأصول المتداولة بصفة هامة تميزها عن الأصول الثابتة وهي سهولة التحويل إلى نقد في فترة قصيرة، أي أنها الأصول التي يمكن أن يتم استهلاكها خلال دورة مالية واحدة أو أن تتحول إلى نقد لتكون متاحة في فترة تقل عن سنة واحدة، حيث تشمل الأصول المتداولة النقد وما شابهه والاستثمارات المتداولة والحسابات المدينة والمخزونات.<sup>3</sup>

يتم إعداد الميزانية المالية للمؤسسات الاقتصادية بالتوازي مع الأخذ بعين الاعتبار كل عناصر الأصول المتداولة كونها جزءاً أساسياً يساعدها في تشغيل وتسيير أنشطتها اليومية، حيث تسهم عناصر الأصول المتداولة في تمويل المصروفات اليومية ك شراء المواد الخام وتسديد ديون الموردين وتلبية الالتزامات المستحقة للعاملين ودفع المستحقات الأخرى المختلفة، كما تساهم الأصول المتداولة أيضاً في زيادة أرباح المؤسسات الاقتصادية ونموها من خلال إدارة الأوراق المالية والاستثمارات المتاحة.<sup>4</sup>

وتشمل عملية تحويل الأصول في إعداد الميزانية المالية الخطوات التالية:<sup>5</sup>

- **تحديد الأصول المعنية:** تقوم المؤسسات الاقتصادية في هذه الخطوة بتحديد الأصول الواجب تحويلها لإعداد الميزانية المالية، وقد تشمل الأصول المحددة عناصر النقد وما شابهها أو الحسابات المدينة أو الاستثمارات الأخرى أو الأصول الثابتة وغيرها؛
- **تقييم الأصول:** تقوم المؤسسات الاقتصادية في الخطوة الثانية بعملية تقييم الأصول وذلك وفقاً للمعايير المحاسبية المعتمدة، حيث يشمل ذلك تحديد القيمة العادلة للأصول وتسجيلها في الميزانية المالية؛

<sup>1</sup> Hull J. C, Options, Futures, and Other Derivatives, Pearson Education, USA, 2018, P. 57.

<sup>2</sup> Garrison R. H, Noreen E. W & Brewer P. C, Managerial Accounting, McGraw-Hill Education, USA, 2019, P. 96.

<sup>3</sup> Kimmel P. D, Weygandt J. J & Kieso D. E, Financial Accounting: Tools for Business Decision-Making, Wiley, USA, 2019, P. 214.

<sup>4</sup> Warren C. S, Reeve J. M & Duchac J. E, Financial and managerial accounting, Cengage Learning, Op. Cit. 177.

<sup>5</sup> Zolnierzak P & Michalczyk G, The impact of the adoption of IFRS on financial ratios: Evidence from Polish companies, Financial Environment and Business Development, Vol. 04, No. 01, 2016, PP. 135-147.

- **تصنيف الأصول:** تقوم المؤسسات الاقتصادية في الخطوة الثالثة بعملية تصنيف الأصول وفقاً للفترة المالية التي تناسبها، حيث يتم تصنيف عناصر الأصول بناءً على طبيعتها وتوقعات توقيت استخدامها مستقبلاً ضمن الأصول المتداولة والأصول الثابتة؛
- **تسجيل الأصول:** تقوم المؤسسات الاقتصادية في هذه المرحلة الأخيرة بعملية تسجيل عناصر الأصول في الميزانية المالية بالطريقة الصحيحة وفقاً للمعايير المحاسبية المعتمدة، حيث يتم تحديد القيمة الدفترية للأصول وإدراجها في البيانات المالية ذات الصلة؛

### 2.2.1. تحويل الخصوم

عند القيام بإعداد الميزانية المالية، تقوم المؤسسات الاقتصادية بتحويل الخصوم بطرق محددة لضمان تسجيلها بشكل صحيح وفقاً للمبادئ المحاسبية المعتمدة، حيث تقسم الخصوم إلى قسمين أساسيين هما الأموال الدائمة والديون قصيرة الأجل.

#### 1.2.2.1. الأموال الدائمة

يشير مفهوم الأموال الدائمة في المحاسبة والتمويل إلى الموارد المالية التي تبقى تحت تصرف المؤسسات الاقتصادية لفترة طويلة تزيد عن السنة وبالتالي تصبح جزءاً من هيكل رأس مالها الشامل الذي تقوم باستعماله لدعم أنشطتها المستمرة رأس المال ولتبيان التزامها بالحفاظ على مواردها الدائمة لضمان استدامة أعمالها<sup>1</sup>، وتشمل الأموال الدائمة التي تتضمنها الميزانية المالية ما يلي:

- ✓ **رأس المال المدفوع:** ويتمثل في المبلغ النقدي الذي يتم تقديمه أو تسديده من قبل المساهمين أو المالكين لحيازة حصة في رأس مال المؤسسات الاقتصادية، ويُعتبر رأس المال المدفوع جزءاً من الأموال الدائمة لها؛
- ✓ **الأرباح المتبقية:** تتمثل في الأرباح المتراكمة على مر السنوات والتي لم تقم المؤسسات الاقتصادية بتوزيعها على المساهمين، ولذلك تُعد الأرباح المتبقية جزءاً من الأموال الدائمة التي يمكن استعمالها لتمويل النمو والاستثمارات المستقبلية؛
- ✓ **الديون طويلة المدى:** هي الديون التي تشمل كل من القروض والسندات التي تحصلت عليها المؤسسات الاقتصادية والتي يتعين عليها سدادها على مدى فترة زمنية طويلة عادةً ما تتجاوز سنة مالية واحدة، وبناءً على ذلك فإن الديون ذات المدى الطويل تصنف ضمن الأموال الدائمة للمؤسسات الاقتصادية كونها غير مستحقة للسداد على المدى القصير.

#### 2.2.2.1. الديون قصيرة المدى

تعتبر الديون قصيرة المدى عن مجموع التزامات المؤسسات الاقتصادية المالية المفروض القيام بتسديدها في فترة زمنية قصيرة عادةً ما تقل عن سنة واحدة، حيث يشمل هذا النوع من الديون القروض البنكية قصيرة الأجل، وديون الموردين المستحقة السداد وأعباء العمال والموظفين التي تنتظر الدفع، والالتزامات الضريبية والشبه ضريبية، وأي التزامات أخرى يجب سدادها في غضون السنة الواحدة، هذا ويتم تسجيل الديون قصيرة المدى في الميزانية المالية بمحفد تحليل وتفسير ومتابعة التزامات المؤسسة المستحقة للسداد خلال فترة زمنية قصيرة وتقييم مدى قدرتها على سداد هذه الديون في الوقت المحدد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> السيد عبد الجبار حميد رشيد، المحاسبة المالية: المفاهيم والتطبيقات، دار العلم للملايين، بغداد، 2019، ص 57.

<sup>2</sup> Horngren C. T, Sundem G. L, Schatzberg J. O & Burgstahler D, Introduction to financial accounting, Pearson,

ويشمل تحويل عناصر الخصوم عند إعداد الميزانية المالية عدة جوانب أهمها<sup>1</sup>:

- ❖ **تصنيف الخصوم:** تقوم المؤسسات الاقتصادية في المرحلة الأولى من عملية تحويل عناصر الخصوم لإعداد الميزانية المالية بتحديد تصنيف الخصوم وفقاً لمدة استحقاقها، أي أن الخصوم تصنف حسب إمكانية استحقاقها في العام الحالي أو في الأعوام المقبلة؛
- ❖ **تقدير التكاليف المستحقة:** يتعين على المؤسسات الاقتصادية القيام في هذه المرحلة بعملية تقدير مختلف التكاليف المستحقة المرتبطة بالخصوم المستحقة على غرار التكاليف المستخدمين المستحقة والديون المستحقة للموردين؛
- ❖ **احتساب القيمة الحالية:** تقوم المؤسسات الاقتصادية في بعض الحالات بعملية تحويل الخصوم المستحقة في المستقبل إلى قيمة حالية باستخدام معدل الخصم المناسب، وهذا بهدف تقدير القيمة الحالية الحقيقية للخصوم المستحقة.

## 2. رأس المال العامل

تعتمد المؤسسات الاقتصادية في ظل سعيها إلى تحقيق قاعدة التوازن المالي الأدنى على إدارة رأس المال العامل بطريقة تضمن بقاء الموارد المتاحة لتمويل الأصول تحت تصرفها على الأقل لفترة مساوية لفترة بقاء هذه الأصول، ويعد رأس المال العامل من بين المفاهيم الأساسية في المحاسبة والتمويل لدوره في ترجمة القدرة التشغيلية للمؤسسات الاقتصادية ومدى استطاعتها تمويل أنشطتها اليومية والوفاء بالتزاماتها على المدى القصير، وبناءً على هذا ينظر لرأس المال العامل على أنه مؤشر ذو أهمية بالغة في الحكم على الصحة المالية للمؤسسات الاقتصادية وتحديد قدرتها على النمو والاستمرار.<sup>2</sup>

تدخل إدارة رأس المال العامل ضمن عملية التخطيط المالي التي تقوم بها المؤسسات الاقتصادية، والذي تسعى من خلاله إلى تحقيق التوازن المثالي بين الأصول والخصوم المتداولة، للحفاظ على مستوى مناسب من السيولة لتجنب مشاكل التمويل المحتملة من خلال وضع وتنفيذ استراتيجية فعالة تركز على أسس سليمة تمكنها من إدارة المخزون بفعالية، وتحصيل الديون بشكل سريع ومستمر، وإدارة السيولة النقدية بطريقة تكفل مواجهة التحديات المالية قصيرة الأجل.<sup>3</sup>

تعد الأصول المتداولة إلى جانب الخصوم المتداولة والقروض البنكية قصيرة الأجل العناصر المكونة لرأس المال العامل، حيث تتألف الأصول المتداولة من النقد والمكافآت المستحقة والأوراق المالية والمخزونات والحسابات المدينة قصيرة الأجل، فيما تضم الخصوم المتداولة العديد من العناصر على رأسها الديون المستحقة للموردين والضرائب والرواتب المستحقة الدفع والتسبيقات المدفوعة مقدماً وغيرها العديد من حسابات الالتزامات المستحقة قصيرة الأجل، بينما تعد القروض البنكية قصيرة الأجل الوسيلة الأكثر رواجاً لتمويل احتياجات رأس المال العامل.<sup>4</sup>

## 1.2. أهمية رأس المال العامل

تركز المؤسسات الاقتصادية في خططها المالية على رأس المال العامل، وذلك لأهميته بالنسبة لها، حيث تكمن أهميته في:

Op. Cit. 248.

<sup>1</sup> Petty J. W, Titman S, Keown A. J & Martin P, Financial Management: Principles and Applications, Pearson, USA, 2015, P. 178.

<sup>2</sup> Van Horne J. C & Wachowicz J. M, Fundamentals of Financial Management, Pearson, USA, 2014, P. 249.

<sup>3</sup> Weston J. F, Besley S. A & Brigham E. F, Essentials of Managerial Finance, Cengage Learning, USA, 2018, P. 64.

<sup>4</sup> Ross S. A, Westerfield R. W & Jordan B. D, Fundamentals of Corporate Finance, MA: McGraw-Hill, Op. Cit. 174.



- **ضمان استمرارية العمليات:** تستخدم المؤسسات الاقتصادية رأس المال العامل في تلبية احتياجاتها اليومية ك شراء مواد الإنتاج اللازمة وتوفير تكاليف الأجور والإيجارات، حيث يضمن رأس المال العامل استمرارية العمليات وعدم إلغائها أو تعطيلها جراء أزمات نقص السيولة المالية؛<sup>1</sup>
- **إدارة الديون قصيرة الأجل:** تقوم المؤسسات الاقتصادية بسداد الديون قصيرة الأجل على غرار القروض البنكية وديون الموردين المستحقة باستخدام رأس المال العامل، وهو ما يساعدها في تلافي مشاكل مالية وإدارية كثيرة، وتجنب تكبد العقوبات والغرامات المترتبة عن التأخر في عملية سداد الديون؛<sup>2</sup>
- **تحسين عملية التسوية مع الموردين:** يمكن للمؤسسات الاقتصادية استعمال رأس المال العامل لتحسين علاقاتها مع الموردين عن طريق اختيار الوقت المناسب لدفع فواتيرهم، حيث يساهم هذا الأمر في بناء علاقات تجارية قوية والاستفادة من تخفيضات الدفع المبكر أو شروط أفضل في المشتريات المستقبلية؛<sup>3</sup>
- **مواجهة التحديات المالية الغير متوقعة:** يوفر رأس المال العامل للمؤسسات الاقتصادية السيولة المالية الضرورية لمواجهة الظروف والتحديات الطارئة بصفة غير متوقعة كحدوث أزمات اقتصادية أو تغيرات في سوق العمل أو زيادة في تكاليف عوامل الإنتاج، كما يعزز رأس المال العامل مرونة المؤسسات الاقتصادية وقدرتها على التكيف مع التحولات الاقتصادية؛<sup>4</sup>
- **دعم النمو والتوسع:** تعتمد المؤسسات الاقتصادية في عملية دعم النمو والتوسع في أعمالها التجارية على رأس المال العامل باعتباره عاملاً مهماً، حيث يمكن استخدامه لتمويل عمليات التوسع كافتتاح فروع جديدة، أو اقتناء معدات إضافية، أو تطوير منتجات جديدة، أو فتح خطوط إنتاج جديدة، حيث يساهم رأس المال العامل من هذا المنطلق في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة وتحقيق النمو المستدامة.<sup>5</sup>
- **توفير هامش أمان مريح:** يمنح رأس المال العامل المؤسسات الاقتصادية هامش أمان يمكنها من مواجهة بعض المخاطر الممكن أن تمس بعض عناصر الميزانية الأقل من سنة، وتشمل هذه المخاطر ما يلي:<sup>6</sup>
  - إمكانية انخفاض أو تباطؤ دوران بعض عناصر الأصول المتداولة كتراجع حجم المبيعات الذي يزيد من مدة تصريف المخزونات، وتأخر تسديد العملاء لالتزاماتهم أو طلبهم تمديد مهلة السداد؛
  - الخسائر الممكن أن تلحق ببعض عناصر الأصول المتداولة كإعسار أو إفلاس بعض العملاء وعدم قدرتهم على تسديد ديونهم؛

<sup>1</sup> Deloof M, Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 30, No. 3-4, 2003, PP. 573-587.

<sup>2</sup> Shin H. H & Soenen L. A, Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability, Financial Practice and Education, Vol. 8, No. 2, 1998, PP. 37-45.

<sup>3</sup> Filbeck G, Krueger T. M & Preece D, Working Capital Management and Firm Profitability, Journal of Business and Public Affairs, Vol. 1, No. 1, 2007, PP. 1-9.

<sup>4</sup> Lazaridis I & Tryfonidis D, Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange, Journal of Financial Management and Analysis, Vol. 19, No. 01, 2006, PP. 26-35.

<sup>5</sup> Raheman A & Nasr M, Working Capital Management and Profitabil - Case of Pakistani Firms, International Review of Business Research Papers, Vol. 03, No. 01, 2007, PP. 279-300.

<sup>6</sup> Appuhami R, Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Study of Selected Listed Companies in the Colombo Stock Exchange, Investment Management and Financial Innovations, Vol. 05, No. 02, 2008, PP. 1-10.

- إمكانية ارتفاع سرعة دوران بعض عناصر الخصوم المتداولة، كأن يقوم الموردين باستعجال المؤسسات الاقتصادية في طلب تسديد ديونهم.

## 2.2. حساب رأس المال العامل

تتطلب عملية حساب رأس المال العامل العديد من المعلومات والمؤشرات المالية الموجودة في القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يمكن القيام بهذه العملية من خلال استخدام إحدى صيغتين، صيغة أعلى الميزانية وصيغة أسفل الميزانية.

### 1.2.2. حساب رأس المال العامل وفق صيغة أعلى الميزانية

يتم حساب رأس المال العامل من أعلى الميزانية من خلال الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة وفق الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

$$= (\text{الأموال الخاصة} + \text{الديون طويلة الأجل}) - \text{الأصول الثابتة}$$

يركز هذا الأسلوب في الحساب على تحديد رأس المال العامل والمتغيرات المحددة له، حيث يمكن توضيح عملية الحساب من أعلى الميزانية من خلال الشكل رقم (2-01) كما يلي:

الشكل رقم (2-01): رأس المال العامل من أعلى الميزانية

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| الأموال الدائمة | الأصول الثابتة   |
|                 | رأس المال العامل |

Source : Josette Peyrard, Analyse financière, librairie Vuibert, 8<sup>ed</sup>, Paris, 1999.P. 128

### 2.2.2. حساب رأس المال العامل وفق صيغة أسفل الميزانية

يتم حساب رأس المال العامل من أسفل الميزانية من خلال الفرق بين الأصول المتداولة والديون قصيرة الأجل وفق الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الديون قصيرة الأجل}$$

$$= (\text{المخزونات} + \text{قيم محققة} + \text{قيم جاهزة}) - \text{الديون قصيرة الأجل}$$

<sup>1</sup> Van Horne J. C & Wachowicz J. M, Fundamentals of Financial Management, Pearson, Op. Cit. 278.

<sup>2</sup> Weston J. F, Besley S. A & Brigham E. F, Essentials of Managerial Finance, Cengage Learning, Op. Cit. 311.

تركز هذه الطريقة من الحساب على تبيان هدف رأس المال العامل وهو تمويل جزء من دورة الاستغلال، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (2-02).

الشكل رقم (2-02): رأس المال العامل من أسفل الميزانية

|                    |                |
|--------------------|----------------|
| الديون قصيرة الأجل | الأصول الدائمة |
| رأس المال العامل   |                |

Source : Josette Peyrard, Analyse financière, librairie Vuibert, 8<sup>ed</sup>, Op. Cit. 131.

### 3.2. العوامل المؤثرة في مستوى رأس المال العامل

تحتوي الميزانية المالية على الكثير من العناصر والمتغيرات التي تلقي بظلالها على مستوى رأس المال العامل وتؤثر فيه بالزيادة أو بالنقصان، حيث تؤدي كل زيادة أو نقصان في قيمة عنصر ما إلى زيادة أو نقصان في رأس المال حسب وضعيته في الميزانية المالية، وتنتمي هذه العناصر بصفة استثنائية إلى الأموال الدائمة أو الأصول الثابتة فقط، أما عناصر الأصول المتداولة والديون القصيرة الأجل فإن تغيرها لا يؤثر في رأس المال العامل بل يؤثر على العناصر الأخرى المنتمية إلى نفس القسم في الميزانية المالية فعلى سبيل المثال زيادة عنصر من عناصر الأصول المتداولة ينجر عنه نقصان عنصر آخر في نفس القائمة والعكس، فقيام المؤسسات الاقتصادية ببيع جزء من منتجاتها تامة الصنع أو بضائعها ينتج عنه نقص في عنصر المخزونات وزيادة في عنصر العملاء أو النقديات،<sup>1</sup> ويوضح الجدول رقم (2-01) العناصر المؤثرة في رأس المال العامل بالزيادة أو النقصان.

الجدول رقم (2-01): العناصر المؤثرة في رأس المال العامل

| العمليات التي تزيد رأس المال العامل                                                                                                                                                                                                                                                                                  | العمليات التي تنقص من رأس المال العامل                                                                                                                                                                                                                   |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>1. زيادة الأموال الدائمة</p> <p>➤ زيادة الأموال الخاصة</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• رأس المال</li> <li>• الاحتياطات</li> <li>• إعانات الاستثمار...</li> </ul> <p>➤ زيادة القروض طويلة ومتوسطة الأجل</p> <p>2. انخفاض الأصول الثابتة</p> <p>➤ التنازل عن الاستثمارات المعنوية، الثابتة والأخرى</p> | <p>1. زيادة الأصول الثابتة:</p> <p>➤ قيم معنوية</p> <p>➤ قيم ثابتة</p> <p>➤ قيم أخرى</p> <p>2. انخفاض الأموال الدائمة</p> <p>➤ نقص الأموال الخاصة</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• توزيع الاحتياطات</li> <li>• توزيع أرباح الأسهم</li> </ul> |

<sup>1</sup> Moyer C. R, McGuigan J. R & Rao R. P, Contemporary Financial Management, Cengage Learning, USA, 2019, P. 469.

|  |                                                                                                                                          |
|--|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• اقتطاعات لفائدة المستغل</li> <li>• خسائر الاستغلال</li> <li>➤ تسديد الأموال المقترضة</li> </ul> |
|--|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Source: Pandey, I. M, Financial Management, Vikas Publishing House Pvt. Ltd, Op. Cit. 284.

من خلال الجدول السابق يتبين أن زيادة الأصول الثابتة أو نقصان الأموال الخاصة يترتب عنه انخفاض مستوى رأس المال العامل، في حين أنه في حال زيادة الأصول الدائمة أو نقصان الأصول الثابتة يزيد مستوى رأس المال العامل.

### 3. الاحتياج في رأس المال العامل

يعد الاحتياج في رأس المال العامل مؤشر مكمل لرأس المال العامل في التقييم بحكم عدم قدرة المؤسسات الاقتصادية على الإعتماد على هذا الأخير في الحكم على توازنها المالي، حيث يشير إلى المبلغ المالي الذي تحتاجه المؤسسة للقيام بتمويل كافة عملياتها اليومية بهدف الحفاظ على استدامتها، كما يرتبط الاحتياج في رأس المال العامل ارتباطاً كبيراً بدورة الاستغلال، وبالتالي فإن تحديد مفهومه يتأتى من خلال الإلمام بمفهوم دورة الاستغلال، والذي يتمثل في المدة الزمنية المنحصرة بين لحظة شراء المواد اللازمة لسير النشاط وموعد تحصيل ديون العملاء نقداً والتي تقوم فيها المؤسسات الاقتصادية بعمليات التخزين والإنتاج والبيع.<sup>1</sup>

ينتج احتياج الاستغلال أو التمويل خلال الفترة الزمنية المنحصرة بين لحظة الشراء وموعد التحصيل النقدي، بينما تظهر موارد الاستغلال أو التمويل في خضم المدة الزمنية المنحصرة بين لحظة الشراء وموعد تسديد ديون الموردين، ويتجسد احتياج رأس المال العامل BFR في جزء من احتياج التمويل الناجم عن كل الأصول المتداولة باستثناء القيم الجاهزة (المخزون والقيم المحققة)، التي لم يتم تغطيتها بواسطة الديون قصيرة الأجل (موارد الدورة)، ويضم احتياج رأس المال العامل نوعين هما:<sup>2</sup>

❖ **احتياج رأس المال العامل للاستغلال BFRE:** يعبر عن الاحتياج في رأس المال العامل المرتبط بالنشاط الاستغلالي

للمؤسسة أي أنه يتعلق بالأنشطة العادية المتكررة؛

❖ **احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال:** يرتبط هذا النوع من الاحتياج في رأس المال العامل بالنشاط الاستثنائي

الغير متكرر والبعيد عن النشاط الأساسي للمؤسسة.

ويقدم الشكل رقم ( ) تحليلاً لاحتياج رأس المال العامل ودورة الاستغلال من خلال توضيح آلية تحديد الاحتياج بوحدات

زمنية عن طريق التعبير عن الأنشطة بالزمن كما يلي:

N: مدة التخزين والإنتاج المنحصرة بين لحظة الشراء ولحظة البيع؛

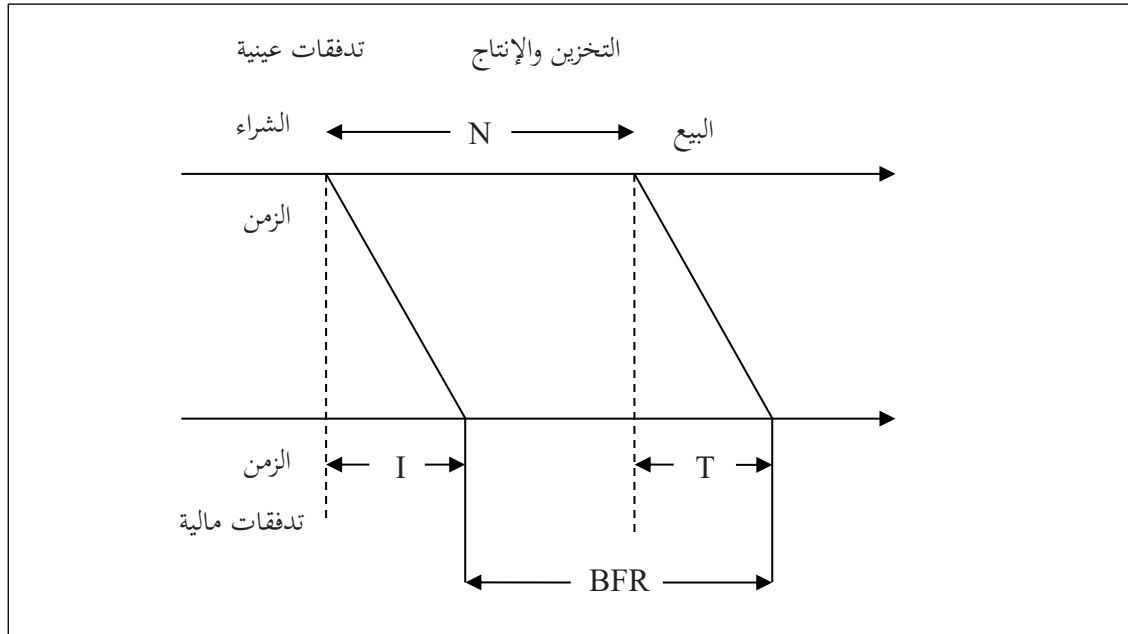
T: مدة تسديد العملاء؛

I: مدة تسديد ديون الموردين.

<sup>1</sup> Garcia-Teruel P. J & Martinez-Solano P, Effects of Working Capital Management on SME Profitability, International Journal of Managerial Finance, Vol. 3, No. 2, 2007, P. 164-177.

<sup>2</sup> Eljelly A. M, Liquidity-Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market, International Journal of Commerce & Management, Vol. 14, No. 2, 2004, PP. 48-61.

الشكل رقم (2-03): احتياج رأس المال العامل: تحليل الآجال



Source : Pierre Paucher, Mesure de la performance financière de l'entreprise, O.P.U, Alger, 1993, P. 104.

### 1.3. حساب الاحتياج في رأس المال العامل

تستطيع المؤسسات الاقتصادية حساب احتياجها من رأس المال العامل وفق طريقتين أولاهما تركز على دراسة الميزانية أما الطريقة الثانية فهي رأس المال المعياري أو طريقة الخبراء المحاسبين حسب التسمية الفرنسية.

#### 1.1.3. طريقة دراسة الميزانية

يتم حساب احتياج رأس المال العامل وفق هذه الطريقة من خلال حساب الفرق بين الأصول المتداولة باستثناء الخزينة والديون قصيرة الأجل باستثناء السلفات المصرفية، حيث لا يتم أخذ الخزينة بعين الاعتبار لعدم إدراجها ضمن احتياجات الدورة شأنها في ذلك شأن السلفات المصرفية التي تكون في شكل ديون سائلة لفترة قصيرة جداً.<sup>1</sup>

احتياج رأس المال العامل BFR = احتياجات الدورة - موارد الدورة

$$= (\text{قيم الاستغلال} + \text{قيم محققة}) - (\text{الديون قصيرة الأجل} - \text{السلفات المصرفية})$$

عند حساب احتياج رأس المال العامل وظهوره موجباً فهذا يعني أن موارد الدورة لم تتمكن من تغطية احتياجات الدورة والمؤسسة بحاجة للمزيد من رأس المال العامل لسد الفجوة، أما إذا كان احتياج رأس المال العامل سالباً فهذا يدل على أن كل احتياجات الدورة تم تغطيتها بواسطة موارد الدورة، والمؤسسة ليست بحاجة إلى مزيد من التمويل بل على العكس هي مجبرة على البحث عن فائض لاستثماره لرفع مردوديتها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Lewis R. J, Managing working capital: Strategies for success, Journal of Accountancy, Vol. 224, No. 2, 2017, PP. 36-41.

<sup>2</sup> Mathew S. K, Working capital management: A comprehensive review, International Journal of Business and Management, Vol. 7. No. 7, 2012, PP. 61-69.

### 2.1.3. طريقة رأس المال المعياري

تم وضع هذه الطريقة من قبل خبراء المحاسبة بفرنسا، وتم اعتماد الطريقة المعيارية لتقديمها نتائج أدق من نتائج طريقة دراسة الميزانية، حيث تبني على أساس وجود فوارق زمنية بين التدفقات الداخلة والخارجة ويتم الأخذ بعين الاعتبار تدفقات الخزينة التي لها علاقة مع عناصر احتياج رأس المال العامل، وتتمثل هذه العناصر بصفة عامة في البضاعة، المواد الأولية، المنتجات التامة، المنتجات النصف مصنعة، العملاء وأوراق القبض، الموردون وأوراق الدفع<sup>1</sup>.

يتم العمل بهذه الطريقة رياضياً من خلال حساب كل من نسبة الدوران أو مدة التسديد معبر عنها بالأيام ومعامل الترجيح معبر عنه بنسبة إلى رقم الأعمال خارج الرسم لكل عنصر من عناصر رأس المال العامل كالاتي:<sup>2</sup>

#### ➤ حساب مدة الدوران أو مدة التسديد:

- TR<sub>1</sub> : مدة دوران البضاعة = (متوسط البضاعة/البضاعة المستهلكة)\*360 يوم؛
- TR<sub>2</sub> : مدة دوران المواد الأولية = (متوسط المواد الأولية/مواد أولية مستهلكة خلال الدورة)\*360 يوم؛
- TR<sub>3</sub> : مدة دوران المنتجات نصف المصنعة والجارية = [(متوسط مخزون الحسابين: ح/33 و ح/34)/قيمة إنتاج الدورة]\*360 يوم؛
- TR<sub>4</sub> : مدة دوران المنتجات التامة = (متوسط مخزون المنتجات التامة/رقم الأعمال خارج الرسم)\*360 يوم؛
- DSO : مدة تسديد العملاء = [(العملاء + أوراق القبض)/رقم الأعمال متضمن الرسم]\*360 يوم؛
- DPO : مدة تسديد الموردين = [(الموردين + أوراق الدفع)/المشتريات متضمن الرسم]\*360 يوم.

#### ➤ حساب معدلات الترجيح

- FP<sub>1</sub> : معامل ترجيح البضاعة = تكلفة شراء البضاعة/ رقم الأعمال خارج الرسم؛
- FP<sub>2</sub> : معامل ترجيح المواد الأولية = تكلفة شراء المواد المستهلكة/ رقم الأعمال خارج الرسم؛
- FP<sub>3</sub> : معامل ترجيح المنتجات نصف مصنعة والجارية = تكلفة المنتجات نصف مصنعة والجارية/ رقم الأعمال خارج الرسم؛
- FP<sub>4</sub> : معامل ترجيح المنتجات التامة = تكلفة إنتاج المنتجات المباعة/رقم الأعمال خارج الرسم؛
- FP<sub>5</sub> : معامل ترجيح العملاء = رقم الأعمال متضمن الرسم/رقم الأعمال خارج الرسم؛
- FP<sub>6</sub> : معامل ترجيح الموردين = المشتريات متضمنة الرسم/رقم الأعمال خارج الرسم.
- وانطلاقاً من العناصر السابقة يتم حساب احتياج رأس المال العامل بالزمن وفق العلاقة التالية:

$$BFR_T : \text{احتياج رأس المال العامل بالزمن} = [(TR_1 * FP_1) + (TR_1 * FP_1) + (TR_1 * FP_2) + (TR_1 * FP_1)] + (TR_1 * FP_1) + (TR_1 * FP_1) \text{ يوم.}$$

أما طريقة الحساب بالقيمة فإن احتياج رأس المال العامل يكون وفق الصيغة التالية:

<sup>1</sup> Tesfaye A, Working capital management and firm profitability: Empirical evidence from manufacturing and trading firms in Ethiopia, International Journal of Economics, Commerce, and Management, Vol. 5, No. 2, 2017, PP. 52-64.

<sup>2</sup> Al-Balooshi F. A, Working capital management: A case study of Omani manufacturing firms. International Journal of Business and Management, Vol. 9, No. 7, 2017, PP. 67-78.

$BFR_V$ : احتياج رأس المال العامل بالقيمة = احتياج رأس المال العامل بالزمن  $BFR_T$  \* (رقم الأعمال خارج الرسم / 360 يوم).

من خلال تمحص الطريقة المعيارية نلاحظ أنها تقدم نتائج دقيقة بالاعتماد على القيم المتوسطة، إلا أنها لا تناسب المؤسسات الاقتصادية ذات النشاط الموسمي فهي طريقة تفترض انتظام النشاط، كما أنها لا تضم جميع عناصر احتياجات وموارد الدورة ولذلك وفي حال وجود هذه العناصر تصبح صيغة حساب احتياج رأس المال العامل بالقيمة كالتالي:

$BFR_V$ : احتياج رأس المال العامل بالقيمة = احتياج رأس المال العامل بالزمن  $BFR_T$  \* (رقم الأعمال خارج الرسم / 360 يوم) + احتياجات الدورة الأخرى - موارد الدورة الأخرى.

#### 4. الخزينة

تعد خزينة المؤسسات الاقتصادية جزءاً رئيسياً من إدارة رأس المال العامل حيث تعبر عن مجموعة الأموال السائلة أو الأصول النقدية الموجودة في ذمتها والتي تحتفظ بها بهدف تلبية احتياجاتها اليومية وتوفير سيولة مالية كافية لتمويل النشاط التشغيلي والتعامل مع التزاماتها المالية في الوقت المناسب، كما يعرفها مجلس خبراء المحاسبة والمحاسبين المعتمدين بفرنسا بأنها الفرق بين الأصول ذات السيولة الفورية والديون ذات الاستحقاق الحالية، حيث تتمثل السيولة الفورية في الميزانية المالية في القيم الجاهزة أما الديون ذات الاستحقاق الحالية فتتمثل في السلفات المصرفية، واستناداً على هذا فإن الخزينة تحسب وفق العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$T_N: \text{الخزينة} = \text{القيم الجاهزة} - \text{السلفات المصرفية}$$

وفي نفس الصدد يمكن إيجاد علاقة أخرى لحساب النتيجة من خلال القيام بالحسابات الآتية:

$$(1) \text{ إذا علمنا أن: الأصول} = \text{القيم الثابتة} + \text{قيم الاستغلال} + \text{القيم المحققة} + \text{القيم الجاهزة} \dots$$

$$\text{فإن: القيم الجاهزة} = \text{الأصول} - (\text{القيم الثابتة} + \text{قيم الاستغلال} + \text{القيم المحققة})$$

$$(2) \text{ وإذا علمنا أن: الخصوم} = \text{الأموال الدائمة} + \text{الديون قصيرة الأجل} + \text{السلفات المصرفية} \dots$$

$$\text{فإن: السلفات المصرفية} = \text{الخصوم} - (\text{الأموال الدائمة} + \text{الديون قصيرة الأجل})$$

$$(3) \text{ وإذا علمنا أن: الأصول} = \text{الخصوم} \dots$$

فإنه بتعويض المعادلتين (1) و (2) بما يكافئهما في الخزينة نجد:

$$\text{الخزينة} = [\text{الأصول} - (\text{القيم الثابتة} + \text{قيم الاستغلال} + \text{القيم المحققة})] - [\text{الخصوم} - (\text{الأموال الدائمة} + \text{الديون قصيرة الأجل})]$$

$$= 0 + \text{رأس مال عامل دائم} - \text{احتياج رأس المال العامل}$$

$$= \text{رأس مال عامل} - \text{احتياج رأس المال العامل}$$

إن تعبير الخزينة عن مجموع الأموال السائلة التي تكون بحوزة المؤسسات الاقتصادية وتحت تصرفها يعكس الدرجة الكبيرة من أهميتها ودورها في الحفاظ على مستوى توازنها المالي وحجم سيولتها، كما يسلط الضوء على ضرورة مراعاة حجم الوحدات

<sup>1</sup> Brealey R. A, Myers S. C & Allen F, Principles of corporate finance, McGraw-Hill Education, USA, 2016, P. 253.

النقدية الواجب الاحتفاظ بها في الخزينة وذلك من خلال الأخذ في عين الاعتبار الحالات الثلاثة التي تكون عليها الخزينة وهي كالآتي:<sup>1</sup>

✓ **خزينة سالبة:** تشير حسابياً إلى تفوق قيمة احتياج رأس المال العامل على قيمة رأس المال العامل وهو مؤشر واضح على وجود خلل بالتوازن المالي بالمؤسسة يتم إصلاحه من خلال الاتجاه لطلب قروض قد تكون أعباؤها مكلفة نسبياً، أو القيام بزيادة قيمة رأس المال العامل إما بالتنازل عن بعض الأصول الثابتة أو زيادة رأس مال المؤسسة، وفي حال عدم التوصل إلى حل فعال لهذا الخلل قد ينتهي الأمر بالمؤسسة للإفلاس؛

✓ **خزينة موجبة:** تشير حسابياً إلى تفوق قيمة رأس المال العامل على قيمة احتياج رأس المال العامل وهو مؤشر إيجابي على وجود توازن مالي بالمؤسسة، إلا أن قيمة الفرق لا يجب أن تزيد عن المستوى المعقول فكلما زاد الفرق كبرت قيمة الخزينة، وكلما زادت قيمة الخزينة كلما تأثرت مردودية المؤسسة جراء السيولة المفرطة التي لم تستغل في استثمارات جديدة؛

✓ **خزينة معدومة:** تشير حسابياً إلى تساوي قيمة احتياج رأس المال العامل مع قيمة رأس المال العامل، وهو مؤشر ممتاز على وجود توازن مالي مثالي تستطيع من خلاله المؤسسة مواجهة احتياجات التمويل دون الاحتفاظ بسيولة مالية كبيرة مجمدة.

تساهم الخزينة في ضمان الاستقرار المالي والتشغيلي للمؤسسات الاقتصادية من خلال الدور الحيوي الذي تقوم به، ومن أهم الأهداف والفوائد التي تحققها خزينة المؤسسة ما يلي:<sup>2</sup>

- **تأمين السيولة المالية:** تسمح الخزينة للمؤسسات الاقتصادية بالتحكم في السيولة المالية وتأمين الأموال النقدية اللازمة للوفاء بالتزاماتها المالية المتوقعة كدفع رواتب العاملين وتسديد أقساط الإيجارات وفواتير الموردين؛
- **إدارة المخاطر المالية:** تستخدم المؤسسات الاقتصادية الخزينة كدرع مالي حامي يمكنها من التعامل مع المخاطر المالية المحتملة كتقلبات السوق أو اضطرابات أسعار الفائدة، كما يمكنها استخدام أموال الخزينة لتمويل الأنشطة التشغيلية والتحكم في التزامات الديون؛
- **تمويل الاستثمارات:** تستعين المؤسسات الاقتصادية في بعض الأحيان بالسيولة المالية المتوفرة في خزينتها لتمويل المشروعات والاستثمارات الجديدة أو لتغطية التكاليف الرأسمالية، حيث تقوم الخزينة في هذه الحالة بدور الممول الداخلي، وبالتالي فإنها تقلل من الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجي كالقروض أو جذب التمويل من المستثمرين؛
- **تحقيق الكفاءة التشغيلية:** تساهم السيولة النقدية المتوفرة في الخزينة في تحقيق الكفاءة التشغيلية للمؤسسات الاقتصادية من خلال إدارة الأموال النقدية بطريقة فعالة وتحقيق التوازن الملائم بين الدخل والنفقات، كما تساعد الخزينة في تدفق النقود بشكل سلس وسريع وتجنب أي نقص أو زيادة غير المرغوبة في السيولة المالية؛

<sup>1</sup> Pike R, Neale B & Linsley P, Corporate finance and investment: Decisions & strategies, Pearson Education, USA, 2015, P. 317.

<sup>2</sup> Li P, Zhou P, Zhang H & Li X, Cash Management: A Comprehensive Review and Future Directions, International Journal of Financial Studies, Vol.8, No. 2, 2020, PP. 33-48.



- التخطيط المالي: يندرج التخطيط المالي للمؤسسات الاقتصادية ضمن وظيفة خزانة المؤسسة، حيث يتم الانطلاق من تحديد الموارد المالية المتاحة والتوقعات المالية المستقبلية مروراً بتوجيه الإنفاق والاستثمار وفقاً لرؤية المؤسسات الاقتصادية واحتياجاتها لتحقيق الأهداف المسطرة.

## 5. نسب النشاط

تمثل نسب النشاط مجموعة النسب المالية المستخدمة في تحليل وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية من حيث كفاءة استخدام الموارد وتحقيق الأرباح، حيث تعتبر نسب النشاط جزءاً مهماً من تحليل البيانات المالية للمؤسسات من منطلق توفيرها لمعلومات قيّمة حول كفاءة استخدام الموارد وتحويلها إلى إيرادات وأرباح، كما تهدف نسب النشاط إلى قياس وتقييم كفاءة وفعالية المؤسسة في إدارة مختلف جوانب أنشطتها المالية وتشغيلها، وتتضمن هذه النسب تحليل المبيعات والمخزون والديون والدائنين وغيرها من الجوانب المهمة، ويمكن للمدراء والمستثمرين فهم النمط العام للأداء المالي للمؤسسة وتحديد المجالات التي يمكن تحسينها بواسطة تحليل هذه النسب.<sup>1</sup>

### 1.5. معدل دوران الأصول

يمثل معدل دوران الأصول نسبة تقييم لقياس كفاءة استخدام الأصول في تحقيق الإيرادات، ويعكس هذا المؤشر كمية المبيعات التي تحققها المؤسسات الاقتصادية من كل وحدة من الأصول، وبالتالي فهو مؤشر هام يساعد في قياس القدرة الإنتاجية للأصول ومدى امكانيتها على تحقيق العائدات المالية للمؤسسة، ويتم استخدام المعدل بشكل كبير وتفسيره بشكل أفضل في المؤسسات الاقتصادية التي تعتمد بشكل كبير على الأصول الثابتة كالمصانع والمعدات، فإذا كان معدل دوران أصول المؤسسة مرتفع فهذا يشير إلى أنها تستخدم الأصول بكفاءة عالية وتحقق إيرادات جيدة، كما أنه من الجيد أيضاً مقارنة معدل دوران أصول المؤسسات الاقتصادية مع المعدلات المماثلة في الصناعة لتحديد موقعها من الناحية المالية، ويتم حساب معدل دوران الأصول عن طريق تقسيم الإيرادات السنوية على الأصول الإجمالية مثلما هو مبين في الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

حيث يتم حساب متوسط إجمالي الأصول من خلال جمع قيمة الأصول في بداية الفترة ونهايتها ومن ثم قسمتها على إثنين كما هو موضح في الصيغة التالية:

$$\text{متوسط إجمالي الأصول الثابتة} = \frac{\text{قيمة الأصول في بداية الفترة} + \text{قيمة الأصول في نهاية الفترة}}{2}$$

### 2.5. معدل دوران الأصول الثابتة

يعد معدل دوران الأصول الثابتة مؤشر مالي يستخدم لتقييم كفاءة المؤسسات الاقتصادية في استعمال الأصول الثابتة لتحقيق الأرباح والعوائد، حيث يقاس هذا المؤشر عدد مرات تحول الأصول الثابتة إلى مبيعات خلال فترة زمنية معينة، كما يستخدم

<sup>1</sup> Smith J. D & Johnson A. B, Activity Ratios and Firm Performance: A Review of the Literature, Journal of Accounting and Finance, Vol. 18, No. 2, 2018, PP. 29-45.

<sup>2</sup> Penman S. H, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill Education, USA, 2013, P. 195.

هذا المؤشر لتحديد كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول الثابتة وتحقيق الأرباح، ويمكن استخدامه أيضا لمقارنة أداء المؤسسة مع المؤسسات الاقتصادية الأخرى في نفس الصناعة، كما يجب الانتباه إلى أن معدل دوران الأصول الثابتة يجب أن يتم تحليله بشكل متكامل ومقارنته مع المعايير الصناعية والمعايير المالية الدولية للحصول على صورة شاملة لأداء المؤسسة المالي ويمكن حساب معدل دوران الأصول الثابتة من خلال قسمة صافي المبيعات على متوسط إجمالي الأصول الثابتة كما هو مبين في الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط إجمالي الأصول الثابتة}}$$

حيث يتم حساب متوسط إجمالي الأصول الثابتة من خلال جمع قيمة الأصول الثابتة في بداية الفترة ونهايتها ومن ثم قسمتها على اثنين كما هو موضح في الصيغة التالية:

$$\text{متوسط إجمالي الأصول الثابتة} = \frac{\text{قيمة الأصول الثابتة في بداية الفترة} + \text{قيمة الأصول الثابتة في نهاية الفترة}}{2}$$

### 2.5. معدل دوران الأصول المتداولة

يعتبر معدل دوران الأصول المتداولة أحد أهم المؤشرات التي تساعد المؤسسات الاقتصادية في تقييم كفاءتها في استخدام أصولها المتداولة لتحقيق أهدافها المالية، ويتأثر هذا المؤشر بالعديد من العوامل كسياسات الإدارة المالية، وعملية تحصيل الديون من العملاء، ومدة تداول المخزون، ومدى تأخر المديونية القصيرة الأجل، ويتم حساب معدل الأصول المتداولة من خلال قسمة صافي المبيعات على متوسط إجمالي الأصول المتداولة كما هو مبين في الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط إجمالي الأصول المتداولة}}$$

حيث يتم حساب متوسط إجمالي الأصول المتداولة من خلال جمع قيمة الأصول المتداولة في بداية الفترة ونهايتها ومن ثم قسمتها على اثنين كما هو موضح في الصيغة التالية:

$$\text{متوسط إجمالي الأصول المتداولة} = \frac{\text{قيمة الأصول المتداولة في بداية الفترة} + \text{قيمة الأصول المتداولة في نهاية الفترة}}{2}$$

### 3.5. معدل دوران المخزون

معدل دوران المخزون هو مؤشر يقيس كفاءة المؤسسات الاقتصادية في إدارة المخزون وتحويله إلى مبيعات حيث يتأثر بطبيعة صناعة المؤسسة ونوع السلع والمنتجات التي تقوم بتخزينها، وتعرف معدلات دوران المخزون فترات من مؤسسة لأخرى ومن قطاع لآخر، فتحقيق معدل دوران مخزون عالي في قطاع التجزئة مستحب للتخلص من المخزون بسرعة وتجنب التكاليف الزائدة

<sup>1</sup> Smith J, The Significance of Fixed Asset Turnover in Financial Analysis, Journal of Financial Analysis, Vol. 10, No. 2, 2022, PP. 45-62

<sup>2</sup> Vasiliou D, The impact of working capital management on firm profitability: Evidence from European companies, International Journal of Economics, Commerce, and Management, Vol. 2, No. 11, 2014, PP. 1-16.

بينما يعد ذلك غير مستحب في المجالات التصنيعية للحاجة للمخزون بغية تلبية الطلب وضمان استمرارية الإنتاج، ويمكن حساب معدل دوران المخزون من خلال قسمة تكلفة المبيعات على متوسط قيمة المخزون كما هو مبين في الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط قيمة المخزون}}$$

حيث يتم حساب متوسط قيمة المخزون من خلال جمع قيمة المخزون في بداية الفترة ونهايتها ومن ثم قسمتها على اثنين كما هو موضح في الصيغة التالية:

$$\text{متوسط قيمة المخزون} = \frac{\text{قيمة المخزون في بداية الفترة} + \text{قيمة المخزون في نهاية الفترة}}{2}$$

#### 4.5. متوسط فترة التخزين

تقوم المؤسسات الاقتصادية باستخدام مؤشر متوسط فترة التخزين لتحديد فترة الاحتفاظ بالمخزون قبل بيعه، ويمكن استخدامه لتحديد مدى حاجتها لتخفيض المخزون وتحسين كفاءة استخدام رأس المال، حيث يتم حسابه من خلال قسمة عدد الأيام في الفترة المحددة على معدل دوران المخزون مضروباً في عدد أيام السنة المالية كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{متوسط فترة التخزين} = \frac{\text{عدد الأيام في الفترة المحددة}}{\text{معدل دوران المخزون}} * 365$$

#### 5.5. معدل دوران المدينين

يعتبر معدل دوران المدينين مؤشراً مالياً هاماً يتم استخدامه لتقييم كفاءة المؤسسات الاقتصادية في تحصيل ديون العملاء وتحصيل حقوقها المالية، حيث يتأثر معدل دوران المدينين بالعديد من العوامل على غرار سياسات الائتمان التي تتبعها المؤسسات الاقتصادية، ونوعية العملاء ومدى استجابتهم في سداد المستحقات، وظروف السوق الاقتصادية بشكل عام، ويمكن حساب معدل دوران المدينين من خلال قسمة مبلغ المبيعات الآجلة على متوسط حساب المدينين كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{معدل دوران المدينين} = \frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط حسابات المدينين}}$$

حيث يتم حساب متوسط حسابات المدينين من خلال جمع قيمة حسابات المدينين في بداية الفترة وفي نهايتها ومن ثم قسمتها على اثنين كما هو موضح في الصيغة التالية:

<sup>1</sup> Agarwal K & Kumar S, The effect of working capital management on the profitability of FMCG firms: A study of listed FMCG companies in India, International Journal of Management and Applied Science, Vol. 3, No. 3, 2017, PP. 49-54.

<sup>2</sup> Haque M, Mazumder M. N & Ashraf M. M, Working capital management and profitability: A study on textile industry in Bangladesh, European Journal of Business and Management, Vol. 5, No. 7, 2013, PP. 189-198.

<sup>3</sup> Tesfaye A, Working capital management and firm profitability: Empirical evidence from manufacturing and trading firms in Ethiopia, International Journal of Economics, Commerce, and Management, Vol. 5, No. 2, 2017, PP. 52-64.

$$\text{متوسط قيمة المخزون} = \frac{\text{قيمة حسابات المدينين في بداية الفترة} + \text{قيمة حسابات المدينين في نهاية الفترة}}{2}$$

## 6. نسب المديونية

يُنظر لنسب المديونية على أنها مجموعة المؤشرات المالية المستخدمة من قبل المؤسسات الاقتصادية لتحليل وتقييم مدى استعمالها للديون كوسيلة لتمويل أنشطتها المختلفة وتسديد التزاماتها المالية المتنوعة، حيث تساعد نسب المديونية على الفهم الصحيح والواضح لهيكل تمويل المؤسسة وتقييم مستوى المخاطر المرتبطة بالديون، هذا وتتضمن نسب المديونية العديد من المؤشرات التي تركز على البيانات والمعلومات المالية الأساسية للمؤسسة، مثل تقارير البيانات المالية والقوائم المالية، كما تهدف هذه النسب إلى تسهيل عملية قياس وتقييم مدى استخدام المؤسسات الاقتصادية للديون وتأثيرها على قدرتها على تحمل المخاطر المالية وتحقيق العائد المناسب للمساهمين.<sup>1</sup>

### 1.6. نسبة الديون إلى حقوق الملكية:

تعتبر نسبة الديون إلى حقوق الملكية مؤشر مالي تستخدمه المؤسسات الاقتصادية في تقييم هيكل تمويلها ومستوى استخدامها للديون في تمويل أنشطتها والوفاء بالتزاماتها ومساعدتها في اتخاذ القرارات المالية، حيث تعكس هذه النسبة الديون بالمقارنة مع حقوق الملكية للمؤسسة، كما تعكس نسبة الديون إلى حقوق الملكية مستوى المخاطر المرتبطة بالديون، فإذا كانت النسبة مرتفعة فإن ذلك يشير إلى أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون في تمويل أنشطتها حيث تكون أكثر عرضة للمخاطر المالية في حالة الفشل في سداد الديون، أما إذا كانت النسبة منخفضة فإن ذلك يشير إلى أن المؤسسة تعتمد بشكل أكبر على حقوق الملكية وتكون أكثر استقراراً مالياً، ويتم حساب هذه النسبة بقسمة إجمالي الديون على إجمالي حقوق الملكية كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون الإجمالية}}{\text{حقوق الملكية الإجمالية}}$$

### 2.6. نسبة هيكل رأس المال

تشكل نسبة هيكل رأس المال مؤشر مهم وفعال لتقييم توزيع رأس المال بين مختلف المصادر في المؤسسات الاقتصادية، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة الديون إلى حقوق الملكية ويوفر تصوراً عاماً حول مدى اعتماد المؤسسة على الديون لتمويل أنشطتها والوفاء بالتزاماتها مقارنة بحجم رأس المال الخاص بها، ويعد هيكل رأس المال عنصراً مهماً في تحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وقدرتها على تحمل المخاطر وتحقيق العائد على الاستثمار، ويتأثر هيكل رأس مال المؤسسة بالعديد من العوامل كاستراتيجية التمويل ونوع الصناعة والنصوص التشريعية والضريبية، كما يمكن أن يكون لنسبة هيكل رأس المال تأثير كبير على استقرار ونمو المؤسسة من خلال زيادة التكاليف المالية وتقليل المرونة المالية، وبناءً على هذا فإن فهم هيكل رأس المال يمكن أن يساعد المستثمرين والمديرين على اتخاذ قرارات استراتيجية تتعلق بتمويل المؤسسة وتحقيق التوازن المالي الأمثل بين الديون وحقوق الملكية، وبالتالي فإن أخذ الاحتياجات الفردية والظروف الخاصة بكل مؤسسة في الاعتبار عند تحديد النسبة المثلى لهيكل رأس

<sup>1</sup> Dziwok P, The determinants of debt ratio in European countries, Entrepreneurial Business and Economics Review, Vol. 6, No. 1, 2018, PP. 15-30.

<sup>2</sup> Raza A, Raza S. A & Rizwan M, Determinants of debt ratios in the manufacturing sector of Pakistan, Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, Vol. 12, No. 3, 2018, PP. 715-736.

المال يعد ضرورة لا غنى عنها، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة الديون طويلة الأجل على الأموال الخاصة كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{نسبة هيكل رأس المال} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

### 3.6. نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية

يقيس هذا المؤشر نسبة الديون ذات الأجل القصير المستحقة السداد في السنة المالية الحالية التي تستخدمها المؤسسات الاقتصادية لتمويل أنشطتها إلى حقوق الملكية، وتعكس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد الديون قصيرة الأجل في المدة المحددة ومدى توفرها على الموارد اللازمة للتعامل مع التزاماتها المالية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فإن تحليل هذا المؤشر يعد أحد أهم جوانب تقييم القدرة التشغيلية والتمويلية للمؤسسة، هذا وتختلف قيمة هذه النسبة من مؤسسة لأخرى كما تعتمد على العديد من العوامل كطبيعة الصناعة واحتياجات التمويل واستراتيجية العمل قصيرة الأجل للمؤسسة، ويتم حسابها من خلال قسمة الديون قصيرة الأجل على حقوق الملكية كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

### 7. نسب الربحية

تعد نسب الربحية جزءاً أساسياً من عملية تحليل الأداء المالي وأحد أهم المؤشرات المالية التي تستند عليها المؤسسات الاقتصادية في تقييم أدائها وربحياتها، كما تعتبر أداة فعالة يستخدمها المستثمرون والمساهمون والإدارة لفهم أداء المؤسسة وتحديد النقاط والمجالات التي تحتاج إلى تحسين من خلال الرؤية الشاملة التي تقدمها هذه النسب حول قدرة المؤسسات الاقتصادية على تحقيق أرباح من أنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، كما تهدف نسب الربحية إلى قياس مدى فاعلية الإدارة في تحقيق العائدات النقدية وتحقيق الربح من مبيعات المنتجات أو الخدمات ومدى قدرة المؤسسات الاقتصادية على استخدام رأس المال المتوفر بكفاءة وفعالية.<sup>3</sup>

### 1.7. معدل الربح الإجمالي

معدل الربح الإجمالي هو نسبة مالية تقيس مقدار الربح الذي تحوزه المؤسسات الاقتصادية من قيمة المبيعات المحققة قبل خصم مختلف التكاليف الثابتة والمتغيرة، حيث يعتبر هذا المعدل مؤشراً مهماً لتقييم كفاءة المؤسسات الاقتصادية في تحقيق الأرباح القصوى وإدارة أعمال نشاطها التشغيلي الأساسي، كما يساعد المساهمين والمستثمرين في فهم قدرة المؤسسة على تحقيق الربح قبل خصم الضرائب وتحقيق النمو المستدام والاستدامة المالية، ويتم حساب معدل الربح الإجمالي من خلال قسمة الربح الإجمالي

<sup>1</sup> Ertaç S. K, Erdoğan C & Arman G, Factors affecting debt ratios in Turkish manufacturing sector, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 5, N. 2, 2015, PP. 501-506.

<sup>2</sup> Oprea D. S, The determinants of debt ratios in the European banking sector: A panel data analysis, Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 27, No. 2, 2019, PP. 232-252.

<sup>3</sup> Noyan F & Vayvay Ö, A Comparative Analysis of Financial Ratios of Banks: The Case of Turkey, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. 7, No. 8, 2019, PP. 164-178.

قبل الضرائب والفوائد والإهلاك على إجمالي المبيعات المتمثل في الإيرادات المحققة من بيع المنتجات والخدمات، ثم ضرب الحاصل في 100 كما هو موضح من خلال الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{معدل الربح الإجمالي} = \frac{\text{الربح الإجمالي}}{\text{إجمالي المبيعات}} * 100$$

### 2.7. معدل الربح الصافي

يعتبر معدل الربح الصافي نسبة هامة تقيس من خلالها المؤسسات الاقتصادية كفاءتها في تحقيق الربح ولكن بعد خصم جميع المصروفات والضرائب من الإيرادات الإجمالية المحققة، حيث يُعتبر معدل الربح الصافي مؤشرًا هامًا على قوة وكفاءة الأعمال التجارية وبالتالي فإن المؤسسات الاقتصادية تسعى على الدوام إلى زيادته بغية الحفاظ على استدامة واستمرارية النمو الربحي لها، ويتم حسابه من خلال قسمة الربح الصافي على الإيرادات الإجمالية، ثم ضرب الحاصل في 100 كما هو موضح من خلال الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{معدل الربح الصافي} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{الإيرادات الإجمالية}} * 100$$

### 3.7. معدل العائد على الموجودات

يعد معدل العائد على الموجودات مؤشر مالي يستخدم في قياس كفاءة تشغيل أصول المؤسسات الاقتصادية في تحقيق الربح، حيث يُعتبر من بين أهم المؤشرات المالية التي تساعد على تقييم أداء المؤسسة وفعاليتها إدارة أصولها، كما يعبر عن قدرتها على تحقيق العائد للمستثمرين، ويتم حساب معدل العائد على الموجودات عن طريق قسمة الربح الصافي على إجمالي الأصول، ثم ضرب الحاصل في 100 كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{معدل العائد على الموجودات} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{إجمالي الأصول}} * 100$$

### 4.7. معدل العائد على حقوق الملكية:

يستخدم معدل العائد على حقوق الملكية كأداة لقياس كفاءة استعمال المؤسسات الاقتصادية لحقوق الملكية وتوليد الأرباح لملاكها ومساهميها، حيث يعكس هذا المعدل النسبة المئوية للربح الصافي إلى حقوق الملكية الإجمالية للمؤسسة إذ تعتبر معدلات العائد على حقوق الملكية العالية نقطة إيجابية ترمز إلى كفاءة الإدارة في توليد الأرباح لملاك المؤسسة واستخدام رأس المال بكفاءة وفعالية، وبناءً على هذا فإنه من الجيد أن يكون هذا المعدل مرتفعًا بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، حيث يعكس القدرة على

<sup>1</sup> Chen M. Y & Chen Y. F, The relationship between inventory turnover and profitability: An industry perspective, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. 8, No. 1, 2020, PP. 50-63.

<sup>2</sup> Fraser L. M & Ormiston A, Understanding financial statements, Pearson, USA, 2018, P. 347.

<sup>3</sup> Palepu K. G, Healy P. M & Peek E, Business analysis and valuation: Using financial statements, Cengage Learning, Op. Cit. 238.

تحقيق العوائد الجيدة لمستثمريها، ويتم حسابه من خلال قسمة الربح الصافي على حقوق الملكية الإجمالية، ثم ضرب الحاصل في 100 كما هو موضح في الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{حقوق الملكية الإجمالية}} \times 100$$

### ثانياً: الدراسة الديناميكية للتوازن المالي

تعتبر الدراسة الديناميكية للتوازن المالي مجال محاسبي وتمويلي هام يُعنى بفهم طريقة تغير توازن الموارد المالية للمؤسسات الاقتصادية مع مرور الزمن وتتبعها وتحليلها، حيث يتمثل التوازن المالي في تحقيق التكافؤ في الاستخدام الفعال للموارد المالية الداخلية والخارجية لتحقيق أهداف المؤسسة والحفاظ على استدامتها ونموها على المدى الطويل، ويعد هذا النهج أداة تمييز للأنماط والاتجاهات المالية للمؤسسات الاقتصادية التي تساعد على اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية والحساسة بناءً على قاعدة معرفية شاملة وعميقة.<sup>2</sup>

وفي هذا الإطار تعتمد المؤسسات الاقتصادية في تقديم الدراسة الديناميكية للتوازن المالي في تحليل البيانات المالية التاريخية للتنبؤ بالمعطيات المالية المستقبلية للمؤسسة، كما تشمل العديد من المتغيرات المؤثرة على التوازن المالي كالإيرادات والنفقات، ومعدلات النمو، والاستثمارات، والديون وغيرها من المتغيرات المالية، ومن بين أهم الأدوات المفيدة لدراسة التوازن المالي دراسة ديناميكية هي جدول التمويل وجدول التدفقات النقدية<sup>3</sup>

### 1. جدول التمويل

يطلق على هذا الجدول العديد من التسميات التي قد تختلف باختلاف الجهة الناطقة به، فيسمى بجدول الموارد والاستخدامات والمخطط المحاسبي العام من قبل مركز الميزانيات لبنك فرنسا، كما يطلق عليه البعض جدول التدفقات.

#### 1.1. مفهوم جدول التمويل

هناك العديد من المحاولات التي سعت إلى تعريف جدول التمويل، والتي قدمت مفهومه بشكل مختلف إنطلاقاً من منظورها ورؤيتها، فقد عُرِف بأنه أداة تخطيطية تساعد في تحديد كيفية تمويل نشاط أو مشروع معين، وتحديد الإيرادات المتوقعة منه والنفقات المقدرة المترتبة عنه على مدار فترة زمنية محددة، كما يمكن استخدام جدول التمويل لتحديد الحاجة إلى التمويل الخارجي وتحديد أفضل خيارات التمويل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Gibson C. H, Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information. Cengage Learning, Op. Cit. 319.

<sup>2</sup> Cowan C. E & Romans W. W, Dynamic Financial Analysis, Society of Actuaries, USA, 2006, P. 183.

<sup>3</sup> Mulvey J. M, Dynamic Analysis of Financial Stability, The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice, Vol. 43, No. 4, 2018, PP. 525-548.

<sup>4</sup> Kieschnick R, McCrary S. A & Adam T. R, Director Stock Option Grants and Corporate Investment: An Empirical Investigation. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 48, No. 2, 2013, PP. 413-437.

كما يصطلح على جدول التمويل بأنه جدول يحتوي على تفاصيل مالية محددة لمشروع أو نشاط تجاري معين، بما في ذلك التكاليف ومصادر التمويل والجدول الزمني للتدفق النقدي المتوقع، حيث يستخدم جدول التمويل للتخطيط المالي وتقدير متطلبات التمويل لضمان استمرارية المشروع<sup>1</sup>.

ويعني جدول التمويل أنه وثيقة مالية توضح تفاصيل مالية حول توقعات الدخل والنفقات لنشاط أو مشروع معين، مثل تكاليف الإنتاج، التوزيع، التسويق، والمبيعات، بالإضافة إلى مصادر التمويل المتوقعة على غرار عناصر الديون، القروض، ورأس المال الذاتي<sup>2</sup>.

وبناءً على ما سبق يمكن القول جدول التمويل هو أداة مالية تُستخدم لتحديد التدفقات المالية المستقبلية وتقدير التمويل اللازم لتنفيذ مشروع أو إدارة نشاط تجاري معين، حيث يتضمن جدول التمويل معلومات حول تكاليف المشروع ومصادر التمويل المختلفة المتاحة لتغطية هذه التكاليف، فقد تكون هذه المصادر قروضاً مصرفية، تمويلًا للمستثمرين، رأس المال الذاتي، أو أي مصادر أخرى للتمويل.

## 2.1. هيكل جدول التمويل

يتألف جدول التمويل حسب المخطط العام للمحاسبة من جزأين أساسيين هما<sup>3</sup>:

❖ **جدول الموارد والاستخدامات:** يتم على المدى الطويل وبالتالي فهو مرتبط بالجزء العلوي من الميزانية، ويسلط الضوء على التغير في رأس المال الناتج من الفرق بين الموارد الدائمة والاستخدامات طويلة الأجل، حيث يمكن لهذا التغير أن يكون مورداً للدورة أو استخداماً لها؛

❖ **جدول استخدام رأس المال العامل:** يرتبط هذا الجدول بالجزء السفلي للميزانية.

تملك المؤسسات الاقتصادية خيارين لتقديم جدول التمويل، الخيار الأول هو أسلوب تقديم جدول التمويل في شكل حساب أما الأسلوب الثاني فهو الخيار الأفضل الذي يعرض عناصر الموارد والاستخدامات وهو يقدم جدول التمويل في شكل قائمة وهو الأسلوب الذي سيتم تبنيه وتوضيحه في النقاط الموالية.

### 1.2.1. جدول الموارد والاستخدامات في شكل قائمة

يعد جدول الموارد والاستخدامات أداة مالية تسجل الموارد المالية المتاحة للمؤسسات الاقتصادية وكيفية استخدامها، ويتم إعداد الجدول إنطلاقاً من ميزانيتين مائيتين متتاليتين وجدول حسابات النتائج وبعض الجداول الملحقة كجدول الاستثمارات وجدول الاهتلاكات وفقاً للخطوات الآتية<sup>4</sup>:

➤ **إعداد الميزانية التفاضلية أو ميزان التغيرات:** وهي تعبير عن مقدار التغير الحاصل في عناصر الميزانية بين سنتين متتاليتين؛

<sup>1</sup> Demsetz H & Villalonga B, Ownership Structure and Corporate Performance, Journal of Corporate Finance, Vol. 7, No. 3, 2001, PP. 209-233.

<sup>2</sup> Brealey R. A, Myers S. C & Allen F, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 384.

<sup>3</sup> Kimmel P. D, Weygandt J. J & Kieso D. E, Financial Accounting: Tools for Business Decision Making 8<sup>th</sup> Ed, Wiley, USA, 2019, P. 219.

<sup>4</sup> Fridson M. S & Alvarez F, Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide 5<sup>th</sup> Ed, Wiley, USA, 2011, P. 351.



- تصنيف التغير في عناصر القسم العلوي للميزانية: وفي هذه المرحلة يتم تصنيف التغير الحاصل إلى مورد أو استخدام عن طريق التمييز من خلال اعتبار كل زيادة في عناصر الأصول وكل انخفاض في عناصر الخصوم استخداماً، أما كل زيادة في عناصر الخصوم أو كل انخفاض في عناصر الأصول فتعتبر مورداً؛
- تحديد مجموع الموارد الدائمة: بعد القيام بعملية التصنيف يتم تحديد مجموع الموارد الدائمة وذلك من خلال جمع العناصر التي تشملها وهي كالآتي:

- الموارد الداخلية ممثلة في قدرة التمويل الذاتي والتي تضم العناصر التالية:

- قيمة إهلاكات العناصر الثابتة باستثناء العناصر المتعلقة بالمصاريف الإعدادية؛
- نتيجة الاستغلال للدورة؛
- مؤونات الاحتياط أو المؤونات الصافية؛
- القيمة المتبقية للاستثمارات المتنازل عنها؛
- إيرادات التنازل عن الاستثمارات؛
- إعانات محصلة للاستثمار.

ويتم حساب قدرة التمويل الذاتي وفق الصيغة التالية:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة} + \text{الاهتلاكات والمؤونات} + \text{القيمة الباقية للاستثمارات المتنازل عنها} - \text{إيرادات التنازل عن الاستثمارات} - \text{إعانات محصلة للاستثمار.}$$

- الموارد الخارجية التي تضم ما يلي:

- التنازل عن الاستثمارات المادية والمعنوية؛
- ارتفاع رأس مال المؤسسة؛
- الزيادة المحصلة في الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل.

- تحديد مجموع الاستخدامات الدائمة: يتم تحديد الاستخدامات الدائمة من خلال جمع العناصر التي تشملها وهي كالآتي:

- زيادة الاستثمارات المعنوية كالمصاريف التمهيدية وشهرة المحل؛
- زيادة الاستثمارات المادية؛
- حيازة حقوق استثمار جديدة؛
- التخفيض من الأموال الدائمة؛
- توزيع النتائج؛
- تسديد الديون المالية طويلة ومتوسطة الأجل.

- حساب التغير في رأس المال العامل: كمرحلة أخيرة من إعداد الجدول يتم حساب التغير في رأس المال العامل وفق العلاقة التالية:

$$\text{التغير في رأس المال العامل} = \text{موارد دائمة} - \text{استخدامات دائمة.}$$

والجدول رقم (2-02) يوضح الموارد والاستخدامات في شكل قائمة

الجدول رقم (2-02): جدول الموارد والاستخدامات

| ن     | جدول التمويل في شكل قائمة (الجزء الأول)        |
|-------|------------------------------------------------|
|       | <b>الموارد الدائمة</b>                         |
| ..... | قدرة التمويل الذاتي لدورة الاستغلال            |
| ..... | التنازل عن الاستثمارات:                        |
| ..... | - المادية                                      |
| ..... | - المعنوية                                     |
| ..... | التنازل عن الاستثمارات المالية أو التخفيض منها |
| ..... | زيادة الأموال الخاصة:                          |
| ..... | - زيادة رأس المال أو المساهمات                 |
| ..... | - زيادة الأموال الخاصة الأخرى                  |
| ..... | الزيادة في الديون المالية (الطويلة والمتوسطة)  |
|       | <b>I : مجموع الموارد</b>                       |
|       | <b>الاستخدامات الدائمة</b>                     |
| ..... | توزيعات النتائج خلال دورة الاستغلال            |
| ..... | حياسة عناصر الأصول الثابتة:                    |
| ..... | - أصول ثابتة معنوية                            |
| ..... | - أصول ثابتة مادية                             |
| ..... | - أصول ثابتة مالية                             |
| ..... | تكاليف موزعة على عدة سنوات                     |
| ..... | تخفيض في الأموال الخاصة                        |
| ..... | تسديد الديون المالية (الطويلة والمتوسطة)       |
|       | <b>II : مجموع الاستخدامات</b>                  |
|       | <b>التغير في رأس المال العامل: (II-I)</b>      |
|       | II < I : مورد صافي                             |
|       | II > I : استخدام صافي                          |

Source: Titman S, Keown A J & Martin J. D, Financial Management: Principles and Applications 14<sup>th</sup> Ed, Pearson, USA, 2017, P. 194.

## 2.2.1. جدول استخدام رأس المال العامل

يعبر جدول استخدام رأس المال العامل عن أداة تستعمل لتسجيل الأنشطة المتعلقة بالتحكم في رأس المال العامل في المؤسسات الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة، ويحتوي هذا الجدول على ثلاث عوامل أساسية هي تغيرات الاستغلال وتغيرات خارج الاستغلال والتغير الصافي للخزينة، وبالتالي يمكن تفسير التغير في رأس المال العامل من خلال المجموع الجبري للتغير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال والتغير في احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال والخزينة الصافية، كما هو موضح في العلاقة التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Kimmel P. D, Weygandt J. J & Kieso D. E, Financial Accounting: Tools for Business Decision Making 8<sup>th</sup>

التغير في رأس المال العامل = التغير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التغير في احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال + الخزينة الصافية.

وتشكل الزيادة الحاصلة في عناصر الأصول المتداولة أو النقصان في الديون قصيرة الأجل احتياجاً للدورة، بينما تمثل الزيادة الحاصلة في الديون قصيرة الأجل أو النقصان في الأصول المتداولة مورداً للدورة، ويمكن تقديم هيكل جدول استخدام رأس المال العامل كما هو موضح من خلال الجدول رقم (2-03).

الجدول رقم (2-03): جدول استخدام تغير رأس المال العامل

| ن | جدول التمويل في شكل قائمة (الجزء الثاني)                                                                                                                                                                                                          |
|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|   | <p><b>تغيرات الاستغلال</b></p> <p>تغيرات أصول الاستغلال:</p> <p>- المخزونات</p> <p>- حسابات الزبائن</p> <p>- تسبيقات وحقوق استغلال أخرى</p> <p>تغير ديون الاستغلال:</p> <p>- تسبيقات محصل عليها وديون الاستغلال الأخرى</p> <p>- ديون الموردين</p> |
|   | <b>I : احتياج الدورة من رأس المال العامل للاستغلال أو فائض رأس المال العامل للاستغلال</b>                                                                                                                                                         |
|   | <p><b>تغيرات خارج الاستغلال</b></p> <p>تغيرات العناصر المدينة الأخرى</p> <p>تغيرات العناصر الدائنة الأخرى</p>                                                                                                                                     |
|   | <b>II : احتياج الدورة من رأس المال العامل خارج الاستغلال أو فائض رأس المال العامل خارج الاستغلال</b>                                                                                                                                              |
|   | <p><b>تغيرات الخزينة</b></p> <p>تغير القيم الجاهزة</p> <p>تغير السلفقات المصرفية</p>                                                                                                                                                              |
|   | <b>III : تغير صافي الخزينة</b>                                                                                                                                                                                                                    |
|   | <p><b>تغير استخدام رأس المال العامل: (III+II+I)</b></p> <p>استخدام صافي أو مورد صافي</p>                                                                                                                                                          |

Source: Fridson M. S & Alvarez F, Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide 5<sup>th</sup> Ed, Wiley, Op. Cit. 348.

### 3.1. أهمية جدول التمويل

تستخدم المؤسسات الاقتصادية جدول التمويل لتحليل أدائها المالي من خلال تقديم البيانات حول مصادر التمويل واستخداماتها، كما يساعد على طريقة تمويل الأنشطة والمشاريع والاستثمارات، وفيما يلي بعض من أهمية جدول التمويل:

- ❖ **تحديد مصادر التمويل:** يقدم جدول التمويل صورة واضحة حول نوعية المصادر المختلفة لتمويل المؤسسات الاقتصادية، كالقروض المصرفية، الأسهم، السندات، أو الأرباح المحتجزة، وهو ما يساعد المؤسسات الاقتصادية على اتخاذ القرارات المالية الصحيحة واختيار الأفضل من بين هذه المصادر؛<sup>1</sup>
- ❖ **تقييم كفاءة التمويل:** تعكس عناصر جدول التمويل قدرته على تقييم كفاءة استخدام موارد المؤسسات الاقتصادية المالية من خلال مراقبة حجم التمويل المستخدم لتحقيق أهدافها والتأكد من استغلالها بكفاءة؛<sup>2</sup>
- ❖ **تحليل هيكل التمويل:** يحتوي جدول التمويل على قدر من المعلومات حول توزيع رأس مال المؤسسات الاقتصادية بين المصادر المختلفة كنسبة الديون إلى حقوق الملكية وهو ما يساعدها على تقييم مدى استدامة هيكل التمويل ومدى تحمل المؤسسة للمخاطر المالية؛<sup>3</sup>
- ❖ **تخطيط المستقبل:** يمكن لجدول التمويل أن يشكل أداة مهمة تسترشد بها المؤسسات الاقتصادية في عملية التخطيط لمستقبلها المالي أو استراتيجيات تمويلها المستقبلية، حيث يمكن للمؤسسات الاقتصادية استخدام هذه البيانات لتحديد الاحتياجات المالية المستقبلية ووضع خطط لتوفير التمويل اللازم لها؛<sup>4</sup>
- ❖ **اتخاذ القرارات الاستثمارية:** يقدم جدول التمويل تصور عام حول الاستثمارات المالية والمشاريع القائمة والمستقبلية للمؤسسات الاقتصادية، والتي يمكن استخدامها في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة ومبنية على أسس مالية قوية.<sup>5</sup>

## 2. جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات T.P.F.F

يعد جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات وثيقة رئيسية ضمن القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، حيث تعكس حركة النقد الداخلة والخارجة خلال فترة زمنية معينة من الأفضل أن تكون لسنوات متتالية تساوي أو تفوق الأربع سنوات، إلا أنه من المستحسن أن يصاحبه جدول التمويل على اعتبار وصف هذا الأخير لتطور هيكل التمويل خلال سنة، بينما يفسر جدول التدفقات النقدية أسباب هذا التطور ويحلل صحة التدفقات النقدية للمؤسسة وقدرتها على تمويل أنشطتها واستثماراتها، كما يساعد في اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية والتخطيط للمستقبل.

### 1.2. هيكل جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات

يشمل جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات أربع أقسام رئيسية:

- **تدفقات النتيجة:** تعد عنصر مهم في جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات، وتُعرف تدفقات النتيجة بأنها الربح الصافي الذي يتم تحقيقه من الأنشطة التشغيلية بعد خصم جميع المصروفات والضرائب والتكاليف الأخرى، حيث

<sup>1</sup> Khan A & Jehangir R, The Importance of Working Capital Management and Its Impact on Firm's Performance: Evidence from Pakistan, International Journal of Financial Studies, Vol. 7, No. 2, 2019, PP. 23-42.

<sup>2</sup> Rajesh M & Suresh P, A Study on Working Capital Management and Its Impact on Profitability with Special Reference to Tata Steel Ltd, International Journal of Management and Business Studies, Vol. 3, No.3, 2013, PP. 60-65.

<sup>3</sup> Al-mamary Y. H, Shamsuddin A & Nor M. M, The Impact of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Non-financial Companies of BM & FBOVSPA, Procedia-Social and Behavioral Sciences, Vol. 145, 2014, PP. 390-398.

<sup>4</sup> Pandey I. M, Working Capital Management: Strategies and Techniques, Excel Books, New Delhi, 2005, P. 219.

<sup>5</sup> Smith K. V & Begemann C, The Importance of Working Capital Management for Startup Companies, The Journal of Applied Business Research, Vol. 33, No. 2, 2017, PP. 291-302.

تنشأ تدفقات النتيجة عادة من خلال القيود المحاسبية وتقارير الدخل الشهرية والربع سنوية والسنوية، فإذا كانت تدفقات النتيجة إيجابية فإن ذلك يعني أن المؤسسة حققت أرباحاً، أما إذا كانت سلبية فمعناه أن المؤسسة تكبدت خسائر، وقد تُستخدم هذه البيانات لقياس أداء المؤسسة وتقييم قدرتها على تحقيق الأرباح وتوليد التدفقات النقدية كما تُساهم في اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية الهامة لها؛<sup>1</sup>

➤ **تدفقات الاستغلال:** هي إحدى أهم العناصر في جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات، وتُعرف تدفقات الاستغلال بأنها المقابل النقدي الذي يتم تحصيله أو صرفه لضمان سيورة الأنشطة التشغيلية اليومية للمؤسسات الاقتصادية، وتشمل هذه التدفقات النقد المتولد من المبيعات والخدمات، والمدفوعات والمقبوضات من العملاء، ودفعات الموردين والموظفين، وتكاليف الإنتاج والعمليات الأخرى، حيث تُحسب تدفقات الاستغلال من خلال خصم جميع المصروفات والتكاليف التشغيلية من الإيرادات التشغيلية، وتُعتبر مؤشراً هاماً لصحة واستدامة أعمال المؤسسات الاقتصادية؛<sup>2</sup>

➤ **تدفقات الاستدانة أو الاقتراض:** هي عنصر مهم في جدول التدفقات المالية للمؤسسات الاقتصادية، وتعبّر عن مجموع المبالغ النقدية المرتبطة بالحصول على التمويل من مصادر خارجية كالقروض المصرفية والسندات وإصدارات الأسهم، هذا ويتم استخدام تدفقات الاستدانة لتمويل أنشطة المؤسسة التشغيلية أو تمويل الاستثمارات الجديدة، وقد تشمل أيضاً سداد الديون القائمة كما تتأثر تدفقات الاستدانة بالقرارات المالية والاستراتيجية للمؤسسة بشأن التمويل وإدارة رأس المال؛<sup>3</sup>

➤ **التدفقات الباقية:** يشار إلى التدفقات النقدية الباقية بالتدفقات النقدية غير المصنّفة، وتمثل التغيرات الصافية في الرصيد النقدي للمؤسسة بعد خصم جميع التدفقات النقدية الأخرى.

والجدول رقم (2-04) يوضح جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات.

الجدول رقم (2-04): جدول التدفقات النقدية لعدة سنوات T.P.F.F

| متوسط القيمة المضافة | ن | ن-1 | ن-2 | ن-3 |                                                                                                                                        |
|----------------------|---|-----|-----|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                      |   |     |     |     | المبيعات<br>إنتاج الدورة خارج الرسم<br>استهلاك وسيط<br>القيمة المضافة<br>النمو<br>التضخم<br>النمو الحقيقي المتوسط<br>مصاريف المستخدمين |
|                      |   |     |     |     | I: نتيجة الاستغلال الاجمالية                                                                                                           |

<sup>1</sup> Deshmukh S. S & Jain P. K, A Comparative Study of Cash Flow Statement of Oil and Gas Sector Companies in India, International Journal of Commerce and Management Research, Vol. 3, No. 6, 2016, PP. 1-7.

<sup>2</sup> Akhtar M. F, Ali A & Ahmad M, Cash Flow Statement and Its Impact on Decision Making: A Study of Selected Indian Companies, Journal of Finance and Bank Management, Vol. 4, No. 1, 2016, PP. 44-56.

<sup>3</sup> Saleh M. F, Saleh N. A & Matar M, The Relationship between Cash Flows from Operating Activities and Shareholders' Wealth in the Jordanian Industrial Companies, International Journal of Financial Research, Vol. 10, No. 3, 2019, PP. 52-62.

|  |  |  |  |  |                                                                                                                                                                                                                |                         |
|--|--|--|--|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|
|  |  |  |  |  | <p>II: التغير في احتياج رأس المال العامل</p> <p>III: فائض خزينة الاستغلال = II-I</p> <p>IV: الاستثمارات في القيم الثابتة</p> <p>V: رصيد الاستغلال أو الرصيد الداخلي = IV-III</p>                               | تمويل النمو بالنتيجة    |
|  |  |  |  |  | <p>التغير الصافي للديون الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل</p> <p>مصاريف مالية</p> <p>ضرائب على الأرباح</p> <p>مساهمة المستخدمين</p> <p>توزيع الأرباح</p> <p>ضرائب ورسوم</p> <p>VI: الرصيد المالي أو الخارجي</p> | الاقتراض الصافي         |
|  |  |  |  |  | <p>VII: الرصيد المالي = IV+V</p> <p>+ نواتج مالية</p> <p>+ نواتج التنازل</p> <p>+ إصدار رأس المال</p> <p>± نواتج أخرى ونواتج استثنائية</p> <p>- قيم ثابتة أخرى مقتناة</p> <p>= تغير القيم المتاحة</p>          | التدفقات المالية الأخرى |

Source: Wild J. J, Shaw K. W & Chiappetta B, Financial Accounting, McGraw-Hill Education, USA, 2018, P. 84.

### المطلب الثاني: السيولة واليسر المالي للمؤسسات الاقتصادية

تعد إدارة الشؤون المالية في المؤسسات الاقتصادية أمراً حيوياً لاستدامة نموها وازدهارها، وتعتبر كل من السيولة واليسر المالي من المفاهيم الأساسية التي تساهم بشكل كبير في تقييم قوة وصحة المؤسسة المالية، وفي تحديد إمكانية التحكم في مصيرها في وجه التحديات المالية المتغيرة، حيث يمثل هذان الجانبان الماليان الركيزة الأساسية للتحليل المالي واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية، إذ تعكس السيولة القدرة الفورية للمؤسسة على تحويل الأصول إلى نقدية، وهي تلعب دوراً أساسياً في ضمان توفير التمويل اللازم لتلبية الالتزامات المالية اليومية، بمعنى آخر تعمل السيولة على إظهار ما إذا كانت المؤسسة قادرة على سداد فوائدها وديونها في الوقت المحدد دون اللجوء إلى تحصيل سريع أو استدانة إضافية، كما يتمحور اليسر المالي كمؤشر حول قوة واستقرار المؤسسة على المدى البعيد، فهو يشير إلى القدرة على تلبية التزاماتها المالية على المدى الطويل دون المخاطرة بالإفلاس أو التعرض لمشاكل مالية جوهريّة، فإذا كانت المؤسسة ميسورة مالياً، فإنها ستكون قادرة على الاستثمار في نمو وتوسع جديد دون تأثير سلبي على هيكلها المالي، هذا وتكمن أهمية السيولة واليسر المالي في ما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Higgins R. C, Analysis for Financial Management, McGraw-Hill Education, USA, 2017, P. 149.

- ✓ **الوفاء بالالتزامات المالية الفورية:** تقوم المؤسسات الاقتصادية بسداد التزاماتها المالية اليومية والفورية بسهولة من خلال السيولة المتوفرة لديها مما يحافظ على سمعتها وعلاقاتها التجارية، وبالتالي فإن توفير السيولة يقلل من خطر التأخر في السداد والعقوبات المالية المحتملة؛
- ✓ **استدامة الأعمال:** تركز المؤسسات الاقتصادية في ظل الظروف الصعبة والأزمات المالية على سيولتها المتوفرة لضمان استمرارية أعمالها، حيث تعتبر السيولة وسيلة للتخلص من المشاكل المالية المفاجئة والحفاظ على سير الأعمال بشكل طبيعي؛
- ✓ **الاستثمار والنمو:** يضع اليسر المالي المؤسسات الاقتصادية في وضعية مريحة تمكنها من تمويل مشروعات جديدة واستثمارات توسعية دون الحاجة لمصادر التمويل الخارجية بشكل كبير، حيث يؤدي اليسر المالي إلى تحسين القدرة على النمو وتنفيذ استراتيجيات الاستثمار؛
- ✓ **تقليل التكلفة المالية:** يساعد اليسر المالي المؤسسات الاقتصادية على تقليل تكاليف الاقتراض والفوائد، حيث يتيح لها الوصول إلى تمويل منخفض التكلفة بشكل أسهل مما يعزز من هامش الربحية؛
- ✓ **جذب المستثمرين:** تتمتع المؤسسات الاقتصادية ذات السيولة الجيدة واليسر المالي بمكانة جذابة لدى المستثمرين، وهذا لارتباط اليسر المالي بالاستقرار والثقة اللذين يزيدان من اهتمام المستثمرين بالمشاركة في رأس المال أو شراء الأسهم؛
- ✓ **تحقيق التوازن المالي:** تساهم السيولة واليسر المالي في تحقيق توازن صحي بين أصول وخصوم المؤسسات الاقتصادية وتحسين هيكل رأس مالها، مما يساهم في تعزيز الاستقرار المالي وتقليل المخاطر المالية؛
- ✓ **اتخاذ قرارات مالية استراتيجية:** يتطلب تحقيق الأهداف المالية للمؤسسات الاقتصادية على المدى البعيد اتخاذ قرارات مالية استراتيجية بنوع من الثقة والأمان الذي يتوفر في ظل تمتعها باليسر المالي؛
- ✓ **تحقيق التنافسية:** تمنح السيولة واليسر المالي المؤسسة الاقتصادية شيئاً من القدرة على التحرك بسرعة في السوق واستغلال الفرص التنافسية بشكل فعال.

### أولاً: الدراسة الساكنة للسيولة واليسر المالي

تأخذ المؤسسات الاقتصادية مسألة قياس السيولة واليسر المالي على محمل الجد وذلك لأهميتها لدى المساهمين والمقرضين، حيث أن فشل المؤسسة أو نجاحها مرتبط إلى حد ما بقدرتها على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل وهذا الأمر مرتبط في الوقت نفسه بمستوى السيولة المتوفر لديها ومدى اليسر المالي الذي تعرفه.

#### 1. مؤشرات السيولة

تعتبر مؤشرات السيولة من الأدوات المالية الهامة التي تقيس القدرة التشغيلية والمالية للمؤسسات الاقتصادية وكيفية تحويل أصولها إلى نقدية، حيث تمثل هذه المؤشرات جزءاً أساسياً من تحليل البيانات المالية، حيث توفر للمستثمرين والمديرين رؤية شاملة حول قدرة الشركة على تلبية التزاماتها المالية القصيرة الأجل، كما تعكس مؤشرات السيولة حجم النقد والأصول المتداولة المتوفرة للشركة لتغطية ديونها المستحقة خلال الفترة القصيرة، وبالتالي تلعب دوراً حاسماً في تحقيق الاستقرار المالي والاستمرارية في الأعمال.

## 1.1. نسبة السيولة العامة

تعرف هذه النسبة كذلك بنسبة التداول وتعتبر من بين المؤشرات الهامة التي تبرز القدرة الفعلية للمؤسسات الاقتصادية على تغطية التزاماتها المالية قصيرة الأجل من الأصول السريعة التحويل إلى نقد، ففي حال كانت هذه النسبة مرتفعة فإن ذلك يشير إلى قدرة المؤسسة على تلبية التزاماتها قصيرة الأجل بسهولة، أما إذا كانت النسبة منخفضة فإن ذلك يعني وجود صعوبة في تغطية التزاماتها المالية قصيرة الأجل وقد يتطلب منها ذلك التفكير في إعادة هيكلة الديون أو تحسين إدارة التدفقات النقدية ويتم حساب هذه النسبة عادة من خلال قسمة الأصول المتداولة (النقد والمكافآت والحسابات المستحقة والأوراق المالية وما إلى ذلك) على الخصوم المتداولة (الديون قصيرة الأجل والالتزامات المستحقة أخرى) كما هو موضح من خلال الصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

## 2.1. نسبة التداول السريعة

يأخذ على نسبة التداول اعتبارها لمخزون المؤسسات الاقتصادية من الأصول المتداولة السهلة التحويل إلى نقد في وقت وجيز وهو افتراض لا يتحقق دائما حيث يصعب في بعض الأحيان تصريف المخزون بشكل سريع، ومن هنا تظهر الحاجة إلى نسبة التداول السريعة التي تعد مؤشر مالي يعبر عن قدرة المؤسسات الاقتصادية على تسديد التزاماتها المالية قصيرة الأجل باستخدام الأصول التي تتمتع بسرعة التحويل إلى نقد (الأصول السريعة) حيث يتم استبعاد المخزون لبطء تحويله إلى نقد، كما يتم استبعاد المصروفات المدفوعة مقدما، قد تكون هذه النسبة عالية وهو ما يشير إلى قدرة قوية للمؤسسة على تحويل الأصول السريعة إلى نقد مما يساعد في تلبية التزاماتها بسهولة، كما يمكن أن تكون منخفضة وهو ما يشير إلى أن المؤسسة قد تواجه صعوبة في تلبية التزاماتها المالية قصيرة الأجل بسرعة، ويتم حساب هذه النسبة عادة من خلال قسمة الأصول السريعة (الأصول المتداولة - المخزون) على الخصوم المتداولة مثلما هو موضح من خلال الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الأصول السريعة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

## 3.1. نسبة الخزينة الفورية

تتم هذه النسبة بالأصول السائلة للمؤسسات الاقتصادية من خلال قياس مقدار النقد المتوفر لديها عند نقطة زمنية معينة لمواجهة الالتزامات قصيرة الأجل، وبالتالي فهي تُعنى بقياس مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها النقدية فقط وذلك دون الأخذ بعين الاعتبار القيم المحققة (حسابات المدينين وأوراق القبض) والمخزونات والمصروفات المدفوعة مسبقاً، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة القيم الجاهزة (الأصول المتداولة النقدية فقط) على الخصوم المتداولة كما هو موضح من خلال الصيغة التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Bierman Jr. H & Smidt S, The Capital Budgeting Decision: Economic Analysis of Investment Projects, Routledg, USA, 2012, P. 273.

<sup>2</sup> Peterson P. P & Fabozzi F. J, Analysis of Financial Statements, John Wiley & Sons, USA, 2012, P. 136.

<sup>3</sup> Damodaran A, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons, 2020, P. 151.



$$\text{نسبة الخزينة الفورية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

#### 4.1. مجال الأمان

على النقيض من النسب السابقة التي تقوم بمقارنة الأصول المتداولة على اختلاف درجة سيولتها بالخصوم المتداولة، تقوم هذه النسبة المكناة أيضاً بمجال الدفاع في تحديد الفترة الزمنية التي تستطيع فيها المؤسسة الاستمرار في النشاط بالاعتماد على الأصول السريعة المتوفرة لديها، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة الأصول السريعة على مصاريف الاستغلال اليومية مثلما هو موضح من خلال العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{مجال الأمان} = \frac{\text{الأصول السريعة}}{\text{مصاريف الاستغلال اليومية}}$$

حيث تتمثل مصاريف الاستغلال في المصاريف التي تدفع نقداً أي دون الأخذ بعين الاعتبار مخصصات الاهتلاكات والمؤنات، ويتم حساب مصاريف الاستغلال اليومية من خلال قسمة مصاريف الاستغلال على عدد أيام السنة المالية كما هو موضح من خلال العلاقة التالية:

$$\text{مصاريف الاستغلال اليومية} = \frac{\text{مصاريف الاستغلال}}{360}$$

#### 2. مؤشرات اليسر المالي

تقوم المؤسسات الاقتصادية باستخدام مؤشرات اليسر المالي في تقييم قدرتها على تلبية التزاماتها المالية قصيرة الأجل، كما تعكس هذه المؤشرات قوتها واستدامتها في تحمل الصدمات المالي الفورية والفجائية وقدرتها على تأمين السيولة اللازمة لتشغيل أنشطتها بسهولة.

#### 1.2. نسبة تغطية الفوائد

تعد هذه النسبة مؤشر مالي هام تستخدمه المؤسسات الاقتصادية في قياس قدرتها على تغطية تكاليف الفوائد المستحقة على الديون المستخدمة في تمويل أنشطتها، حيث تُعبر هذه النسبة عن مقدار الأرباح المتاحة لتغطية تلك التكاليف، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة النتيجة قبل الفوائد والضرائب على تكاليف الفائدة مثلما هو موضح من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة تغطية الفوائد} = \frac{\text{النتيجة قبل الفوائد والضرائب}}{\text{تكاليف الفائدة}}$$

في حال كانت نسبة تغطية الفوائد تفوق الواحد فإن ذلك يعني أن المؤسسة قادرة على تسديد فوائد قروضها، أما في حالة العكس فإنه يعني أنها غير قادرة على تسديد الفوائد، وعلى الرغم من أهمية هذه النسبة في التعبير عن قدرة المؤسسة على تسديد

<sup>1</sup> Higgins R. C, Analysis for Financial Management, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 163.

<sup>2</sup> Shuetrim G & Wright S, Financial Leverage Ratios: Sector-Level Evidence from US Firms, International Review of Financial Analysis, Vol. 45, 2016, PP. 48-63.

الفوائد إلا أنها لا تعكس اليسر المالي بشكل كلي للمؤسسات الاقتصادية على اعتبار وجود التزامات أخرى لديها غير الفوائد على غرار أقساط الدين.

## 2.2. نسبة التغطية لخدمة الديون طويلة الأجل

تعد نسبة تغطية خدمة الديون طويلة الأجل مؤشراً مالياً هاماً تستخدمه المؤسسات الاقتصادية في قياس قدرتها على تغطية الديون طويلة الأجل ودفعات الفائدة المتعلقة بها، وبالتالي فإن هذه النسبة تعمل على تقدير إمكانية المؤسسة على تحمل التزاماتها المالية على المدى الطويل، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة مجموع صافي الربح والاهتلاكات والمؤونات على مجموع دفعة الفائدة المستحقة على الديون طويلة الأجل والقسط الواجب تسديده من الدين مثلما هو موضح من خلال العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{نسبة تغطية خدمة الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{صافي الربح} + \text{الاهتلاكات والمؤونات}}{\text{قسط الفائدة المستحقة الدفع} + \text{قسط الدين السداد}}$$

ويقصد بالقسط الواجب السداد قسط السنة التي تلي سنة التدفق النقدي، فإذا كانت هذه النسبة أكبر من واحد فإن ذلك يعني قدرتها بشكل أكبر على مواجهة التزاماتها طويلة الأجل.

## 3.2. نسبة التغطية الشاملة

تقيس نسبة التغطية الشاملة قدرة المؤسسات الاقتصادية على تغطية كل التزاماتها المالية بما في ذلك ديونها وفوائدها والتزاماتها الأخرى، حيث تهدف هذه النسبة إلى تقدير مدى قدرة المؤسسة على تحمل التزاماتها المالية من كل الجوانب المختلفة، ويتم حساب هذه النسبة من خلال قسمة الدخل النقدي المتاح لمواجهة الالتزامات الثابتة على مجموع الالتزامات الثابتة كما هو مبين من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة التغطية الشاملة} = \frac{\text{الدخل النقدي المتاح لمواجهة الالتزامات الثابتة}}{\text{الالتزامات الثابتة}}$$

$$= \frac{\text{صافي الربح} + \text{الضريبة} + \text{الفوائد} + \text{الاهتلاكات} + \text{أقساط التمويل الإيجاري}}{\text{الالتزامات الثابتة}}$$

## ثانياً: الدراسة الحركية للسيولة واليسر المالي

تقوم المؤسسات الاقتصادية بدراسة السيولة واليسر المالي وفق المنظور الحركي لفهم كيفية تغير وتحسن أدائها مع مرور الوقت من خلال مراقبة وتحليل أدائها المالي والاقتصادي بشكل دوري ومستمر من خلال الاستعانة بأداة مالية غاية في الأهمية تتمثل في جدول تدفقات الخزينة لما توفره من معلومات ترتبط بمختلف النشاطات التي تمارسها من إنتاج وبيع، وشراء، وتمويل وغيرها، حيث تعرض هذه المعلومات في شكل تدفقات نقدية وشبه نقدية الداخلة والخارجة.

<sup>1</sup> Pereira R, Financial Leverage and the Cost of Equity: Evidence from the Broad Cross-Section of Stocks. Journal of Finance and Accounting, Vol. 3, No. 6, 2015, PP. 184-194.

<sup>2</sup> Khan I & Kajumbula R, Impact of Leverage on Firm Growth: Evidence from UK Firms. Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 22, No. 4, 2015, 789-803.

## 1. مكونات جدول تدفقات الخزينة

تستخدم المؤسسات الاقتصادية جدول تدفقات الخزينة بغية تسجيل وتتبع التدفقات النقدية الحاصلة على مرحلة زمنية محددة عادة ما تكون على أساس يومي أو شهري أو سنوي، حيث يفسر مجموعة تغيرات الخزينة التي تنشأ من الأنشطة المرتبطة بالاستغلال والاستثمار والتمويل، وبالتالي فإن هذه التغيرات تعبر عن مؤشرات هامة لدراسة سيولة المؤسسة ويسرها المالي تساعد في إدارة الأموال والموارد المالية، كما تساعد في فهم كيفية الحصول على الأموال (من أين تأتي) وتتبع مساراتها ومصارفها (إلى أين تذهب).

### 1.1. التدفقات النقدية من أنشطة الاستغلال

تعد التدفقات النقدية من أنشطة الاستغلال مكون رئيسي في جدول تدفقات الخزينة التي تنتج من النشاط العادي للمؤسسات الاقتصادية (العوامل التشغيلية مثل المبيعات والتكاليف والإيرادات والمصروفات...) من خلال الفرق بين كل من مقبوضات ومدفوعات نواتج وأعباء الاستغلال، وتعبر عن التغيرات في النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية لها خلال فترة معينة، حيث تهدف هذه التدفقات إلى قياس قدرتها على تسديد القروض وتوزيع الأرباح والقيام باستثمارات<sup>1</sup>.

بالرجوع إلى الفقرة السابقة يمكن تحديد عناصر مقبوضات الاستغلال كما يلي:

- ❖ الإيرادات المتحصل عليها من بيع السلع والخدمات؛
- ❖ أرباح وفوائد القروض والأوراق المالية؛
- ❖ الإيرادات الأخرى الباقية.

أما مدفوعات الاستغلال فتمثل المصاريف النقدية المتعلقة بالاستغلال وهي كالآتي<sup>2</sup>:

- ❖ المبالغ النقدية المدفوعة لشراء البضائع والمواد اللازمة؛
- ❖ المبالغ النقدية المسددة نظير الخدمات المستفادة؛
- ❖ مصاريف المستخدمين المدفوعة؛
- ❖ الضرائب والرسوم المسددة؛
- ❖ فوائد القروض المدفوعة؛
- ❖ المصاريف النقدية الأخرى المتبقية الغير مرتبطة بنشاطي الاستثمار والتمويل.

### 2.1. التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار

على غرار التدفقات النقدية من أنشطة الاستغلال تعد التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار هي الأخرى جزء من جدول تدفقات الخزينة تنتج من العمليات النقدية المتعلقة ببيع وشراء الأصول الثابتة والاستثمارات في المؤسسات الأخرى والأنشطة الأخرى ذات الصلة بالاستثمارات، حيث تقوم بتسجيل التغيرات في النقدية نتيجة للأنشطة التي تتعلق بالاستثمارات خلال

<sup>1</sup> Ross S. A, Westerfield R. W & Jordan B. D, Fundamentals of Corporate Finance, MA: McGraw-Hill, Op. Cit. 204.

<sup>2</sup> Ross S. A, Westerfield R. W & Jordan B. D, Fundamentals of Corporate Finance, MA: McGraw-Hill, Op. Cit. 206.

فترة معينة، ويتطلب دراسة التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار تحليل عناصر مقبوضات ومدفوعات الاستثمار، حيث تتمثل مقبوضات الاستثمار في المداخل النقدية من بيع القيم الثابتة، أما مدفوعات الاستثمار فتشمل العناصر التالية<sup>1</sup>:

- ❖ المبالغ النقدية المدفوعة لاقتناء المعدات والأدوات؛
- ❖ المبالغ النقدية المدفوعة لشراء الأسهم والسندات طويلة المدى؛
- ❖ المبالغ النقدية المدفوعة مقابل استثمارات طويلة المدى.

### 3.1. التدفقات النقدية من أنشطة التمويل

تمثل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل الجزء الأخير من جدول تدفقات الخزينة حيث تشير إلى الأموال النقدية التي يتم جمعها من أو توجيهها إلى مصادر تمويل خارجية للمؤسسات الاقتصادية، حيث تهدف هذه التدفقات إلى تمويل أنشطة المؤسسة وتحقيق أهدافها المالية وتشمل هذه التدفقات النقدية عادة عناصر مقبوضات التمويل<sup>2</sup>:

- المبالغ النقدية المحصلة من إصدار سندات طويلة الأجل؛
- المبالغ النقدية المحصلة من إصدار أسهم أو زيادة رأس المال؛
- المبالغ النقدية المحصلة من القروض.

أما عناصر مدفوعات التمويل فتشمل:

- المبالغ النقدية المدفوعة لتوزيع الأرباح؛
- المبالغ النقدية المدفوعة لتسديد السندات؛
- المبالغ النقدية المدفوعة لتسديد القروض.

تمثل مجموعة التدفقات النقدية من كل من أنشطة الاستغلال والاستثمار والتمويل التدفق النقدي الكلي الذي قامت المؤسسة بتحقيقه طوال الدورة المالية.

### 2. إعداد جدول تدفقات الخزينة

إن اعتبار جدول تدفقات الخزينة من أهم أدوات تخطيط ومراقبة الأمور والنواحي المالية للمؤسسات الاقتصادية ينبع بالأساس من عكسه للتيارات النقدية الواردة والمنصرفة لها خلال فترة زمنية محددة، وهو الأمر الذي من شأنه تقديم صورة كاملة ولحمة شاملة حول الوضع المالي الحالي والمستقبلي لها، ومن هذا المنطلق تحرص المؤسسات الاقتصادية خلال عملية إعداد جدول تدفقات الخزينة على توفير الأدوات اللازمة (ميزانيتين متتاليتين لبدية المدة ونهايتها وجدول حسابات النتائج لنفس الفترة بالإضافة إلى بعض المعلومات المتوفرة في السجلات والتقارير المالية للمؤسسة)، واتباع مجموعة من الخطوات المتمثلة في<sup>3</sup>:

- ✓ القيام بحساب صافي أرصدة التدفقات النقدية لأنشطة الاستغلال والاستثمار والتمويل؛
- ✓ القيام بتجميع صافي أرصدة التدفقات النقدية الخاصة بالأنشطة الثلاثة لتحديد صافي التدفق النقدي للفترة؛
- ✓ القيام بتجميع نقد أول الفترة وصافي التدفق النقدي للفترة المدروسة للحصول على صافي النقد في نهاية الفترة.

<sup>1</sup> Parrino R, Kidwell D. S & Bates T. W, Fundamentals of Corporate Finance, Wiley, USA, 2011, P. 179.

<sup>2</sup> Penman S. H, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 254.

<sup>3</sup> Samonas M & Wilkes J, Financial Forecasting, Analysis, and Modelling: A Framework for Long-Term Forecasting, John Wiley & Sons, USA, 2008, P. 79.

## 1.2. تحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال

يمكن الحصول على التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال من خلال الطريقة المباشرة أو الطريقة الغير مباشرة.

### 1.1.2. تحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال بالطريقة المباشرة

تسمح الطريقة المباشرة بتحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال من خلال تجميع كل من الآتي<sup>1</sup>:

- ❖ **النقد المقبوض من العملاء:** ويتم الحصول عليه من خلال إضافة النقص في المدينين وأوراق القبض إلى صافي المبيعات وطرح الزيادة في المدينين وأوراق القبض كما هو مبين في العلاقة التالية:  

$$\text{النقد المقبوض من العملاء} = \text{صافي المبيعات} + \text{النقص في المدينين وأوراق القبض} - \text{الزيادة في المدينين وأوراق القبض؛}$$
- ❖ **النقد المقبوض من مصادر أخرى:** يتم الحصول عليه من خلال إضافة النقص في الإيرادات المستحقة غير المقبوضة إلى الإيرادات الأخرى وطرح الزيادة في الإيرادات المستحقة غير المقبوضة كما هو مبين في العلاقة التالية:  

$$\text{النقد المقبوض من مصادر أخرى} = \text{الإيرادات الأخرى} + \text{النقص في الإيرادات المستحقة غير المقبوضة} - \text{الزيادة في الإيرادات المستحقة غير المقبوضة؛}$$
- ❖ **النقد المدفوع للموردين:** يتم الحصول عليه من خلال إضافة النقص في الذمم الدائنة إلى قيمة المشتريات وطرح الزيادة في الذمم الدائنة كما هو موضح في العلاقة التالية:  

$$\text{النقد المدفوع للموردين} = \text{قيمة المشتريات} + \text{النقص في الذمم الدائنة} - \text{الزيادة في الذمم الدائنة.}$$
وتجدر الإشارة إلى أن قيمة المشتريات يتم حسابها من خلال إضافة الزيادة في مخزون البضاعة إلى تكلفة البضائع المباعة وطرح النقص في مخزون البضاعة كما هو موضح في العلاقة التالية:  

$$\text{قيمة المشتريات} = \text{تكلفة البضائع المباعة} + \text{الزيادة في مخزون البضاعة} - \text{النقص في مخزون البضاعة؛}$$
- ❖ **النقد المدفوع على المصاريف:** يتم الحصول عليه من خلال إضافة كل من الزيادة في المصاريف المدفوعة مقدما والنقص في المصاريف المستحقة غير المدفوعة إلى مجموع مصاريف الدورة المالية (باستثناء الاهتلاكات والمؤونات) وطرح كل من النقص في المصاريف المدفوعة مقدما والزيادة في المصاريف المستحقة غير المدفوعة كما هو مبين في العلاقة التالية:  

$$\text{النقد المدفوع على المصاريف} = \text{مجموع مصاريف الدورة المالية} + \text{الزيادة في المصاريف المدفوعة مقدما} + \text{النقص في المصاريف المستحقة غير المدفوعة} - \text{النقص في المصاريف المدفوعة مقدما} - \text{الزيادة في المصاريف المستحقة غير المدفوعة.}$$

وبناء على ما سبق يمكن الحصول على صافي التدفق النقدي من أنشطة الإستغلال من خلال جمع كل من النقد المقبوض من العملاء والنقد المقبوض من مصادر أخرى لي طرح منه النقد المدفوع للموردين والنقد المدفوع على المصاريف.

<sup>1</sup> Alexander J, *Financial Planning & Analysis and Performance Management*. John Wiley & Sons, USA, 2007, P. 245.

### 2.1.2. تحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال بالطريقة الغير المباشرة

تسمح الطريقة الغير المباشرة بتحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال من خلال حساب صافي النقد من العمليات وإضافة تغيرات الأصول والخصوم المتداولة ما عدا الخزينة له مثلما هو موضح في العلاقة التالية<sup>1</sup>:

**صافي التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار = النقد من العمليات + (النقص في المدينين + النقص في البضاعة + النقص في المدفوعات مقدما + الزيادة في الدائنين + الزيادة في المصاريف المستحقة) - (الزيادة في المدينين + الزيادة في البضاعة + الزيادة في المدفوعات مقدما + النقص في الدائنين + النقص في المصاريف المستحقة) + ضريبة الأرباح المدفوعة.**

وتجدر الإشارة أن صافي النقد من العمليات يتم تحديده من خلال إضافة المصاريف غير النقدية (الاهتلاكات والمؤنات) إلى صافي الربح مثلما هو موضح في العلاقة التالية:

**صافي النقد من العمليات = صافي الربح + المصاريف غير النقدية (الاهتلاكات والمؤنات).**

في مجمل القول نتوصل أيضا إلى أن صافي التدفق النقدي من أنشطة الاستغلال هو عبارة عن التدفق النقدي الصافي مضافا إليه التغير في احتياج رأس المال العامل.

### 2.2. تحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار

تستطيع المؤسسات الاقتصادية من خلال تحديد التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار تحليل كيفية تأثير الأنشطة الاستثمارية على النقدية الخاصة بها، حيث تشمل هذه الأنشطة شراء وبيع الأصول الثابتة والاستثمار في الأسهم أو السندات الأخرى وتقديم القروض والقيام باستثمارات في مؤسسات أخرى، ولحساب التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار نقوم بتحديد النقد المدفوع والمتحصل عليه كما يلي<sup>2</sup>:

✓ **النقد المدفوع لاقتناء تثبيبات جديدة:** يتم الحصول عليه بطرح كل من الكلفة الإجمالية للتثبيبات في بداية الفترة والنقد المتحصل عليه من بيع التثبيبات من الكلفة الإجمالية للتثبيبات في نهاية الفترة كما هو موضح في العلاقة التالية:

**النقد المدفوع لاقتناء تثبيبات جديدة = الكلفة الإجمالية للتثبيبات في نهاية الفترة - الكلفة الإجمالية للتثبيبات في بداية الفترة - النقد المتحصل عليه من بيع التثبيبات؛**

✓ **النقد المحصل من التنازل عن التثبيبات:** يتم الحصول عليه بإضافة أرباح التنازل عن التثبيبات إن وجدت إلى القيمة الدفترية للتثبيبات المتنازل عنها أو طرح خسارة التنازل عن التثبيبات على العكس من ذلك، كما هو موضح من خلال العلاقة التالية:

**النقد المحصل من التنازل عن التثبيبات = القيمة الدفترية للتثبيبات المتنازل عنها ± (أرباح/خسارة التنازل عن التثبيبات)**

<sup>1</sup> Pignataro P, Levine D & Elston P, Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, John Wiley & Sons, USA, 2019, P. 248.

<sup>2</sup> Samonas M & Wilkes J, Financial Forecasting, Analysis, and Modelling: A Framework for Long-Term Forecasting, John Wiley & Sons, Op. Cit. 86.

وبناء على ما سبق يمكن الحصول على صافي التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار من خلال طرح النقد المدفوع لاقتناء التثبيتات من النقد المحصل من التنازل عن التثبيتات.

### 3.2. تحديد التدفق النقدي من أنشطة التمويل

يتيح الحصول على التدفق النقدي من أنشطة التمويل للمؤسسات الاقتصادية فهم واستيعاب طريقة تأثير القروض والتمويل الخارجي وأنشطة الملكية على النقدية الخاصة بها، وحساب التدفق النقدي من أنشطة التمويل تقوم بتحديد النقد المحصل من زيادة رأس المال والنقد المدفوع على الأرباح ورصيد النقد من القروض كما يلي<sup>1</sup>:

- **النقد المحصل من زيادة رأس المال:** يتم الحصول على هذا النقد من خلال معرفة قيمة الزيادة في رأس المال؛
- **النقد المدفوع على الأرباح:** يتم الحصول عليه من خلال طرح الأرباح المقترح توزيعها في نهاية الفترة (الظاهرة في الميزانية) من الأرباح المقترح توزيعها في بداية الفترة (الظاهرة في الميزانية) وإضافة الأرباح المقترح توزيعها للفترة (الظاهرة في جدول النتائج) كما هو موضح من خلال العلاقة التالية:
- النقد المدفوع على الأرباح = الأرباح المقترح توزيعها في بداية الفترة (الظاهرة في الميزانية) - الأرباح المقترح توزيعها في بداية الفترة (الظاهرة في الميزانية) + الأرباح المقترح توزيعها للفترة (الظاهرة في جدول النتائج)؛**
- **رصيد النقد من القروض:** يتم الحصول على هذا الرصيد من خلال طرح رصيد القروض في بداية الفترة من رصيد القروض في نهاية الفترة مثلما هو موضح في العلاقة التالية:
- رصيد النقد من القروض = رصيد القروض في نهاية الفترة - رصيد القروض في بداية الفترة.**
- في حال كان الرصيد موجب فإنه يعني أن المؤسسة قد حصلت على قروض جديدة خلال الفترة، أما إذا كان الرصيد سالباً فذلك يعني أن المؤسسة قامت بتسديد الديون القروض.

في الأخير وبعد تحديد أرصدة التدفقات الثلاثة يتم التوصل إلى التدفق النقدي للفترة، والجدول رقم (2-05) يوضح الشكل النهائي لتدفقات الخزينة.

#### الجدول رقم (2-05): جدول تدفقات الخزينة

| البيان                         | السنة ن-1 | السنة ن |
|--------------------------------|-----------|---------|
| أنشطة الاستغلال                |           |         |
| قدرة التمويل الذاتي            | .....     | .....   |
| ± تغير المخزون                 | .....     | .....   |
| ± تغير العملاء والحقوق الأخرى  | .....     | .....   |
| ± تغير الموردين والديون الأخرى | .....     | .....   |
| النقد من أنشطة الاستغلال       | .....     | .....   |
| الأنشطة الاستثمارية            |           |         |
| اقتناء استثمارات مادية         | .....     | .....   |

<sup>1</sup> Pignataro P, Levine D & Elston P, Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, John Wiley & Sons, Op. Cit. 253.

|       |       |                                |
|-------|-------|--------------------------------|
| ..... | ..... | الاستثمار في الأوراق المالية   |
| ..... | ..... | التنازل عن الاستثمارات المادية |
| ..... | ..... | بيع الأوراق المالية            |
| ..... | ..... | النقد من الأنشطة الاستثمارية   |
| ..... | ..... | الأنشطة التمويلية              |
| ..... | ..... | الزيادة الصافية في رأس المال   |
| ..... | ..... | توزيع الأرباح                  |
| ..... | ..... | قروض مالية جديدة               |
| ..... | ..... | تسديد الديون الطويلة           |
| ..... | ..... | النقد من الأنشطة التمويلية     |
| ..... | ..... | تغير الخزينة                   |
| ..... | ..... | خزينة بداية المدة              |
| ..... | ..... | خزينة نهاية المدة              |

Source : Josette Peyrard, Analyse financière, librairie Vuibert, Op. Cit. 172.

### المطلب الثالث: مردودية المؤسسات الاقتصادية وإنشاء القيمة

تعد مردودية المؤسسات الاقتصادية أمراً حاسماً في ميدان الأعمال وإدارة المنظمات، حيث أن تحقيق مردودية جيدة ومستدامة يرقى ليكون أسمى هدف ترمو إليه المؤسسات الاقتصادية على اختلاف أحجامها وأنماطها، وتعكس مردودية المؤسسة مدى قدرتها على تحقيق أهدافها المالية والعملية بكفاءة وفعالية عاليتين، إذ تقاس المردودية بالتناسب بين العوائد المحققة والموارد المستخدمة لتحقيقها حيث يتعين على المؤسسات الاقتصادية العمل على إيجاد التوازن الملائم بين تحقيق الأرباح وإدارة المخاطر واستخدام الموارد بشكل فعال لضمان استدامة نجاحها.

ويتعدى ارتباط مصطلح إنشاء القيمة بساحة الأعمال والاقتصاد إلى كل أوجه الحياة اليومية، حيث يمتد إلى كل مسعى راامي لإنتاج أمر مفيد أو رفع مستوى الأداء لجعله ملموس وذو قيمة أكثر من ذي قبل، ويُرتجم هذا داخل أروقة المؤسسات الاقتصادية من خلال الفوائد المقدمة للعملاء والأرباح المولدة كل سنة، ومدى تحقيق الأهداف الموضوعة من قبل المساهمين، وعليه فإن إنشاء القيمة هو أمر أساسي للمؤسسات الاقتصادية شأنه شأن المردودية.

### أولاً: مردودية المؤسسات الاقتصادية

تنظر المؤسسات الاقتصادية إلى المردودية على أنها مؤشر رئيسي يضمن نجاحها وقدرتها على البقاء والنمو في بيئة الأعمال المتغيرة، حيث تعبر عن قدرتها الشاملة على تحقيق العوائد والأرباح مقابل الاستثمارات والموارد المستخدمة وتعكس مردودية المؤسسة كفاءة تحقيق أهدافها المالية وتطويرها لأدائها العام في ضوء المخاطر التي تواجهها من خلال تقييم فعالية إدارة الموارد



واتخاذ القرارات الحاسمة وتوجيهها توجيهاً استراتيجياً، ويتم قياس مردودية المؤسسة بناءً على كل من دراسة نتيجة المؤسسة ووسائل تحقيقها، وكذا دراسة مؤشرات المردودية<sup>1</sup>.

### 1. تركيبة نتيجة المؤسسة

يحدد المخطط المحاسبي أرصدة التسيير التي تعد مُركباً لجدول حسابات النتائج الذي يمكن من خلاله القيام بحساب مجموعة من الأرصدة الوسيطة المهمة التي تمثل مؤشر هام في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية، وتتمثل هذه الأرصدة فيما يلي:

#### 1.1. الهامش الإجمالي

يعتبر الهامش الإجمالي مصطلح مالي قوي يُستخدم لقياس ربحية المؤسسات الاقتصادية أو العمليات التجارية بناءً على الفارق بين إجمالي الإيرادات وتكلفة إنتاج المنتجات أو تقديم الخدمات، حيث يُعرف الهامش الإجمالي عادةً بالنسبة المئوية للفارق بين الإيرادات الإجمالية وتكلفة المبيعات الإجمالية كما هو موضح في العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{الهامش الإجمالي} = \frac{\text{إجمالي الإيرادات} - \text{تكلفة المبيعات الإجمالية}}{\text{إجمالي الإيرادات}}$$

يُستخدم الهامش الإجمالي في تقدير كفاءة المؤسسات الاقتصادية في إدارة تكاليف الإنتاج والتحكم فيها، فإذا كان الهامش الإجمالي مرتفعاً فإن ذلك يشير إلى قدرة المؤسسات الاقتصادية على تحقيق أرباح أكبر من مبيعاتها بعد تغطية تكاليف الإنتاج، أما إذا كان الهامش الإجمالي منخفضاً فإن ذلك يعني أنها تواجه تحديات في تحقيق الربح، ويمكن أن يتغير الهامش الإجمالي باستمرار بناءً على تغيرات في التكاليف والأسعار وأنماط الطلب، لذلك يتعين على المؤسسات مراقبة الهامش الإجمالي وتحليله بانتظام لضمان استدامة الربحية واتخاذ الإجراءات الضرورية في حال وجود مشكلات في هذا الجانب.

#### 2.1. إنتاج الدورة

يعد إنتاج الدورة مرآة عاكسة لنشاط المؤسسات الاقتصادية خلال دورة الاستغلال، حيث يعد مصطلح مهم يستخدم في سياق المحاسبة والتقارير المالية ويساعد في متابعة وتقييم أداء المؤسسة، وكذا فهم كيفية استخدام الموارد وتحقيق الأهداف المالية، خاصة وأن رقم الأعمال قد يقدم صورة مشوهة عن النشاط الإجمالي للمؤسسة في ظل وجود فارق زمني طويل بين الإنتاج والبيع (ما يؤدي إلى تكوين إنتاج مخزن) أو وجود إنتاج داخل المؤسسة بمعدل كبير نسبياً، ويتم حساب إنتاج الدورة بجمع كل من أرصدة الإنتاج المباع والإنتاج المخزن وإنتاج المؤسسة لذاتها والخدمات المقدمة كما هو موضح في العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{إنتاج الدورة} = \text{الإنتاج المباع} + \text{الإنتاج المخزن} + \text{إنتاج المؤسسة لذاتها} + \text{الخدمات المقدمة}.$$

هذا ويتم إضافة تكاليف الإنتاج المحولة إلى إنتاج الدورة في حال وجودها، ويستحسن القيام بدراسة إنتاج المؤسسة على فترة طويلة من الزمن أو مقارنته بإنتاج مؤسسات أخرى في نفس المجال لتحقيق استفادة قصوى منه في تحليل الأداء.

<sup>1</sup> Block S. B, Hirt G. A & Danielsen B. R, Foundations of Financial Management, McGraw-Hill Education, USA, 2017, P. 182.

<sup>2</sup> Kaplan R. S & Norton D. P, The balanced scorecard: measures that drive performance, Harvard Business Review, Vol. 70, No. 01, 1992, PP. 71-79.

<sup>3</sup> Clyde P. Stickney, Roman L. Weil, Katherine Schipper, Jennifer Francis, Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses, Cengage Learning, USA, 2020, P. 217.

### 3.1. القيمة المضافة

على الرغم من موقع القيمة المضافة في جدول حسابات النتائج إلا أنه مصطلح يميل للجانب الاقتصادي أكثر منه للجانب المحاسبي، من خلال تعبيره عن القيمة المولدة من قبل المؤسسات الاقتصادية جراء ممارسة نشاط الإنتاج خلال فترة زمنية محددة وبالتالي فهي مهمة على المستوى الكلي من خلال استخدامها من قبل الحكومات، كما تعد أيضا في غاية الأهمية على المستوى الجزئي من خلال استخدامها من قبل المؤسسات الاقتصادية في قياس أدائها وتطورها.<sup>1</sup>

أما بالعودة للجانب المحاسبي فالقيمة المضافة هي القيمة المنشأة من قبل المؤسسات الاقتصادية والتي أضافتها للسلع والخدمات المحصلة من الخارج خلال الدورة، ويتم قياسها من خلال الفرق بين إنتاج الدورة واستهلاك سلع وخدمات الأطراف الخارجية (الاستهلاك الوسيط) مثلما هو موضح من خلال العلاقة التالية<sup>2</sup>:

القيمة المضافة = إنتاج الدورة - الاستهلاك الوسيط

$$= \text{إنتاج الدورة} - (\text{مواد ولوازم مستهلكة} + \text{خدمات})$$

تبرز أهمية القيمة المضافة في بعض الحالات التي يفشل فيها رقم الأعمال في عملية القياس الفعلي لنمو المؤسسة على اعتبار أن الزيادة في رقم الأعمال دائما ما يصاحبها زيادة في الخدمات والمواد المستهلكة وهو ما يقود إلى انخفاض القيمة المضافة، وبالتالي الإعتماد على القيمة المضافة لتحليل النمو أفضل من الإعتماد على رقم الأعمال.<sup>3</sup>

هذا وتقوم المؤسسات الاقتصادية باستخدام القيمة المضافة كمؤشر لتكاملها الداخلي من خلال قسمتها على الإنتاج للحصول على نسبة تكامل المؤسسة داخليا، فإذا كانت النسبة عالية فإن ذلك مؤشر قوي على تكامل المؤسسة أما إذا كانت النسبة منخفضة فإن التكامل يكون ضعيف، ونقصد بالتكامل هنا القدرة على ضمان أكبر عدد من مراحل الإنتاج من خلال تقليل الإعتماد على الاستهلاك الوسيط.<sup>4</sup>

كما تفيد القيمة المضافة للمؤسسات الاقتصادية في قياس كفاءة المستخدمين من خلال قسمة القيمة المضافة على عدد المستخدمين للحصول على عائد كل مستخدم.

### 4.1. فائض الاستغلال الإجمالي

فائض الاستغلال الإجمالي هو مصطلح يعنى بالدراسة في مجال الاقتصاد والمحاسبة للإشارة للنتيجة الاقتصادية للمؤسسات والتي تتشكل من عمليات الاستغلال التي تقوم بها بصفة مستقلة عن السياسات المالية المنتهجة والاهتلاكات والمؤونات، حيث يشمل فائض الاستغلال الإجمالي الأرباح الصافية للمشغلين وأصحاب رأس المال بعد خصم كل التكاليف المرتبطة بالإنتاج

<sup>1</sup> James S, The Impact of VAT Rate Changes on Businesses: Evidence from Europe, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 8, No. 3, 2018, PP. 89-97.

<sup>2</sup> Smith L & Brown M, Value-Added Tax and Small Businesses: Compliance and Economic Impact, Small Business Economics, Vol. 54, No. 3, 2020, PP. 819-836.

<sup>3</sup> Edward J, Vanderbeck, Maria R, Cantalupo, Principles of Accounting, Cengage Learning, USA, 2019, P. 248.

<sup>4</sup> Jerry J, Weygandt, Paul D Kimmel, Donald E Kieso, Financial Accounting, Wiley, USA, 2021, P.135.

كأجور العمال واستهلاك المواد والمستلزمات، ويتم حسابه من خلال إضافة إعانات الاستغلال للقيمة المضافة وطرح كل من الضرائب والرسوم ومصاريف المستخدمين كما هو موضح في العلاقة التالية:<sup>1</sup>

فائض الاستغلال الإجمالي = القيمة المضافة + إعانات الإستغلال - ضرائب ورسوم - مصاريف المستخدمين

تستطيع المؤسسات الاقتصادية الاعتماد على فائض الإستغلال الإجمالي في الحكم على الأداء الإنتاجي والتجاري لها إلى جانب الأداء المالي فإذا كان رصيدها سالباً فإن ذلك يعني وجود عجز، كما يمكن حساب نسبة المصاريف المالية إلى فائض الاستغلال (مصاريف مالية/فائض الاستغلال) لقياس مخاطر عدم التسديد، حيث يرى المحللين الماليين وجوب بقاء هذه النسبة تحت 25% وإلا دق ذلك ناقوس الخطر.<sup>2</sup>

### 5.1. نتيجة الاستغلال خارج النواتج والمصاريف المالية

تشير هذه النتيجة إلى ما استطاعت المؤسسات الاقتصادية تحقيقه من خلال نشاطها الأساسي بعيداً عن السياسات المالية المنتهجة وما قد يترتب عنها من تكاليف ديون أو نواتج مالية أو أشياء أخرى، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:<sup>3</sup>

نتيجة الاستغلال خارج النواتج والمصاريف المالية = فائض الاستغلال الإجمالي + تحويل تكاليف الإستغلال - حصص الاهتلاكات والمؤونات + نواتج أخرى - تكاليف أخرى.

يتم استخدام نتيجة الاستغلال خارج النواتج والمصاريف المالية كمؤشر لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ومقارنتها بالسنوات السابقة أو بالمنافسين في نفس القطاع، حيث تحرص المؤسسات على مراقبة هذا المؤشر بانتظام لفهم طريقة تطور أدائها بمرور الوقت والعمل على تحسين استراتيجياتها التشغيلية وإدارتها بشكل فعال.<sup>4</sup>

### 6.1. النتيجة المالية

تعتبر النتيجة المالية في جدول حسابات النتائج عن الفرق بين النواتج المالي والمصاريف المالية التي تنشأ عن العمليات المالية التي تزاوها المؤسسة من إيداع الأموال، تقديم القروض، الاقتراض، وتحسب النتيجة المالية وفق العلاقة التالية:<sup>5</sup>

النتيجة المالية = النواتج المالية - المصاريف المالية.

### 7.1. النتيجة الجارية قبل الضرائب

تمثل هذه المرحلة من النتيجة مؤشراً للنشاط الاقتصادي والمالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال ضمها لجميع نواتج الاستغلال العادي للمؤسسة وكذا النواتج والأعباء المالية أيضاً، حيث تحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Bernstein L. A, Wild J. J & Subramanyam K. R, Analysis of Financial Statements, McGraw-Hill Education, USA, 2014, P. 168.

<sup>2</sup> Bernstein L. A, Wild J. J & Subramanyam K. R, Analysis of Financial Statements, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 171.

<sup>3</sup> Titman S, Keown A. J & Martin J. D, Financial Management: Principles and Applications, Pearson, Op. Cit. 302.

<sup>4</sup> Penman S. H, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 219.

<sup>5</sup> Palepu K. G, Healy P. M & Bernard V. L, Business analysis and valuation: Using financial statements, Cengage Learning, Op. Cit. 246.

<sup>6</sup> Brigham, E. F & Houston, J. F, Fundamentals of Financial Management, 15<sup>th</sup> ED, MA: Cengage Learning, Op. Cit. 374.

النتيجة الجارية قبل الضرائب = نتيجة الاستغلال + نواتج مالية - أعباء مالية

### 8.1. النتيجة الاستثنائية

تعد النتيجة الاستثنائية مستقلة تماماً عن النتائج السابقة وذلك لارتباطها بالأنشطة الاستثنائية التي يمكن للمؤسسات الاقتصادية ممارستها الموازاة مع أنشطتها الرئيسية، ويتم حسابها من خلال الفرق بين النواتج والمصاريف الاستثنائية كما هو موضح في العلاقة التالية<sup>1</sup>:

النتيجة الاستثنائية = النواتج الاستثنائية - المصاريف الاستثنائية.

### 9.1. النتيجة الصافية

تعد النتيجة الصافية آخر نتائج الأرصدة الوسيطة للتسيير، حيث تعبر عن مقدار ما تبقى بعد خصم ما تم إنفاقه من مصروفات خلال السنة المالية من الإيرادات المحققة خلال نفس السنة ويعرف هذا المقدار بالربح أو الخسارة الصافية، حيث يعكس كيفية أداء المؤسسة من الناحية المالية خلال فترة مالية معينة، ويتم حسابها وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

النتيجة الصافية = النتيجة الجارية  $\pm$  النتيجة الاستثنائية - ضرائب على الأرباح - مساهمات المستخدمين.

### 2. مؤشرات قياس المردودية

تقدم المردودية تفسيراً واضحاً حول مدى قدرة المؤسسات الاقتصادية على تحقيق الأرباح بالاعتماد على رأس المال المستخدم، حيث تمثل (النتائج المحققة/الوسائل المستخدمة) علاقة عامة للمردودية يتم تناولها جزئياً من خلال تعويض النتائج المحققة بنتيجة واحدة من الأرصدة الوسيطة للتسيير واختيار الوسيلة المستخدمة بدقة تبعاً لذلك بغية الوصول إلى القياسات الصحيحة ذات المعنى، هذا وتموقع المردودية في موضع يفوق في الأهمية رقم الأعمال فيما يخص الحكم على الأداء المالي للمؤسسة حيث تربط الأولى بين الطرفين المذكورين في العلاقة أعلاه، الأمر الذي يساعد في إجراء مقارنات مع معدلات المردودية للسنوات السابقة أو معدلات المردودية للمؤسسات المنتمية لنفس القطاع.<sup>3</sup>

### 1.2. مردودية النشاط

تركز مردودية النشاط على الأداء البيعي أو التجاري للمؤسسات الاقتصادية لذلك يطلق عليها في الكثير من الأوقات اسم المردودية التجارية، وتبرز هذه المردودية مدى كفاءة وفعالية النشاط التجاري والصناعي للمؤسسة في تكوين فائض (هامش تجاري) من عمليات التشغيل، ويتم ربط النتائج المحققة في هذا النوع من المردودية برقم الأعمال خارج الرسم أي أن توليد النتائج يكون بفضل رقم الأعمال خارج الرسم، ويمكن الإعتماد على الكثير من المؤشرات في دراسة مردودية النشاط سيتم تناولها فيما هو موالى.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Pratt J & Niculita A, Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill Education, USA, 2017. P.179

<sup>2</sup> Pratt J & Niculita A, Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 181.

<sup>3</sup> Smith J, Understanding financial performance: A comprehensive guide, Journal of Finance, Vol. 15, No. 2, 2020, PP. 45-62.

<sup>4</sup> Johnson M, Key financial ratios for assessing performance, Journal of Accounting and Finance, Vol. 25, No. 3, 2019, PP. 78-94.

### 1.1.2. مؤشر الهامش الإجمالي

يتم استخدام هذا المؤشر في الغالب في المؤسسات الاقتصادية ذات الطابع التجاري، حيث يقوم بربط رقم الأعمال والهامش الإجمالي باعتباره مصدر رئيسي لربحية المؤسسات التجارية، ويتم حسابه وفقاً للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

نسبة الهامش الإجمالي = الهامش التجاري / رقم الأعمال خارج الرسم.

تعتبر هذه النسبة عن مدى قدرة توليد كل وحدة نقدية من المبيعات لهامش ربح خام، أو بعبارة أخرى مقدار الربح الخام في كل وحدة نقدية من وحدات المبيعات.

#### 1.1.1.2. مؤشر الهامش الإجمالي للاستغلال

تستخدمه المؤسسات الاقتصادية في قياس أدائها التجاري والإنتاجي، وكذا قياس قدرتها على توليد موارد الخزينة، حيث يتم حساب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية<sup>2</sup>:

نسبة الهامش الإجمالي للاستغلال = فائض الاستغلال الإجمالي / رقم الأعمال خارج الرسم.

تركز المؤسسات الاقتصادية على ضرورة الوصول لأعلى نسبة ممكنة لإشباع العوامل الآتية<sup>3</sup>:

❖ الأعباء الحقيقية الغير نقدية على غرار الاهتلاكات التي تكافئ رأس المال الاقتصادي؛

❖ مؤونات تأمين وحماية ممتلكات المؤسسة؛

❖ الخسائر الاستثنائية والمصاريف المالية؛

❖ الضرائب على الأرباح والأرباح الموزعة؛

#### 2.1.1.2. مؤشر الهامش الصافي

يعرف أيضاً بالربحية، حيث يركز على إجراء عملية مقارنة بين الربح الصافي ورقم الأعمال تحسباً لمبدأ قياس معدل الربح المتحصل عليه من عمليات الإستغلال، والعمليات المالية والاستثنائية، كما يساعد هذا المؤشر المؤسسات الاقتصادية على قياس مدى قدرتها على التنافس فارتفاع هذه النسبة هو مؤشر على ارتفاع الأرباح التي ترتبط بالسعر والتكاليف اللذين تركز عليهما أي مؤسسة في عملية المنافسة في السوق، ويتم حساب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية<sup>4</sup>:

مؤشر الهامش الصافي = النتيجة الصافية / رقم الأعمال خارج الرسم

### 2.2. المردودية الاقتصادية

تشغل المردودية الاقتصادية حيزاً مهماً في عالم الاقتصاد بحكم تعبيرها عن العائد المتوقع أو الدخل الذي يمكن للمؤسسات الاقتصادية تحقيقه من أي استثمار تدخله أو أي قرار اقتصادي استراتيجي تتخذه وبالتالي فإنها تتيح فرصة للمسيرين للتحقق

<sup>1</sup> Brown K, Financial performance metrics: A practical approach. Journal of Business and Management, Vol. 10, No. 4, 2020. PP. 23-38.

<sup>2</sup> Garcia R, Improving financial performance: Strategies and best practices, Strategic Management Journal, Vol. 30, No. 1, 2017, PP. 56-71.

<sup>3</sup> Herring C, Stewart A. J & Lewis T, The Economic Returns to Diversity and Inclusion in the Workplace: A Meta-Analysis. Journal of Business and Psychology, Vol. 35, No. 3, 2020, PP. 257-277, doi: 10.1007/s10869-019-09657-7.

<sup>4</sup> Ioannou I & Serafeim G, The Economic Returns of Corporate Social Responsibility: A Review of the Evidence. Journal of Management, Vol. 43, No. 4, 2019, PP. 1097-1129, doi: 10.1177/0149206317690586.

من نجاحها وكذا إعطاء المقرضين شعور الأمان عند تمويلها للمؤسسات، حيث تسعى المردودية الاقتصادية إلى قياس كفاءة الاستثمار وتحديد مدى استحقاق المخاطرة بالتكلفة المرتبطة به، وبالتالي أصبحت أداة تستنير بها المؤسسات الاقتصادية في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تمنحها فرص أكبر للربحية بأقل تكلفة ممكنة.<sup>1</sup>

### 1.2.2. المردودية الاقتصادية الإجمالية

تشير المردودية الاقتصادية الإجمالية إلى قدرة المؤسسات الاقتصادية على تحقيق العوائد على الاستثمارات واستخدام الموارد بكفاءة وفعالية، حيث تقوم بالربط بين الفائض الإجمالي للاستغلال وأصول المؤسسة على النحو الآتي<sup>2</sup>:

$$\text{المردودية الاقتصادية الإجمالية} = \text{الفائض الإجمالي للاستغلال} / \text{الأصول}$$

يقيس هذا المؤشر قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح اقتصادية من خلال تبيان دور الأصول في دعم خزانة الإستغلال.

### 2.2.2. المردودية الاقتصادية الصافية

تشير المردودية الاقتصادية الصافية إلى العائد النهائي أو الربحية الصافية التي تقوم المؤسسات الاقتصادية بتحقيقها من مشروع أو استثمار معين بعد احتساب جميع التكاليف والمصروفات المرتبطة به، يتم حساب المردودية الاقتصادية الصافية عادة عن طريق طرح تكلفة الاستثمارات من العائدات الصافية مضافاً إليها المصاريف المالية (نتيجة الإستغلال) ومن ثم تقسيم الناتج على تكلفة الاستثمارات (الأصول) كما هو موضح في العلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$\text{المردودية الاقتصادية الصافية} = \text{نتيجة الإستغلال} / \text{الأصول}$$

ويشير هذا المؤشر إلى قدرة كل وحدة نقدية مستثمرة في المؤسسات الاقتصادية على تحقيق الربح، حيث تتميز هذه النسبة بالبساطة على الرغم من عدم إبرازها لأهم العناصر المشاركة في تحديد المردودية، وعليه فانطلاقاً من العلاقة السابقة نستطيع التفصيل في العلاقة على النحو الآتي<sup>4</sup>:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = (\text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصول}) \times (\text{المبيعات} / \text{المبيعات})$$

$$= (\text{نتيجة الاستغلال} / \text{المبيعات}) \times (\text{المبيعات} / \text{الأصول})$$

$$= (\text{هامش الربحي}) \times (\text{معدل دوران الأصول})$$

إن تعظيم المؤسسة لهامش الربح ومعدل دوران الأصول يعني تعظيم المردودية الاقتصادية، فالمؤسسة تركز على التحكم في التكاليف بشكل مثالي لتوليد وحدات نقدية أكبر من كل وحدة مبيعات، كما تحرص أيضاً على تعظيم عدد مرات تغطية المبيعات لأصولها.

<sup>1</sup> Hall B. H, Lotti F & Mairesse J, The Economic Returns to Innovation: A Review of the Literature, Research Policy, Vol. 50, No. 1, 2021, 104126. doi: 10.1016/j.respol.2020.104126.

<sup>2</sup> Noe R. A, Hollenbeck J. R & Gerhart B, The Economic Returns to Employee Training and Development: A Meta-Analysis, Journal of Applied Psychology, Vol. 102, No. 6, 2017, PP. 682-708. doi: 10.1037/apl0000185.

<sup>3</sup> Delmas M & Pekovic S, The Economic Returns to Sustainable Business Practices: A Review of Empirical Studies. Business Strategy and the Environment, Vol. 30, No. 1, 2021, PP. 204-219. doi: 10.1002/bse.2627.

<sup>4</sup> McWilliams A, Siegel D. S & Wright P. M, Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Evidence from Non-Financial Sectors, Journal of Corporate Finance, Vol. 12, No. 3, 2006, PP. 259-273, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2005.02.003.

## 3.2. المردودية المالية

يعكس مفهوم المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية قدرتها على تحقيق أرباحها من إمكانياتها واستثماراتها، حيث يعد استيعاب هذا المصطلح من قبل المؤسسات أمراً حاسماً لتقييم مدى قوتها، إذ تعد المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية أحد أهم المؤشرات الحيوية التي تقيس قدرتها على تحقيق أرباح وعوائد للمساهمين والمستثمرين، ويتطلب فهم هذا المؤشر القيام بعمل تحليل شامل لعدة جوانب تتنوع بين الأداء المالي اليومي والقدرة على تحقيق النمو المستدام، هذا ويتضمن هذا التحليل تقييم الدخل والمصاريف وكذا هيكل رأس المال والديون، كما يشمل أيضاً استخدام الموارد والكفاءة التشغيلية لقياس الفاعلية في تحقيق أهدافها<sup>1</sup>.

تكتسي المردودية المالية أهمية بالغة في توجيه استراتيجيات الأعمال واتخاذ القرارات الفعالة، حيث تستطيع المؤسسات الاقتصادية ذات المردودية المميزة تحقيق توازن بين الأرباح وتلبية توقعات المستثمرين والمساهمين، ويتم قياس العائد المالي المحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة وفقاً للعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

ثانياً: إنشاء القيمة للمؤسسات الاقتصادية

إن قيام المؤسسات الاقتصادية بإنشاء القيمة يعتبر أمراً جوهرياً لنجاحها في بيئة الأعمال في الوقت الراهن، إذ يتعلق هذا الأمر بالقدرة على تحقيق ميزة تنافسية وتلبية احتياجات العملاء بطريقة فعالة من حيث التكلفة، وعليه فإن إنشاء القيمة يعد ركيزة أساسية لأي مؤسسة تسعى إلى الاستمرارية والتفوق في سوق الأعمال، ويفهم إنشاء القيمة في أوساط المختصين على أنه عملية تحويل الموارد والجهود إلى مجموعة من المنتجات أو الخدمات التي تقوم بتلبية احتياجات العملاء بطريقة فعالة تحقق عوائد ملموسة وقيمة، كما يُشير هذا المصطلح إلى أهمية تحقيق توازن معقول بين مستويات الكفاءة في العمليات الداخلية وتلبية توقعات العملاء، وفي هذا الصدد تعد استراتيجيات إدارة الموارد وتحسين العمليات الأساسية أموراً حاسمة في إنشاء القيمة، حيث أن تحقيق عناصر على غرار تحسين جودة المنتجات أو الخدمات وتحسين كفاءة التكلفة وتعزيز التفوق التنظيمي يتيح إمكانية تحقيق مزيد من الفاعلية والكفاءة في تحقيق الأهداف المالية والاقتصادية للمؤسسة.<sup>3</sup>

إن قيام المؤسسات الاقتصادية بتقديم قيمة للعملاء يعود على أصحاب أموال المؤسسات الاقتصادية بقيمة كمكافأة لهم على تحقيق الهدف المنشود، وتنتج القيمة التي تنشؤها المؤسسات الاقتصادية لأصحاب الأموال من خلال تحقيق مردودية مالية تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة، وهو ما يوضح اختلاف الربح المحاسبي عن إنشاء القيمة حيث وعلى الرغم من أخذ الربح المحاسبي لتكلفة الاقتراض بعين الاعتبار عند حساب النتيجة، إلا أنه لا يقوم بذلك مع تكلفة الأموال الخاصة كما هو الأمر مع إنشاء القيمة، ويتم قياس القيمة باستخدام مجموعة من النماذج مصنفة في ثلاث مجموعات.

<sup>1</sup> Smith J & Johnson A, Financial Performance of Small Businesses: A Comparative Analysis, Journal of Small Business Management, Vol. 45, No. 3, 2021, PP. 78-92.

<sup>2</sup> Brown K & Williams E, The Impact of Cost Management on Financial Performance in Small Enterprises. International Journal of Entrepreneurship and Small Business, Vol. 32, No. 2, 2020, PP. 145-162.

<sup>3</sup> Smith J & Johnson A, Creating Value in Small Economic Institutions: A Comparative Analysis, Journal of Small Business Management, Vol. 45, No. 3, 2021, PP. 78-92.

## 1. القياسات المحاسبية لإنشاء القيمة

تشير القياسات المحاسبية لإنشاء القيمة إلى مجموعة المؤشرات والقياسات المستخدمة من قبل المحاسبين والمدراء الماليين لفهم وتقييم أداء وصحة المؤسسات الاقتصادية من الناحية المالية، حيث يهدف استخدام هذه القياسات إلى تحسين الأداء المالي للمؤسسات وإنشاء قيمة للمساهمين وتحفيز المساهمين المحتملين على الإستثمار.<sup>1</sup>

### 1.1. القيمة الاقتصادية المضافة

تمثل القيمة الاقتصادية المضافة مقياساً حيوياً في تحليل الأداء الاقتصادي للمؤسسات والاقتصادات الوطنية، حيث تعبر القيمة المضافة المقدمة من قبل المؤسسات والصناعات عن كيفية إضافة القيمة خلال عمليات الإنتاج والخدمات، وفي السياق المؤسسي تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً على كفاءة إدارة الموارد والإنتاج وكلما كانت أعلى زادت الفعالية في تحويل الموارد إلى منتجات أو خدمات قيمة كما يمكن استخدام هذا المفهوم لتحليل أداء الصناعات المختلفة وقياس كفاءة الإنتاج.<sup>2</sup>

وتُوضح القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الفرق بين العائد المحقق (النتيجة قبل الفوائد وبعد الضرائب) والعائد المنتظر (تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة)، وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة كما هو موضح في العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{النتيجة قبل الفوائد وبعد الضريبة} - \text{مكافأة الأموال}$$

$$= \text{النتيجة قبل الفوائد (1- معدل الضريبة)} - (\text{تكلفة المتوسطة المرجحة للرأس المال}) \times \text{رأس المال الاقتصادي.}$$

تشكل القيمة الاقتصادية المضافة مقياساً عن مدى قدرة المؤسسات الاقتصادية على إنشاء القيمة لأصحاب المال، ففي حال كانت موجبة فإن ذلك يدل على إنشاء القيمة للمساهمين، أما إذا كانت سالبة فإن هذا يدل على تدهور ونقص في القيمة.

تبرز أهمية القيمة الاقتصادية المضافة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية في تمكينها من وضع صيغة مناسبة للمكافأة تتحدد بنسبة معينة من القيمة الناشئة، كما تسهل للمؤسسة أيضاً الحصول على الأموال من أسواق رأس المال بتكلفة معقولة، ومع ذلك فهي لا تخلو من بعض العيوب الذي يعد أهمها هو صعوبة تحديد تكلفة الأموال الخاصة فتحديدها يتطلب الحصول على معلومات صعب تقديرها، مما قد يؤدي إلى المبالغة أو التقصير في تحديدها.<sup>4</sup>

### 2.1. عائد التدفقات النقدية من الإستثمار

يعتبر نموذج عائد التدفقات النقدية من الإستثمار نتاجاً لمقترح مكتب الاستشارة ببوسطن (BCG)، ويشير إلى العائد المحقق من الاستثمارات القائمة على التدفقات النقدية، حيث يعد هذا المفهوم أحد المؤشرات الرئيسية في تقييم أداء الاستثمارات

<sup>1</sup> Damodaran A, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons, , Op. Cit. 159.

<sup>2</sup> Sharma A & Akhilesh K. B, Economic Value Added (EVA): A Critical Analysis of Its Underlying Concepts, IUP Journal of Financial Risk Management, Vol. 17, No. 3, 2020, PP. 31-45.

<sup>3</sup> O'Connor M. T & Schmitt R. G, Economic Value Added (EVA) and Company Performance: An Empirical Examination, Journal of Managerial Issues, Vol. 29, No. 1, 2017, PP. 4-22.

<sup>4</sup> Peters J & Ramnath S, Economic Value Added (EVA) and Its Influence on Financial Performance of Select Companies." IUP Journal of Applied Finance, Vol. 24, No. 1, 2018, PP. 25-41.



وقياس كفاءة إدارة رأس المال، ويتم حسابه عن طريق خلاصة التدفقات النقدية الواردة من الاستثمارات والمشاريع على مدار فترة زمنية معينة.<sup>1</sup>

يتيح عائد التدفقات النقدية من الاستثمار فهماً أعمق للأداء المالي ومدى قوته، إذ يركز على جميع النواحي المالية الفعلية للأعمال، حيث يشمل ما تم تحقيقه من دخل صافي فعلي يتيح للمستثمرين تحليل ما إذا كانوا يحققون عائدات إيجابية أو سلبية على استثماراتهم، فإنشاء القيمة يتطلب عائد تدفقات نقدية من الاستثمار أكبر من تكلفة رأس المال المستثمر، وإلا فسيكون هنالك نقص في القيمة، كما يعد تطبيق هذا الأسلوب صعب لأنه يتوقف على صحة التوقعات بشأن التدفقات النقدية المستقبلية التي تتغير باستمرار تبعاً لتغيرات المحيط.<sup>2</sup>

## 2. القياسات السوقية لإنشاء القيمة

تتمثل القياسات السوقية لإنشاء القيمة في المردودية الاقتصادية السنوية ويتم النظر لهذه الأخيرة من الزاوية السوقية على أنها الفرق بين القيمة السوقية لرأس المال في نهاية الفترة والقيمة السوقية له في بدايتها مع الأخذ بعين الاعتبار كل من توزيع الأرباح وزيادة رأس المال ويتم حسابها وفقاً للعلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{المردودية الاقتصادية السنوية} = \left[ \frac{\text{القيمة السوقية لرأس المال خلال الدورة} + \text{توزيعات الأرباح} - \text{زيادة رأس المال}}{\text{القيمة السوقية لرأس المال للدورة السابقة}} \right] - 1.$$

وتستدل المؤسسات الاقتصادية حول إضافتها قيمة جديدة من عدمه من إشارة هذا المقياس فإذا كانت موجبة فإن هذا يشير إلى دلالة إيجابية لقيمة مضافة جديدة وزيادة في ثروة الملاك، أما إذا كانت الإشارة سالبة فإن ذلك يدل على العكس.

## 3. القياسات المختلطة لإنشاء القيمة

يتم التعبير عن القياسات المختلطة لإنشاء القيمة بواسطة القيمة السوقية المضافة التي تستعمل المعلومات المحاسبية والمعلومات المستنبطة من سوق الأموال في الوقت نفسه، وتتمثل القيمة السوقية المضافة في الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة كما هو موضح في العلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{الأموال المستثمرة}.$$

حيث أن:

$$\text{الأموال المستثمرة} = \text{الأموال الخاصة بالقيمة المحاسبية} + \text{ديون القيمة المحاسبية}.$$

$$\text{القيمة السوقية لرأس المال} = \text{عدد الأسهم المصدرة} \times \text{القيمة السوقية للسهم}.$$

وتكون المؤسسات الاقتصادية على موعد مع إنشاء القيمة في حال كانت نتيجة هذا المقياس موجبة، أما إذا كانت سالبة فهو مؤشر على تدهور ونقص القيمة.

<sup>1</sup> Harrison A & Van Hoek R, Logistics Management and Strategy: Competing Through The Supply Chain, Pearson Education, USA, 2008, P. 57.

<sup>2</sup> Grant R. M, Contemporary Strategy Analysis: Text and Cases Edition, Wiley, USA, 2019, P. 169.

<sup>3</sup> Damodaran A, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons, , Op. Cit. 207.

<sup>4</sup> Brealey R. A, Myers S. C & Allen F, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Education, Op. Cit. 278.

## المبحث الثالث: الثقافة المالية وأداء المؤسسات الاقتصادية

المطلب الأول: مفهوم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية

المطلب الثاني: تطوير الثقافة المالية في المؤسسات الاقتصادية

المطلب الثالث: أثر الثقافة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

تُشكل الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية عنصراً مهماً من العناصر الحيوية التي تسهل عملية تحديد اتجاهاتها وسلوكياتها في التعامل مع الأمور المالية واتخاذ القرارات الاستراتيجية الحاسمة، حيث تمثل جزءاً لا يتجزأ من الهوية التنظيمية للمؤسسة من خلال اشتغالها على مفاهيم الشفافية المالية والمسؤولية في إدارة المخاطر والفهم العميق لمفهوم القيمة المضافة وكيفية تحقيقها، كما تبين كيفية تعامل القادة والموظفين في هذه المؤسسات مع الأمور المالية بشكل مدروس ومستنير ما يعزز استدامة الأعمال وقدرتها على التكيف مع التحديات الاقتصادية، كما تلعب القيم المالية دوراً حيوياً في توجيه قرارات الاستثمار والتمويل وتحديد السياسات الرشيدة في عمليات إدارة المخاطر وتعزيز النمو المستدام للمؤسسة وبموجب هذه الثقافة يتلقى أفراد المؤسسة فنون تحليل البيانات المالية.

المطلب الأول: مفهوم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية

يساهم الإمام بمفهوم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية بشكل حاسم في تحقيق النجاح والاستدامة المالية لها فهي تساعد على بناء ثقافة توجه المؤسسة لما لها من الأهمية والدور الفعال، كما ينطوي مفهوم الثقافة المالية أيضاً على أهم العوامل المؤثرة في تكوينها ووصولها لمرحلة النضج.

أولاً: تعريف الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية

تحدد ثقافة المؤسسات الاقتصادية طريقة تفكيرها وتحكم سلوكها وتؤثر على اتخاذ القرارات وتحديد الأولويات فيها، كما توجهها في التعامل مع جميع جوانب الأعمال بما في ذلك الجوانب المالية التي تبلور لمفهوم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية الذي يمكن تعريفه كالآتي:

يُنظر للثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على أنها جملة العادات والقيم والمعتقدات التي تتميز بها هذه المؤسسات في ميدان الإدارة المالية والتي تحدد الخطوط العريضة والرئيسية في كيفية التفكير والتخطيط والتصرف أو التنفيذ في كل ما يخص الشؤون المالية لأعمالها والتي تركز على مفهوم التوازن بين المخاطر والعوائد والشفافية المالية.<sup>1</sup> كما تُعرف الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية من منظور أفرادها على أنها طريقة أو نمط سلوكي ينطوي على فهم عميق للمؤسسة يمكنها من إدارة مواردها المالية، ويساعدها على اتخاذ أهم القرارات الاستراتيجية المالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Muller A. R, Verschoor W. F & Van Dijk D, The Role of Financial Corporate Culture in Mergers and Acquisitions: Evidence from the Field, Journal of Corporate Finance, Vol. 58, 2019, PP. 574-602.

<sup>2</sup> Svensson M & Sæve-Söderbergh J, Financialization and Corporate Governance: The Missing Link, Corporate Governance: An International Review, Vol. 24, No. 3, 2016, PP. 250-267.

هذا وتشير أيضا الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية إلى ركن أساسي يساهم بشكل حاسم في تشكيل هويتها وتشجيع التفكير الابتكاري في توجيه الاستثمارات وتحسين عمليات الأعمال بشكل مستمر لتحقيق الأداء المالي المميز.<sup>1</sup>

بناءً على التعريفات السابقة يمكن القول أن الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية هي عملية تدبير لكيفية إدارة الموارد المالية واتخاذ القرارات المالية الذكية والاستثمار الجيد بما في ذلك فهم أفضل الطرق والممارسات في إدارة الموارد المالية وكيفية استخدامها لتحقيق الأهداف المالية للمؤسسة، حيث تساعد على تحديد وترتيب الأولويات واتخاذ القرارات الصحيحة فيما يتعلق بإدارة الموارد المالية.

#### ثانياً: أهمية الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية

تقوم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية بتوجيه وتشكيل سلوكها المالي واتخاذ القرارات المالية الصائبة وبالتالي فهي تساهم في تأطير أوصل العمل البناء المستمر الذي يهدف لتحسين وضعيتها المالية، ويمكن توضيح أهمية الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية فيما يلي:

➤ **اتخاذ القرارات المالية:** تشكل الثقافة المالية المكتسبة من قبل المؤسسات الاقتصادية من الخبرات والتجارب السابقة لها ركيزة تبين كيفية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالاستثمارات وإدارة رأس المال من خلال تعزيز المرونة التي تمكن المؤسسات من التكيف مع التحديات المالية وتحقيق التوازن المطلوب بين العائد والمخاطرة وتسريع اتخاذ القرارات في إطار مشترك يوجهه النقاش؛<sup>2</sup>

➤ **تحديد القيمة المضافة:** تساعد الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية في تحديد أولوياتها الاستراتيجية والاختيار بين الاستثمارات المتوفرة بما يتيح لها توليد أقصى قدر من القيمة المضافة في مختلف المجالات التكنولوجية والمعلوماتية والبحث والتطوير، كما تعزز الثقافة المالية المسؤولية المؤسسية التي تشعر كل فرد في المؤسسات الاقتصادية بالمسؤولية في ضرورة إضافة قيمة وتحقيق الأهداف المالية، وعليه فإن ترسيخ الثقافة المالية في أفكار وأفعال المؤسسة اليومية يعد دوراً حاسماً في تحقيق القيمة المضافة؛<sup>3</sup>

➤ **تحسين الشفافية المالية:** تساهم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية في تحفيز الشفافية المالية وتعزيز فهم الأطراف المعنية للوضع المالي من خلال؛<sup>4</sup>

✓ **تعزيز الشفافية في التقارير المالية:** إن اكتساب المؤسسات الاقتصادية لثقافة مالية صلبة وقوية يمكنها من

إعداد تقارير مالية دقيقة وواضحة بشكل يتيح المعلومات المالية للجميع بصورة فعالة؛

✓ **توفير النقدية والتحليل المالي:** تساعد الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على تقديم معلومات مالية

مفصلة حول التدفقات النقدية والتحليل المالي، مما يساهم في تعزيز الفهم لدى الفاعلين المختلفين بطريقة

تسمح لهم بتحليل الأداء المالي واكتشاف أهم مواطن توفير النقدية وسبل تحصيلها؛

<sup>1</sup> Lauwo S & Otusanya O, The Role of Organisational Culture in the Relationship Between Shared Services and the Finance Function." The British Accounting Review, Vol. 48, No. 2, 2016, PP. 188-204.

<sup>2</sup> Schein E. H, Organizational Culture and Leadership, John Wiley & Sons, USA, 2017, P. 317.

<sup>3</sup> Hofstede G, Hofstede G. J & Minkov M, Cultures and Organizations: Software of the Mind, McGraw-Hill, USA, 2010, P. 144.

<sup>4</sup> Schilit H. M, Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports, McGraw-Hill Education, USA, 2010, P. 149.

- ✓ تعزيز استخدام التقنيات الحديثة: إن بناء المؤسسات الاقتصادية لثقافة مالية قوية يمر عبر ضرورة تعزيز استخدامها لأحدث التقنيات والأنظمة المحاسبية المتقدمة، مما يتيح ويسهل الوصول للبيانات بطريقة سريعة ودقيقة؛
- ✓ تشجيع الشفافية في اتخاذ القرارات: تعزز الثقافة المالية أفق فتح نقاشات حول اتخاذ أي قرارات المالية للإسهام في تعزيز فهمها واستيعاب أثرها؛
- ✓ تعزيز الالتزام بقوانين ولوائح الشفافية: تفرض الثقافة المالية على المؤسسات الاقتصادية ضرورة الالتزام بالقوانين واللوائح التي تحكم الشفافية وتحافظ على توافقها مع المعايير المحلية والدولية من خلال تطوير وتنفيذ سياسات مالية ملتزمة بالشفافية في إطار يوفر الإفصاح الصحيح؛
- ✓ إشراك الموظفين في الشفافية: تتطلب الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية إشراك الموظفين في فهم ودعم ممارسات الشفافية المالية للإسهام في بناء ثقافة منفتحة وشفافة داخل المؤسسة.
- إدارة المخاطر: تساهم الثقافة المالية في إدارة المخاطر المحيطة بالمؤسسات الاقتصادية وتعزيز استعدادها لمواجهة التحديات المالية من خلال<sup>1</sup>:
- ✓ فهم أفضل للمخاطر المالية: تعزز الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية فهماً أعمق للمخاطر المالية التي قد تواجهها من خلال تحليل البيانات والمعلومات المالية بشكل أفضل بطريقة تتيح للقادة والموظفين اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن كيفية التعامل مع هذه المخاطر؛
- ✓ تعزيز التفاعل الفعال مع السوق: تسمح الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية بتعزيز أصول التواصل الفعال بينها وبين السوق بغية فهم الاتجاهات واستيعاب التحديات المالية والعمل على تطوير إجراءات وسياسات متقدمة لإدارة المخاطر المحتملة والتحضير لها وتحديد استجابات فعالة لها؛
- ✓ توفير مراقبة دائمة للأداء المالي: إن التزام المؤسسات الاقتصادية بالثقافة المالية المكتسبة يقودها لوضع نظم مراقبة دائمة وفعالة للأداء المالي تسعفها لرصد الانحرافات بشكل دوري واتخاذ الإجراءات التصحيحية من خلال تطوير منظومة اتخاذ قرارات سريعة وفعالة لحالات الطوارئ المالية والتقلبات الغير منتظرة؛
- ✓ تعزيز الالتزام بالتقارير المالية: إن اكتساب المؤسسات الاقتصادية لثقافة مالية صلبة وقوية ينعكس على ضرورة الالتزام والتقيد بتقديم تقارير مالية دقيقة وموثوقة تساعد الأطراف المعنية بالإحاطة بالمخاطر المالية بشكل واضح وشفاف.
- تحقيق الاستدامة المالية: تساهم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية في تحديد وتحقيق استدامة الأعمال من خلال توجيه القرارات المالية نحو الطرق التي تدعم النمو المستدام من خلال<sup>2</sup>:
- ✓ تعزيز الوعي بالاستدامة: تؤكد الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على ضرورة تعزيز الوعي بأهمية الاستدامة المالية والإشادة بدور التأثير المالي على المدى الطويل؛

<sup>1</sup> Guerrero M, CFO Techniques: A Hands-on Guide to Keeping Your Business Solvent and Successful, Apress, USA, 2018, P. 157.

<sup>2</sup> Joly C, Sustainable Financial Investments: Maximizing Corporate Profits and Long-Term Economic Value Creation, Palgrave Macmillan, USA, 2020, P. 284.

- ✓ تطوير مؤشرات الأداء المستدام: تشجع الثقافة المالية المؤسسات الاقتصادية على تطوير واستخدام مؤشرات الأداء المالي المستدامة بشكل يساعد على تقييم الأثر المالي للمؤسسة على المدى الطويل؛
- ✓ الاستثمار في المشاريع المستدامة: تدفع الثقافة المالية المؤسسات الاقتصادية إلى الاستثمار في المشاريع والأصول المستدامة التي تعزز التنمية المستدامة على المدى البعيد؛
- ✓ التفاعل مع المستثمرين المستدامين: يشغل التفاعل الفعال مع المستثمرين المهتمين بالاستدامة حيزاً مهماً من الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يزيد هذا الأمر من الثقة والتعاون مع هذه الفئة من المستثمرين.
- تعزيز المسؤولية الاجتماعية: تسمح الثقافة المالية القوية للمؤسسات الاقتصادية من شغل دور حيوي هام في تعزيز المسؤولية الاجتماعية من خلال:<sup>1</sup>
- ✓ تحقيق التكامل الأبعاد المالية والاجتماعية: تنسج الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية خيوط تكامل أبعاد كل من البنى البيئية والاجتماعية والاقتصادية في اتخاذ القرارات المالية بطريقة تسهل تحقيق التوازن بين الأرباح والمسؤولية الاجتماعية والبيئية؛
- ✓ الاستثمار في المبادرات الاجتماعية: تتبنى الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية المشاريع والمبادرات الاجتماعية التي تساهم في تحسين المجتمع وحماية البيئة؛ من خلال تخصيص الموارد المالية اللازمة لها؛
- ✓ تنمية موظفين مسؤولين اجتماعياً: تشجع الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على تطوير موظفين مسؤولين اجتماعياً تنمي لديهم الوعي بالقرارات المالية المؤسسية المتخذة ومدى تأثيرها المجتمعي؛
- ✓ المشاركة في مبادرات مجتمعية: تُعطي الثقافة المالية جس المؤسسات الاقتصادية اتجاه المواظبة على المشاركة في مبادرات المسؤولية الاجتماعية سواء كان ذلك من خلال الدعم المالي أو المساهمة في تنظيم الفعاليات الاجتماعية.

### ثالثاً: العوامل المؤثرة في تكوين الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية

- تكتسب المؤسسات الاقتصادية ثقافة مالية رصينة من خلال جملة من العوامل والممارسات التي تلتزم بها والمتمثلة في:
- القيم والأهداف التنظيمية: تشكل القيم والأهداف التنظيمية للمؤسسات الاقتصادية الإطار الأساسي الذي يبلور ثقافتها المالية، حيث تلعب دوراً حاسماً في توجيه قراراتها وتصرفاتها المالية بما يسمح لها باكتساب قيم وممارسات مالية مثالية لا تحيد عنها، فإذا كانت المؤسسة تسعى للابتكار وتحقيق النمو السريع فإنها تكتسب ثقافة مالية تميل للمخاطرة والاستثمار؛<sup>2</sup>
  - التوجيه القانوني والتنظيمي: يساهم التوجيه القانوني والتنظيمي بقوة في تشكيل الثقافة التنظيمية للمؤسسات الاقتصادية من خلال تحديد الأطر القانونية الواجب عليها العمل معها والتفاعل ضمنها، حيث تقوم بالتشديد على

<sup>1</sup> Carroll A. B, Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Does it Pay to Be Good? Routledge, UK, 2016, P. 195.

<sup>2</sup> Smith J. D, Organizational Culture and Financial Success, Business Press, USA, 2020, P. 164.

الامتثال بالقوانين واللوائح وهو ما يؤثر بشكل كبير سلوك الموظفين وأفراد الإدارة، كما يعمل التوجيه القانوني على تعزيز الشفافية داخل المؤسسة وتحديد آليات المساءلة؛<sup>1</sup>

➤ **توجهات القيادة العليا:** باعتبار القيادة العليا للمؤسسات الاقتصادية أعلى نقطة في الهرم الإداري لها، فإن توجهاتها تلقي حتماً بظلالها على تشكيل الثقافة المالية لها، حيث أنها تحدد التوجهات الإستراتيجية للخطط المالية المنتهجة فإذا كانت تحرص على معايير النزاهة والامتثال فإن هذا يساهم في بناء ثقافة مالية تتصف بالروح القانونية والأخلاقية؛<sup>2</sup>

➤ **تقنيات الإدارة المالية:** تساعد إدارة المؤسسات الاقتصادية للشؤون والأموال المالية على شاكلة التخطيط المالي والمراقبة على تشكيل بؤادر ومعلم ثقافتها المالية، من خلال الاعتناء بأساليب التحليل المالي وتقديم تقارير دقيقة يمكن أن تعزز الوعي المالي؛<sup>3</sup>

➤ **التعلم المستمر:** إن انتهاج المؤسسات الاقتصادية لفلسفة تشجع على التعلم المستمر وتحسين الكفاءة المالية للموظفين من شأنها المساهمة في تعزيز ثقافة مالية صلبة قائمة على المعرفة؛<sup>4</sup>

➤ **تحديات السوق والصناعة:** تؤثر الظروف الاقتصادية التي تنشط فيها المؤسسات الاقتصادية، حيث توضح تحديات السوق كيفية تفاعل وتعامل المؤسسات مع المسائل المالية، إذ تعد الثقافة المالية نتاجاً للتكيف مع التحولات الاقتصادية والتكنولوجية الحاصلة.<sup>5</sup>

### المطلب الثاني: تطوير الثقافة المالية في المؤسسات الاقتصادية

تعزز البيئة التي يسودها توجه عام حول الوعي المالي واتخاذ القرارات المالية المستدامة الفعالية العامة والاستقرار للمؤسسات الاقتصادية، حيث يأتي تطوير الثقافة المالية في إطار جهود التحسين المستمر للمؤسسات الاقتصادية من خلال التركيز على تمكين الموظفين وتشجيع الممارسات المالية الذكية.

وتمر المؤسسات الاقتصادية في إطار سعيها لتطوير ثقافتها المالية عبر مجموعة من الخطوات والمراحل التي سيتم التعرف عليها فيما هو آتي.

#### أولاً: تقييم الثقافة المالية الحالية

تعد عملية تقييم الثقافة المالية الحالية للمؤسسات الاقتصادية أمراً ضرورياً يجب أن يتم بصفة مستمرة باعتباره خطوة حيوية تساعد على فهم نقاط القوة والضعف من خلال تحديد الاتجاهات المالية الحالية وتحديد المجالات الممكن تحسينها، ومن بين الخطوات التي يمكن اتخاذها لتقييم الثقافة المالية الحالية:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Johnson A. B, The Impact of Organizational Culture on Financial Performance, Journal of Economic Studies, Vol. 15, No. 3, 2021, PP. 123-145, doi:10.1234/jes.2021.0123456.

<sup>2</sup> Adams M. S, Money Matters: Exploring the Link Between Financial Literacy and Organizational Success, 2018, Academic Publishing, P. 254.

<sup>3</sup> White E. L, Financial Culture in the Digital Age. Technology and Finance Today, 2022, June 1, Retrieved from <https://www.techfinancejournal.com/financial-culture-digital-age>.

<sup>4</sup> Davis R. K, The Role of Leadership in Shaping Financial Culture, Journal of Organizational Behavior, Vol. 25, No. 2, PP. 89-104, doi:10.5678/job.2019.02502

<sup>5</sup> Johnson P. Q, Review of the book *Financial Cultures: Understanding the Role of Money in Organizations*, by S. Williams, Journal of Financial Studies, Vol. 18, No. 4, 2020, PP. 567-572, doi:10.789/jfs.2020.1848.

<sup>6</sup> Lusardi A & Mitchell O. S, Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing, Annals of Business Administrative Science, Vol. 10, No. 2, 2011, PP. 129-146

- **الاستبيانات والاستطلاعات:** تلجأ المؤسسات الاقتصادية إلى استخدام الاستبيانات والاستطلاعات لجمع آراء الموظفين حول الوعي المالي ومحاولة قياس مدى فهمهم للقضايا والشؤون المالية، حيث يمكن أن يتم ذلك باستعمال أسئلة حول التخطيط المالي الشخصي، وفهم القوانين المالية المؤسسية والتفاعل مع الأمور المالية اليومية؛
- **مراجعة العمليات المالية:** تقوم المؤسسات الاقتصادية بفحص العمليات والإجراءات المالية إنطلاقاً من تخصيص الميزانية وصولاً إلى إدارة الديون واتخاذ القرارات المالية الكبيرة، والبحث عن العمليات المستدامة والفعالة وتصنيفها، وتحديد المجالات التي تحتاج للتحسين؛
- **مراجعة الثقافة التنظيمية:** تؤثر القيم والاتجاهات السائدة داخل المؤسسات الاقتصادية على ثقافتها المالية، وبالتالي فإن تحليل هذه القيم والاتجاهات توضح ما إذا كان هناك وجود للتشجيع على المشاركة المالية والابتكار وتنمية الوعي المالي بين الموظفين؛
- **متابعة الأداء المالي:** تحرص المؤسسات الاقتصادية الساعية وراء تقييم ثقافتها المالية على رصد وتحليل أداؤها، وتبيان التحسن في المؤشرات المالية، وتوضيح أثر قرارات الموظفين على الأداء الاقتصادي للمؤسسة؛
- **الاستفادة من تقارير السلوك المالي:** تستطيع المؤسسات الاقتصادية الاستفادة من سلوكيات الموظفين المالية من خلال تحليل تقارير حول نماذج معينة من السلوك المالي والتي يمكن تحفيزها أو تطويرها في إطار يخدم الصالح العام للمؤسسة؛
- **المقارنة مع الممارسات المماثلة:** تقوم المؤسسات الاقتصادية بإجراء عمليات مقارنة مع المؤسسات المماثلة فيما يخص الممارسات من حيث الثقافة المالية، ما يمكن استيعابه وتحسينه بناءً على التجارب الناجحة في مجال ثقافة المؤسسات الأخرى.

#### ثانياً: تحديد الأهداف المالية

تمثل الأهداف المالية للمؤسسات الاقتصادية عصب حيوي في إطار إدارة الأعمال وتخطيط الاستراتيجيات المالية، إذ أن تحديده بشكل دقيق ومحدد يعزز من التركيز والتنفيذ الفعال للاستراتيجيات المالية التي تحقق الرؤية والأهداف الاستراتيجية، وتتم العملية بمجموعة من الخطوات التي يمكن اتخاذها لتحديد الهدف المالي للمؤسسات الاقتصادية وهي<sup>1</sup>:

- **تحديد الرؤية والأهداف الاستراتيجية:** يعتمد معرفة الهدف المالي للمؤسسات الاقتصادية في المقام الأول على معرفة رؤيتها وأهدافها الاستراتيجية العامة بشكل واضح والرسالة التي تسعى الوصول لها في المستقبل؛
- **تحليل السوق والصناعة:** تعد عملية تحليل السوق والصناعة التي تعمل فيها المؤسسات الاقتصادية مهمة جداً حيث تبين الفرص والتحديات المالية التي قد تواجهها؛
- **تحديد الهدف المالي العام:** تقوم المؤسسات الاقتصادية بتحديد هدف مالي عام يعكس الأهداف الاستراتيجية المسطرة، وبالتالي فإنه يتغير على حسب الهدف الاستراتيجي المسطر فقد يكون السعي لتحقيق نمو في الإيرادات، أو زيادة في الربحية، أو تحسين هامش الربح، أو توسيع حصة السوق؛
- **تحديد الأهداف المالية الفرعية:** بعد تحديد الهدف المالي العام تتجه المؤسسات الاقتصادية إلى تحديد أهداف فرعية قابلة للقياس والتحقق؛

<sup>1</sup> Denning S, Three Laws of Performance, Strategy & Leadership, Vol. 39, No. 05, 2011, PP. 27-33.

- تحديد المؤشرات الرئيسية للأداء المالي: وهو قيام المؤسسات الاقتصادية بتحديد المؤشرات الرئيسية التي تساعد في تتبع تحقيق الأهداف المالية المسطرة وتحديد الجدول الزمني لها؛
- استخدام نماذج التخطيط المالي: ويقصد به استخدام المؤسسات الاقتصادية لنماذج التخطيط المالي لتحليل السيناريوهات المختلفة وتحديد كيف يمكن تحقيق الهدف المالي المسطر بشكل أفضل.

### ثالثا: تعزيز التواصل المالي

يكتسي تعزيز التواصل المالي أهمية بالغة في تطوير الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية من خلال القيام بتنظيم ورش عمل وجلسات تدريب مستمرة لبحث الأمور والمسائل المالية باستخدام وسائل تواصل داخلية كالبريد الإلكتروني والمنتديات الداخلية لتسهيل تبادل المعلومات، هذا وتساهم الاجتماعات المنظمة بشكل دوري لمناقشة الأداء المالي الحالي والجوانب المالية في تعزيز التواصل المالي، كما أن القيام بأمور كتنظيم مسابقات تحفيزية لحل مشكلات مالية أو مشاركة قصص نجاح من داخل المؤسسة تأثرت قراراتهم المالية الشخصية بشكل إيجابي على حياتهم المالية والمهنية من شأنها أيضا تطوير التواصل المالي داخل المؤسسات الاقتصادية.<sup>1</sup>

### رابعا: قياس تطور الثقافة المالية

تقوم المؤسسات الاقتصادية باستخدام مؤشرات محددة وقياسية تعكس مستوى الفهم والتفاعل مع القضايا المالية لقياس تطور ثقافتها المالية، حيث أن استخدام بعض الأساليب بشكل متواصل ومتكامل للحصول على صورة شاملة حول تطور الثقافة المالية، ومن بين هذه الأساليب ما يلي:<sup>2</sup>

- مقاييس الوعي المالي: تصمم المؤسسات الاقتصادية استبيان يشمل أسئلة تتناول فهم الأمور المالية الأساسية والتصرفات المالية الشخصية للموظفين، حيث تقيس من خلاله وعيهم المالي؛
- مراجعات التقارير المالية: تحرص المؤسسات الاقتصادية على ضرورة مراجعة الموظفين للتقارير المالية الخاصة بما للوقوف على مدى فهمهم للمؤشرات المالية وإمكانية تفسيرهم لها ووعيهم بتأثيرها على القرارات المستقبلية؛
- تقييم تأثير القرارات المالية: تلتزم المؤسسات الاقتصادية بتقييم أثر القرارات المتخذة من الموظفين على أدائها المالي، ومحاولة فهم إسهام هذه القرارات في تحسين النتائج المالية؛
- مؤشرات الابتكار المالي: تشجع المؤسسات الاقتصادية الموظفين على ثقافة الابتكار المالي كما تعمل على رصد مدى اقتراح وتنفيذ مبادرات مالية جديدة؛
- استخدام لوحات المعلومات: تقوم المؤسسات الاقتصادية في إطار تقييمها لتطور الثقافة المالية بتصميم لوحات معلومات توفر نظرة سريعة على أداء الثقافة المالية ومؤشرات الأداء للمؤسسة.

### المطلب الثالث: أثر الثقافة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية

تعد الثقافة المالية أحد أهم الدعائم الحيوية التي تتجلى في تفاعل المؤسسات الاقتصادية مع القرارات المالية وإدارة الأموال، فتشكيل ثقافة مالية فعالة داخل أروقة المؤسسة لا يعبر عن مجرد توجيه للأفراد والموظفين لفهم الأرقام والتقارير المالية، بل يسدل

<sup>1</sup> Berman K & Knight J, Financial Intelligence, Revised Edition: A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean, Harvard Business Review Press, USA, 2013, P. 183.

<sup>2</sup> Lusardi A & Mitchell O. S, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, Journal of Economic Literature, Vol. 52, No. 01, 2014, PP. 5-44.



الستار عن نهج شامل يتسم بتبني قيم وسلوكيات تعكس الوعي المالي والتفاعل الفعّال مع التحديات المالية المختلفة، وبالتالي فإن الأداء المالي للمؤسسات يتأثر بشكل كبير بجودة وتوجيهات هذه الثقافة، حيث أن إدراك الموظفين والقيادات لأهمية القرارات المالية الصائبة وفهم تأثير هذه القرارات على المؤسسة، يلعبان دوراً حاسماً في تحقيق نتائج مالية مستدامة ونمو مستمر، وفي هذا السياق يسعى هذا المطلب إلى استكشاف أثر الثقافة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وتحديد العوامل التي تعزز تطوير هذه الثقافة لضمان تحقيق أهداف الاستدامة المالية والتميز في السوق المالي.

### أولاً: أثر القيم والمعتقدات المالية على سلوك وأداء الموظفين وأعضاء الإدارة

تشكل القيم والمعتقدات المالية للمؤسسات الاقتصادية جانباً من إطارها الثقافي بشكل عام، من خلال ما تقوم به من دور حيوي في توجيه سلوك الموظفين وأعضاء الإدارة، حيث أن الآراء والمكتسبات والقناعات المتعلقة بشؤون المال وكيفية إدارته تشكل في ذهنية الأفراد وتؤثر بشكل كبير على أسلوب تفكيرهم واتخاذهم للقرارات المالية، وبالتالي فإن سلوك الموظفين وأعضاء الإدارة يعكس تفاعلهم مع هذه القيم المالية في هذا السياق وكيفية ترجمتها إلى أفعال يومية<sup>1</sup>.

وتختلف القيم المالية من مؤسسة لأخرى على حسب رؤية وأهداف كل مؤسسة، حيث يمكن أن تتضمن هذه القيم مفاهيم على غرار الاستدامة المالية، والتوازن بين المخاطر والعوائد، والالتزام بالنزاهة المالية، وبالتالي فإن تضافر هذه العناصر يسهم في بناء بيئة عمل تعزز الوعي المالي وتشجع على اتخاذ قرارات مالية مستدامة ومستنيرة، وفي هذا السياق يعد الإلمام بأثر القيم والمعتقدات المالية على السلوك والأداء المالي تحدياً مستمراً لقادة المؤسسات الاقتصادية لاستكشاف كيفية تأثير الاعتقاد المالي الفردي والمشارك على اتخاذ القرارات المالية وسلوك الموظفين وأعضاء الإدارة، مع التركيز على التفاعل بين القيم الفردية والرؤى العامة للمؤسسة وكيفية تحسين هذا التفاعل لتحقيق أهداف الأداء المالي والاستدامة<sup>2</sup>.

يشكل التوجه العام للقيم المالية المترسخة في المؤسسات الاقتصادية عاملاً يعكس طريقة التصرف في العديد من الجوانب فإذا كانت هذه القيم قائمة على مبدأ الاستدامة المالية وتحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد فإن ذلك سيظهر جلياً في القرارات المالية المتخذة من قبل موظفي وأفراد المؤسسة التي ستميل أكثر إلى توخي الحذر والتركيز على الأهداف طويلة الأجل، وفي السياق نفسه وفي حال وجد الموظفين وأعضاء الإدارة قيم المؤسسة قائمة على النزاهة المالية والمثل الأخلاقية فإن ذلك سيتجلى في سلوكيات مالية مسؤولة منهم تحافظ على سمعة المؤسسة<sup>3</sup>.

كما يمكن أن يرتقي سلوك وأداء الموظفين وأعضاء الإدارة إلى مستوى السعي الدائم والمستمر نحو تحسين الأداء المالي وتحقيق النمو من خلال اكتساب كفاءة التفاعل مع البيانات في حال ما توفرت في المؤسسة قيم ومعتقدات تركز على تشجيع الابتكار المالي واستكشاف الفرص الجديدة والاهتمام بتطوير وفهم المهارات والمسائل المالية على أكمل وجه، مع التزام قيادة المؤسسة بدورها المنوط بها والمتمثل في نقل هذه القيم إلى سلوك الموظفين<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Housel M, The Psychology of Money: Timeless lessons on wealth, greed, and happiness, Jaico Publishing House, India, 2020, P. 158.

<sup>2</sup> Morduch J & Schneider R, The Financial Diaries: How American Families Cope in a World of Uncertainty, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, NJ, 2017, P. 209.

<sup>3</sup> Ries E, The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses, Crown Business, New York, NY, 2011, P.144.

<sup>4</sup> Shapiro J. P & Stefkovich J. A, Ethical Leadership and Decision Making in Education: Applying Theoretical Perspectives to Complex Dilemmas, Routledge, New York, NY, 2016, P. 75.

## ثانيا: دور الثقافة المالية في استدامة أعمال المؤسسات الاقتصادية

تشكل الثقافة المالية حجر أساس في تحديد اتجاه واستدامة أعمال المؤسسات الاقتصادية في ظل عصر التحولات السريعة والمستمرة التي تشهدها بيئة الأعمال، حيث أن الإدراك العميق للقيم والمفاهيم المالية يمثلان أساساً لاتخاذ قرارات مستدامة وفعالة في الوقت المناسب تحول للمؤسسة اقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة، هذا وتعد الثقافة المالية ركيزة يقوم القادة والموظفون بالاستناد عليها لتحليل البيانات المالية واتخاذ القرارات التكتيكية والاستراتيجية التي تؤثر بشكل مباشر على توجيه المؤسسة.<sup>1</sup>

توفر الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية إمكانية استدامة التمويل والنمو في حال توفر الفهم الصحيح للمخاطر المالية وتحليل الفرص والسعي لتحسين الكفاءة من خلال تشجيع تبني استراتيجيات تدعم إدارة المخاطر بفعالية، وزيادة القدرة على تحمل التقلبات الاقتصادية، وإدارة الديون بشكل صحيح، وتحسين إدارة رأس المال والتحكم في التكاليف، وهو الأمر الذي يساعد على تبني استراتيجيات النمو والتوسع والتأقلم معها.<sup>2</sup>

إن الأثر الذي تلقىه القيم والمعتقدات المالية المشكّلة للثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على القادة والموظفين يجعل مشاركتهم غاية في الفعالية في تحقيق أهدافها بشكل مالي مستدام من خلال المساهمة في إعداد مجموعة من الاستراتيجيات المالية التي تعمل على خلق التوازن بين الأهداف المالية المسطرة والمسؤوليات الاجتماعية، كما تركز هذه الاستراتيجيات على الاستجابة للتحديات الاقتصادية الممكنة مواجهتها.<sup>3</sup>

تتميز الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية بنوع من الجاذبية التي تساعد على خلق بيئة أعمال مناسبة تساهم في بناء ثقة متبادلة مع المستثمرين عبر توجيه الشفافية وتقديم التقارير المالية بشكل دقيق مما يعزز دعم المستثمرين للمؤسسة وتحقيق الاستدامة المالية وتعزيز التوازن بين الأداء المالي المتميز والمسؤولية الاجتماعية، وبذلك، تلعب دوراً حاسماً في بناء مؤسسات قوية ومستدامة في عالم الأعمال المعقد والمتغير.<sup>4</sup>

## ثالثا: دور الثقافة المالية في اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية للمؤسسات الاقتصادية

يتجلى دور الثقافة المالية في اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية للمؤسسات الاقتصادية في النقاط التالية:

✓ **تحسين فهم البيئة المالية:** تركز عملية اتخاذ القرارات المالية المستنيرة في المؤسسات الاقتصادية على الفهم الصحيح للقادة والموظفين للبيئة المالية الداخلية والخارجية والعوامل المؤثرة فيها، وهو الأمر الذي تساهم الثقافة المالية في تحسينه من خلال إتاحة فرص الفهم الشامل للمفاهيم والمصطلحات المالية بما في ذلك الأرصد المالية، والاستثمارات، والديون، وطريقة إدارة الميزانية الشخصية أو المؤسسية عبر فتح نقاشات وحوارات تشجع على تبادل الأفكار والخبرات وتعزز الإدراك حول الاستدامة المالية عبر المدى الطويل؛<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Schneider B, Ehrhart M G & Macey W. H, Organizational Climate and Culture. Annual Review of Psychology, Vol. 64, PP. 361-388.

<sup>2</sup> Hitt M. A, Ireland R. D & Hoskisson R. E, Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization, Cengage Learning, USA,

<sup>3</sup> Schein E. H, Organizational Culture and Leadership, John Wiley & Sons, P. 133.

<sup>4</sup> Kotter J. P & Heskett J. L, Corporate Culture and Performance, Simon and Schuster, USA, 2011, P. 203.

<sup>5</sup> Berman K & Knight J, Financial Intelligence, Revised Edition: A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean, Harvard Business Review Press, Op. Cit. 257.

- ✓ **توجيه الأهداف والاستراتيجيات:** تسعى المؤسسات الاقتصادية لاستخدام ثقافتها المالية لتشكيل إطار يساعد على اتخاذ القرارات الاستراتيجية من خلال العمل على توجيه الأهداف المالية الرئيسية وتطوير استراتيجيات تحقيقها عبر الفهم الشامل للوضع المالي وتحديد الأولويات الضرورية من الناحية المالية وتخصيص الموارد والجهود (تطوير آليات التوفير وإدارة الديون) لتنفيذها، وتساعد الثقافة المالية في توجيه تحديد الأهداف المالية الرئيسية وتطوير استراتيجيات لتحقيقها، مما يوفر إطارًا لاتخاذ القرارات الاستراتيجية<sup>1</sup>
- ✓ **تعزيز المرونة المالية:** إن قيام الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على أساس البحث الدائم عن هياكل تمويلية جديدة أو تقنيات تمويل حديثة أو شراكات مالية مفيدة يساهم بناء مرونة مالية وتطور استراتيجي يسمح لها بتحسين قدرتها على التأقلم مع الظروف الاقتصادية السائدة والتكيف مع تغيرات السوق السريعة عن طريق السرعة في الكشف عن التحديات المالية المحتملة والبحث عن حلول ناجعة ومناسبة<sup>2</sup>
- ✓ **تحسين عمليات التخطيط المالي:** تساهم الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية في تحسين عمليات التخطيط المالي وتوجيهه نحو تحقيق الأهداف الاستراتيجية من خلال التركيز على تحديد أهداف مالية واضحة وقابلة للقياس ومرتبطة حسب الأولوية، والتشجيع على دمج التكنولوجيا في عملية التخطيط المالي وجمع البيانات وتحليلها، كما تؤكد على ربط القادة الماليين مع بقية القادة لتحقيق التناغم بين الأهداف المالية والأهداف التشغيلية من خلال تنسيق العمليات والحرص على تدفق المعلومات المالية في الوقت المناسب<sup>3</sup>
- ✓ **تعزيز التفاعل والتشارك:** تحفز الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية على بناء بيئة عمل تشجع على التعاون والتحفيز من خلال تعزيز التفاعل المشترك بين أفراد المؤسسة عبر فتح آفاق التواصل الفعال بين مختلف الأقسام وتمكين التداول المشترك للبيانات والمعلومات المالية بشكل شفاف يسمح بتبادل الأفكار والآراء حول كيفية تحسين الأداء المالي وتحقيق الأهداف الاستراتيجية والعمل على تحفيز التفكير التحليلي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Housel M, The Psychology of Money: Timeless lessons on wealth, greed, and happiness, Harriman House, UK, 2020, P. 136.

<sup>2</sup> Kimberly J. R & Atwater L, The Influence of Organizational Culture on Financial Performance, Journal of Business Research, Vol. 68, No. 3, 2015, PP. 405-412.

<sup>3</sup> Al-Mawali A. A, The Impact of Organizational Culture on the Implementation of Financial Management Practices: A Conceptual Framework, International Journal of Business and Management, Vol. 13, No. 11, 2018, PP. 1-13.

<sup>4</sup> Ries E, The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses, Crown Business, Op. Cit. 194.

## خلاصة الفصل الثاني

يتطلب موضوع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية التطرق للعديد من الجوانب المؤثرة فيه، والتي سعى الفصل الثاني إلى بيانها حيث تم عرض ماهية الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال بيان مفهومه عبر العديد من التعريفات المختلفة وتبسيط الضوء على أهميته بالنسبة لها، هذا وتم تناوله من منظور أطراف التنظيم المتفاعلة وعرض أوجه التشابه والاختلاف المترتبة على ذلك، كما تم إبراز المتطلبات الأساسية الواجب مراعاتها لتقييم الأداء المالي بالشكل السليم.

بعدها، تم الإلمام بأدوات قياس وتحليل الأداء المالي في ضوء الأهداف المالية العامة للمؤسسات الاقتصادية وعلى رأسها التوازن المالي الذي تسعى إليه من خلال تحليل مجموعة من المؤشرات والنسب المالية وفق منهجين أحدهما ساكن والآخر ديناميكي، ثم تم دراسة النسب المختلفة للسيولة واليسر المالي باعتبارها مؤشرات أساسية تساهم بطريقة فعالة في تقييم القوة المالية للمؤسسات الاقتصادية وتحديد مدى صلابتها إزاء التحديات المالية المتغيرة، وإدراكاً بأهمية المردودية في سبيل استدامة الأعمال وتطورها تم تناول مؤشرات المردودية على اختلاف أنواعها سواء تعلقت بمردودية النشاط أو المردودية الاقتصادية أو المردودية المالية بشيء من الدراسة والتفصيل، هذا وتم في نفس هذا الإطار التعرّيج على القيمة التي تنشئها المؤسسات الاقتصادية لأصحابها من خلال تبيان النماذج المختلفة لقياسها والمتمخورة حول القياسات المحاسبية والقياسات السوقية والقياسات المختلطة.

على الرغم من أهمية الأداء المالي إلا أنه لا يلقى الاهتمام اللازم من جميع المؤسسات الاقتصادية وهو ما يفوت عليها العديد من المزايا والإيجابيات، ويوضح قصوراً واضحاً في ثقافتها المالية التي تركز على تحديد اتجاهاتها وسلوكياتها في التعامل مع الأمور المالية واتخاذ القرارات الاستراتيجية الحاسمة، حيث بين هذا الفصل أيضاً أهمية الثقافة المالية للمؤسسات الاقتصادية وسبل تطويرها من خلال زيادة الوعي المالي وتشجيع الممارسات المالية الذكية والعمل على التحسين المستمر، كما تم تبسيط الضوء على أثر الثقافة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الظاهر من خلال أثر القيم والمعتقدات المالية على سلوك وأداء الموظفين وأعضاء الإدارة ودور الثقافة المالية في استدامة الأعمال واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية للمؤسسات الاقتصادية.

الفصل الثالث: أثر الرفع

المالي في إطار صيغ

الصيرفة الإسلامية على

الأداء المالي للمؤسسات

الاقتصادية عينة الدراسة

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

تمهيد

بعد التطرق لمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بكل من الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية المناسبة والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، سيتم الانتقال من خلال هذا الفصل إلى شرح الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية بشيء من التفصيل والتوضيح لمجتمع الدراسة والعينة المستخدمة، كما سيتم التطرق لمختلف العناصر التي ستشملها الدراسة من متغيرات مستقلة وتابعة (مع إرفاق الفرضيات الجزئية الخاصة بكل متغير) سيتحدد في ضوءها نماذج الدراسة.

هذا وسيتم الغوص في حيثيات المعالجة الإحصائية للبيانات والبرامج والأدوات المستخدمة لذلك، مع بيان معلمات النماذج الإحصائية التي سيتم الاعتماد عليها في قراءة النتائج المتحصل عليها، وعليه سيتضمن الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية  
المبحث الثاني: نماذج وتقنيات تحليل بيانات الدراسة  
المبحث الثالث: عرض، تحليل وتفسير نتائج الدراسة

#### المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية

خصص المبحث الأول من الدراسة التطبيقية لوضع الإطار المنهجي لها، حيث سيتم تحديد المؤشرات التي ستمثل المتغير التابع (الأداء المالي) وبيان صيغة حسابها كما سيتم استناداً لذلك صياغة الفرضيات الرئيسية والفرعية للدراسة التطبيقية، ثم التعريف بمجتمع الدراسة وتبيان العينة المنتقاة منه وخطوات تصفيتها، ليتم ختم هذا المبحث بتوضيح طرق وأساليب جمع بيانات الدراسة التطبيقية وكيفية معالجتها.

المطلب الأول: فرضيات ومتغيرات الدراسة التطبيقية  
المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية  
المطلب الثالث: جمع ومعالجة بيانات الدراسة التطبيقية

#### المطلب الأول: فرضيات ومتغيرات الدراسة التطبيقية

تقوم الدراسة التطبيقية للبحث على مجموعة من الفرضيات المتعلقة بالرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث يتم اختبارها بواسطة مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة.

#### أولاً: متغيرات الدراسة التطبيقية

ترتكز الدراسة على متغيرين رئيسيين هما الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، إلا أن دراسة كلا المتغيرين وتحديد أثر الأول على الثاني يتطلب عملية تفصيل لكليهما، حيث تنقسم صيغ الصيرفة الإسلامية

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

القائمة على الهامش والموافقة للرفع المالي إلى صيغ قصيرة الأجل وأخرى متوسطة وطويلة الأجل، وبالتالي فسيتم تقسيمه إلى قسمين حسب مدة الاستفادة من الصيغة التمويلية، أما عملية الحكم على الوضع المالي من خلال الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة فستكون من خلال مجموعة من المؤشرات المعبرة عن الأداء المالي كما تم التطرق لها من قبل خلال الفصل الثاني وهذا لعدم وجود مؤشر واحد كفيل بالتعبير عن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ويستطيع عكس وضعها المالي.

تختلف درجة استعانة المؤسسات الاقتصادية بمصادر التمويل الخارجية من قطاع لآخر، حيث تتحكم مجموعة من العوامل في كل قطاع في توقيت وحجم وشروط الحصول على التمويل الخارجي، وعلى هذا الأساس يعد إدراج معيار القطاع في الدراسة التطبيقية عاملاً مساعداً على توضيح أكثر القطاعات ميلاً للاستعانة بصيغ التمويل الإسلامية الموافقة للرفع المالي، وتبيان في أي قطاع يكون لهذه الصيغ سلفة الذكر الأثر الكبير على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، وبالتالي سيتم تقسيم بيانات الدراسة حسب القطاع الذي تنتمي إليه كل مؤسسة اقتصادية من العينة.

من المعروف في النظريات المالية تأثير عامل حجم المؤسسات الاقتصادية على درجة استخدامها للتمويل الخارجي سواء كان ذلك في إطار النظام المالي التقليدي أو النظام المالي الإسلامي، وبالتالي فإن تصنيف بيانات الدراسة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة سيساهم في توضيح درجة استخدام كل فئة حجمية (صغيرة، متوسطة، كبيرة) لصيغ الصيرفة الإسلامية الموافقة للرفع المالي، وأي فئة يكون فيها للصيغ سلفة الذكر أكبر أثر على الأداء المالي.

#### 1. المتغير المستقل

يعد المتغير المستقل سبباً أو عاملاً من الممكن أن يؤثر في المتغير المراد دراسته، وفي سياق دراستنا حول أثر الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، فإن الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية هو المتغير المستقل الذي سيتم تقسيمه كما أشرنا إليه في الفقرة السابقة حسب مدة الاستفادة إلى ما يلي:

✓ **Lev01** : صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل وقد تم قياسها بمجموع الديون المالية

الإسلامية ثابتة التكاليف طويلة الأجل إلى مجموع حقوق الملكية مثلما هو موضح في العلاقة التالية:

$$\text{صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون المالية الإسلامية ثابتة التكاليف طويلة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

✓ **Lev02** : صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل وقد تم قياسها بمجموع الديون المالية الإسلامية

ثابتة التكاليف قصيرة الأجل إلى مجموع حقوق الملكية مثلما هو موضح في العلاقة التالية:

$$\text{صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون المالية الإسلامية ثابتة التكاليف قصيرة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

#### 2. المتغير التابع

المتغير التابع هو المتغير الذي يتم قياس تأثير المتغير المستقل عليه حيث يهتم النتائج أو الظواهر التي تتأثر بتغير المتغير المستقل وفي سياق دراستنا وبعد تحديد المتغير المستقل في القسم السابق، يشغل الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دور المتغير التابع وسيتم دراسته من خلال المؤشرات التالية:

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

❖ **FP:** المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وقد تم قياسها من خلال قسمة النتيجة الصافية للمؤسسات

الاقتصادية عينة الدراسة على حقوق ملكيتها مثلما هو موضح في العلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

✓ **ROA:** معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وقد تم قياسها من خلال قسمة النتيجة

الصافية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على إجمالي الأصول مثلما هو موضح في العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الموجودات} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{إجمالي الأصول}} * 100$$

✓ **QR:** نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وقد تم قياسها من خلال الأصول السريعة إلى

الخصوم المتداولة مثلما هو موضح في العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول السريعة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

تم حصر مؤشرات الأداء المالي المدرجة في المتغير التابع في كل من المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية ومعدل العائد على الموجودات، إذ أنهما يتقاسمان عنصر النتيجة الصافية في تركيبهما، حيث ترتبط هذه الأخيرة بشكل كبير بالمتغير المستقل، حيث أن اتجاه أي مؤسسة لمصادر التمويل الخارجية يجب أن يكون مقرون بضرورة ترك أثر في نتيجتها الصافية حيث يهتم ملاك المؤسسة والمساهمون بها أو المستثمرين بالمؤشر الأول لدلالته على العائد المرجو من كل وحدة نقدية مستثمرة أو يراد استثمارها في المؤسسة، ويهتم مدراء المؤسسات ومجالس إدارتها بالمؤشر الثاني الذي يوضح فعالية الأصول المسخرة في المؤسسة في توليد الأرباح، كما تم تضمين نسبة السيولة العامة لضرورة حفاظ المؤسسة على مستوى معين من السيولة يكفيها لتغطية التزاماتها المالية قصيرة الأجل من الأصول السريعة التحويل إلى نقد،

#### ثانيا: فرضيات الدراسة التطبيقية

بعد القيام بعملية تحديد متغيرات الدراسة وتصنيفها، سيتم تحديد نموذج الدراسة الذي يجمع في بوتقته المتغيرات المستقلة والتابعة، وبالنظر لتركيب المتغير التابع سيتكون النموذج من عدد معادلات مزدوجة مماثل لعدد المؤشرات المختارة لقياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في الدراسة التطبيقية وهي كالتالي:

❖ **ثنائية معادلة النموذج الأولى:** تقيس كل معادلة في هذه الثنائية أثر كل من الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية

طويلة وقصيرة الأجل على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وهي كالآتي:

- $FP_{it} = \alpha_1 + \beta_1 lev_{01it} + \mu_{1it}$
- $FP_{it} = \alpha_2 + \beta_2 lev_{02it} + \mu_{2it}$

❖ **ثنائية معادلة النموذج الثانية:** تقيس كل معادلة في هذه الثنائية أثر كل من الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية

طويلة وقصيرة الأجل على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وهي كالآتي:

- $ROA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 lev_{01it} + \mu_{1it}$
- $ROA_{it} = \alpha_2 + \beta_2 lev_{02it} + \mu_{2it}$



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

❖ ثنائية معادلة النموذج الثالثة: تقيس كل معادلة في هذه الثنائية أثر كل من الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية

طويلة وقصيرة الأجل على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة عينة الدراسة وهي كالآتي:

$$- QR_{it} = \alpha_1 + \beta_1 lev_{01it} + \mu_{1it}$$

$$- QR_{it} = \alpha_2 + \beta_2 lev_{02it} + \mu_{2it}$$

بالتعرف على المعادلات الممثلة لنموذج الدراسة التطبيقية والمتكونة من المتغيرات التابعة والمستقلة، وبعد تحديد قطاع نشاط عينة المؤسسات الاقتصادية وحجم المؤسسات الاقتصادية كعوامل من شأنها إمداد تفصيل أكبر حول أثر المتغير المستقل على المتغير التابع، يمكن في خضم كل هذا صياغة فرضيات الدراسة التطبيقية مع الأخذ في الاعتبار لاختيار الباحث لمستوى معنوية قيمته 5%، وتأتي صياغة هذه الفرضيات في شكل ثلاث فرضيات رئيسية تعنى كل واحدة منها بتقديم افتراض لأثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على مؤشر من مؤشرات الأداء المالي المحددة في النماذج السابقة، إلا أن البت في صحة هذه الفرضيات الثلاث سيكون إنطلاقاً من الإجابة على الفرضيات الفرعية التي سيتم صياغتها بناءً على العوامل المحددة سلفاً.

#### 1. الفرضية الرئيسية الأولى

تقوم المؤسسات الاقتصادية بالحصول على التمويل من مصادر خارجية للقيام باستثمارات يرجى منها تحقيق عائد وإضافة لثروة الملاك والمساهمين، وبالتالي فإن الفرضية الرئيسية الأولى هي كالآتي:

توجد علاقة تأثير إيجابية للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

#### 1.1. الفرضية الفرعية الأولى

تعد مدة الاستفادة من الصيغ التمويلية عامل غير مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

#### 2.1. الفرضية الفرعية الثانية

يعد حجم المؤسسة عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

#### 3.1. الفرضية الفرعية الثالثة:

يعد قطاع نشاط المؤسسة عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

#### 2. الفرضية الرئيسية الثانية

تستعين المؤسسات الاقتصادية بالحصول على التمويل الطويل الأجل للاستثمار في أصول جديدة يُتوقع منها إعطاء المؤسسة دفع جديد، وبالتالي فإن الفرضية الرئيسية الثانية هي كالآتي:

توجد علاقة تأثير إيجابية للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 1.2. الفرضية الفرعية الأولى

تعد مدة الاستفادة من الصيغ التمويلية عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 2.2. الفرضية الفرعية الثانية

يعد حجم المؤسسة عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 3.2. الفرضية الفرعية الثالثة

يعد قطاع نشاط المؤسسة عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 3. الفرضية الرئيسية الثالثة

إن قيام المؤسسات الاقتصادية بالاستعانة بالتمويل الخارجي مرهون بتوجيهه إلى منافذ تدر عليها أرباح وتنمية لسنوات عديدة حيث أنها تقوم باستخدامه في المشاريع طويلة الأجل ولا تخصصه لتلبية التزامات قصيرة الأجل، وبالتالي فإن الفرضية الرئيسية الثالثة هي كالآتي:

لا توجد علاقة تأثير إيجابية للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 1.3. الفرضية الفرعية الأولى

تعد مدة الاستفادة من الصيغ التمويلية عامل مهم في طبيعة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 2.3. الفرضية الفرعية الثانية

لا يعد حجم المؤسسة عامل مهم في طبيعة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

### 2.3. الفرضية الفرعية الثانية

لا يعد قطاع نشاط المؤسسة عامل مهم في طبيعة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

### المطلب الثاني: عينة الدراسة التطبيقية

سيتناول هذا المطلب عينة الدراسة التطبيقية التي تم انتقاؤها والأسباب التي أدت إلى اختيارها والخطوات التي تم اتباعها في تصفية العينة.

#### أولاً: تعريف عينة الدراسة التطبيقية

تستخدم هذه الدراسة لوحة بيانات Panel Data خاصة بالمؤسسات الاقتصادية الغير مالية المدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2022 والتي تتوافق أسهمها مع المعايير الشرعية الصادرة عن ثلاث مؤسسات وهي الراجحي المالية والإئماء للاستثمار والبلاد المالية، وكل من الدكتور محمد بن سعود العصيمي والشيخ الدكتور عبد العزيز بن فوزان الفوزان، حيث تم تجنب المؤسسات الاقتصادية التي تم تصنيف أسهمها على أنها شرعية في سنوات معينة واستبعدت من هذا التصنيف في سنوات أخرى، أي أن عينة الدراسة تم حصرها في المؤسسات الاقتصادية الدائم تصنيف أسهمها على أنها أسهم شرعية طيلة الفترة محل الدراسة التطبيقية، كما تجدر الإشارة إلى أن أساس اعتبار أسهم أي مؤسسة إقتصادية شرعية يأتي بعد إجماع الخمس جهات السالف ذكرها، وأي مؤسسة لم تستوفي الخمس جهات تستبعد من العينة، وهذا لإمكانية وجود فوارق في التصنيف بين كل جهة وأخرى، وعليه فإن وضع شرط الإجماع يؤكد على تلافي أي فوارق في التصنيف إن وجدت.

#### ثانياً: أسباب اختيار عينة الدراسة التطبيقية

ترتكز هذه الدراسة التطبيقية على فرضية أساسية وهي توفر صيغ التمويل الإسلامي كبدايات تمويلية متاحة للمؤسسات الاقتصادية بنفس درجة سهولة الحصول على باقي صيغ التمويل التقليدية بما يفسح المجال والحرية لهذه المؤسسات لاختيار ما يناسبها، وهي الصفات المتوفرة في البيئة المصرفية السعودية التي تواكب كل مستجدات الصيرفة الإسلامية بناءً على الاهتمام الرسمي المتزايد بها الذي خلق شيء من التنوع في الصيغ المتاحة ونوع من الحركية في الهندسة والابتكارات المالية الإسلامية مهدت لبناء منظومة مؤسساتية متكاملة في هذا المجال، كما أن وجود جهات عديدة رسمية تعنى بتصنيف المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يوفر مؤسسات ذات أسهم شرعية.

من جانب آخر يتطلب دراسة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وجود معلومات مالية مفصلة وسليمة يتم الإفصاح عنها بشكل سنوي، ولضمان هذا الأمر يجب أن تكون المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة مدرجة في البورصة، وهو ما يتوفر في المؤسسات الاقتصادية السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي، وبالتالي يعد توفير القوائم المالية الخاصة بكل مؤسسة أمر متاح وذلك من خلال الإعتماد على قاعدة بيانات (أرقام) الخاصة بنشر المعلومات الاقتصادية والمالية الخاصة بأسواق الأسهم في منطقة الخليج والمؤسسات المدرجة فيها.<sup>1</sup>

#### ثالثاً: المؤسسات الاقتصادية المشمولة في عينة الدراسة التطبيقية وخطوات التصفية المتبعة

تتضمن بوابة "أرقام بيزنس أنفوا" العديد من المعلومات التفاعلية من بينها التقارير المنشورة حول تصنيف الأسهم الشرعية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي، وبيان المؤسسات الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، من خلال تفصيل المؤسسات الخارجة من التصنيف حسب جهة من الجهات المختصة المعتمدة لإخلالها بمعيار أو أكثر، وكذا

<sup>1</sup> موقع أرقام: <https://www.argaam.com>

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

المؤسسات الداخلة في التصنيف، والجدول رقم (3-01) يوضح عدد المؤسسات الاقتصادية السعودية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خلال فترة الدراسة حسب كل قطاع.

الجدول رقم (3-01): عدد المؤسسات الاقتصادية السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قطاعياً للفترة 2012-2022

| القطاع  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| الصناعي | 42   | 46   | 49   | 54   | 51   | 39   | 44   | 38   | 32   | 29   | 24   |
| التجاري | 23   | 20   | 18   | 21   | 21   | 23   | 27   | 25   | 21   | 19   | 22   |
| الخدمي  | 22   | 29   | 31   | 28   | 34   | 30   | 28   | 24   | 31   | 28   | 25   |
| المجموع | 87   | 95   | 98   | 103  | 106  | 92   | 99   | 87   | 84   | 76   | 71   |

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير الصادرة من "أرقام بيزنس أنفوا"

(<https://www.argaam.com/ar/company/shariahcompanies/3/3/3>)

يوضح الجدول رقم (3-01) عدد المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي التي تمتلك أسهماً شرعية خلال فترة الدراسة الممتدة من 2012 إلى 2022، حيث تختلف من سنة لأخرى بحكم وجود سنوات تستوفي فيها مؤسسات الشروط وتغادر مؤسسات أخرى التصنيف لعدم استيفائها للشروط، إذ سجلت سنة 2016 أكبر عدد مؤسسات ذات أسهم شرعية (106 مؤسسة إقتصادية)، بينما تم تسجيل (71 مؤسسة إقتصادية) سنة 2022، وحرصاً على جعل العينة أكثر دلالة ارتأينا ألا تشمل إلا المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية طيلة فترة الدراسة المقدرة بإحدى عشر سنة، فشهدت القائمة حسب هذا المعيار وجود 46 مؤسسة إقتصادية تم استثناء 4 مؤسسات ذات طابع مالي (بنك وثلاث مؤسسات تأمين) منها لخصوصيتها وطبيعة نشاطها اللذان يجعلان مؤشراتها ونسبها مختلفة عن باقي مؤسسات القطاع الاقتصادي، وعليه أصبح حجم العينة 42 مؤسسة إقتصادية.

بعد القيام بتحديد حجم عينة الدراسة التطبيقية حسب امتثالها لمعايير تصنيف الأسهم الشرعية والتي بلغت 42 مؤسسة إقتصادية غير مالية، قام الباحث بإخضاعها لمجموعة من الشروط المكملة التي تضمن حيادية الدراسة والمتمثلة في:

- عدم انحراط أي مؤسسة إقتصادية من العينة في اندماج مع أي مؤسسة إقتصادية أخرى طيلة فترة الدراسة: وقد تم إقصاء سبع مؤسسات إقتصادية من العينة وفقاً لهذا الشرط؛
- توفر البيانات المالية المدققة للمؤسسات الإقتصادية المنشورة طيلة فترة الدراسة: حسب هذا الشرط تم القيام بإقصاء خمس مؤسسات إقتصادية من عينة الدراسة التطبيقية؛
- عدم تعرض أسهم المؤسسات الإقتصادية عينة الدراسة للإيقاف عن التداول طيلة فترة الدراسة: وقد تم إقصاء ثلاث مؤسسات إقتصادية من العينة وفق هذا الشرط؛
- استخدام المؤسسات الإقتصادية عينة الدراسة لصيغ تمويل إسلامي طويلة أو قصيرة الأجل متوافقة مع الرفع المالي:

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

وقد تم إيجاد مؤسستين إقتصاديتين لم تستعمل التمويل التقليدي وأسهمها شرعية إلا أنها لم تستوفي شرط استخدام صيغ رفع مالي في إطار الصيرفة الإسلامية وبالتالي تم استثنائها من العينة؛

■ توفر أسعار إغلاق أسهم المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة في نهاية كل عام من فترة الدراسة.

بعد تصفية العينة الماضية من المؤسسات الاقتصادية التي تتوفر فيها الشروط المكملّة السابقة تم تحديد حجم العينة النهائي البالغ 25 مؤسسة إقتصادية مدرجة في السوق المالي السعودي ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن تلخيصها قطاعياً وحسب معيار الحجم في الجدول رقم (3-02).

الجدول رقم (3-02): عدد المؤسسات الاقتصادية في عينة الدراسة التطبيقية حسب معياري القطاع والحجم

| القطاع  | عدد المؤسسات | الحجم    | عدد المؤسسات |
|---------|--------------|----------|--------------|
| الصناعي | 10           | الكبيرة  | 8            |
| التجاري | 9            | المتوسطة | 10           |
| الخدمي  | 6            | الصغيرة  | 7            |
| المجموع | 25           | المجموع  | 25           |

المصدر: من إعداد الباحث

### المطلب الثالث: طريقة جمع البيانات ومعالجتها

بعد تحديد العينة النهائية للدراسة التطبيقية البالغة 25 مؤسسة إقتصادية سعودية مدرجة في السوق المالي السعودي ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية طيلة فترة الدراسة، وبغرض دراسة أثر الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة، وتحديد طبيعة الأثر ودرجته ومعنويته الإحصائية، قمنا بعملية جمع القوائم المالية الخاصة بكل مؤسسة إقتصادية مدرجة في عينة الدراسة التطبيقية من الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى 2022 والمتوفرة في بوابة "أرقام بيزنس أنفوا"، هذه الأخيرة تحتوي على البيانات المالية لكل المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي.

بعد جمع القوائم المالية الخاصة بكل مؤسسة عينة الدراسة التطبيقية، قمنا بإفراغ محتوى القوائم حسب البيانات المالية الخام المطلوبة لحساب المتغيرات المستقلة والتابعة، ثم قمنا بعملية الحساب وتخزين المعلومات في ملف اكسل بغية استخدامها في الدراسة التطبيقية بالاعتماد على البرنامج الإحصائي ستاتا 16.0، الذي يعتبر من بين أحسن برامج المعالجة الإحصائية خاصة فيما يتعلق بالدراسات المعتمدة على نماذج البيانات الطولية أو لوحة البيانات أو نماذج البانل Panel Data، والتي ستستخدم في هذه الدراسة، ويتميز برنامج ستاتا بقدرته على معالجة الكم الكبير جداً للبيانات وتيسير استخدام أحدث الطرق الإحصائية في تناول البيانات المقطعية الطولية.

### المبحث الثاني: نماذج وتقنيات تحليل بيانات الدراسة

بعد إتمام مرحلة تحضير ملف بيانات الدراسة التطبيقية بما في ذلك حساب متغيرات الدراسة المختلفة، تأتي مرحلة استخدام البيانات من خلال استعمال نماذج البيانات الطولية المعروفة باسم نماذج البانل "Panel Model" بغية الحصول على نتائج

## الفصل الثالث: أثر الرفق المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

دقيقة ومضبوطة في عملية التنبؤ التي يتميز بها هذا النوع من النماذج عبر زيادة عدد المشاهدات من خلال ربط عدد المشاهدات البائل بعدد الفترات الزمنية على اعتبار أنها تمزج أثر التغير في الزمن وأثر التغير في المشاهدات المقطعية.<sup>1</sup>

كما تتميز نماذج البيانات المقطعية بعدة مزايا أخرى من بين أهمها:<sup>2</sup>

- **التحكم في التأثيرات الزمنية:** تسمح نماذج بيانات البائل بتقديم رؤية أوضح وأكثر دقة حول تأثير الزمن على المتغيرات من خلال القيام بضبطها لتحسين التحكم في التأثيرات الزمنية؛
- **تحليل الانتقالات الزمنية:** تُستخدم نماذج بيانات البائل في عملية تحليل الانتقالات الزمنية للمتغيرات بشكل يسمح بتحديد العلاقات بين هذه المتغيرات وكيف تتغير على مر الزمن؛
- **التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية:** تسمح نماذج بيانات البائل باستخدام تاريخ البيانات بالتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية وتوقع المستقبل بناءً على المعلومات الماضية؛
- **تحليل التأثير المتبادل:** تُمكن هذه النماذج من تحليل التأثير المتبادل بين المتغيرات على مدى الزمن، مما يسمح بفهم أعمق للتفاعلات بين مكونات البيانات؛
- **التعامل مع البيانات الكبيرة:** تسمح نماذج بيانات البائل بالتعامل مع البيانات الكبيرة كما تساعد على التحليل الشامل للمتغيرات عبر مجموعات كبيرة من المتغيرات وعلى مدى فترات طويلة؛
- **فحص التباين الزمني:** يمكن استخدام نماذج بيانات البائل في عملية فحص التباين في الأنماط الزمنية والتحقق من مدى استقرار العلاقات والاتجاهات على مر الزمن.

وتندرج ضمن نماذج البيانات الطولية انطلاقاً من البعدين الزمني والمقطعي ثلاث أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثير المجمع "Pooled Effect Model" PE، ونموذج الانحدار الثابت "Fixed Effect Model" FE، ونموذج التأثير العشوائي "Random Effect Model" RE،<sup>3</sup> وسيتم في هذا المبحث التطرق لكل نموذج والاختبارات التي تسمح بتحديد الأفضل من بينها، وبالتالي فإن هذا المبحث يتضمن المطالب التالية.

**المطلب الأول: نماذج الانحدار للبائل واختبارات المفاضلة بينها**

**المطلب الثاني: اختبارات جودة النماذج الإحصائية**

**المطلب الثالث: معاملات قياس جودة المعنوية الإحصائية**

**المطلب الأول: نماذج الانحدار للبائل واختبارات المفاضلة بينها**

تعد نماذج الانحدار للبائل "Panel Regression Models" نماذج إحصائية موجهة لتحليل البيانات التي تتضمن أبعاد الزمن والمرفقات (الوحدات)، حيث تستخدم هذه النماذج في حالات توفر بيانات تتبع تطور المتغيرات عبر الزمن لمجموعة من الوحدات كالأفراد أو المؤسسات، وقد أشرنا في الفقرة السابقة للأشكال الثلاث التي تندرج ضمن نماذج البيانات الطولية، إذ

<sup>1</sup> Greene, W. H, Econometric Analysis 6th Ed, Pearson College Div, UK, 2007, P.386.

<sup>2</sup> Baltagi, B. H, Panel Data Analysis, John Wiley & Sons, Ltd, USA, 2008, P. 65.

<sup>3</sup> Wooldridge J. M, Cross-Sectional and Panel Data, MIT Press, London, 2010, P. 453.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

توفر هذه النماذج إمكانيات أكبر للتحكم في الاختلافات بين الوحدات والتحليل الديناميكي لتغير البيانات عبر الزمن، كما تتيح أدوات الإحصاء الخاصة بنماذج الانحدار للبانل لتحليل العلاقات وتقدير المعاملات في سياق البيانات التي تشمل الأبعاد الزمنية والمرفقات.

#### أولاً: نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثير المجمع "Pooled Effect Model" PE

يُعد نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثير المجمع نموذج إحصائي يتم استخدامه لتحليل العلاقات بين المتغير التابع ومتغيرات التوقع المتعددة في سياق البيانات الطولية، هذا وتُعنى البيانات الطولية بتتبع الوحدات عبر فترات زمنية متعددة، ويُطلق على هذا النوع من البيانات أحياناً اسم "بيانات اللوحة" أو "بيانات اللوحة الزمنية".<sup>1</sup>

ويُعتبر نموذج الانحدار التجميعي عن العلاقة بين المتغير التابع ومتغيرات التوقع باعتبار كل وحدة داخل اللوحة (الوحدة الزمنية) كمجموعة تجميعية، كما يعكس هذا التصور القدرة على التحكم في الاختلافات الثابتة بين الوحدات وبالتالي توفير تقدير أكثر دقة للعلاقات الديناميكية بين المتغيرات، وتأخذ صيغة المعادلة العامة لنموذج الانحدار التجميعي الشكل الآتي:<sup>2</sup>

$$\beta_k = \beta_{k,it} \Rightarrow Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, N \quad t = 1, T$$

حيث أن:

$Y_{it}$ : المتغير التابع للفرد  $i$  والفترة  $t$ ؛

$\beta_0$ : الحد الثابت؛

$X_{kit}$ : قيمة المتغير المفسر الموافق للفرد  $i$  في الفترة  $t$  للمعلمة  $\beta_k$ ؛

$\beta_k$ : المعلمة المجهولة أو الأوزان الموافقة للمتغيرات المفسرة "المستقلة" والمراد تقديرها؛

$u_{it}$ : حد الخطأ أو الاضطراب العشوائي، والغير مفسرة من النموذج، ويقسم تجزئة مقداره إلى ثلاث عناصر:

$$u_{it} = \alpha_i + v_t + w_{it}$$

حيث أن:

$\alpha_i$ : الآثار الخاصة الفردية؛

$v_t$ : الآثار الخاصة الزمنية؛

$w_{it}$ : الأثر المتبقي، الذي يبين تأثير التغيرات الأخرى المهملة التي تغير بدلالة كل من الأفراد الزمن، مع عدم ارتباطها بالبعد الفردي ولا الزمني.

تتصف الآثار الخاصة الفردية والزمنية بالتغير العشوائي، وعدم الارتباط الذاتي فيما بينهما، ولا مع الأثر المتبقي، ولا مع المتغيرات المفسرة  $X_{kit}$ .

ويؤخذ على هذا النموذج محدوديته وإهماله للخصائص الفردية والخصائص الزمنية، وذلك بدجه لكل البيانات الفردية لكل الفترات وهو ما يفسر قلة استخدامه في الدراسات التطبيقية.

<sup>1</sup> Agung I. G. N, Panel data analysis using Eviews, John Wiley & Sons, Ltd, New York, 2009, P. 146.

<sup>2</sup> Wooldridge J. M, Cross-Sectional and Panel Data, MIT Press, Op. Cit. 377-379.

يفترض كل من نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي وجود الخصائص أو التأثيرات الفردية الملتقطة من خلال  $\alpha_i$  والغير ملتقطة في النموذج "Unobserved Heterogeneity"، حيث تعبر  $\alpha_i$  عن التغيرات المرتبطة بكل مؤسسة والتي لم تفسر من قبل النموذج "متغيرات لم تشملها الدراسة"، ويختلف النموذجين من حيث مدى وجود ترابط بين الخصائص الفردية مع المتغيرات المفسرة "نموذج التأثير الثابت" من عدم وجود هذا الترابط "نموذج التأثير العشوائي"، وهو ما يشير إلى ضرورة استخدام نموذج التأثير الثابت في حال كانت التغيرات الخاصة بكل فرد مرتبطة بالأفراد الآخرين، أما في حالة استقلالها عن بعضها فيتم استخدام نموذج التأثير العشوائي.<sup>1</sup>

#### ثانياً: نموذج التأثير الثابت "Fixed Effect Model" FE

يمثل نموذج التأثير الثابت النوع الثاني لنماذج تحليل البيانات الطولية، حيث يُستخدم هذا النموذج لفحص العلاقات بين المتغيرات المستقلة والتابعة عبر الوحدات الزمنية المختلفة مع مراعاة التباين الثابت بين الوحدات، وتبرز الخاصية الأساسية لهذا النموذج في الأخذ بعين الاعتبار للتباين الثابت لكل وحدة كالأفراد أو المؤسسات أو الدول عبر الزمن، حيث يتم إضافة مؤشرات لكل وحدة إلى النموذج لتقوم بتمثيل التأثير الثابت لكل وحدة بشكل يسمح بضبط المتغيرات المستقلة مع الاحتفاظ بتأثير كل وحدة، كما يتميز نموذج التأثير الثابت كما تم التبيين أعلاه بالسماح بوجود ترابط بين التأثيرات الفردية الخاصة والمتغيرات المفسرة كما يسجل هذا النموذج غياب مؤشر الزمن لثبات التأثيرات الفردية بدلالة الزمن لكل فرد واختلافها من فرد لآخر، ويمكن صياغة نموذج التأثير الثابت وفق الشكل الآتي:<sup>2</sup>

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + u_{it}$$

كما يمكن صياغة نموذج التأثير الثابت مصفوفياً كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X'_{kit} + u_{it}$$

وتعاد صياغة المعادلة باستخدام القيم التقديرية كما يلي:

وتعني المعادلة أن التأثيرات الخاصة الفردية  $\alpha_i$  تمثل الجزء المتبقي من المتغير التابع الذي لا يمكن تفسيره من خلال المتغيرات المفسرة.

#### ثالثاً: نموذج التأثير العشوائي "Random Effect Model" RE

يمثل نموذج التأثير العشوائي النوع الثالث لنماذج تحليل البيانات الطولية، حيث يستخدم هذا النموذج لفحص العلاقات بين المتغيرات المستقلة والتابعة عبر الوحدات الزمنية المختلفة مع الأخذ بعين الاعتبار مراعاة التأثيرات العشوائية التي تكون مشتركة بين الوحدات من خلال تحليل البيانات الطولية التي تحدث تباينات عشوائية بين الوحدات الفردية، حيث يسهل عملية التعامل مع التباين العشوائي بين الوحدات بشكل أفضل من نموذج التأثير الثابت.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Greene, W. H, Econometric Analysis 6th Ed, Pearson College Div, Op. Cit. 265.

<sup>2</sup> Angrist J. D & Pischke J.S, Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion, Princeton University Press, New Jersey, 2009, P. 292.

<sup>3</sup> Hsiao C, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, UK, 2014, P. 175.



يحدد نموذج التأثير العشوائي التأثيرات العشوائية بشكل عام عبر الوحدات الزمنية، حيث يمكن أن تكون هذه التأثيرات عبارة عن عوامل ثابتة غير ملاحظة تؤثر على جميع الوحدات بشكل مشترك، كما يتم تضمين هذه التأثيرات العشوائية في النموذج من خلال تفعيل مصطلح "العشوائيات" في المعادلة في الوقت الذي يتم التفرقة بين التأثيرات الثابتة "تكون ثابتة لكل وحدة" والتأثيرات العشوائية "تختلف الوحدات بشكل عشوائي" والتي تتيح للتأثيرات بأن تختلف من وحدة لأخرى، ويمكن صياغة نموذج التأثير العشوائي وفق الشكل الآتي:<sup>1</sup>

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + u_{it}$$

إن افتراض نموذج التأثير العشوائي لاستقلالية التأثيرات الخاصة الفردية  $\alpha_i$  عن المتغيرات المفسرة يسمح بتضمينه ضمن الخطأ أو الاضطراب العشوائي  $u_{it}$  ويجعل لكل فرد نفس معلمات الانحدار مع معلمة خطأ مركب كما هو موضح في العلاقة التالية:

$$u_{it} = \alpha_i + w_{it}$$

تجدر الإشارة لتمييز نموذج التغيرات العشوائية عن نموذج التأثيرات الثابتة من خلال تعامل النموذج الأول مع التأثيرات المقطعية والزمنية على أنها عشوائية وليست ثابتة كما هو عليه الحال في النموذج الثاني، حيث يتم افتراض سحب العينة بشكل عشوائي مما يوحي بتمثيل معلمات النموذج للعينة بأكملها.

#### رابعاً: اختبارات المفاضلة بين النماذج

في خضم تقديم نماذج الانحدار للبانل تم الإشارة إلى قلة استخدام نموذج الانحدار التجميعي في الدراسات التطبيقية للبانل في ظل محدوديته وإهماله للخصائص الفردية والخصائص الزمنية بدجته لكل البيانات الفردية، ويتم التأكد من صلاحيته من خلال إجراء اختبار بورش-بيقان "Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test" الذي يسمح بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، ففي حال رجحت نتائج الاختبار النموذج الثاني يتم الانتقال مباشرة لإجراء اختبار هوسمان "Hausman Test" للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة.

#### 1. اختبار بروش-بيقان "Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test"

استحدث هذا الاختبار من قبل كل من بروش "Trevor Breusch" وبيقان "Adrian Pagan" وسمي نسبة إليهما سنة 1979، للقيام بفحص اختلاف التباين "Heterokedasticity" في نموذج الانحدار الخطي، حيث يقوم باختبار وجود تباين حدود الأخطاء "Errors" لمعادلة انحدار مرتبطة بقيم المتغيرات المستقلة، ففي حال التحقق من هذا الأمر فهو يعني وجود ما يصطلح عليه بظاهرة اختلاف التباين.<sup>2</sup>

يرتكز الاختبار بشكل أساسي على التوزيع الإحصائي كمي مربع "Chi-Squared Test" فإذا كان احتمالها أقل من الحد الملائم (غالباً ما يكون  $P < 0.05$ ) فإنه يتم في هذه الحالة رفض فرضية العدم الخاصة بعدم اختلاف التباين "Homoscedasticity"، وقبول الفرضية البديلة التي تقر بوجود اختلاف في التباين "Heteroskedasticity"، فإذا كان نموذج الانحدار الخطي المفترض من الشكل  $Y = \beta_0 + \beta_1 X + \mu$  وقيم البواقي المستخرجة من أخذ العينات  $\hat{u}$ ، فإن طريقة المربعات الصغرى تفترض عدمية المتوسطات وتباينها لا يرتبط بالمتغيرات العشوائية المستقلة "Homoscedastic"، وعليه فإن

<sup>1</sup> Baltagi B. H, Panel Data Analysis, John Wiley & Sons, Ltd, Op. Cit. 92.

<sup>2</sup> Gujarati D. N & Porter D. C, Basic Econometrics, McGraw-Hill, New York, USA, 2009, P. 194.

قبول الفرضية البديلة لاختبار بورش-بيقان (وجود اختلاف في التباين) تعني وجود خطأ في أهم الفرضيات المستخدمة في طريقة المربعات الصغرى.<sup>1</sup>

إن قيام نموذج الانحدار التجميعي على طريقة المربعات الصغرى، يعني استخدام نموذج التأثير العشوائي بدلا من نموذج الانحدار التجميعي في حال كان اختبار بورش-بيقان إيجابيا، وهو الأمر الغالب في هذا الاختبار الذي يؤدي لاختيار نموذج التأثير العشوائي بدلا من استخدام طريقة المربعات الصغرى، لكن يجب إجراء اختبار آخر للمفاضلة بين نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي بواسطة اختبار هوسمان.<sup>2</sup>

## 2. اختبار هوسمان "Hausman Test"

تمت الإشارة سابقا إلى إسناد عملية المفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت إلى اختبار هوسمان الذي يعني بتحديد أحد النماذج الأصلية الخاصة بلوحة البيانات، ويعد نموذج التأثير العشوائي أكثر فعالية مقارنة بنموذج التأثير الثابت، وعليه يقوم اختبار هوسمان بالتأكد من صحة استخدام نموذج التأثير العشوائي من خلال قياس مدى الاختلاف بين نتائج مقدرات النموذجين، فإذا كان الاختلاف طفيف فإن هذا يشير لعدم وجود فوارق جوهرية بين نتائجهما وعليه فمن الأفضل اختيار نموذج التأثير العشوائي أما إذا كانت نتيجة الفوارق كبيرة فإن استخدام نموذج التأثير العشوائي هو الأنسب.<sup>3</sup>

ويسمح اختبار هوسمان بدراسة المتغيرات بدلالة الزمن من خلال فحص علاقة التغيرات في المتغيرات المستقلة بالمتغيرات المستقلة الموثوق أو غير الموثوق بها، فإذا كانت التغيرات ذات علاقة بالمتغيرات المستقلة فإن نموذج الانحدار ذو العوامل الثابتة هو الأجدر بالاختيار، أما إذا كانت العوامل غير ذات علاقة فإن نموذج الانحدار العشوائي هو الملائم، هذا وتصاغ عبارة الاختبار على الشكل الآتي:<sup>4</sup>

$$H = (\beta_{RE} - \beta_{FE})' (V(\beta_{RE}) - V(\beta_{FE})) (\beta_{RE} - \beta_{FE})$$

تقترب قيمة الاختبار من الصفر في حال كان الفارق بين النموذجين ضئيلا، ويتم صياغة فرضيتي اختبار هوسمان وفق الصيغة التالية:

$$H_0 = \text{Cov}(X_{itj}, \alpha_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T, j = 1, 2, \dots, K.$$

$$H_1 = \text{Cov}(X_{itj}, \alpha_i) \neq 0, t = 1, 2, \dots, T, j = 1, 2, \dots, K.$$

يعني قبول فرضية العدم  $H_0$  وجود تقديرات متقاربة بين نموذجي التأثير العشوائي والتأثير الثابت، وهو ما يمنح أفضلية لنموذج التأثير العشوائي، أما في حال رفض فرضية العدم  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  فإن ذلك يعني أن أهم فرضية لنموذج التأثير العشوائي "التأثيرات العشوائية الغير ملتقطة مستقلة عن المتغيرات المفسرة" خاطئة، وهو ما يقود إلى استخدام نموذج التأثير الثابت، وعلى الجانب التطبيقي يتم رفض فرضية العدم  $H_0$  في حال كان الاحتمال الموافق لكي مربع أقل من 5% وهو تفضيل نموذج التأثير الثابت، أما في الحالة العكسية فتقبل فرضية العدم ويتم تفضيل نموذج التأثير العشوائي.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Cameron A. C & Trivedi P. K, Regression Analysis of Count Data, Cambridge University Press, UK, 2013, P. 204.

<sup>2</sup> Dougherty C, Introduction to Econometrics, Oxford University Press, UK, 2011, P. 129.

<sup>3</sup> Wooldridge J. M, Cross-Sectional and Panel Data, MIT Press, Op. Cit. 405.

<sup>4</sup> Gujarati D. N & Porter D. C, Basic Econometrics, McGraw-Hill, Op. Cit. 235.

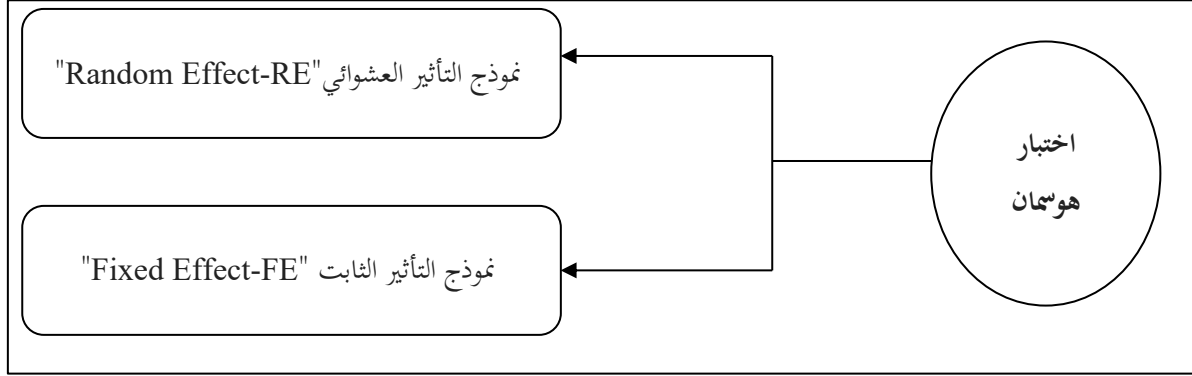
<sup>5</sup> Hsiao C, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, Op. Cit. 198.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

يخضع اختبار هوسمان لتوزيع كي مربع، بدرجة حرية قيمتها مساوي لعدد المتغيرات بدلالة الزمن، ويمكن تلخيص هذا الأمر من خلال الشكل رقم (3-01).

الشكل رقم (3-01): المفاضلة بين طرق الانحدار المستخدمة في لوحة البيانات



**Source:** Lama Tarek AL-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University, Malaysia, 2012, P. 130.

### المطلب الثاني: اختبارات جودة النماذج الإحصائية

تشغل اختبارات جودة النماذج الإحصائية حيزاً هاماً وأساسياً ضمن عملية تحليل بيانات الدراسة وتطوير نماذجها الإحصائية وتأتي هذه الاختبارات على شكل تقييم يهدف للتأكد من مدى ملائمة النموذج الإحصائي للبيانات المتاحة، ومدى قدرته على تفسير العلاقات بين مختلف المتغيرات بطريقة دقيقة وموثوقة، كما تعتبر هذه الاختبارات أدوات حاسمة للتحقق من صحة الفرضيات الإحصائية والتأكد من موثوقية النتائج التي تم التوصل إليها.

في سياق آخر تختلف اختبارات جودة النماذج الإحصائية باختلاف نطاق وطبيعة البيانات المراد دراستها، حيث تأخذ هذه الاختبارات عدة صور وتشمل مجموعات متنوعة من الأدوات والتقنيات، حيث يهدف كل اختبار من اختبارات الجودة الإحصائية إلى الكشف عن الضعف والمشاكل في النموذج الإحصائي، سواء كانت على مستوى المتغيرات المستقلة أو توزيع البيانات المتبقية، ومن ثم توجيه الجهود نحو تحسين النموذج وزيادة موثوقيته وفاعليته، وعليه يمكن القول أن فهم واستخدام اختبارات جودة النماذج الإحصائية في محلها الصحيح يعد أمراً مهماً في عملية تحليل وتفسير بيانات الدراسة من خلال ما يساهم به في توجيه الباحثين نحو اتخاذ القرارات الصائبة استناداً إلى الأدلة الإحصائية، وبناءً على ما سبق تم الاستمرار على القيام بإجراء اختبارين للتأكد من جودة النتائج من الناحية الإحصائية وهما اختبار الإستقرارية واختبار التجانس.

### أولاً: اختبار الإستقرارية (الثبات) "Testing For Stationarity"

يترتب عن عدم استقرارية البيانات الحصول على نتائج انحدار زائفة، أي أن العلاقة الإحصائية لا تتميز بأي مدلول اقتصادي على الرغم من الحصول على قيم عالية لمعامل التحديد  $R^2$  والدلالة التي تكون عليها الإحصائية  $t$  ومعنى آخر يكون النموذج جيد إلا أن طبيعة المعاملات تتعارض مع المنطق الاقتصادي "كوجود علاقة طردية بدلا من علاقة عكسية على سبيل المثال" وعلى هذا الأساس فإن عملية التحقق من تميز سلسلة البيانات بالثبات قبل استخدامها في الانحدار أمر ضروري.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Enders W, Applied Econometric Time Series, Wiley, USA, 2015, P. 155.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

ويأتي اختبار الإستقرارية كإجراء إحصائي يتم استخدامه في سياق تحليل البيانات الزمنية لتحديد ما إذا كانت العلاقة بين المتغيرات ثابتة عبر الزمن أو لا للتحقق من طبيعة العلاقة بين المتغيرات ومدى بقائها ثابتة عبر فترات زمنية مختلفة، وللتأكد من الإستقرارية والثبات يتم استخدام اختبارات جذر الوحدة للبانل "Unit Root Tests" للكشف عما إذا كانت هناك قيود على الانحدار الذاتي "Auto Regressive Process" سواء ضمن المقاطع العرضية أو المقاطع الزمنية، وتقسم اختبارات الجذور للبانل إلى مجموعتين على أساس الفرضيات التي تقوم عليها بخصوص معلمات الاستمرارية "Persistence Parameters  $\rho_i$ " وهي:<sup>1</sup>

- **المجموعة الأولى:** تفترض ثبات المعلمات لكل المجموعات الجزئية "Cross-sections" أي أن  $\rho_i = \rho$ ، ويعتبر اختبار "The Levin, Lin and Chu" LLC من أشهر اختبارات المجموعة؛
- **المجموعة الثانية:** تقوم على فرضية السماح بتغير حر لقيم  $\rho_i$  بين المجموعات الجزئية، ومن أهم الاختبارات في هذه المجموعة اختبار IPS "Pesaran & Shin"، واختبار فيشر "Fisher".

في نفس السياق تشير العديد من الدراسات إلى أنه في حالة صحة فرضية المجموعة الثانية فإن اختبار فيشر هو أفضل اختبار لدراسة الثبات والإستقرارية والأقرب للواقع، أما الحالات النادرة والخاصة التي تتحقق فيها فرضية المجموعة الأولى يصبح اختبار LLC هو الأفضل.<sup>2</sup>

#### ثانياً: اختبارات التجانس (Hsiao Test)

تمثل اختبارات التجانس خطوة هامة في تحديد هيكل بيانات البانل، حيث يتم إجراء هذا الاختبار لمعرفة مدى تجانس معلمات نماذج الدراسة، وفي هذا السياق يعد اختبار التجانس "Hsiao Test" اختبار إحصائي يُستخدم في سياق نماذج الانحدار ذات البيانات الطولية (Longitudinal Data)، والتي تعتبر أيضاً نماذج انحدار ديناميكية أو نماذج ذات متغيرات زمنية، حيث يهدف هذا الاختبار إلى تقدير مدى وجود التجانس في الأخطاء عبر الوقت، وبالتالي يُستخدم للتحقق من صحة فرضية التجانس للانحدار، هذا ويعتبر اختبار التجانس Hsiao أحد الأدوات الفعالة في تقييم جودة نماذج الانحدار الديناميكية والتحقق من صحة فرضيات التجانس في تحليل البيانات الطولية. توفر نتائج هذا الاختبار فهماً أعمق حول طبيعة البيانات ومدى ملائمة النموذج الإحصائي لتحليلها بشكل صحيح عبر مختلف الفترات الزمنية، وفي هذا الإطار قام Hsiao باقتراح مجموعة من الفرضيات التسلسلية التي تسمح بتحديد تجانس البيانات من عدمه وفقاً لثلاث مراحل مقسمة إلى ست فرضيات كما يلي:<sup>3</sup>

❖  $H_0$  : البيانات متجانسة؛

❖  $H_1$  : اختبار الفرضيتين التاليتين :

➤  $H_1$  : البيانات غير متجانسة؛

➤  $H_0$  : اختبار الفرضيتين التاليتين :

✓  $H_0$  : البيانات متجانسة؛

<sup>1</sup> Brooks C, Introductory Econometrics for Finance, Cambridge University Press, UK, 2014, P. 84-86.

<sup>2</sup> Lama Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia, Op. Cit. 131.

<sup>3</sup> Bourbonnais R, *Econométrie* : Cours et exercices corrigés, Paris, France : Dunod, 2015, P. 349.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

✓ H<sub>1</sub>: البيانات متجانسة جزئياً.

### المطلب الثالث: معاملات قياس جودة المعنوية الإحصائية

تحتوي النماذج المنبثقة من البرامج الإحصائية بما فيها برنامج ستاتا 16 Stata على مجموعة من القيم والمعاملات الإحصائية التي تمهد لعملية قياس الجودة والمعنوية الإحصائية سواء تعلق الأمر بالنموذج ككل أو بأحد المتغيرات المشمولة في الدراسة التطبيقية.

#### أولاً: معامل سبيرمان للإرتباط

يطلق على الرمز RHO معامل ارتباط الرتب لسبيرمان، حيث يركز على إعطاء المتغيرات رتباً تحل محل القياس العددي، وهو ما يعني أنه في حال القيام بترتيب مفردات المتغيرات X ترتيباً تصاعدياً وكانت مفردات Y المناظرة لها مرتبة ترتيباً تصاعدياً أيضاً فهذا يعني وجود ارتباط طردي تام بين المتغيرين، أما العكس فيشير إلى وجود ارتباط عكسي بينهما.<sup>1</sup>

تشير قيم RHO إلى نسب الاختلاف المسجلة في نتائج المتغير التابع التي تحدث بسبب العوامل الغير مرئية الخاصة بكل فرد والمثلثة من خلال الحد  $\mu_i$ ، فإذا كان  $RHO = 0,96$  فإن هذا يعني أن 96% من المتغيرات غير المرئية مفسرة من خلال المعامل الخاص بكل فرد، والباقي يعود لأخطاء مبهمة (غريبة، خاصة، غير مفسرة) "Idiosyncratic Error"، وعليه فإن تسجيل قيمة كبيرة لهذا المعامل يعني زيادة أكبر في جودة النموذج.

#### ثانياً: شرح المفردات الإحصائية للحكم على جودة النماذج

إن الاعتماد على نموذج معين عند تقديره باستخدام برنامج ستاتا يتطلب التأكد من جودته إحصائياً، ويظهر في البرنامج مجموعة من القيم والمؤشرات الإحصائية التي تسمح بالحكم على جودته ومعنوية قيمه المختلفة، وفيما يلي شرح مختصر لمدلولها:

- **Prob>F**: يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا إلى الاحتمال الموافق لاختبار فيشر، حيث تدل قيمته الأقل من مستوى المعنوية 5% على جودة النموذج من الناحية الإحصائية وأن معاملاته تختلف عن الصفر؛
- **Prob>chi2**: يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا إلى الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع، حيث يستخدم لاختبار الصدق في النتائج، من خلال قياس البعد بين القيم المتحصل عليها من العينة والقيم المفترضة المستخلصة من النموذج، وكلما كان الاحتمال ضعيفاً كلما دل ذلك على دقة النتائج، ويستخدم في العديد من الاختبارات كاختبار هوسمان وبورش بيقن، كما يستخدم في نموذج التأثير العشوائي كبديل عن احتمالية فيشر ولكن بنفس القراءة والمدلول؛
- **t**: تشير إلى معلمة توزيع ستودنت وتساهم في الحكم على قدرة المتغيرات المستقلة لعينة الدراسة على تفسير قيم المتغير التابع، حيث يدل ابتعاد قيمتها عن الصفر إلى زيادة درجة تمثيل المتغير في العينة.
- **P>t**: يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا إلى الاحتمال الموافق لاختبار ستودنت (t Test) الذي يوضح معرفة المتغيرات الإحصائية المفسرة ذات الدلالة في النموذج، حيث تدل قيمتها الأقل من مستوى المعنوية 5% على أن المتغير المستقل ذو دلالة إحصائية ويفسر جيداً المتغير التابع.
- **P>z**: يشير هذا الترميز المستخدم في برنامج ستاتا إلى الاحتمال الموافق لاختبار التوزيع الطبيعي (z Test) حيث له

<sup>1</sup> Stock J. H & Watson M. W, Introduction to Econometrics, Pearson, USA, 2015, P. 94.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

نفس دلالة الاختبار السابق ونفس القراءة، ولكن حسب طبيعة النموذج المستخدم، حيث يستخدم اختبار ستودنت في نموذج الانحدار التجميعي والتأثير الثابت، بينما يستخدم اختبار التوزيع الطبيعي في نموذج التأثير العشوائي.

#### المبحث الثالث: عرض، تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية

بعد القيام بتفصيل الخطوات المنهجية للدراسة التطبيقية في المبحث السابق من تحديد للعينة ومتغيرات وفرضيات الدراسة التطبيقية، إلى عرض الاختبارات الخاصة بجودة النماذج المستخدمة، سنقوم في هذا المبحث باستعراض مختلف النتائج المتحصل عليها ومن ثم تحليلها وتفسيرها والإجابة على فرضيات الدراسة التطبيقية، وعليه سيتضمن المبحث المطالب التالية:

**المطلب الأول: التوصيف الإحصائي واختبارات التجانس لمتغيرات الدراسة التطبيقية**

**المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج نماذج الدراسة التطبيقية**

**المطلب الثالث: تفسير النتائج والإجابة على فرضيات الدراسة التطبيقية**

#### المطلب الأول: التوصيف الإحصائي واختبارات التجانس لمتغيرات الدراسة التطبيقية

سيتم في هذا المطلب تقديم التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة التطبيقية موزعة على مجموعة من الجداول، يخصص كل جدول لعرض التوصيف الإحصائي للمتغيرات حسب المعايير التي تم تفصيلها في المبحث الأول وهي حجم وقطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية.

تبلغ عينة الدراسة كما تم الإشارة إليه سابقاً 25 مؤسسة إقتصادية، وبما أن مفردات عينة الدراسة لكل متغير تزيد عن (30) مفردة فإنه وحسب نظرية النهاية المركزية لا توجد حاجة لإجراء اختبار التوزيع الطبيعي، بل يكفي احتساب معامل الالتواء Skewness ومعامل التفرطح Kurtosis لمتغيرات الدراسة لبيان مدى ملائمتها للتوزيع الطبيعي، ووفقاً لهذه المعايير فإن بيانات المتغير تلائم التوزيع الطبيعي عند وقوع قيمة معامل الالتواء بين (1.30- و 1.30) ووقوع قيمة معامل التفرطح بين (3 و 3)<sup>1</sup>، وحتى يتم التأكد من التوزيع الطبيعي لبواقي معادلتى الانحدار قام الباحث باستخدام اختبار جارك- بير- Jarque-Berra، حيث تنص فرضية العدم على أن بواقي معادلة الانحدار موزعة طبيعياً انطلاقاً من هذا الاختبار، فنقبل فرضية العدم إذا كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية J-B أكبر من مستوى المعنوية 5% والعكس.

يقدم الجدول رقم (3-03) تلخيصاً للبيانات الوصفية للمتغيرات المستقلة والتابعة بشكل عام، فيما يقدم كل من الجدول رقم (3-04) و (3-05) ملخص لإحصائية متغيرات الدراسة حسب معياري الحجم وقطاع النشاط على التوالي، وهو ما من شأنه تسهيل شرح وتفسير هذه الإحصائيات، حيث تظهر الجداول كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة للمتغيرات التابعة، وكذا المتغيرات المستقلة والصيغ المالية المندرجة ضمنها.

<sup>1</sup> Kim H. Y, Statistical notes for clinical researchers: assessing normal distribution (2) using skewness and kurtosis. Restorative dentistry & endodontics, Vol. 38, No. 1, 2013, PP. 52-54.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الجدول رقم (3-03): نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات لعينة الدراسة

| المتغيرات      | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | أعلى قيمة | أدنى قيمة | معامل الالتواء | معامل التفلطح | جاك بير |
|----------------|---------------|-------------------|-----------|-----------|----------------|---------------|---------|
| <b>Lev01</b>   | 0.3017        | 0.0302            | 0.4032    | 0.2045    | 0.0642         | 1.2539        | 0.6031  |
| صكوك مريحة     | 0.0164        | 0.0049            | 0.0519    | 0.0021    | 0.9023         | 1.4032        | 0.4031  |
| التمويل بالسلم | 0.0107        | 0.0003            | 0.0165    | 0.0102    | 1.0045         | 2.5000        | 0.5940  |
| مريحة إسلامية  | 0.1738        | 0.0063            | 0.1530    | 0.1004    | -0.0075        | 0.5004        | 0.8593  |
| استصناع        | 0.1008        | 0.0033            | 0.0839    | 0.0432    | 0.0052         | 1.0068        | 0.3006  |
| <b>Lev02</b>   | 0.0738        | 0.0031            | 0.1032    | 0.0394    | 0.3167         | 1.4035        | 0.6319  |
| تورق إسلامي    | 0.0312        | 0.0004            | 0.0302    | 0.0094    | -0.0082        | 2.0694        | 0.2054  |
| استصناع        | 0.0426        | 0.0028            | 0.0117    | 0.0069    | 0.2073         | 0.9037        | 0.8103  |
| <b>FP</b>      | 1.9038        | 7.3920            | 4.2910    | -0.0257   | 0.7042         | 1.9420        | 0.5549  |
| <b>ROA</b>     | 3.0048        | 4.4025            | 6.3059    | 1.3002    | 0.3041         | 2.3024        | 0.3025  |
| <b>QR</b>      | 1.3404        | 0.2019            | 1.4031    | 1.3085    | 0.0269         | -1.3029       | 0.0701  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

بالنظر إلى نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الدراسة ككل المعروضة في الجدول رقم (3-03) أعلاه، نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي للمتغير Lev01 قد بلغت حوالي 30.17 % أي أن حقوق الملكية الخاصة بعينة المؤسسات الاقتصادية هي حوالي ثلاث أضعاف من صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل المستخدمة في هيكلها المالي، وتدل قيمة الانحراف المعياري المنخفضة التي بلغت 0.0302 صغر الاختلاف الموجود بين أعلى قيمة والتي بلغت 0.4032 سنة 2020 وأدنى قيمة والتي بلغت 0.2045 سنة 2013، كما نلاحظ أن اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على صيغة المريحة هي الأكبر من بين الصيغ الأخرى بوسط حسابي بلغ حوالي 17.38 % فيما جاء اعتمادها على التمويل بالسلم كأقل صيغة بوسط حسابي لم يتعدى نسبة 1.07 %.

هذا ويوضح الشق الثاني من الجدول رقم (3-03) أن قيمة الوسط الحسابي للمتغير Lev02 قد بلغت 7.38 % وهو ما يفسر أن اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل يمثل 0.0738 من حقوق الملكية الخاصة بها، في حين تشير القيمة المنخفضة للانحراف المعياري والبالغة 0.0031 إلى عدم وجود فوارق بين أعلى قيمة 0.1032 سنة 2021 وأدنى قيمة 0.0394 سنة 2015، كما تبين لنا أن المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة تعتمد في الرفع المالي بصيغ التمويل الإسلامي قصير الأجل على صيغتين فقط بنسب متقاربة هما الاستصناع بوسط حسابي بلغ حوالي 4.26 % والتورق الإسلامي بوسط حسابي نسبته 3.12 %.

في القسم الثالث من الجدول رقم (3-03) بلغ الوسط الحسابي للمتغير FP قيمة 1.9038 والانحراف المعياري 7.3920 وهو ما يفسر وجود فوارق معتبرة بين أعلى قيمة والبالغة 4.2910 سنة 2016 وأدنى قيمة والبالغة -0.0257 سنة 2020، فيما بلغت قيمة الوسط الحسابي للمتغير ROA 3.0048 وقيمة الانحراف المعياري 4.4025 وهو ما يشير إلى وجود فوارق معتبرة بين أعلى قيمة والبالغة 6.3059 سنة 2014 وأدنى قيمة والبالغة 1.3002 سنة 2019، أما بخصوص المتغير التابع

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الأخير فسجلنا وسط حسابي قيمته 1.3404 وانحراف معياري قيمته 0.2019 وهو ما يؤكد الفارق الضئيل بين أعلى قيمة البالغة 1.4031 سنة 2017 وأدنى قيمة البالغة 1.3085 سنة 2012.

ويوضح الجدول رقم (3-04) ملائمة متغيرات الدراسة مقسمة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية للتوزيع الطبيعي من خلال وقوع كل معاملات الالتواء بين قيمتي (1.30- و 1.30) وكل معاملات التفلطح بين قيمتي (3- و 3)، كما يبين الجدول أيضا أن القيم الاحتمالية لإحصائية J-B للمتغيرات أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يرجح فرضية ثبوت التوزيع الطبيعي لبواقي معادلات الانحدار.

الجدول رقم (3-04): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات عينة الدراسة التطبيقية حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية

| حجم المؤسسة       | المتغيرات      | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | أعلى قيمة | أدنى قيمة | معامل الالتواء | معامل التفلطح | جارك بير |
|-------------------|----------------|---------------|-------------------|-----------|-----------|----------------|---------------|----------|
| المؤسسات الكبيرة  | Lev01          | 0.4032        | 0.0039            | 0.3941    | 0.3058    | 1.0693         | 2.4963        | 0.6930   |
|                   | صكوك مربحة     | 0.0740        | 0.0325            | 0.1937    | 0.1063    | -0.0104        | 1.3029        | 0.3092   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0038        | 0.0002            | 0.0341    | 0.0013    | 0.8301         | 0.3046        | 0.0970   |
|                   | مراجعة إسلامية | 0.2952        | 0.0027            | 0.3017    | 0.2483    | 1.0849         | 1.0058        | 0.8309   |
|                   | استصناع        | 0.0302        | 0.0902            | 0.2603    | 0.1836    | 0.5839         | 1.9403        | 0.4093   |
|                   | Lev02          | 0.0702        | 0.1047            | 0.0948    | 0.0538    | 0.6302         | 2.083         | 0.0679   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0248        | 0.1059            | 0.0242    | 0.0184    | 1,1094         | 1.0453        | 0.2947   |
|                   | استصناع        | 0,0454        | 0.2046            | 0.0395    | 0.0242    | 0.0492         | 0.3952        | 0.4967   |
|                   | FP             | 2.0596        | 4.0493            | 6.0392    | -0.0503   | 1.0359         | 2.1749        | 0.0896   |
|                   | ROA            | 4.2019        | 3.0594            | 8.0329    | -0.9605   | 0.4039         | 1.8931        | 0.4938   |
|                   | QR             | 0.9302        | 0.2097            | 1.0037    | 0.8792    | 1.2003         | 2.8301        | 0.0901   |
|                   | Lev01          | 0.3051        | 0.0406            | 0.2605    | 0.2058    | 1.2059         | 1.8490        | 0.0903   |
| المؤسسات المتوسطة | صكوك مربحة     | 0.0841        | 0.0075            | 0.0695    | 0.0302    | 0.2049         | 1.4093        | 0.2944   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0307        | 0.0260            | 0.0293    | 0.0158    | 0.6049         | 0.3905        | 0.3029   |
|                   | مراجعة إسلامية | 0.1495        | 0.0013            | 0.1305    | 0.1007    | 0.4021         | 0.9462        | 0.4092   |
|                   | استصناع        | 0.0408        | 0.0159            | 0.0304    | 0.0139    | -0.3219        | 1.4039        | 0.0948   |
|                   | Lev02          | 0.0942        | 0.3025            | 0.1839    | 0.0539    | 1.0075         | 2.0694        | 0.3205   |
|                   | التمويل بالسلم | 0,0571        | 0.0693            | 0.0693    | 0.0294    | -0.0329        | 1.9438        | 0.0942   |
|                   | استصناع        | 0.0371        | 0.2049            | 0.0549    | 0.0124    | 0.9302         | 0.8412        | 0.4206   |
|                   | FP             | 1.3063        | 2.5094            | 3.4051    | -0.4032   | 0.9017         | 0.5892        | 0.1836   |
|                   | ROA            | 2.9048        | 1.7301            | 4.3026    | 0.0149    | 1.0083         | 2.8062        | 0.0759   |
|                   | QR             | 1.3046        | 0.4091            | 1.9524    | 1.0392    | 0.6284         | 2.1007        | 0.0802   |
|                   | Lev01          | 0.2332        | 0.0948            | 0.2059    | 0.1958    | 0.9384         | 2.695         | 0.0793   |
|                   | صكوك مربحة     | 0.0153        | 0.5093            | 0.0249    | 0.0078    | -0.0392        | 1.9032        | 0.1504   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.1048        | 1.0549            | 0.1068    | 0.0934    | 0.5029         | -0.8047       | 0.2046   |
|                   | مراجعة إسلامية | 0.0639        | 0.9420            | 0.0895    | 0.0549    | 1.0829         | 1.0043        | 0.0941   |



### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

#### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |         |         |        |        |        |        |                |                  |
|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|----------------|------------------|
| 0.4116 | 0.6094  | 0.4693  | 0.0372 | 0.0406 | 0.6930 | 0.0492 | استصناع        | المؤسسات الصغيرة |
| 0.0839 | 1.3283  | 0.0049  | 0.0314 | 0.0843 | 0.2381 | 0.0639 | Lev02          |                  |
| 0.2173 | 1.4059  | 0.0258  | 0.0112 | 0.0368 | 0.3059 | 0.0237 | التمويل بالسلم |                  |
| 0.0795 | 0.7403  | -0.0392 | 0.0195 | 0.0943 | 0.1344 | 0.0402 | استصناع        |                  |
| 0.5941 | -0.4932 | 0.4032  | 0.0348 | 1.0372 | 0.5932 | 0.9403 | FP             |                  |
| 0.7914 | 0.3021  | -1.0486 | 0.5049 | 5.0428 | 2.0073 | 2.6941 | ROA            |                  |
| 0.1739 | 1.3072  | 0.6914  | 1.0482 | 1.6021 | 0.9302 | 1.1932 | QR             |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

كما يقدم الجدول رقم (3-04) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة مقسمة حسب معيار الحجم إلى مؤسسات كبيرة ومتوسطة وصغيرة حيث سجلت المؤسسات الاقتصادية الكبيرة أعلى قيمة وسط حسابي للمتغير Lev01 والتي بلغت حوالي 0.4032 وهو ما يوضح اعتماد المؤسسات الكبيرة على التمويل الإسلامي طويل الأجل بمعدلات أكبر مقارنة بالمؤسسات المتوسطة والصغيرة، كما بلغ الانحراف المعياري قيمة 0.0039 ليبين صغر الاختلاف الموجود بين أعلى قيمة والتي بلغت 0.3941 سنة 2021 وأدنى قيمة والتي بلغت 0.3058 سنة 2013، وفي نفس السياق كان اعتماد المؤسسات الكبيرة على صيغة المراجعة هو الأكبر من بين الصيغ طويلة الأجل الأخرى بوسط حسابي بلغ 0.2952 وانحراف معياري قيمته 0.0027. أما فيما يخص المتغير الثاني المتمثل في Lev02 فقد سجلت المؤسسات المتوسطة أعلى نسبة استخدام له مقارنة بالمؤسسات الكبيرة والصغيرة، بوسط حسابي بلغت قيمته 0.0942 وانحراف معياري 0.3025 وضح حجم الاختلاف الضئيل المسجل بين أعلى قيمة 0.1004 سنة 2017 وأقل قيمة 0.0593 سنة 2013.

بينما عرفت قيم المتغيرات التابعة نتائج متفاوتة حسب نوع المؤسسة إذ سجلت المؤسسات الكبيرة أعلى قيمة مردودية مالية FP بوسط حسابي 2.0596 وانحراف معياري بلغ 4.0493 ليعكس حجم الاختلاف المعتبر الموجود بين أعلى قيمة سنة 2018 التي بلغت 6.0392 وأدنى قيمة سنة 2020 والتي بلغت -0.0503، وفي السياق نفسه تصدرت المؤسسات الكبيرة ترتيب المؤسسات المحققة لأعلى معدل عائد على الموجودات ROA بوسط حسابي 4.2019 وانحراف معياري بلغ 3.0594 ليبين وجود اختلاف بين أعلى قيمة سنة 2016 والتي بلغت 8.0329 وأدنى قيمة سنة 2020 والتي بلغت 0.9605، أما المؤسسات المتوسطة فكانت لها الأسبقية في ما يخص توفر السيولة السريعة QR بقيمة وسط حسابي 1.3046 وانحراف معياري 0.4091 يعكس ضعف الاختلاف المسجل بين أعلى قيمة 1.9524 سنة 2018 وأقل قيمة 1.0392 سنة 2020.

يتعلق الجدول رقم (3-05) بمتغيرات الدراسة مقسمة حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية حيث يشير وقوع كل معاملات الائتواء بين قيمتي (1.30- و 1.30) وكل معاملات التفلطح بين قيمتي (3- و 3) إلى اتباعها للتوزيع الطبيعي، كما يبين الجدول أيضا أن القيم الاحتمالية لإحصائية J-B للمتغيرات أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يرجح فرضية ثبوت التوزيع الطبيعي لبواقي معادلات الانحدار.

**الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي  
للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية**

الجدول رقم (3-05): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات عينة الدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية

| نوع المؤسسة       | المتغيرات      | الوسط الحسابي | الانحراف المعياري | أعلى قيمة | أدنى قيمة | معامل الالتواء | معامل التفلطح | جارك بير |
|-------------------|----------------|---------------|-------------------|-----------|-----------|----------------|---------------|----------|
| المؤسسات الصناعية | Lev01          | 0.4382        | 0.0849            | 0.4504    | 0.3694    | 1.4036         | 0.0885        | 0.1149   |
|                   | صكوك مراجعة    | 0.0831        | 0.1039            | 0.1873    | 0.0139    | 0.9381         | 2.0394        | 0.0948   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0582        | 0.4083            | 0.0931    | 0.0204    | 1.1084         | 1.9370        | 0.3984   |
|                   | مراجعة إسلامية | 0.2043        | 0.2087            | 0.3007    | 0.1928    | 1.0093         | 2.8403        | 0.1824   |
|                   | استصناع        | 0.0926        | 0.8392            | 0.1148    | 0.0294    | -0.5039        | 0.0294        | 0.0583   |
|                   | Lev02          | 0.0629        | 0.4032            | 0.3936    | 0.0329    | 1.2749         | 2.0463        | 0.7482   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0216        | 0.7183            | 0.1943    | 0.0102    | 1.1952         | 2.7592        | 0.0693   |
|                   | استصناع        | 0.0413        | 0.9294            | 0.2041    | 0.0203    | 0.9583         | 1.8403        | 0.4829   |
|                   | FP             | 2.7032        | 3.0592            | 5.0529    | 0.3032    | 1.2849         | 0.0568        | 0.0727   |
|                   | ROA            | 3.8274        | 1.3940            | 3.0429    | 0.8371    | 0.3864         | 2.4072        | 0.5381   |
|                   | QR             | 0.9471        | 1.1074            | 1.5268    | 0.8492    | -0.8392        | 1.205         | 0.3863   |
|                   | Lev01          | 0.2048        | 1.0392            | 0.4029    | 0.0309    | 0.0849         | 1.5943        | 0.6297   |
| المؤسسات التجارية | صكوك مراجعة    | 0.1004        | 0.8371            | 0.1593    | 0.0403    | 0.9304         | 2.009         | 0.4927   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0647        | 1.2048            | 0.1594    | 0.0295    | 0.2444         | 1.3009        | 0.8322   |
|                   | مراجعة إسلامية | 0.0397        | 0.4508            | 0.1493    | 0.0135    | -0.0104        | 0.8062        | 0.0796   |
|                   | Lev02          | 0.0892        | 2.0417            | 0.2039    | 0.0419    | -1.0099        | 2.4936        | 0.0562   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0892        | 2.0417            | 0.2039    | 0.0419    | -1.099         | 2.4936        | 0.0562   |
|                   | FP             | 1.9483        | 4.0592            | 5.7392    | 0.4185    | 0.8329         | 2.4932        | 0.9204   |
|                   | ROA            | 3.5931        | 5.0391            | 6.0927    | 0.3290    | -0.0083        | 0.7382        | 0.0821   |
|                   | QR             | 1.4026        | 0.9387            | 1.2401    | 0.9738    | 0.7321         | 2.1748        | 0.4914   |
| المؤسسات الخدمية  | Lev01          | 0.1852        | 1.4032            | 0.3002    | 0.0304    | -0.0362        | 2.4491        | 0.0821   |
|                   | صكوك مراجعة    | 0.0538        | 1.0721            | 0.2091    | 0.0294    | 1.5392         | 0.6013        | 0.4096   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0831        | 0.8036            | 0.2704    | 0.0402    | -1.0468        | 2.1008        | 0.0942   |
|                   | مراجعة إسلامية | 0.0483        | 1.9304            | 0.1379    | 0.0143    | 0.0791         | 1.9447        | 0.7418   |
|                   | Lev02          | 0.0582        | 0.9482            | 0.1748    | 0.0392    | -0.5184        | 1.4093        | 0.4093   |
|                   | التمويل بالسلم | 0.0582        | 0.9482            | 0.1748    | 0.0392    | -0.5184        | 1.4093        | 0.4093   |
|                   | FP             | 2.0048        | 2.4093            | 4.3749    | 0.6039    | 1.1957         | 2.1948        | 0.0928   |
|                   | ROA            | 5.2016        | 3.7082            | 4.7931    | 1.0827    | 0.3951         | 2.8361        | 0.4931   |
|                   | QR             | 1.2417        | 0.7281            | 1.4920    | 0.7381    | -1.0038        | 1.9371        | 0.0739   |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

هذا ويقدم نفس الجدول التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة مقسمة حسب معيار قطاع النشاط لمؤسسات صناعية وتجارية وخدمية حيث كانت المؤسسات الاقتصادية الصناعية على رأس المؤسسات التي قامت بأعلى رفع مالي بواسطة صيغ الصيرفة

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الإسلامية طويلة الأجل بمعدل وسط حسابي للمتغير Lev01 وصل 43.83%، كما بلغ الانحراف المعياري قيمة 0.0849 ليبين ضعف الاختلاف الموجود بين أعلى قيمة والتي بلغت 0.4504 سنة 2021 وأدنى قيمة والتي بلغت 0.3694 سنة 2013، كما كان اعتماد المؤسسات الصناعية على صيغة المراجعة الأكبر مقارنة بباقي الصيغ طويلة الأجل الأخرى بوسط حسابي بلغ 0.2043 وانحراف معياري 0.2087.

وعلى عكس المتغير الأول كان النصيب الأكبر في استخدام الرفع المالي بصيغ الصيرفة الإسلامية قصيرة الأجل للمؤسسات التجارية بوسط حسابي للمتغير Lev02 وصلت قيمته 0.0892 وانحراف معياري 1.0392 وضح عدم وجود اختلاف كبير مسجل بين أعلى قيمة 0.2039 سنة 2020 وأقل قيمة 0.0419 سنة 2015.

أما فيما يتعلق بالشق الخاص بالمتغيرات التابعة فلم تثبت نتائجه على حال واحد، حيث حققت المؤسسات الصناعية أعلى قيمة مردودية مالية FP بوسط حسابي 2.7032 وانحراف معياري بلغ 3.0592 ليعكس كبر الاختلاف الموجود بين أعلى قيمة سنة 2018 التي بلغت 5.0529 وأدنى قيمة سنة 2020 والتي بلغت 0.3032، بينما سجلت المؤسسات الخدمية أعلى معدل عائد على الموجودات ROA بوسط حسابي قيمته 5.2016 وانحراف معياري بلغ 3.7082 ليبين وجود اختلاف بين أعلى قيمة سنة 2018 التي بلغت 4.7931 وأدنى قيمة سنة 2020 والتي بلغت 1.0827، أما السيولة السريعة QR فكانت متوفرة بشكل أكبر في المؤسسات التجارية بوسط حسابي قدره 1.4026 وانحراف معياري 0.9387 يعكس ضعف الاختلاف المسجل بين أعلى قيمة 1.2401 سنة 2016 وأقل قيمة 0.9738 سنة 2021.

### ثانياً: اختبارات التجانس Hsiao

تم التفصيل في المبحث السابق في اختبارات التجانس وأهميتها، وسيتم فيما هو آتي عرض نتائج اختبارات التجانس Hsiao لثنائيات معادلات نماذج الدراسة التطبيقية بشكل عام، ومقسمة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية وكذا قطاع نشاطها.

الجدول رقم (3-06): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الأولى للدراسة التطبيقية

| نماذج الدراسة  | معادلات النماذج              |  | المعادلة الأولى |         | المعادلة الثانية |         |
|----------------|------------------------------|--|-----------------|---------|------------------|---------|
|                | الإحصائيات                   |  | P-Value         | F-Stat  | P-Value          | F-Stat  |
| النموذج الأول  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> |  | 0.0000          | 13.3958 | 0.0031           | 6.3682  |
|                | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |  | 0.0939          | 1.4903  | 0.1529           | 2.0042  |
|                | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |  | 0.0000          | 43.9482 | 0.0000           | 25.4974 |
| النموذج الثاني | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> |  | 0.0001          | 4.5937  | 0.0057           | 1.3062  |
|                | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |  | 0.1090          | 9.0682  | 0.0792           | 11.3082 |
|                | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |  | 0.0207          | 2.4105  | 0.0000           | 32.1683 |
| النموذج الثالث | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> |  | 0.0004          | 56.4291 | 0.0000           | 5.0248  |
|                | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |  | 0.5006          | 4.9201  | 0.8173           | 13.3098 |
|                | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |  | 0.0103          | 21.2936 | 0.0042           | 2.4953  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

يوضح الجدول رقم (3-06) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الأول (0.0000) للمعادلة الأولى و 0.0031 للمعادلة الثانية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.0938 للمعادلة الأولى و 0.1529 للمعادلة الثانية) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.000 للمعادلتين الأولى والثانية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد، وبالتالي فإن نموذج بيانات البانل تعد الأنسب في هذه الدراسة.

يوضح الجدول رقم (3-06) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الثاني (0.0001) للمعادلة الأولى و 0.0057 للمعادلة الثانية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.1090 للمعادلة الأولى و 0.0792 للمعادلة الثانية) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0207 للمعادلة الأولى و 0.0000 للمعادلة الثاني) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

يوضح الجدول رقم (3-06) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الأول (0.0004) للمعادلة الأولى و 0.0000 للمعادلة الثانية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.5006 للمعادلة الأولى و 0.8173 للمعادلة الثانية) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0103 للمعادلة الأولى و 0.0042 للمعادلة الثاني) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

جاءت نتائج اختبارات التجانس Hsiao لثنائيات معادلات نماذج الدراسة التطبيقية مؤكدة على أنها ذات تأثيرات فردية أو عشوائية وبالتالي فإن نموذج بيانات البانل يعد الأنسب في هذه الدراسة.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الجدول رقم (3-07): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الأولي للدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم

| المعادلة الثانية |         | المعادلة الأولى |         | النموذج الأول                | حجم المؤسسة       |
|------------------|---------|-----------------|---------|------------------------------|-------------------|
| P-Value          | F-Stat  | P-Value         | F-Stat  |                              |                   |
| 0.0000           | 20.8491 | 0.0043          | 3.2016  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الكبيرة  |
| 0.3026           | 5.7318  | 0.0839          | 11.5930 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0000           | 19.4982 | 0.0000          | 6.2841  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0174           | 7.9362  | 0.0032          | 39.5927 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات المتوسطة |
| 0.7302           | 4.4072  | 0.1693          | 2.3901  | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0148           | 10.2693 | 0.0062          | 16.0836 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0008           | 27.3985 | 0.0000          | 45.0361 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الصغيرة  |
| 0.0693           | 32.4904 | 0.9285          | 26.3047 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0004           | 5.2485  | 0.0000          | 6.5042  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يوضح الجدول رقم (3-07) أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الأول (0.0043) للمعادلة الأولى و 0.0000 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و 0.0032 للمعادلة الأولى و 0.0174 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و 0.0000 للمعادلة الأولى و 0.0008 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.0839) للمعادلة الأولى و 0.3026 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و 0.1693 للمعادلة الأولى و 0.7302 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و 0.9285 للمعادلة الأولى و 0.0693 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0000) للمعادلة الأولى والثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و 0.0062 للمعادلة الأولى و 0.0148 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و 0.0000 للمعادلة الأولى و 0.0004 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلومات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

الجدول رقم (3-08): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثانية للدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم

| المعادلة الثانية |         | المعادلة الأولى |         | النموذج الثاني               | حجم المؤسسة      |
|------------------|---------|-----------------|---------|------------------------------|------------------|
| P-Value          | F-Stat  | P-Value         | F-Stat  |                              |                  |
| 0.0086           | 1.4950  | 0.0403          | 92.4904 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الكبيرة |
| 0.3024           | 18.0358 | 0.0703          | 3.0958  | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                  |
| 0.0083           | 9.2083  | 0.0002          | 10.0493 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                  |
| 0.0008           | 58.3028 | 0.0103          | 4.6038  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> |                  |

### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

#### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |         |        |         |                              |                   |
|--------|---------|--------|---------|------------------------------|-------------------|
| 0.7483 | 4.0374  | 0.0593 | 17.5931 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> | المؤسسات المتوسطة |
| 0.0402 | 12.6493 | 0.0021 | 6.3958  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0000 | 8.2854  | 0.0000 | 5.9302  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الصغيرة  |
| 0.3859 | 22.4011 | 0.0752 | 15.3947 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0000 | 1.5938  | 0.0006 | 12.4984 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يوضح الجدول رقم (3-08) أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الثاني (0.0403) للمعادلة الأولى و0.0086 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و0.0103 للمعادلة الأولى و0.0008 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و0.0000 للمعادلة الأولى والثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.0703) للمعادلة الأولى و0.3024 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و0.0593 للمعادلة الأولى و0.7483 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و0.0752 للمعادلة الأولى و0.3859 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0002) للمعادلة الأولى و0.0083 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و0.0021 للمعادلة الأولى و0.0402 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و0.0006 للمعادلة الأولى و0.0000 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن الملاحظات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

الجدول رقم (3-09): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثالثة للدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم

| المعادلة الثانية |         | المعادلة الأولى |         | النموذج الثالث               | حجم المؤسسة       |
|------------------|---------|-----------------|---------|------------------------------|-------------------|
| P-Value          | F-Stat  | P-Value         | F-Stat  |                              |                   |
| 0.0306           | 37.3092 | 0.0067          | 6.3029  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الكبيرة  |
| 0.6920           | 7.3095  | 0.2057          | 18.3920 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0064           | 54.3095 | 0.0001          | 2.4905  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0195           | 9.4982  | 0.0015          | 41.5096 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات المتوسطة |
| 0.3648           | 14.9462 | 0.0723          | 5.3029  | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0008           | 3.9597  | 0.0257          | 11.3958 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0063           | 47.0351 | 0.0000          | 8.4925  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الصغيرة  |
| 0.0602           | 4.0382  | 0.0931          | 5.9374  | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0000           | 22.4905 | 0.0000          | 16.9062 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

يوضح الجدول رقم (3-09) أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الثالث (0.0067 للمعادلة الأولى و 0.0306 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و 0.0015 للمعادلة الأولى و 0.0195 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و 0.0000 للمعادلة الأولى و 0.0063 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.2057 للمعادلة الأولى و 0.6920 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و 0.0723 للمعادلة الأولى و 0.3648 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و 0.0931 للمعادلة الأولى و 0.0602 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0001 للمعادلة الأولى و 0.0064 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الكبيرة، و 0.0257 للمعادلة الأولى و 0.0008 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات المتوسطة، و 0.0000 للمعادلة الأولى والثانية الخاصة بالمؤسسات الصغيرة) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

بما أن نتائج اختبارات التجانس Hsiao لثنائيات معادلات نماذج الدراسة التطبيقية المقسمة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية أكدت على أنها ذات تأثيرات فردية أو عشوائية فإن نموذج بيانات البانل يعد الأنسب لدراسة هذه البيانات.

الجدول رقم (3-10): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الأولى للدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط

| المعادلة الثانية |         | المعادلة الأولى |         | النموذج الأول                | حجم المؤسسة       |
|------------------|---------|-----------------|---------|------------------------------|-------------------|
| P-Value          | F-Stat  | P-Value         | F-Stat  |                              |                   |
| 0.0039           | 1.5937  | 0.0351          | 52.4069 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الصناعية |
| 0.5292           | 8.5028  | 0.2593          | 7.3924  | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0000           | 14.0426 | 0.0030          | 11.9604 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0258           | 3.6929  | 0.0014          | 36.3692 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات التجارية |
| 0.4029           | 6.0397  | 0.8392          | 17.4907 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0304           | 17.0629 | 0.0001          | 5.5274  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0001           | 6.3829  | 0.0159          | 48.0395 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الخدمية  |
| 0.1152           | 20.2958 | 0.0932          | 11.9461 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0084           | 9.4952  | 0.0108          | 4.9429  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يوضح الجدول رقم (3-10) أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الأول (0.0351 للمعادلة الأولى و 0.0039 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و 0.0014 للمعادلة الأولى و 0.0258 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و 0.0159 للمعادلة الأولى و 0.0001 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.2593) للمعادلة الأولى و (0.5292) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و (0.8392) للمعادلة الأولى و (0.4029) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و (0.0932) للمعادلة الأولى و (0.1152) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0030) للمعادلة الأولى و (0.0000) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و (0.0001) للمعادلة الأولى و (0.0304) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و (0.0108) للمعادلة الأولى و (0.0084) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن الملمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

الجدول رقم (3-11): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثانية للدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط

| حجم المؤسسة       | النموذج الثاني               | المعادلة الأولى |         | المعادلة الثانية |         |
|-------------------|------------------------------|-----------------|---------|------------------|---------|
|                   |                              | P-Value         | F-Stat  | P-Value          | F-Stat  |
| المؤسسات الصناعية | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | 0.0021          | 7.2942  | 0.0179           | 23.5062 |
|                   | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> | 0.5082          | 11.4982 | 0.0736           | 2.6931  |
|                   | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> | 0.0021          | 3.3092  | 0.0000           | 5.0363  |
| المؤسسات التجارية | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | 0.0005          | 45.3495 | 0.0012           | 8.3952  |
|                   | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> | 0.1482          | 3.9527  | 0.7389           | 15.3846 |
|                   | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> | 0.0011          | 9.4027  | 0.0002           | 4.0269  |
| المؤسسات الخدمية  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | 0.0249          | 37.3154 | 0.0000           | 6.3301  |
|                   | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> | 0.2842          | 19.9304 | 0.0593           | 22.5062 |
|                   | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> | 0.0073          | 1.6083  | 0.0058           | 34.2046 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يوضح الجدول رقم (3-11) أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الثاني (0.0021) للمعادلة الأولى و (0.0179) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و (0.0005) للمعادلة الأولى و (0.0012) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و (0.0249) للمعادلة الأولى و (0.0000) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.5082) للمعادلة الأولى و (0.0736) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و (0.1482) للمعادلة الأولى و (0.7389) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و (0.2842) للمعادلة الأولى و (0.0593) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0021) للمعادلة الأولى و (0.0000) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و (0.0011) للمعادلة الأولى و (0.0002) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و (0.0073) للمعادلة الأولى و (0.0058) للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

التجارية، و 0.0073 للمعادلة الأولى و 0.0058 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

الجدول رقم (3-12): اختبار Hsiao لثنائية معادلة النموذج الثالثة للدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط

| المعادلة الثانية |         | المعادلة الأولى |         | النموذج الثاني               | حجم المؤسسة       |
|------------------|---------|-----------------|---------|------------------------------|-------------------|
| P-Value          | F-Stat  | P-Value         | F-Stat  |                              |                   |
| 0.0010           | 37.3018 | 0.0000          | 4.9329  | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الصناعية |
| 0.0759           | 7.0321  | 0.2038          | 11.2930 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0029           | 10.2981 | 0.0071          | 20.3947 | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0004           | 9.0384  | 0.0382          | 25.3201 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات التجارية |
| 0.1038           | 21.9371 | 0.4893          | 5.3983  | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0409           | 4.0748  | 0.0004          | 1.4903  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |
| 0.0000           | 13.0583 | 0.0001          | 40.2954 | فيشر المحسوبة F <sub>1</sub> | المؤسسات الخدمية  |
| 0.6291           | 9.9201  | 0.0829          | 16.2946 | فيشر المحسوبة F <sub>2</sub> |                   |
| 0.0000           | 23.0493 | 0.0208          | 8.4082  | فيشر المحسوبة F <sub>3</sub> |                   |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يوضح الجدول رقم (3-12) أن القيم الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة لمعادلي النموذج الثالث (0.0000 للمعادلة الأولى و 0.0010 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و 0.0382 للمعادلة الأولى و 0.0004 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و 0.0001 للمعادلة الأولى و 0.0000 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يقود لرفض فرضية العدم لمعادلي النموذج (البيانات غير متجانسة).

بناءً على النتيجة السابقة يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية أين نسجل أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للمعادلتين (0.2038 للمعادلة الأولى و 0.0759 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و 0.4893 للمعادلة الأولى و 0.1038 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و 0.0829 للمعادلة الأولى و 0.6291 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أكبر من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يعني قبول الفرضية العدمية والانتقال للخطوة الثالثة من الاختبار التي نلاحظ فيها أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للمعادلتين (0.0071 للمعادلة الأولى و 0.0029 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الصناعية، و 0.0004 للمعادلة الأولى و 0.0409 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات التجارية، و 0.0208 للمعادلة الأولى و 0.0000 للمعادلة الثانية الخاصة بالمؤسسات الخدمية) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يؤدي إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد.

سارت نتائج اختبارات التجانس Hsiao لثنائيات معادلات نماذج الدراسة التطبيقية المقسمة حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية على مسار الاختبارات السابقة حيث أكدت على أنها ذات تأثيرات فردية أو عشوائية، وعليه يمكن القول

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

أن نموذج بيانات البانل مناسب لدراسة البيانات أياً كان شكلها، سواء كيانات كلية أو بيانات مصنفة حسب معيار الحجم أو قطاع النشاط.

#### المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج نماذج الدراسة التطبيقية

سيتم عرض نتائج النماذج الأساسية التي تم تقديمها في المبحث الثاني لدراسة البيانات المقطعية الطولية، وهي نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت، حيث سيتم تحليل كل منها وبيان مدى جودتها من الناحية الإحصائية في كل حالة من الحالات، كما سيتم إجراء الاختبارات التي تسمح بتحديد النموذج الأفضل للدراسة.

#### أولاً: عرض وتحليل نتائج نموذج الانحدار التجميعي

يرتكز النموذج على دمج البيانات مع بعضها وإلغاء البعد الزمني كما تم تفصيله في المبحث الثاني، وفيما يلي عرض للنموذج المستخلص من برنامج ستاتا 16.0 Stata 16.0 موضح في جداول حسب طبيعة بيانات الدراسة التطبيقية.

#### 1. نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية

يقدم الجدول رقم (3-13) معالم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0 Stata 16.0.

الجدول رقم (3-13): نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |         |               |         | Cross-sections included: 25    Total panel observations: 275 |                  |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|---------|---------------|---------|--------------------------------------------------------------|------------------|
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |         | النموذج الأول |         | نماذج الدراسة                                                | معادلات النماذج  |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA     | Std           | FP      |                                                              |                  |
| 0.5654                                                                       | 0.0496 | 2.0105         | -1.0435 | 1.0548        | 0.4908  | lev01                                                        | المعادلة الأولى  |
| 0.8327                                                                       | 4.9065 | 0.9131         | 22.2945 | 0.1499        | -13.405 | C                                                            |                  |
| 0.2639                                                                       |        | 0.3104         |         | 0.2405        |         | R <sup>2</sup>                                               |                  |
| 0.2459                                                                       |        | 0.2948         |         | 0.2246        |         | Adj R <sup>2</sup>                                           |                  |
| 94.3963                                                                      |        | 18.4038        |         | 139.9483      |         | احصائية فيشر (F)                                             |                  |
| 0.0027                                                                       |        | 0.0144         |         | 0.0034        |         | احتمالية فيشر (Prob>F)                                       |                  |
| 0.0877                                                                       |        | -0.5190        |         | 0.4032        |         | احصائية ستيودنت (t)                                          |                  |
| 0.0952                                                                       |        | 0.7932         |         | 0.2849        |         | احتمالية ستيودنت (P>t)                                       |                  |
| 0.8142                                                                       | 0.0596 | 3.0458         | 2.0953  | 1.0864        | -0.0893 | Lev02                                                        | المعادلة الثانية |
| 0.5073                                                                       | 7.0496 | 0.8404         | -5.0683 | 0.0470        | 31.0953 | C                                                            |                  |
| 0.2148                                                                       |        | 0.2794         |         | 0.2241        |         | R <sup>2</sup>                                               |                  |
| 0.1982                                                                       |        | 0.2503         |         | 0.2058        |         | Adj R <sup>2</sup>                                           |                  |
| 37.0973                                                                      |        | 139.4973       |         | 11.5098       |         | احصائية فيشر (F)                                             |                  |
| 0.0705                                                                       |        | 0.0032         |         | 0.0008        |         | احتمالية فيشر (Prob>F)                                       |                  |
| 0.0728                                                                       |        | 0.6879         |         | -0.0821       |         | احصائية ستيودنت (t)                                          |                  |
| 0.0583                                                                       |        | 0.0793         |         | 0.4931        |         | احتمالية ستيودنت (P>t)                                       |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

الجدول رقم (3-13) الموضح أعلاه يبين معالم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج الانحدار التجميعي، وبما أن الجدول سيتكرر عند تقسيم المؤسسات حسب معيار الحجم وقطاع النشاط فإن شرحها وبيان طريقة قراءتها أمر لازم قبل عملية تحليلها.

#### 1.1. شرح النموذج

يقدم الجدول رقم (3-13) نتائج معادلة الانحدار باستخدام مقدر طريقة المربعات الصغرى حيث يقسم الجدول إلى جزء علوي تظهر فيه بعض القيم الإحصائية والمتمثلة في المتغيرات التابعة FP و ROA و QR الخاصة بالنموذج الأول والنموذج الثاني والنموذج الثالث على الترتيب، والمجال الزمني للدراسة "Sample" وعدد الفترات الزمنية "Period included" ومجموع المشاهدات "Total panel observations".

بينما يقدم الجزء السفلي كل من القيم المتعلقة بمعادلة الانحدار والقيم الإحصائية لمعادلي كل نموذج، إذ يظهر في أول خلية لكل معادلة قيمة المعامل المعياري للمتغيرين lev01 و lev02 والحد الثابت C، ثم معامل التحديد  $R^2$  (مجموع مربعات النموذج/مجموع المربعات الكلية)، ومعامل التحديد المعدل  $Adj R^2$ ، بعد ذلك تأتي معلمة فيشر F الموافقة لدرجات الحرية والبقايا (متوسط مربعات النموذج/مجموع مربعات البواقي) ثم الاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob>F)، وتأتي في الأخير كل من معلمة ستيودنت t (المعامل المعياري/الانحراف المعياري) والاحتمال الموافق لاختبار ستيودنت (P>t).

#### 2.1. جودة النموذج إحصائياً

ظهر الاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob>F) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارباً للصفر، وهو الأمر الذي يدعو إلى اعتبار معاملات النموذج تختلف عن الصفر وهو ما يكسب نموذج الانحدار التجميعي نوعاً من الجودة والدلالة الإحصائية، كما بلغ معامل التحديد  $R^2$  للمعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة 0.2405 و 0.3104 و 0.2639 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 24.05 % و 31.04 % و 26.39 %، أما المعادلة الثانية فقد كان معامل التحديد  $R^2$  للنماذج الثلاثة 0.2241 و 0.2794 و 0.2148 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 22.41 % و 27.94 % و 21.48 %، كما يتضح من خلال الجدول قرب قيم إحصائيات ستيودنت من الصفر، علاوة على ذلك نلاحظ أن القيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت (P>t) أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يشير إلى عدم دلالتها إحصائياً أي أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة، وتدفع هذه المؤشرات إلى التقليل من دلالة هذا النموذج من الناحية الإحصائية وهي نتيجة منطقية كون نموذج الانحدار التجميعي في معظم الحالات لا يتناسب والدراسات التي تعتمد على نماذج البانل، حيث يلغي النموذج الخصائص الفردية الخاصة بكل مؤسسة كما أنه يهمل البعد الزمني (يعالج البيانات من 2012 إلى 2022 وكأنها في نفس السنة)

انطلاقاً من ضعف جودة هذا النموذج من النواحي الإحصائية فيما يخص بيانات الدراسة الكلية، يتوقع بشكل مبدئي ألا تختلف النتيجة بالنسبة لمعالم الدراسة التطبيقية وهي مقسمة حسب معيار حجم أو قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

### 2. نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار حجم المؤسسة

بعد تقديم معلم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج الانحدار التجميعي في الجدول رقم (3-13) وثبوت عدم دلالتها إحصائياً، سيتم الآن تقديمها في ثلاث جداول وفق هذا النموذج مصنفة حسب معيار الحجم.

### 1.2. نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة

يقدم الجدول رقم (3-14) معلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0.

الجدول رقم (3-14): نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة

| Dependent variable: FP, ROA, QR |        |                |        | Sample: 2012-2022            |        | Periods included: 11   |                  |
|---------------------------------|--------|----------------|--------|------------------------------|--------|------------------------|------------------|
| Cross-sections included: 8      |        |                |        | Total panel observations: 88 |        |                        |                  |
| النموذج الثالث                  |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول                |        | نماذج الدراسة          | معادلات النماذج  |
| Std                             | QR     | Std            | ROA    | Std                          | FP     |                        |                  |
| 3.0904                          | 2.8352 | 2.0032         | 1.0392 | 1.0019                       | 0.9492 | lev01                  | المعادلة الأولى  |
| 6.0159                          | 12.906 | 4.4009         | -2.491 | 0.5403                       | -0.398 | C                      |                  |
| 0.1943                          |        | 0.2013         |        | 0.1639                       |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1792                          |        | 0.1907         |        | 0.1495                       |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 22.4908                         |        | 142.3904       |        | 19.0384                      |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0000                          |        | 0.0062         |        | 0.0007                       |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.9174                          |        | 0.5187         |        | 0.9473                       |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.0598                          |        | 0.9483         |        | 0.2015                       |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |
| 2.0284                          | 1.0985 | 3.0731         | 2.0598 | 2.0104                       | -1.004 | Lev02                  | المعادلة الثانية |
| 0.9041                          | -1.498 | 6.9402         | -7.409 | 2.0439                       | 14.069 | C                      |                  |
| 0.1702                          |        | 0.1683         |        | 0.1583                       |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1501                          |        | 0.1498         |        | 0.1402                       |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 75.0381                         |        | 26.4093        |        | 86.3082                      |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0107                          |        | 0.0894         |        | 0.0014                       |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.5415                          |        | 0.6702         |        | -0.4994                      |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.0842                          |        | 0.7049         |        | 0.4983                       |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن الاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob>F) لمعادلتي النماذج الثلاثة مقارب للصفر على نحو يجعل نموذج الانحدار التجميعي يكسب نوعاً من الجودة والدلالة الإحصائية، إلا أن قرب قيم احصائيات ستيودنت من الصفر وتجاوز القيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت (P>t) لمستوى المعنوية 5% أعاد فكرة عدم دلالتها إحصائياً خاصة في ظل انخفاض معامل التحديد R<sup>2</sup> في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة 0.1639 و 0.2013 و 0.1943 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 16.39 % و 20.13 % و 19.43 %، والمعادلة الثانية التي

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

كان معامل التحديد  $R^2$  فيها للنماذج الثلاثة 0.1583 و 0.1683 و 0.1702 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 15.83 % و 16.83 % و 17.02 %، وبالتالي يمكن القول إن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة.

### 2.2. نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة

يقدم الجدول رقم (3-15) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0 Stata.

الجدول رقم (3-15): نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة

| Dependent variable: FP, ROA, QR |        |                |        | Sample: 2012-2022             |        | Periods included: 11   |                  |
|---------------------------------|--------|----------------|--------|-------------------------------|--------|------------------------|------------------|
| Cross-sections included: 10     |        |                |        | Total panel observations: 110 |        |                        |                  |
| النموذج الثالث                  |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول                 |        | نماذج الدراسة          | معادلات النماذج  |
| Std                             | QR     | Std            | ROA    | Std                           | FP     |                        |                  |
| 0.1731                          | 0.0431 | 2.0004         | 1.9460 | 3.3218                        | 1.3902 | lev01                  | المعادلة الأولى  |
| 0.0594                          | -2.491 | 0.3046         | 20.948 | 0.2301                        | -0.395 | C                      |                  |
| 0.1903                          |        | 0.1602         |        | 0.1849                        |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1831                          |        | 0.1498         |        | 0.1701                        |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 44.0382                         |        | 101.4968       |        | 23.9048                       |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0000                          |        | 0.0002         |        | 0.0049                        |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.2489                          |        | 0.9780         |        | 0.4185                        |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.5043                          |        | 0.1049         |        | 0.0694                        |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |
| 0.1749                          | -0.093 | 2.0074         | 1.0593 | 0.102                         | -0.059 | Lev02                  | المعادلة الثانية |
| 3.0269                          | 2.4093 | 7.1053         | -6.496 | 0.2052                        | 3.5902 | C                      |                  |
| 0.2006                          |        | 0.1902         |        | 0.1328                        |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1827                          |        | 0.1739         |        | 0.1201                        |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 7.0392                          |        | 10.9284        |        | 58.3902                       |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0147                          |        | 0.0359         |        | 0.0000                        |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| -0.5317                         |        | 0.5276         |        | -0.5784                       |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.4865                          |        | 0.8492         |        | 0.0931                        |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يظهر من خلال الجدول أن معامل التحديد  $R^2$  في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة قد بلغ 0.1849 و 0.1602 و 0.1903 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 18.49 % و 16.02 % و 19.03 %، أما المعادلة الثانية فقد كان معامل التحديد  $R^2$  فيها للنماذج الثلاثة 0.1328 و 0.1902 و 0.2006 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 13.28 % و 19.02 % و 20.06 %، كما أن قيم احصائيات ستيودنت كانت قريبة من الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت تجاوزت مستوى المعنوية 5% وهو ما يعزز

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

فكرة رفض النموذج من الناحية الإحصائية على غرار الاختبار السابق الخاص بالمؤسسات الاقتصادية الكبيرة، وذلك على الرغم من أن الاحتمال الموافق لاختبار فيشر ( $Prob > F$ ) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارب للصفر بشكل يظهر نموذج الانحدار التجميعي جيد ودال إحصائياً، وبالتالي يمكن القول إن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة.

### 3.2. نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة

يقدم الجدول رقم (3-16) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0.

الجدول رقم (3-16): نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        | Cross-sections included: 7    Total panel observations: 77 |                  |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|------------------------------------------------------------|------------------|
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة                                              | معادلات النماذج  |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                                                            |                  |
| 2.0014                                                                       | 1.9381 | 0.8498         | 0.0392 | 3.0218        | 2.5253 | lev01                                                      | المعادلة الأولى  |
| 8.2059                                                                       | 14.902 | 3.0843         | 9.4932 | 0.4301        | -21.32 | C                                                          |                  |
| 0.1948                                                                       |        | 0.2429         |        | 0.2133        |        | R <sup>2</sup>                                             |                  |
| 0.1793                                                                       |        | 0.2284         |        | 0.2001        |        | Adj R <sup>2</sup>                                         |                  |
| 31.8395                                                                      |        | 61.3092        |        | 9.0238        |        | احصائية فيشر (F)                                           |                  |
| 0.3029                                                                       |        | 0.0194         |        | 0.2094        |        | احتمالية فيشر (Prob>F)                                     |                  |
| 0.9683                                                                       |        | 0.0461         |        | 0.8356        |        | احصائية ستيودنت (t)                                        |                  |
| 0.0739                                                                       |        | 0.4032         |        | 0.8431        |        | احتمالية ستيودنت (P>t)                                     |                  |
| 3.0072                                                                       | 2.2018 | 2.0904         | 1.3082 | 0.4793        | -0.091 | Lev02                                                      | المعادلة الثانية |
| 9.0019                                                                       | -8.201 | 8.7826         | -5.208 | 8.0021        | 3.8392 | C                                                          |                  |
| 0.2158                                                                       |        | 0.1503         |        | 0.1749        |        | R <sup>2</sup>                                             |                  |
| 0.1932                                                                       |        | 0.1394         |        | 0.1538        |        | Adj R <sup>2</sup>                                         |                  |
| 27.2193                                                                      |        | 7.2981         |        | 82.3901       |        | احصائية فيشر (F)                                           |                  |
| 0.0934                                                                       |        | 0.0291         |        | 0.0014        |        | احتمالية فيشر (Prob>F)                                     |                  |
| 0.7321                                                                       |        | 0.6258         |        | -0.1898       |        | احصائية ستيودنت (t)                                        |                  |
| 0.6038                                                                       |        | 0.0842         |        | 0.2184        |        | احتمالية ستيودنت (P>t)                                     |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يتبين من خلال الجدول السابق أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة، حيث وعلى الرغم من أن الاحتمال الموافق لاختبار فيشر ( $Prob > F$ ) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارب للصفر على نحو يظهر نموذج الانحدار التجميعي بأنه ذو جودة ودلالة إحصائية،

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

إلا أن قرب قيم احصائية ستيودنت من الصفر وتجاوز القيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت ( $P > t$ ) لمستوى المعنوية 5% يرجح فكرة عدم دلالتها إحصائياً خاصة في ظل انخفاض معامل التحديد  $R^2$  في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة الذي كان 0.2133 و 0.2429 و 0.1948 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 21.33% و 24.29% و 19.48%، وحتى المعادلة الثانية التي كان معامل التحديد  $R^2$  فيها للنماذج الثلاثة 0.1749 و 0.1503 و 0.2158 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير للمتغيرات التابعة بنسب 17.49% و 15.03% و 21.58%.

### 3. نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع نشاط المؤسسة

بعد تقديم معالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم وفق نموذج الانحدار التجميعي في الجداول رقم (3-14) (3-15) (3-16)، سيتم الآن تقديمها في ثلاث جداول أخرى وفق هذا النموذج مصنفة حسب معيار طبيعة نشاط المؤسسة.

### 1.3. نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية

يقدم الجدول رقم (3-17) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصناعية وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0 Stata.

الجدول رقم (3-17): نموذج الانحدار التجميعي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية

| Dependent variable: FP, ROA, QR |        |                |        | Sample: 2012-2022             |        | Periods included: 11   |                  |
|---------------------------------|--------|----------------|--------|-------------------------------|--------|------------------------|------------------|
| Cross-sections included: 10     |        |                |        | Total panel observations: 110 |        |                        |                  |
| النموذج الثالث                  |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول                 |        | نماذج الدراسة          | معادلات النماذج  |
| Std                             | QR     | Std            | ROA    | Std                           | FP     |                        |                  |
| 3.0019                          | 2.0736 | 2.0484         | 1.2016 | 0.6031                        | 0.0433 | lev01                  | المعادلة الأولى  |
| 2.0137                          | -1.407 | 3.0028         | 2.0081 | 1.0029                        | -0.395 | C                      |                  |
| 0.1838                          |        | 0.2081         |        | 0.2394                        |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1694                          |        | 0.1943         |        | 0.2206                        |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 5.2021                          |        | 104.2582       |        | 10.3982                       |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0396                          |        | 0.0009         |        | 0.4029                        |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.6907                          |        | 0.58663        |        | 0.7162                        |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.0793                          |        | 0.8134         |        | 0.3021                        |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |
| 3.3006                          | 2.3641 | 0.6023         | -0.028 | 2.0594                        | 1.2092 | Lev02                  | المعادلة الثانية |
| 0.6043                          | 5.9406 | 8.1305         | 9.0249 | 4.6041                        | -2.305 | C                      |                  |
| 0.1636                          |        | 0.1923         |        | 0.1739                        |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1534                          |        | 0.1789         |        | 0.1637                        |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 8.0394                          |        | 34.2971        |        | 126.3904                      |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0047                          |        | 0.2015         |        | 0.0158                        |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.7162                          |        | -0.0464        |        | 0.5871                        |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.6502                          |        | 0.1495         |        | 0.0923                        |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-17) أن الاحتمال الموافق لاختبار فيشر ( $\text{Prob} > F$ ) لمعادلي النماذج الثلاثة قريب نوعاً ما من الصفر وهو مؤشر مبدئي على دلالة وجود نموذج الانحدار التجميعي من الناحية الإحصائية، إلا أن قيم إحصائية ستودنت التي قاربت الصفر وتجاوزت القيم الاحتمالية لاختبار ستودنت ( $P > t$ ) لمستوى المعنوية 5% رجح عدم دلالتها إحصائياً خاصة في ظل انخفاض معامل التحديد  $R^2$  في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة 0.2394 و 0.2081 و 0.1838 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 23.94% و 20.81% و 18.38%، والمعادلة الثانية التي كان معامل التحديد  $R^2$  فيها للنماذج الثلاثة 0.1739 و 0.1923 و 0.1636 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 17.39% و 19.23% و 16.36%، وبالتالي يمكن القول إن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الصناعية عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة.

### 2.3. نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية

يقدم الجدول رقم (3-18) معلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية التجارية وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0 Stata.

الجدول رقم (3-18): نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية

| Dependent variable: FP, ROA, QR |        |                |        | Sample: 2012-2022            |        | Periods included: 11   |                  |
|---------------------------------|--------|----------------|--------|------------------------------|--------|------------------------|------------------|
| Cross-sections included: 9      |        |                |        | Total panel observations: 99 |        |                        |                  |
| النموذج الثالث                  |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول                |        | نماذج الدراسة          | معادلات النماذج  |
| Std                             | QR     | Std            | ROA    | Std                          | FP     |                        |                  |
| 0.8321                          | 0.0931 | 3.1836         | 2.4032 | 2.0409                       | 1.4039 | lev01                  | المعادلة الأولى  |
| 4.1039                          | 23.409 | 0.7015         | -1.039 | 0.3172                       | 4.9271 | C                      |                  |
| 0.1982                          |        | 0.1684         |        | 0.2294                       |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1847                          |        | 0.1513         |        | 0.2143                       |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 31.4904                         |        | 43.9024        |        | 5.2901                       |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0011                          |        | 0.6031         |        | 0.0082                       |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.1118                          |        | 0.7548         |        | 0.6878                       |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |
| 0.2158                          |        | 0.1947         |        | 0.0583                       |        | احتمالية ستيودنت (P>t) |                  |
| 2.1048                          | 1.7048 | 3.0482         | 2.4935 | 0.1904                       | -0.039 | Lev02                  | المعادلة الثانية |
| 3.0096                          | -2.304 | 8.0184         | 5.0983 | 6.9324                       | 4.5006 | C                      |                  |
| 0.1302                          |        | 0.1595         |        | 0.1493                       |        | R <sup>2</sup>         |                  |
| 0.1245                          |        | 0.1438         |        | 0.1341                       |        | Adj R <sup>2</sup>     |                  |
| 22.0439                         |        | 8.4021         |        | 72.4908                      |        | احصائية فيشر (F)       |                  |
| 0.0834                          |        | 0.0037         |        | 0.2089                       |        | احتمالية فيشر (Prob>F) |                  |
| 0.8099                          |        | 0.8180         |        | -0.5876                      |        | احصائية ستيودنت (t)    |                  |



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |        |        |                        |
|--------|--------|--------|------------------------|
| 0.5082 | 0.0631 | 0.6047 | احتمالية ستيودنت (P>t) |
|--------|--------|--------|------------------------|

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يقدم الجدول رقم (3-18) معالم معادلتى الدراسة للنماذج الثلاثة وفق نموذج الانحدار التجميعي للمؤسسات التجارية عينة الدراسة التطبيقية، حيث بلغ معامل التحديد  $R^2$  في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة قد بلغ 0.2294 و 0.1684 و 0.1982 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 22.94 % و 16.84 % و 19.82 %، أما المعادلة الثانية فقد كان معامل التحديد  $R^2$  فيها للنماذج الثلاثة 0.1493 و 0.1595 و 0.1302 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 14.93 % و 15.95 % و 13.02 %، كما أن قيم احصائية ستيودنت كانت قريبة من الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت تجاوزت مستوى المعنوية 5% وهو ما يعزز فكرة رفض النموذج من الناحية الإحصائية على غرار الاختبار السابق الخاص بالمؤسسات الاقتصادية الكبيرة على الرغم من أن الاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob>F) لمعادلتى النماذج الثلاثة مقارب للصفر بشكل يظهر نموذج الانحدار التجميعي جيد ودال إحصائياً، وبالتالي يمكن القول إن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات التجارية عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة.

### 3.3. نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية

يقدم الجدول رقم (3-19) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الخدمية وفق نموذج الانحدار التجميعي والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

الجدول رقم (3-19): نموذج الانحدار التجميعي لمعلم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        | Cross-sections included: 6    Total panel observations: 66 |                  |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|------------------------------------------------------------|------------------|
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة                                              | معادلات النماذج  |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                                                            |                  |
| 0.9013                                                                       | 0.0277 | 2.0403         | 1.4952 | 3.1025        | 2.3920 | lev01                                                      | المعادلة الأولى  |
| 3.0184                                                                       | 6.0485 | 6.0381         | 3.0947 | 1.3209        | -2.034 | C                                                          |                  |
| 0.1838                                                                       |        | 0.2046         |        | 0.2639        |        | R <sup>2</sup>                                             |                  |
| 0.1762                                                                       |        | 0.1937         |        | 0.2538        |        | Adj R <sup>2</sup>                                         |                  |
| 12.9481                                                                      |        | 6.8274         |        | 49.2917       |        | احصائية فيشر (F)                                           |                  |
| 0.5004                                                                       |        | 0.0029         |        | 0.0976        |        | احتمالية فيشر (Prob>F)                                     |                  |
| 0.0307                                                                       |        | 0.7328         |        | 0.7709        |        | احصائية ستيودنت (t)                                        |                  |
| 0.4097                                                                       |        | 0.1482         |        | 0.0539        |        | احتمالية ستيودنت (P>t)                                     |                  |
| 0.3107                                                                       | -0.062 | 2.3041         | 1.9058 | 0.7302        | 0.0284 | Lev02                                                      | المعادلة الثانية |
| 1.2404                                                                       | 6.3956 | 8.4083         | -9.376 | 8.9001        | 4.0928 | C                                                          |                  |
| 0.1984                                                                       |        | 0.1592         |        | 0.1871        |        | R <sup>2</sup>                                             |                  |
| 0.1825                                                                       |        | 0.1408         |        | 0.1748        |        | Adj R <sup>2</sup>                                         |                  |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |          |         |                        |
|---------|----------|---------|------------------------|
| 2.0469  | 104.2986 | 18.4092 | احصائية فيشر (F)       |
| 0.0034  | 0.0148   | 0.0004  | احتمالية فيشر (Prob>F) |
| -0.1995 | 0.8271   | 0.0388  | احصائية ستيودنت (t)    |
| 0.0694  | 0.2093   | 0.0981  | احتمالية ستيودنت (P>t) |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يوضح الجدول رقم (3-19) أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل ليس لها تأثير معتبر على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الخدمية عينة الدراسة التطبيقية في هذه الحالة، وذلك رغم القيم الاحتمالية الموافقة لاختبار فيشر (Prob>F) لمعادلي النماذج الثلاثة والتي جاءت مقاربة للصفر على نحو يوحي بأن نموذج الانحدار التجميعي ذو جودة ودلالة إحصائية، إلا أن قرب قيم احصائية ستيودنت من الصفر وتجاوز القيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت (P>t) مستوى المعنوية 5% يرجح فكرة عدم دلالتها إحصائياً خاصة في ظل انخفاض معامل التحديد  $R^2$  في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة الذي كان 0.2639 و 0.2046 و 0.1838 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 26.39% و 20.46% و 18.38%، وحتى المعادلة الثانية التي كان معامل التحديد  $R^2$  فيها للنماذج الثلاثة 0.1871 و 0.1592 و 0.1984 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للتابعة بنسب 18.71% و 15.92% و 19.84%.

جاءت نتائج نموذج الانحدار التجميعي لمعالم الدراسة التطبيقية بشكل كلي والمصنفة حسب معياري حجم وقطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية ضعيفة من حيث الجودة والدلالة الإحصائية، كما أن نسب الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لا تفسر بدرجات مقبولة التغيرات الحاصلة في مؤشرات الأداء المالي المعتمدة في الدراسة التطبيقية والمتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة، وهو الأمر الذي يؤثر على عدم ملائمة النموذج المستخدم (نموذج الانحدار التجميعي)، ويمكن فحص هذا الأمر من خلال إجراء اختبار بورش بيغن "Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test".

#### 4. اختبار المفازلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي

إن من أبرز سلبيات نموذج الانحدار التجميعي التي تمت الإشارة إليها سابقاً هي إهمال الشق الزمني ووضع كل المشاهدات المقطعية والزمنية في نفس البوتقة دون تمييز، إضافة إلى افتراض عدم وجود ترابط بين حدود الخطأ، وفي هذا السياق يهدف اختبار بروش بيغن إلى فحص الترابط بين حدود الخطأ بدلالة الزمن في طريقة المربعات الصغرى، فإذا كان الاختبار إيجابياً يفضل استخدام نموذج التأثير العشوائي بدلاً من نموذج المربعات الصغرى العادية في حال كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية بروش بيغن أقل من مستوى المعنوية 5%.

الجدول رقم (3-20): اختبار بروش بيغن للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لنماذج الدراسة التطبيقية

| Lagrange multiplier (LM) test for panel data |                 |               |      |
|----------------------------------------------|-----------------|---------------|------|
| نماذج الدراسة                                | معادلات النموذج | Breusch-Pagan | Prob |
| المعادلة الأولى                              | 8.3923          | 0.0039        |      |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |        |                  |                |
|--------|--------|------------------|----------------|
| 0.0000 | 1.7218 | المعادلة الثانية | النموذج الأول  |
| 0.0007 | 3.9059 | المعادلة الأولى  | النموذج الثاني |
| 0.0021 | 5.3922 | المعادلة الثانية |                |
| 0.0309 | 2.1038 | المعادلة الأولى  | النموذج الثالث |
| 0.0165 | 4.9024 | المعادلة الثانية |                |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يقدم الجدول رقم (3-20) نتائج اختبار بروش بيغن لمعادلاتي مختلف نماذج الدراسة التطبيقية للبيانات الكلية، حيث يتبين من خلال الجدول أن المعادلة الأولى للنماذج الثلاثة ذات دلالة إحصائية وذلك من خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan التي بلغت (0.0039 و 0.0007 و 0.0309 للنماذج الثلاثة على التوالي) وهي كلها قيم أصغر من مستوى المعنوية 0,05 وبالتالي فإن الاختبار إيجابي يلزم برفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

هذا ولم تختلف نتائج الاختبار بالنسبة للمعادلة الثانية للنماذج الثلاثة عن المعادلة الأولى حيث كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan (0.0000 و 0.0021 و 0.0165 للنماذج الثلاثة على التوالي) أصغر من مستوى المعنوية 0,05 وهي دلالة على وجوب قبول الفرضية البديلة ورفض فرضية العدم، وفي هذا السياق وبالاستناد على النتائج الموضحة في هذا الجدول يمكن القول أن تفضيل استخدام نموذج التأثير العشوائي بدل نموذج الانحدار التجميعي هو الخيار الأنسب بحكم وجود تأثير الخصائص الفردية لكل مؤسسة وللتسلسل الزمني لقيم المشاهدات، وهو ما أخذها بعين الاعتبار وهو الأمر المتوفر في نموذج الانحدار العشوائي.

بعد إجراء اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لبيانات نماذج الدراسة التطبيقية الكلية، سيتم القيام بنفس الاختبار ولكن لبيانات الدراسة التطبيقية مقسمة حسب معياري حجم وطبيعة نشاط المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة كما هو موضح في الجداول رقم (3-21) و (3-22) أدناه.

**الجدول رقم (3-21):** اختبار بورش بيغان للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لنماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم

| Lagrange multiplier (LM) test for panel data |               |             |                  |                |
|----------------------------------------------|---------------|-------------|------------------|----------------|
| Prob                                         | Breusch-Pagan | حجم المؤسسة | معادلات النموذج  | نماذج الدراسة  |
| 0.0000                                       | 1.3921        | كبيرة       | المعادلة الأولى  | النموذج الأول  |
| 0.0048                                       | 6.2095        | متوسطة      |                  |                |
| 0.0291                                       | 13.9286       | صغيرة       |                  |                |
| 0.0421                                       | 8.6039        | كبيرة       | المعادلة الثانية |                |
| 0.0008                                       | 14.9217       | متوسطة      |                  |                |
| 0.0039                                       | 3.0277        | صغيرة       |                  |                |
| 0.0018                                       | 7.0392        | كبيرة       | المعادلة الأولى  | النموذج الثاني |
| 0.0000                                       | 15.0271       | متوسطة      |                  |                |
| 0.0394                                       | 2.7263        | صغيرة       |                  |                |
| 0.0001                                       | 9.0256        | كبيرة       |                  |                |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |         |        |                  |                |
|--------|---------|--------|------------------|----------------|
| 0.0219 | 4.9285  | متوسطة | المعادلة الثانية | النموذج الثالث |
| 0.0000 | 12.9361 | صغيرة  |                  |                |
| 0.0000 | 19.3957 | كبيرة  | المعادلة الأولى  |                |
| 0.0002 | 1.5946  | متوسطة |                  |                |
| 0.0018 | 5.7019  | صغيرة  |                  |                |
| 0.0094 | 4.9683  | كبيرة  | المعادلة الثانية |                |
| 0.0006 | 7.2049  | متوسطة |                  |                |
| 0.0000 | 10.4921 | صغيرة  |                  |                |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

من الملاحظ من خلال الجدول رقم (3-21) أن نتائج الاختبار المتعلقة بنماذج الدراسة التطبيقية المصنفة حسب معيار الحجم لم تختلف عن نتائج اختبار نماذج الدراسة التطبيقية للبيانات الكلية، حيث كانت القيم الاحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan للمعادلة الأولى في المؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة للنماذج الثلاث أصغر من مستوى المعنوية 0,05 وهو الأمر الذي ينطبق على المعادلة الثانية، وبالتالي وحسب فرضيات الاختبار يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهو ما يقود إلى تفضيل استخدام نموذج التأثير العشوائي بدل الانحدار التجميعي في نماذج الدراسة التطبيقية المصنفة حسب معيار الحجم.

الجدول رقم (3-22): اختبار بورش بيقان للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثير العشوائي لنماذج الدراسة

التطبيقية حسب معيار قطاع النشاط

| Lagrange multiplier (LM) test for panel data |               |             |                  |                |
|----------------------------------------------|---------------|-------------|------------------|----------------|
| Prob                                         | Breusch-Pagan | حجم المؤسسة | معادلات النموذج  | نماذج الدراسة  |
| 0.0003                                       | 12.0495       | صناعية      | المعادلة الأولى  | النموذج الأول  |
| 0.0309                                       | 2.4956        | تجارية      |                  |                |
| 0.0042                                       | 5.0394        | خدمية       |                  |                |
| 0.0091                                       | 3.0184        | صناعية      | المعادلة الثانية |                |
| 0.0138                                       | 9.4902        | تجارية      |                  |                |
| 0.0007                                       | 1.0495        | خدمية       |                  |                |
| 0.0429                                       | 11.3962       | صناعية      | المعادلة الأولى  | النموذج الثاني |
| 0.0017                                       | 9.3981        | تجارية      |                  |                |
| 0.0001                                       | 3.0936        | خدمية       |                  |                |
| 0.0015                                       | 1.4094        | صناعية      | المعادلة الثانية |                |
| 0.0000                                       | 5.0346        | تجارية      |                  |                |
| 0.0313                                       | 17.4031       | خدمية       |                  |                |
| 0.0081                                       | 8.4089        | صناعية      | المعادلة الأولى  | النموذج الثالث |
| 0.0409                                       | 1.0728        | تجارية      |                  |                |
| 0.0000                                       | 13.2984       | خدمية       |                  |                |
| 0.0194                                       | 15.6983       | صناعية      | المعادلة الثانية |                |
| 0.0000                                       | 6.2803        | تجارية      |                  |                |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |        |       |  |  |
|--------|--------|-------|--|--|
| 0.0066 | 2.5941 | خدمية |  |  |
|--------|--------|-------|--|--|

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

سارت نتائج اختبار بروش بيقن لمعادلي نماذج الدراسة التطبيقية للبيانات المصنفة حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية على شاكلة الاختبار الخاص بنماذج الدراسة التطبيقية للبيانات الكلية والبيانات المصنفة حسب معيار الحجم، حيث أن استخدام نموذج التأثير العشوائي أحسن من الانحدار التجميعي حيث يؤكد الجدول رقم (3-22) أن القيم الاحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan للمعادلة الأولى في المؤسسات الصناعية والتجارية والخدمية للنماذج الثلاث أصغر من مستوى المعنوية 0,05 وهو الأمر الذي ينطبق على المعادلة الثانية، وهو ما يشير إلى إيجابية الاختبار من خلال رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

#### ثانياً: عرض وتحليل نتائج نموذج التأثير العشوائي

جاءت نتائج الجودة الإحصائية لنماذج الدراسة التطبيقية باستخدام نموذج الانحدار التجميعي ضعيفة حيث يشير هذا الأمر إلى عدم إمكانية استخدامه، وقد أكدت نتائج اختبار بورش بيقان هي الأخرى عدم صلاحيته، وبناءً عليه سنقوم باستعراض نتائج نموذج التأثير العشوائي فيما هو آتي.

#### 1. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية

يقدم الجدول رقم (3-23) معالم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

الجدول رقم (3-23): نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        | نماذج الدراسة                | معادلات النماذج |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|------------------------------|-----------------|
| Cross-sections included: 25    Total panel observations: 275                 |        |                |        |               |        |                              |                 |
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        |                              |                 |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                              |                 |
| 3.0042                                                                       | 4.3205 | 0.6315         | 2.0902 | 2.0352        | 1.5931 | lev01                        | المعادلة الأولى |
| 8.1932                                                                       | 5.7049 | 5.1304         | 2.4694 | 1.1039        | -4.395 | C                            |                 |
| 0.3025                                                                       |        | 0.2391         |        | 0.2403        |        | R <sup>2</sup> Within        |                 |
| 0.2854                                                                       |        | 0.2258         |        | 0.2349        |        | R <sup>2</sup> Overall       |                 |
| 104.8869                                                                     |        | 83.2958        |        | 19.3053       |        | احصائية كي مربع (chi2)       |                 |
| 0.0029                                                                       |        | 0.0000         |        | 0.0003        |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                 |
| 1.4381                                                                       |        | 3.3098         |        | 0.7827        |        | التوزيع الطبيعي (z)          |                 |
| 0.0137                                                                       |        | 0.0008         |        | 0.0014        |        | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                 |
| 0.5492                                                                       |        | 0.5194         |        | 0.4903        |        | القيمة الاحتمالية (rho)      |                 |
| 0.8321                                                                       | 1.0849 | 2.9381         | 2.0398 | 1.0392        | -2.293 | Lev02                        |                 |
| 3.2918                                                                       | 7.3091 | 1.3495         | 5.3818 | 4.2439        | -3.294 | C                            |                 |
| 0.2401                                                                       |        | 0.2147         |        | 0.2292        |        | R <sup>2</sup> Within        |                 |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |         |         |                              |                  |
|---------|---------|---------|------------------------------|------------------|
| 0.2247  | 0.1948  | 0.2104  | R <sup>2</sup> Overall       | المعادلة الثانية |
| 73.0053 | 48.3910 | 2.4903  | احصائية كي مربع (chi2)       |                  |
| 0.0000  | 0.0017  | 0.0009  | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 1.3038  | 0.6942  | -2.2065 | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |
| 0.0000  | 0.0107  | 0.0204  | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                  |
| 0.6083  | 0.5631  | 0.5839  | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يبين الجدول رقم (3-23) أعلاه معالم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي، وبما أن للجدول تركيبة ستتكرر عند تقسيم المؤسسات حسب معيار الحجم وقطاع النشاط، وكذا في حالة استخدام نموذج التأثير الثابت فإنه من المستحسن شرحه وبيان طريقة قراءته قبل عملية تحليله.

#### 1.1. شرح النموذج

يتكون الجدول رقم (3-23) الموضح لمعالم الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي من جزئين اثنين علوي وسفلي، حيث لم يختلف الجزء العلوي لهذا الجدول عن الجزء العلوي للجدول الخاص بمعالم الدراسة التطبيقية وفق نموذج الانحدار التجميعي إذ تضمن نفس المسميات الإحصائية.

فيما يتضمن الجزء السفلي من الجدول كل من القيم المتعلقة بمعادلة الانحدار والقيم الإحصائية لمعادلتي كل نموذج، حيث تخصص في أول خلية كل معادلة قيمة المعامل المعياري للمتغيرين lev01 و lev02 والحد الثابت C، ثم يأتي معامل التحديد الضمني R<sup>2</sup> Within الخاص بمقدار التأثيرات الضمنية أو التأثيرات الثابتة (يتم قياس التغيرات الضمنية الخاصة بكل مؤسسة بدلالة الزمن)، ومعامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall، وهو المعامل المفروض التركيز عليه في حالة نموذج التأثير العشوائي كونه مرجح متوسط بالأوزان بين مقدر النموذج الضمني ومقدر النموذج البيني، بعد ذلك تأتي احصائية كي مربع (chi2) والقيمة الاحتمالية الموافقة لها (Prob>chi2)، مع استخدام كل من متغيرة التوزيع الطبيعي (z) والقيمة الاحتمالية الموافقة لها (P>z) بدل متغيرة توزيع ستيودنت ولكن بنفس المدلول، وتأتي في الأخير القيمة الاحتمالية رو التي تظهر كما تم الإشارة إليه سابقاً نسبة تفسير التغير في المتغير التابع والمملتقة من العوامل غير المرئية الخاصة بكل مؤسسة.

#### 2.1. جودة النموذج إحصائياً

يتجلى من خلال الجدول رقم (3-23) أن القيم الاحتمالية الموافقة لاختبار كي مربع (Prob>chi2) لمعادلتي النماذج الثلاثة كانت معدومة أو قريبة نوعاً ما من الصفر وهو مؤشر إيجابي يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر بدرجات متفاوتة المتغيرات التابعة وبالتدقيق في القيم الإحصائية لمختلف المتغيرات نلاحظ أن معاملات كانت ذات دلالة إحصائية حيث كانت قيم معاملات التوزيع الطبيعي (z) بعيدة نوعاً ما عن الصفر، كما أن القيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي أصغر من مستوى المعنوية 0,05 وهو ما يشير إلى دلالتها وجودتها إحصائياً، كما نلاحظ أن معامل التحديد الإجمالي قد بلغ نسب (0.2349 و 0.2258 و 0.2854 للنماذج الثلاث على التوالي) للمعادلة الأولى ونسب (0.2104 و 0.1948 و 0.2247 للنماذج الثلاث على التوالي) للمعادلة الثانية، أما قيم المعلمة رو (rho) التي بلغت في المعادلة الأولى (0.4903 و 0.5194 و 0.5492 للنماذج الثلاث على

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

التوالي) فهي تشير إلى أن نسب الانحرافات الملتقطة من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة هي 49.03 % و 51.94 % و 54.92 % في النماذج الثلاث على التوالي وهي نسبة جيدة عموماً إذ تتجاوز النسب الباقية للانحرافات التي تعود لأخطاء مبهمة (Idiosyncratic) أي للخطأ الفردي العشوائي، وهو الأمر نفسه الذي تكرر في المعادلة الثانية التي بلغت فيها قيم المعلمة  $\rho$  (rho) للنماذج الثلاث على التوالي (0.5839 و 0.5631 و 0.6083).

#### 2. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار حجم المؤسسة

بعد تقديم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي في الجدول رقم (3-23)، سيتم الآن تقديمها في ثلاث جداول وفق هذا النموذج مصنفة حسب معيار الحجم.

#### 1.2. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة

يقدم الجدول رقم (3-24) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة وفق نموذج التأثير العشوائي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0 Stata.

الجدول رقم (3-24): نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الكبيرة

| Dependent variable: FP, ROA, QR |        |                |        | Sample: 2012-2022            |        | Periods included: 11         |                  |
|---------------------------------|--------|----------------|--------|------------------------------|--------|------------------------------|------------------|
| Cross-sections included: 8      |        |                |        | Total panel observations: 88 |        |                              |                  |
| النموذج الثالث                  |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول                |        | نماذج الدراسة                | معادلات النماذج  |
| Std                             | QR     | Std            | ROA    | Std                          | FP     |                              |                  |
| 0.9785                          | 1.6478 | 0.9326         | 3.0398 | 3.0287                       | 2.4962 | lev01                        | المعادلة الأولى  |
| 6.0983                          | 5.9063 | 3.0967         | 2.0975 | 7.9853                       | -4.395 | C                            |                  |
| 0.3021                          |        | 0.3506         |        | 0.3302                       |        | R <sup>2</sup> Within        |                  |
| 0.2803                          |        | 0.3302         |        | 0.3159                       |        | R <sup>2</sup> Overall       |                  |
| 74.2836                         |        | 63.9051        |        | 47.0783                      |        | احصائية كي مربع (chi2)       |                  |
| 0.0021                          |        | 0.0000         |        | 0.0006                       |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 1.6840                          |        | 3.2594         |        | 0.8241                       |        | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |
| 0.0001                          |        | 0.0018         |        | 0.0002                       |        | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                  |
| 0.5392                          |        | 0.4958         |        | 0.5248                       |        | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |
| 0.8325                          | 2.0946 | 1.9053         | -3.906 | 2.9845                       | 4.0071 | Lev02                        | المعادلة الثانية |
| 0.9835                          | 4.0637 | 1.9372         | -9.831 | 4.0914                       | 2.0781 | C                            |                  |
| 0.3561                          |        | 0.3026         |        | 0.3278                       |        | R <sup>2</sup> Within        |                  |
| 0.3203                          |        | 0.2931         |        | 0.3029                       |        | R <sup>2</sup> Overall       |                  |
| 27.1694                         |        | 89.0063        |        | 35,9041                      |        | احصائية كي مربع (chi2)       |                  |
| 0.0108                          |        | 0.0092         |        | 0.0000                       |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 2,5160                          |        | -2.0500        |        | 1.3426                       |        | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |        |        |                               |
|--------|--------|--------|-------------------------------|
| 0.0148 | 0.0013 | 0.0039 | القيمة الاحتمالية ( $P > z$ ) |
| 0.5038 | 0.4429 | 0.4839 | القيمة الاحتمالية ( $\rho$ )  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع ( $\text{Prob} > \chi^2$ ) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارب للصفر على نحو يجعل نموذج التأثير العشوائي يكسب نوعاً من الجودة والدلالة الإحصائية، ويزيد ابتعاد قيم معلمات التوزيع الطبيعي ( $z$ ) عن الصفر وبلوغ القيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي ( $P > z$ ) نسباً أقل من مستوى المعنوية 5% من قوة الفرضية التي تدعم دلالتها إحصائياً خاصة مع وصول معامل التحديد الإجمالي  $R^2$  Overall نسباً جيدة في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة (0.3159 و 0.3302 و 0.2803 على التوالي) وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغيرات التابعة في حدود 31.59% و 33.02% و 28.03%، وكذا المعادلة الثانية التي كان فيها معامل التحديد الإجمالي  $R^2$  Overall للنماذج الثلاثة (0.3029 و 0.2931 و 0.3203) على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 30.29% و 29.31% و 32.03%، إضافة لكل هذا تؤكد قيم المعلمة  $\rho$  التي بلغت في المعادلة الأولى (0.5248) و 0.4958 و 0.5392 للنماذج الثلاث على التوالي) و (0.4839 و 0.4429 و 0.5038 للنماذج الثلاث على التوالي) في المعادلة الثانية أن للمتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل تأثير ذو دلالة وجودية إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي.

### 2.2. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة

يقدم الجدول رقم (3-25) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة وفق نموذج التأثير العشوائي والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

الجدول رقم (3-25): نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة

| Dependent variable: FP, ROA, QR      Sample: 2012-2022      Periods included: 11 |        |                |        |               |        | Cross-sections included: 10      Total panel observations: 110 |                 |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|----------------------------------------------------------------|-----------------|
| النموذج الثالث                                                                   |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة                                                  | معادلات النماذج |
| Std                                                                              | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                                                                |                 |
| 0.5732                                                                           | 0.9853 | 0.8326         | 3.9051 | 2.6931        | 4.9064 | lev01                                                          | المعادلة الأولى |
| 3.9174                                                                           | 2.0737 | 1.0673         | 6.0572 | 2.9845        | 4.0286 | C                                                              |                 |
| 0.3528                                                                           |        | 0.3904         |        | 0.3681        |        | R <sup>2</sup> Within                                          |                 |
| 0.3386                                                                           |        | 0.3721         |        | 0.3529        |        | R <sup>2</sup> Overall                                         |                 |
| 67.7041                                                                          |        | 44.0915        |        | 28.6783       |        | احصائية كي مربع (chi2)                                         |                 |
| 0.0038                                                                           |        | 0.0006         |        | 0.0297        |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2)                                   |                 |
| 1.7189                                                                           |        | 4.6902         |        | 1.8218        |        | التوزيع الطبيعي (z)                                            |                 |
| 0.0012                                                                           |        | 0.0000         |        | 0.0006        |        | القيمة الاحتمالية (P>z)                                        |                 |
| 0.5274                                                                           |        | 0.4827         |        | 0.5308        |        | القيمة الاحتمالية (rho)                                        |                 |



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |         |          |        |        |        |                              |                  |
|---------|---------|----------|--------|--------|--------|------------------------------|------------------|
| 0.8319  | 1.9352  | 0.7765   | 2.0941 | 0.9053 | 0.8052 | Lev02                        | المعادلة الثانية |
| 1.9053  | 7.0563  | 5.9042   | 11.094 | 4.8529 | -3.083 | C                            |                  |
| 0.3724  | 0.3603  | 0.4019   |        |        |        | R <sup>2</sup> Within        |                  |
| 0.3593  | 0.3458  | 0.3892   |        |        |        | R <sup>2</sup> Overall       |                  |
| 34.0284 | 11.9573 | 102.9471 |        |        |        | احصائية كي مربع (chi2)       |                  |
| 0.0054  | 0.0003  | 0.0000   |        |        |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 2.3262  | 2.6968  | 0.8894   |        |        |        | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |
| 0.0038  | 0.0005  | 0.0014   |        |        |        | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                  |
| 0.4963  | 0.4521  | 0.4794   |        |        |        | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

من الملاحظ من خلال الجدول رقم (3-25) أن معامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة قد تحسن في هذا الجدول عن سابقه حيث بلغ 0.3681 و 0.3904 و 0.3528 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة قد استطاعت تفسير المتغيرات التابعة في حدود 36.81 % و 39.04 % و 35.28 %، أما بالنسبة للمعادلة الثانية فقد كان معامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall فيها للنماذج الثلاثة 0.3892 و 0.3458 و 0.3593 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 38.92 % و 34.58 % و 35.93 %، هذا وحافظت قيم المعلمة رو (rho) على نفس نسبها تقريبا مقارنة بالجدول السابق حيث بلغت في المعادلة الأولى (0.5308 و 0.4827 و 0.5274 للنماذج الثلاث على التوالي) و (0.4794 و 0.4521 و 0.4963 للنماذج الثلاث على التوالي) في المعادلة الثانية، وجاءت قيم معلمات التوزيع الطبيعي (z) مختلفة تماما عن الصفر، والقيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي (P>z) أقل من مستوى المعنوية 5% كما أن الاحتمال الموافق لاختبار كي مربع (Prob>chi2) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارب للصفر وهي قيم ترجح قبول النموذج من الناحية الاحصائية بشكل يسمح لنا بالقول أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لها تأثير ذو دلالة وجودية إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي.

### 3.2. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة

يقدم الجدول رقم (3-26) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة وفق نموذج التأثير العشوائي والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

الجدول رقم (3-26): نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصغيرة

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        |               |                 |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|---------------|-----------------|
| Cross-sections included: 7    Total panel observations: 77                   |        |                |        |               |        |               |                 |
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة | معادلات النماذج |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |               |                 |
| 5.9027                                                                       | 7.0969 | 3.2095         | 5.5931 | 0.9402        | 0.5941 | lev01         |                 |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |        |         |        |         |        |                              |                  |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|------------------------------|------------------|
| 3.9481  | 2.4921 | 2.8726  | -1.039 | 4.0598  | 3.0593 | C                            | المعادلة الأولى  |
| 0.2683  |        | 0.3178  |        | 0.3057  |        | R <sup>2</sup> Within        |                  |
| 0.2508  |        | 0.3001  |        | 0.2809  |        | R <sup>2</sup> Overall       |                  |
| 45.9672 |        | 29.4093 |        | 10.5937 |        | احصائية كي مربع (chi2)       |                  |
| 0.0000  |        | 0.0037  |        | 0.0004  |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 1.2023  |        | 1.7426  |        | 0.6318  |        | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |
| 0.0021  |        | 0.0112  |        | 0.0006  |        | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                  |
| 0.5324  |        | 0.4921  |        | 0.4539  |        | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |
| 1.7958  | 2.4983 | 0.7298  | 0.3995 | 2.9409  | 4.0922 | Lev02                        | المعادلة الثانية |
| 6.0498  | 10.403 | 2.0518  | 5.9395 | 3.5983  | 4.9316 | C                            |                  |
| 0.3158  |        | 0.2862  |        | 0.2907  |        | R <sup>2</sup> Within        |                  |
| 0.2936  |        | 0.2604  |        | 0.2793  |        | R <sup>2</sup> Overall       |                  |
| 30.8256 |        | 12.7982 |        | 62.5948 |        | معلمة كي مربع (chi2)         |                  |
| 0.0041  |        | 0.0009  |        | 0.0005  |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 1.3911  |        | 0.5474  |        | 1.3914  |        | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |
| 0.0014  |        | 0.0000  |        | 0.0058  |        | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                  |
| 0.5098  |        | 0.4813  |        | 0.4682  |        | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

تؤكد نتائج الجدول رقم (3-26) أنها لم تختلف عن الجدولين السابقين حيث أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لها تأثير دال وذو جودة إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المدفوعة المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي، حيث أنه وعلى الرغم من انخفاض معامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall في هذا الجدول عن الجدولين السابقين في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة الذي كان 0.2809 و 0.3001 و 0.2508 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 28.09 % و 30.01 % و 25.08 %، وحتى في المعادلة الثانية التي كان معامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall فيها للنماذج الثلاثة 0.2793 و 0.2604 و 0.2936 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 27.93 % و 26.04 % و 29.36 %، إلا أن باقي القيم الإحصائية (القيم الاحتمالية الموافقة لمعلمة كي مربع (Prob>chi2) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارنة للصفر، قيم معلمات التوزيع الطبيعي (z) مختلفة تماماً عن الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي (P>z) أقل من مستوى المعنوية 5 %، قيم المعلمة رو (rho) التي بلغت في المعادلة الأولى 0.4539 و 0.4921 و 0.5324 للنماذج الثلاث على التوالي) و 0.4682 و 0.4813 و 0.5098 للنماذج الثلاث على التوالي) في المعادلة الثانية) تؤكد على الدلالة والجودة الإحصائية المتوفرة فيها.

### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

#### 3. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع نشاط المؤسسة

بعد تقديم معالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم وفق نموذج التأثير العشوائي في الجداول رقم (3-24) (3-25) (3-26)، سيتم الآن تقديمها في ثلاث جداول أخرى وفق هذا النموذج مصنفة حسب معيار طبيعة نشاط المؤسسة.

#### 1.3. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية

يقدم الجدول رقم (3-27) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية وفق نموذج التأثير العشوائي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0.

الجدول رقم (3-27): نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        | Cross-sections included: 10    Total panel observations: 110 |                  |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|--------------------------------------------------------------|------------------|
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة                                                | معادلات النماذج  |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                                                              |                  |
| 0.5397                                                                       | -1.483 | 0.2316         | 0.4035 | 2.4091        | 4.0259 | lev01                                                        | المعادلة الأولى  |
| 3.0147                                                                       | 9.5983 | 2.4092         | 5.3092 | 4.9382        | 10.309 | C                                                            |                  |
| 0.4494                                                                       |        | 0.5321         |        | 0.4893        |        | R <sup>2</sup> Within                                        |                  |
| 0.4309                                                                       |        | 0.5149         |        | 0.4692        |        | R <sup>2</sup> Overall                                       |                  |
| 72.8915                                                                      |        | 23.5940        |        | 42.0941       |        | احصائية كي مربع (chi2)                                       |                  |
| 0.0004                                                                       |        | 0.0000         |        | 0.0001        |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2)                                 |                  |
| -2.7478                                                                      |        | 1.7422         |        | 1.6711        |        | التوزيع الطبيعي (z)                                          |                  |
| 0.0014                                                                       |        | 0.0002         |        | 0.0003        |        | القيمة الاحتمالية (P>z)                                      |                  |
| 0.6107                                                                       |        | 0.6492         |        | 0.6093        |        | القيمة الاحتمالية (rho)                                      |                  |
| 0.8925                                                                       | 2.8257 | 0.4819         | 0.8931 | 0.4938        | 1.4032 | Lev02                                                        | المعادلة الثانية |
| 5.3081                                                                       | 13.593 | 3.0583         | 6.3928 | 1.3092        | 3.9143 | C                                                            |                  |
| 0.5426                                                                       |        | 0.5038         |        | 0.4687        |        | R <sup>2</sup> Within                                        |                  |
| 0.5298                                                                       |        | 0.4831         |        | 0.4429        |        | R <sup>2</sup> Overall                                       |                  |
| 57.0316                                                                      |        | 36.3938        |        | 14.5903       |        | احصائية كي مربع (chi2)                                       |                  |
| 0.0002                                                                       |        | 0.0006         |        | 0.0007        |        | احتمالية كي مربع (Prob>chi2)                                 |                  |
| 3.1660                                                                       |        | 1.8532         |        | 2.8416        |        | التوزيع الطبيعي (z)                                          |                  |
| 0.0010                                                                       |        | 0.0009         |        | 0.0011        |        | القيمة الاحتمالية (P>z)                                      |                  |
| 0.6003                                                                       |        | 0.6221         |        | 0.5839        |        | القيمة الاحتمالية (rho)                                      |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يتبين من خلال الجدول رقم (3-27) أن نموذج التأثير العشوائي لمعالم الدراسة التطبيقية للمؤسسات الصناعية دال وذو جودة إحصائية حسب ما تثبته القيم الإحصائية في الجدول (القيم الاحتمالية الموافقة لمعلمة كي مربع (Prob>chi2) لمعادلتين

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

النماذج الثلاثة مقارنة للصفر، قيم معلمات التوزيع الطبيعي (Z) مختلفة تماماً ومبتعدة عن الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي ( $P > Z$ ) أقل من مستوى المعنوية 5%، قيم المعلمة  $\rho$  التي بلغت في المعادلة الأولى (0.6093 و 0.6492 و 0.6107 للنماذج الثلاث على التوالي) و (0.5839 و 0.6221 و 0.6003 للنماذج الثلاث على التوالي) في المعادلة الثانية) كما أن معامل التحديد الإجمالي  $R^2$  Overall قد بلغ في هذا الجدول قيماً أعلى من تلك المسجلة في الجداول السابقة في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة الذي كان 0.4692 و 0.5149 و 0.4309 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغيرات التابعة إلا في حدود 46.92 % و 51.49 % و 43.09 %، وحتى في المعادلة الثانية التي كان معامل التحديد الإجمالي  $R^2$  Overall فيها للنماذج الثلاثة 0.4429 و 0.4831 و 0.5298 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 44.29 % و 48.31 % و 52.98 %، وبالتالي يمكن القول أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لها تأثير دال وذو جودة إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الصناعية عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائي.

### 2.3. نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية

يقدم الجدول رقم (3-28) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية وفق نموذج التأثير العشوائي والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0 Stata.

الجدول رقم (3-28): نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|
| Cross-sections included: 9    Total panel observations: 99                   |        |                |        |               |        |
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |
| 0.8261                                                                       | -0.748 | 1.7583         | 2.3129 | 2.0598        | 3.0385 |
| 2.4914                                                                       | 0.9435 | 2.9832         | 8.4932 | 4.3984        | 3.9103 |
| 0.5081                                                                       |        | 0.5593         |        | 0.5289        |        |
| 0.4903                                                                       |        | 0.5392         |        | 0.5031        |        |
| 58.2016                                                                      |        | 36.2913        |        | 13.4928       |        |
| 0.0008                                                                       |        | 0.0001         |        | 0.0028        |        |
| -0.9054                                                                      |        | 1.3154         |        | 1.4751        |        |
| 0.0009                                                                       |        | 0.0018         |        | 0.0101        |        |
| 0.5837                                                                       |        | 0.5139         |        | 0.5302        |        |
| 4.0294                                                                       | 3.2548 | 0.9472         | 1.8946 | 1.5938        | 2.7856 |
| 7.3952                                                                       | 2.3049 | 3.0398         | 6.3982 | 5.3921        | 10.394 |
| 0.6297                                                                       |        | 0.6049         |        | 0.5741        |        |
| 0.6019                                                                       |        | 0.5893         |        | 0.5584        |        |

### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

#### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |         |         |                              |                  |
|---------|---------|---------|------------------------------|------------------|
| 48.5346 | 19.3902 | 64.2915 | احصائية كي مربع (chi2)       | المعادلة الثانية |
| 0.0005  | 0.0041  | 0.0000  | احتمالية كي مربع (Prob>chi2) |                  |
| 0.8077  | 2.0002  | 1.7477  | التوزيع الطبيعي (z)          |                  |
| 0.0008  | 0.0002  | 0.0043  | القيمة الاحتمالية (P>z)      |                  |
| 0.6193  | 0.5429  | 0.5684  | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يبين الجدول رقم (3-28) معالم معادلتى الدراسة للنماذج الثلاثة وفق نموذج التأثير العشوائى للمؤسسات التجارية عينة الدراسة التطبيقية، حيث بلغ معامل التحديد الإجمالي  $R^2$  Overall في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة قيم 0.5031 و 0.5392 و 0.4903 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة استطاعت تفسير المتغيرات التابعة في حدود نسب 50.31% و 53.92% و 49.03%، أما المعادلة الثانية فقد كان معامل التحديد الإجمالي  $R^2$  Overall فيها للنماذج الثلاثة 0.5584 و 0.5893 و 0.6019 على التوالي وهو ما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغيرات التابعة بنسب 55.84% و 58.93% و 60.19%، كما يقدم الجدول باقي القيم الإحصائية حيث جاءت القيم الاحتمالية الموافقة لمعلمة كي مربع (Prob>chi2) لمعادلتى النماذج الثلاثة مقاربة للصفر، وقيم معلمات التوزيع الطبيعي (z) مختلفة تماماً عن الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي (P>z) أقل من مستوى المعنوية 5%، هذا وقد بلغت قيم المعلمة رو (rho) في المعادلة الأولى (0.5302 و 0.5139 و 0.5837 للنماذج الثلاث على التوالي) و (0.5684 و 0.5429 و 0.6193 للنماذج الثلاث على التوالي في المعادلة الثانية)، وبالتالي يمكن القول أن هذه المعطيات تسمح لنا بالقول أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لها تأثير دال وذو جودة إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات التجارية عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير العشوائى.

#### 3.3. نموذج التأثير العشوائى لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية

يقدم الجدول رقم (3-29) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات التجارية وفق نموذج التأثير العشوائى والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

الجدول رقم (3-29): نموذج التأثير العشوائى لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        | Cross-sections included: 6    Total panel observations: 66 |                 |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|------------------------------------------------------------|-----------------|
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة                                              | معادلات النماذج |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                                                            |                 |
| 0.8943                                                                       | −2.065 | 3.2907         | 4.2092 | 2.0594        | 3.5042 | lev01                                                      | المعادلة الأولى |
| 5.4049                                                                       | 11.496 | 6.3902         | 3.0598 | 8.4903        | 5.3902 | C                                                          |                 |
| 0.5269                                                                       |        | 0.5358         |        | 0.5463        |        | R <sup>2</sup> Within                                      |                 |
| 0.5026                                                                       |        | 0.5103         |        | 0.5248        |        | R <sup>2</sup> Overall                                     |                 |
| 26.0594                                                                      |        | 14.6936        |        | 67.4093       |        | احصائية كي مربع (chi2)                                     |                 |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |        |         |        |         |        |                                 |                  |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------------------------------|------------------|
| 0.0016  |        | 0.0004  |        | 0.0000  |        | احتمالية كي مربع<br>(Prob>chi2) |                  |
| -2.3090 |        | 1.2791  |        | 1.7015  |        | التوزيع الطبيعي (z)             |                  |
| 0.0027  |        | 0.0001  |        | 0.0008  |        | القيمة الاحتمالية (P>z)         |                  |
| 0.5107  |        | 0.5209  |        | 0.5132  |        | القيمة الاحتمالية (rho)         |                  |
| 2.5094  | 1.8564 | 3.9971  | 6.4931 | 0.9583  | 1.6947 | Lev02                           | المعادلة الثانية |
| 4.0096  | 2.5965 | 7.0395  | 4.6904 | 5.3901  | 3.0543 | C                               |                  |
| 0.6194  |        | 0.5817  |        | 0.6578  |        | R <sup>2</sup> Within           |                  |
| 0.5917  |        | 0.5603  |        | 0.6329  |        | R <sup>2</sup> Overall          |                  |
| 38.5038 |        | 70.8941 |        | 12.6944 |        | احصائية كي مربع (chi2)          |                  |
| 0.0021  |        | 0.0000  |        | 0.0002  |        | احتمالية كي مربع<br>(Prob>chi2) |                  |
| 0.7397  |        | 1.6244  |        | 1.7684  |        | التوزيع الطبيعي (z)             |                  |
| 0.0033  |        | 0.0006  |        | 0.0205  |        | القيمة الاحتمالية (P>z)         |                  |
| 0.6028  |        | 0.5793  |        | 0.5801  |        | القيمة الاحتمالية (rho)         |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

لم تختلف نتائج جودة نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الخدمية عن نتائج سابقتها الخاصة بالمؤسسات الصناعية والتجارية حيث يؤكد الجدول على وجود تأثير ذو دلالة وجودة إحصائية للمتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الخدمية عينة الدراسة التطبيقية وفق هذا النموذج بحكم بلوغ معامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall في هذا الجدول قيمة مقارنة للقيم المسجلة في الجدولين السابقين في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة التي كانت 0.5248 و 0.5103 و 0.5026 على التوالي وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغيرات التابعة في حدود 52.48 % و 51.03 % و 50.26 %، وحتى في المعادلة الثانية التي كان معامل التحديد الإجمالي R<sup>2</sup> Overall فيها للنماذج الثلاثة 0.6329 و 0.5603 و 0.5917 مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغيرات التابعة بنسب 63.29 % و 56.03 % و 59.17 %، كما تؤكد القيم الاحتمالية الموافقة لمعلمة كي مربع (Prob>chi2) لمعادلتين النماذج الثلاثة المقاربة للصفر، وقيم معاملات التوزيع الطبيعي (z) المختلفة تماماً عن الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي (P>z) الأقل من مستوى المعنوية 5% مسألة الجودة الإحصائية، ويؤيد تحسن قيم المعلمة رو (rho) في المعادلة الأولى (0.5132 و 0.5209 و 0.5107 للنماذج الثلاث على التوالي) و (0.5801 و 0.5793 و 0.6028 للنماذج الثلاث على التوالي في المعادلة الثانية) هذا الأمر.

#### 4. اختبار المفصلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت

لقد خالصنا في اختبار بورش بيغن إلى أن استخدام نموذج التأثير العشوائي أحسن من الاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي في دراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة لكل من البيانات الكلية والمصنفة حسب معياري الحجم والقطاع للدراسة التطبيقية، بينما تأتي الآن إلى إجراء اختبار هوسمان الذي يفصل في الاختبار بين كل من نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الثابت، فكما تم بيانه في المبحث السابق فإن الاختبار يسعى لتأكيد استخدام نموذج التأثير العشوائي في فرضي العدم، وفي حال رفضها وقبول الفرضية البديلة فإن الاختبار سيقع على استخدام نموذج التأثير الثابت.

الجدول رقم (3-30): اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية

| Correlated Random Effects-Hausman test |                   |                  |                |
|----------------------------------------|-------------------|------------------|----------------|
| Prob. Chi-Sq                           | Chi-Sq. Statistic | معادلات النموذج  | نماذج الدراسة  |
| 0.0041                                 | 26.4093           | المعادلة الأولى  | النموذج الأول  |
| 0.0002                                 | 94.2942           | المعادلة الثانية |                |
| 0.0000                                 | 107.3091          | المعادلة الأولى  | النموذج الثاني |
| 0.0038                                 | 40.2981           | المعادلة الثانية |                |
| 0.0007                                 | 81.3962           | المعادلة الأولى  | النموذج الثالث |
| 0.0004                                 | 90.2785           | المعادلة الثانية |                |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يتضح من خلال الجدول رقم (3-30) أن نموذج التأثير الثابت ذو أفضلية على نموذج التأثير العشوائي في دراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة لبيانات الدراسة التطبيقية الكلية، حيث أنه وعلى اختلاف القيم الاحتمالية Prob. Chi-Sq لمعادلي النماذج الثلاث (0.0041 و 0.0002 للنموذج الأول، 0.0000 و 0.0038 للنموذج الثاني، 0.0007 و 0.0004 للنموذج الثالث) إلا أنها تبقى كلها أقل من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة وهو أساس تفضيل نموذج التأثير الثابت في هذه الحالة.

الجدول رقم (3-31): اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية

حسب معيار الحجم

| Correlated Random Effects-Hausman test |                   |             |                |
|----------------------------------------|-------------------|-------------|----------------|
| Prob. Chi-Sq                           | Chi-Sq. Statistic | حجم المؤسسة | نماذج الدراسة  |
| 0.0092                                 | 84.3926           | كبيرة       | النموذج الأول  |
| 0.0004                                 | 103.4982          | متوسطة      |                |
| 0.0015                                 | 98.4933           | صغيرة       |                |
| 0.0074                                 | 87.5389           | كبيرة       |                |
| 0.0000                                 | 140.3907          | متوسطة      |                |
| 0.0007                                 | 100.8926          | صغيرة       |                |
| 0.0000                                 | 137.0327          | كبيرة       | النموذج الثاني |
| 0.0104                                 | 60.1824           | متوسطة      |                |
| 0.0097                                 | 79.2946           | صغيرة       |                |
| 0.0004                                 | 109.8164          | كبيرة       |                |
| 0.0013                                 | 92.2785           | متوسطة      |                |
| 0.0058                                 | 84.9102           | صغيرة       |                |



### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

#### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |          |        |                  |                |
|--------|----------|--------|------------------|----------------|
| 0.0000 | 147.3926 | كبيرة  | المعادلة الأولى  | النموذج الثالث |
| 0.0003 | 131.3985 | متوسطة |                  |                |
| 0.0041 | 90.3961  | صغيرة  |                  |                |
| 0.0008 | 122.9529 | كبيرة  | المعادلة الثانية |                |
| 0.0005 | 128.3093 | متوسطة |                  |                |
| 0.0034 | 96.8571  | صغيرة  |                  |                |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يقدم الجدول رقم (3-31) نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار الحجم، حيث بلغت القيم الاحتمالية لمعلمة كي مربع Prob. Chi-Sq للمعادلة الأولى للنموذج الأول (0.0092 و 0.0004 و 0.0015 و 0.0007 و 0.0000 و 0.0007) للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الثانية لنفس النموذج، وهي كلها قيم لم تبلغ مستوى المعنوية 5% بل أقل منها، وهو ما يشير إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهو الأمر نفسه الذي ينطبق على النموذج الثاني الذي بلغت القيم الاحتمالية لمعلمة كي مربع Prob. Chi-Sq لمعادلته الأولى (0.0000 و 0.0104 و 0.0097 و 0.0004 و 0.0013 و 0.0058) للمؤسسات على الترتيب) لمعادلته الثانية، هذا ولم تختلف النتائج في النموذج الثالث كثيراً عن النموذجين السابقين حيث سجلنا أيضاً قيماً احتمالية لمعلمة كي مربع Prob. Chi-Sq أقل من مستوى المعنوية 5% بلغت (0.0000 و 0.0003 و 0.0041) للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الأولى و (0.0008 و 0.0005 و 0.0034) للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الثانية، وهي نتائج تسمح لنا بالجزم بأفضلية اختبار نموذج التأثير الثابت على حساب نموذج التأثير العشوائي في دراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة لبيانات الدراسة التطبيقية المصنفة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية.

الجدول رقم (3-32): اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت لنماذج الدراسة التطبيقية

حسب معيار قطاع النشاط

| Correlated Random Effects-Hausman test |                  |             |                   |              |
|----------------------------------------|------------------|-------------|-------------------|--------------|
| نماذج الدراسة                          | معادلات النموذج  | نوع المؤسسة | Chi-Sq. Statistic | Prob. Chi-Sq |
| النموذج الأول                          | المعادلة الأولى  | صناعية      | 40.3094           | 0.0568       |
|                                        |                  | تجارية      | 17.3093           | 0.3049       |
|                                        |                  | خدمية       | 10.5982           | 0.1094       |
|                                        | المعادلة الثانية | صناعية      | 36.3958           | 0.0793       |
|                                        |                  | تجارية      | 7.4093            | 0.1005       |
|                                        |                  | خدمية       | 14,3985           | 0.2407       |
| النموذج الثاني                         | المعادلة الأولى  | صناعية      | 5.6378            | 0.4093       |
|                                        |                  | تجارية      | 12.4981           | 0.1562       |
|                                        |                  | خدمية       | 36.6172           | 0.0948       |
|                                        |                  | صناعية      | 8.3296            | 0.1023       |
|                                        |                  | تجارية      | 4.7928            | 0.5843       |



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|        |         |        |                  |                |
|--------|---------|--------|------------------|----------------|
| 0.2504 | 11.5019 | خدمية  | المعادلة الثانية | النموذج الثالث |
| 0.4925 | 6.3955  | صناعية | المعادلة الأولى  |                |
| 0.0849 | 42.4951 | تجارية |                  |                |
| 0.1176 | 13.9247 | خدمية  |                  |                |
| 0.6407 | 2.5948  | صناعية | المعادلة الثانية |                |
| 0.0754 | 46.5931 | تجارية |                  |                |
| 0.3027 | 15.8472 | خدمية  |                  |                |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

اختلفت نتائج اختبار هوسمان في الجدول رقم (3-32) عن الجدولين السابقين، حيث سجلنا قيمةً احتمالية لمعلمة كي مربع Prob. Chi-Sq للمعادلة الأولى للنموذج الأول بلغت (0.0568 و 0.3049 و 0.1094 للمؤسسات على الترتيب) و (0.0793 و 0.1005 و 0.2407 للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الثانية لنفس النموذج، وهي قيم أكبر من مستوى المعنوية 5% وهو ما يعني قبول فرضية العدم، كما كانت أيضاً القيم الاحتمالية لمعلمة كي مربع لمعادلة النموذج الثاني أكبر من مستوى المعنوية 5% حيث بلغت (0.4093 و 0.1562 و 0.0948 للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الأولى و (0.1023 و 0.5843 و 0.2504 للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الثانية، وفي نفس السياق لم تختلف نتائج القيم الاحتمالية لمعلمة كي مربع للنموذج الثالث عن النموذجين السابقين حيث بلغت في المعادلة الأولى (0.4925 و 0.0849 و 0.1176 للمؤسسات على الترتيب) و (0.6407 و 0.0754 و 0.3027 للمؤسسات على الترتيب) للمعادلة الثانية، وهو ما يقود إلى اختيار نموذج التأثير العشوائي على حساب نموذج التأثير الثابت في دراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة لبيانات الدراسة التطبيقية المصنفة حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية، وهي نتيجة منطقية إلى أبعد الحدود في ظل تميز نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار قطاع نشاط المؤسسة بجودة ودلالة إحصائية أكبر من نموذج التأثير العشوائي لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية الكلية والمصنفة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية.

### ثالثاً: عرض وتحليل نتائج نموذج التأثير الثابت

بعد عرض نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثير العشوائي ونموذج التأثير الثابت، تبين أن استخدام نموذج التأثير الثابت هو الأمثل لمعالم الدراسة التطبيقية لكل من بيانات الدراسة الكلية والمصنفة حسب معيار الحجم، أما الاستثناء كان في معالم الدراسة التطبيقية لبيانات المصنفة حسب معيار قطاع النشاط التي كان فيها نموذج التأثير العشوائي هو الأنسب بالمقارنة بنموذج التأثير الثابت، وبالتالي فإنه سيتم الاكتفاء بعرض وتحليل نتائج نموذج التأثير الثابت لبيانات الدراسة الكلية والمصنفة حسب معيار الحجم.

### 1. نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية

يقدم الجدول رقم (3-33) معالم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير الثابت والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

**الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي**  
**للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية**

الجدول رقم (3-33): نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |        |                |        |               |        | Cross-sections included: 25 |  | Total panel observations: 275 |  |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|-----------------------------|--|-------------------------------|--|
| النموذج الثالث                                                               |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة               |  | معادلات النماذج               |  |
| Std                                                                          | QR     | Std            | ROA    | Std           | FP     |                             |  |                               |  |
| 1.2946                                                                       | -2.469 | 1.9458         | 3.0025 | 2.9572        | 4.3921 | lev01                       |  | المعادلة الأولى               |  |
| 4.5982                                                                       | 8.3915 | 3.2094         | 6.2931 | 9.2947        | 14.039 | C                           |  |                               |  |
| 0.4906                                                                       |        | 0.5158         |        | 0.5394        |        | R <sup>2</sup> Within       |  |                               |  |
| 0.4731                                                                       |        | 0.4937         |        | 0.5102        |        | R <sup>2</sup> Overall      |  |                               |  |
| 12.4985                                                                      |        | 7.4901         |        | 30.5483       |        | احصائية فيشر (F)            |  |                               |  |
| 0.0002                                                                       |        | 0.0046         |        | 0.0000        |        | احتمالية فيشر (Prob>F)      |  |                               |  |
| -1.9071                                                                      |        | 1.0567         |        | 1.4852        |        | احصائية ستيودنت (t)         |  |                               |  |
| 0.0000                                                                       |        | 0.0019         |        | 0.0002        |        | احتمالية ستيودنت (P>t)      |  |                               |  |
| 0.6318                                                                       |        | 0.6049         |        | 0.5705        |        | القيمة الاحتمالية (rho)     |  |                               |  |
| 0.6482                                                                       | 1.0673 | 0.8743         | 1.2957 | 0.8694        | -1.498 | lev02                       |  | المعادلة الثانية              |  |
| 4.0295                                                                       | 3.5962 | 3.5473         | 1.4956 | 1.5983        | -0.055 | C                           |  |                               |  |
| 0.4581                                                                       |        | 0.4694         |        | 0.4427        |        | R <sup>2</sup> Within       |  |                               |  |
| 0.4313                                                                       |        | 0.4465         |        | 0.4278        |        | R <sup>2</sup> Overall      |  |                               |  |
| 34.6871                                                                      |        | 63.2092        |        | 17.3946       |        | احصائية فيشر (F)            |  |                               |  |
| 0.0000                                                                       |        | 0.0005         |        | 0.0001        |        | احتمالية فيشر (Prob>F)      |  |                               |  |
| 1.6465                                                                       |        | 1.4819         |        | -1.7230       |        | احصائية ستيودنت (t)         |  |                               |  |
| 0.0032                                                                       |        | 0.0008         |        | 0.0043        |        | احتمالية ستيودنت (P>t)      |  |                               |  |
| 0.6421                                                                       |        | 0.5907         |        | 0.6194        |        | القيمة الاحتمالية (rho)     |  |                               |  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

تشير نتائج الجدول رقم (3-33) إلى تحسن في الجودة والمعنوية الإحصائية لنموذج التأثير الثابت مقارنة بنموذج التأثير العشوائي، وهو الأمر الذي يؤكد نتائج اختبار هوسمان الذي فضل النموذج الأول على الثاني، حيث يتجلى التحسن في كل معالم قياس جودة النموذج إذ سجلنا معامل تحديد ضمني R<sup>2</sup> Within بلغ 0.5394 و 0.5158 و 0.4906 لنماذج المعادلة الأولى على التوالي في حين كان 0.2403 و 0.2391 و 0.3025 في نموذج التأثير العشوائي، والأمر نفسه ينطبق على المعادلة الثانية أين كان معامل التحديد الضمني R<sup>2</sup> Within 0.4427 و 0.4694 و 0.4581 للنماذج الثلاث على التوالي في حين كان في نموذج التأثير العشوائي 0.2292 و 0.2147 و 0.2401، وهذا الأمر يفسر تحسن قدرة النموذج على التقاط الانحرافات من خلال حدود الخصائص الفردية لكل مؤسسة، أما قيم المعلمة رو (rho) فقد بلغت في المعادلة الأولى (0.5705 و 0.6049 و 0.6318 للنماذج الثلاث على التوالي) بعد أن كانت (0.4903 و 0.5194 و 0.5492 للنماذج الثلاث على التوالي) في نموذج التأثير العشوائي، وهذا مماثل لما وقع في المعادلة الثانية التي بلغت فيها قيم المعلمة رو (rho) للنماذج الثلاث على التوالي (0.6194 و 0.5907 و 0.6421) بعد أن كانت (0.5839 و 0.5631 و 0.6083) في نموذج الانحدار العشوائي، فضلاً عن

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

هذا تشير القيم الإحصائية إلى جودة النموذج ومعنويته حيث تظهر القيم الاحتمالية الموافقة لاختبار فيشر ( $\text{Prob} > F$ ) لمعادلي النموذج الثلاثة معدومة أو قريبة نوعاً ما من الصفر وهو مؤشر إيجابي يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر بدرجات متفاوتة المتغيرات التابعة، كما أن قيم إحصائية ستودنت ( $t$ ) مختلفة عن الصفر، والقيم الاحتمالية لاختبار إحصائية ستودنت أصغر من مستوى المعنوية 0,05 وهو ما يشير أيضاً إلى الدلالة والجودة الإحصائية التي يكتسبها النموذج.

#### 2. نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية حسب معيار حجم المؤسسة

بعد تقديم معالم نماذج الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير الثابت في الجدول رقم (3-33)، سيتم الآن تقديمها في ثلاث جداول وفق هذا النموذج مصنفة حسب معيار الحجم.

#### 1.2. نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة

يقدم الجدول رقم (3-34) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة وفق نموذج التأثير الثابت والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0.

الجدول رقم (3-34): نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة

| Dependent variable: FP, ROA, QR      Sample: 2012-2022      Periods included: 11 |  |                |  |               |  |
|----------------------------------------------------------------------------------|--|----------------|--|---------------|--|
| Cross-sections included: 8      Total panel observations: 88                     |  |                |  |               |  |
| النموذج الثالث                                                                   |  | النموذج الثاني |  | النموذج الأول |  |
| 0.4029                                                                           |  | 1.0851         |  | 4.2903        |  |
| 0.3874                                                                           |  | 1.4836         |  | 0.6483        |  |
| 0.5386                                                                           |  | 0.6049         |  | 0.5731        |  |
| 0.5103                                                                           |  | 0.5798         |  | 0.5538        |  |
| 27.6389                                                                          |  | 85.3921        |  | 18.3902       |  |
| 0.0008                                                                           |  | 0.0016         |  | 0.0003        |  |
| 2.6932                                                                           |  | 1.6386         |  | 1.4705        |  |
| 0.0048                                                                           |  | 0.0001         |  | 0.0012        |  |
| 0.5892                                                                           |  | 0.5428         |  | 0.6136        |  |
| 1.0395                                                                           |  | 2.5431         |  | 1.8952        |  |
| 5.3986                                                                           |  | 2.4984         |  | 1.3049        |  |
| 0.5782                                                                           |  | 0.5184         |  | 0.5407        |  |
| 0.5528                                                                           |  | 0.4926         |  | 0.5173        |  |
| 77.2976                                                                          |  | 10.3025        |  | 57.9154       |  |
| 0.0072                                                                           |  | 0.0068         |  | 0.0002        |  |
| 0.8691                                                                           |  | 0.4284         |  | 1.1091        |  |
| 0.0009                                                                           |  | 0.0066         |  | 0.0047        |  |
| 0.5038                                                                           |  | 0.4429         |  | 0.4839        |  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

يتضح من خلال بيانات الجدول رقم (3-34) أن الاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob>F) لمعادلي النماذج الثلاثة مقارب للصفر، وهو ما يوحي إلى اكتساب نموذج التأثير الثابت نوعاً من الجودة والدلالة الإحصائية، وتؤكد اختلاف قيم إحصائية ستيودنت (t) عن الصفر وبلوغ القيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت (P>t) نسباً أقل من مستوى المعنوية 5% من مسألة جودتها ومعنويتها الإحصائية، كما نلاحظ من خلال الجدول أن معامل التحديد الضمني  $R^2$  Within الذي بلغ 0.5731 و0.6049 و0.5386 لنماذج المعادلة الأولى على التوالي قد تحسن بالمقارنة بما كان عليه في نموذج التأثير العشوائي الذي كان 0.3302 و0.3506 و0.3021، والأمر نفسه ينطبق على المعادلة الثانية التي كان فيها معامل التحديد الضمني  $R^2$  Within 0.5407 و0.5184 و0.5782 للنماذج الثلاث على التوالي في حين كان في نموذج التأثير العشوائي 0.3278 و0.3026 و0.3561، هذا وقد تحسنت قيم المعلمة  $\rho$  هي الأخرى في نموذج التأثير الثابت مقارنة بما كانت عليه في نموذج التأثير العشوائي حيث بلغت في المعادلة (0.6136 و0.5428 و0.5892 للنماذج الثلاث على التوالي) بعد أن كانت (0.5248 و0.4958 و0.5392 للنماذج الثلاث على التوالي)، والأمر نفسه ينطبق على نتائج المعادلة الثانية التي كانت (0.4839 و0.4429 و0.5038 للنماذج الثلاث على التوالي)، وبناءً على ما سبق يمكن القول أن للمتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل تأثير ذو دلالة وجودة إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير الثابت.

### 2.2. نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة

يقدم الجدول رقم (3-35) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة وفق نموذج التأثير الثابت والمستخلصة من برنامج ستاتا 16.0.

الجدول رقم (3-35): نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة

| Dependent variable: FP, ROA, QR |        |                |        |               |        | Sample: 2012-2022             |  | Periods included: 11 |  |
|---------------------------------|--------|----------------|--------|---------------|--------|-------------------------------|--|----------------------|--|
| Cross-sections included: 10     |        |                |        |               |        | Total panel observations: 110 |  |                      |  |
| النموذج الثالث                  |        | النموذج الثاني |        | النموذج الأول |        | نماذج الدراسة                 |  | معادلات النماذج      |  |
| 1.0382                          | -0.548 | 3.1393         | 5.3921 | 2.9584        | 4.3201 | lev01                         |  | المعادلة الأولى      |  |
| 7.8531                          | 5.3281 | 1.7485         | 2.4952 | 0.4928        | 3.2910 | C                             |  |                      |  |
| 0.5739                          |        | 0.5597         |        | 0.5231        |        | R <sup>2</sup> Within         |  |                      |  |
| 0.5584                          |        | 0.5393         |        | 0.5002        |        | R <sup>2</sup> Overall        |  |                      |  |
| 40.0761                         |        | 84.3092        |        | 25.8576       |        | احصائية فيشر (F)              |  |                      |  |
| 0.0001                          |        | 0.0005         |        | 0.0021        |        | احتمالية فيشر (Prob>F)        |  |                      |  |
| 0.5278                          |        | 1.7176         |        | 1.4602        |        | احصائية ستيودنت (t)           |  |                      |  |
| 0.0008                          |        | 0.0063         |        | 0.0004        |        | احتمالية ستيودنت (P>t)        |  |                      |  |
| 0.6147                          |        | 0.5761         |        | 0.6429        |        | القيمة الاحتمالية (rho)       |  |                      |  |
| 1.4387                          | 2.4871 | 2.0921         | 2.9372 | 0.8726        | 1.3965 | Lev02                         |  |                      |  |
| 4.1972                          | 2.4657 | 0.5943         | -0.205 | 0.1763        | 1.4697 | C                             |  |                      |  |
| 0.5609                          |        | 0.5738         |        | 0.6291        |        | R <sup>2</sup> Within         |  |                      |  |

### الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

#### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|         |         |         |                              |                  |
|---------|---------|---------|------------------------------|------------------|
| 0.5414  | 0.5529  | 0.6027  | <b>R<sup>2</sup> Overall</b> | المعادلة الثانية |
| 31.9406 | 15.4893 | 72.9302 | احصائية فيشر (F)             |                  |
| 0.0052  | 0.0011  | 0.0003  | احتمالية فيشر (Prob>F)       |                  |
| 1.7287  | 1.4039  | 1.6003  | احصائية ستيودنت (t)          |                  |
| 0.0049  | 0.0082  | 0.0017  | احتمالية ستيودنت (P>t)       |                  |
| 0.5968  | 0.5382  | 0.5573  | القيمة الاحتمالية (rho)      |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

على غرار نتائج الجدول السابق لمسنا من خلال الجدول رقم (3-35) تحسن ملحوظ في معامل التحديد الضمني Within  $R^2$  في المعادلة الأولى في نماذج الدراسة الثلاثة بالمقارنة بنموذج التأثير العشوائي الذي كانت فيه القيم في حدود 0.3681 و 0.3904 و 0.3528 للنماذج الثلاث على التوالي بينما أصبحت 0.5231 و 0.5597 و 0.5739 للنماذج الثلاث على التوالي في نموذج التأثير الثابت، وحتى في المعادلة الثانية التي بلغت هي الأخرى 0.4019 و 0.3603 و 0.3724 للنماذج الثلاث على التوالي في نموذج التأثير العشوائي بينما أصبحت 0.6291 و 0.5738 و 0.5609 للنماذج الثلاث على التوالي في نموذج التأثير الثابت، وهو الأمر نفسه الذي سارت عليه قيم المعلمة  $\rho$  أين كانت في المعادلة الأولى في حدود 0.5308 و 0.4827 و 0.5274 للنماذج الثلاث على التوالي بينما أصبحت 0.6429 و 0.5761 و 0.6147 للنماذج الثلاث على التوالي وقد بلغت في المعادلة الثانية قيم 0.4794 و 0.4521 و 0.4963 للنماذج الثلاث تالياً في نموذج التأثير العشوائي لتصبح 0.5573 و 0.5382 و 0.5968 للنماذج الثلاث تالياً لنموذج التأثير الثابت، وجاء هذا التحسن ليؤكد نتائج اختبار هوسمان التي أقرت بتفضيل نموذج التأثير الثابت على نموذج التأثير العشوائي، وترجح قيم احصائية ستيودنت (t) المختلفة تماماً عن الصفر، والقيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت ( $P>t$ ) الأقل من مستوى المعنوية 5% والاحتمال الموافق لاختبار فيشر (Prob>F) لمعادلتى النماذج الثلاثة مقارب للصفر قبول نموذج التأثير الثابت من الناحية الاحصائية بشكل يسمح لنا بالقول أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لها تأثير ذو دلالة وجودية إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية المتوسطة عينة الدراسة التطبيقية.

#### 3.2. نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة

يقدم الجدول رقم (3-36) معالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة وفق نموذج التأثير الثابت والمستخلصة من برنامج ستاتا Stata 16.0.

الجدول رقم (3-36): نموذج التأثير الثابت لمعالم نماذج الدراسة التطبيقية للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة

| Dependent variable: FP, ROA, QR    Sample: 2012-2022    Periods included: 11 |                             |        |               |        |                |        |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------|---------------|--------|----------------|--------|
| Cross-sections included: 7    Total panel observations: 77                   |                             |        |               |        |                |        |
| معادلات النماذج                                                              | نماذج الدراسة               |        | النموذج الأول |        | النموذج الثاني |        |
| النموذج الثالث                                                               |                             |        |               |        |                |        |
|                                                                              | lev01                       | -2.194 | 0.8427        | 2.1025 | 0.9826         | 3.2901 |
|                                                                              | C                           | 4.3901 | 5.3902        | 2.5713 | 3.4921         | 7.1048 |
|                                                                              | <b>R<sup>2</sup> Within</b> | 0.5743 | 0.5907        | 0.5239 |                |        |

**الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي**  
**للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية**

|         |        |         |        |          |        |                         |  |                  |
|---------|--------|---------|--------|----------|--------|-------------------------|--|------------------|
| 0.5025  |        | 0.5739  |        | 0.5521   |        | R <sup>2</sup> Overall  |  | المعادلة الأولى  |
| 92.8941 |        | 13.5184 |        | 40.2918  |        | (F) احصائية فيشر        |  |                  |
| 0.0052  |        | 0.0006  |        | 0.0000   |        | (Prob>F) احتمالية فيشر  |  |                  |
| 4.1478  |        | 2.1397  |        | -2.6035  |        | (t) احصائية ستيودنت     |  |                  |
| 0.0009  |        | 0.0014  |        | 0.0002   |        | (P>t) احتمالية ستيودنت  |  |                  |
| 0.6472  |        | 0.6186  |        | 0.5631   |        | (rho) القيمة الاحتمالية |  |                  |
| 1.0286  | -2.193 | 2.8983  | 4.3221 | 1.0392   | -1.485 | Lev02                   |  | المعادلة الثانية |
| 0.5937  | -0.193 | 3.2401  | 5.2982 | 0.3928   | 2.4093 | C                       |  |                  |
| 0.5546  |        | 0.5138  |        | 0.5329   |        | R <sup>2</sup> Within   |  |                  |
| 0.5291  |        | 0.4937  |        | 0.5105   |        | R <sup>2</sup> Overall  |  |                  |
| 24.0619 |        | 52.0962 |        | 102.3024 |        | (F) احصائية فيشر        |  |                  |
| 0.0008  |        | 0.0015  |        | 0.0003   |        | (Prob>F) احتمالية فيشر  |  |                  |
| -2.1320 |        | 1.4912  |        | -1.4289  |        | (t) احصائية ستيودنت     |  |                  |
| 0.0026  |        | 0.0201  |        | 0.0000   |        | (P>t) احتمالية ستيودنت  |  |                  |
| 0.6419  |        | 0.6076  |        | 0.5804   |        | (rho) القيمة الاحتمالية |  |                  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

لم تختلف نتائج الجدول رقم (3-36) عن الجدولين السابقين حيث أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية طويلة وقصيرة الأجل لها تأثير دال وذو جودة إحصائية على المتغيرات التابعة المتمثلة في المردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية الصغيرة عينة الدراسة التطبيقية وفق نموذج التأثير الثابت، حيث يؤكد الجدول تحسن معامل التحديد الضمني R<sup>2</sup> Within في نموذج التأثير الثابت (0.5743 و 0.5907 و 0.5239 للنماذج الثلاث توالياً بعد أن كانت 0.3057 و 0.3178 و 0.2683 للنماذج الثلاث توالياً في المعادلة الأولى) و (0.5329 و 0.5138 و 0.5546 للنماذج الثلاث توالياً بعد أن كانت 0.2907 و 0.2862 و 0.3158 للنماذج الثلاث توالياً في المعادلة الثانية)، كما نلاحظ أيضاً من خلال الجدول أيضاً تسجيل تحسن قيم المعلمة رو (rho) في نموذج التأثير الثابت مقارنة بنموذج التأثير العشوائي الثابت (0.5631 و 0.6186 و 0.6472 للنماذج الثلاث توالياً بعد أن كانت 0.4539 و 0.4921 و 0.5324 للنماذج الثلاث توالياً في المعادلة الأولى) و (0.5804 و 0.6076 و 0.6419 للنماذج الثلاث توالياً بعد أن كانت 0.4682 و 0.4813 و 0.5098 للنماذج الثلاث توالياً في المعادلة الثانية)، ولم تحمل باقي القيم الإحصائية أي جديد يذكر يغير من معنوية وجودة نموذج التأثير الثابت الإحصائية، حيث قاربت القيم الاحتمالية الموافقة لمعلمة فيشر (Prob>F) لمعادلتين النماذج الثلاثة الصفر، وجاءت قيم معلمات ستيودنت (t) مختلفة تماماً عن الصفر والقيم الاحتمالية لاختبار ستيودنت (P>t) أقل من مستوى المعنوية 5%.

#### المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة التطبيقية وتفسير النتائج

بعد القيام بقراءة شاملة وتحليل لكل نتائج مختلف النماذج (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثير العشوائي، نموذج التأثير الثابت) من حيث الدلالة المعنوية والجودة الإحصائية، وتحديد أفضل نموذج بناءً على الاختبارات المناسبة لذلك، وقد تم التوصل



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

في الأخير إلى أن نموذج التأثير الثابت هو النموذج الأنسب لمعالم الدراسة التطبيقية الكلية والمصنفة حسب معيار حجم المؤسسات الاقتصادية، أما معالم الدراسة التطبيقية المصنفة حسب معيار قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية فسيتم دراستها وفق نموذج التأثير العشوائي بناءً على ترجيح اختبار هوسمان، وعليه وفي ضوء ما تم التوصل إليه سيتم في هذا المطلب الإجابة على فرضيات الدراسة التطبيقية وتفسير النتائج.

#### أولاً: اختبار فرضيات الدراسة التطبيقية

بناءً على النتائج السابقة سيتم اختبار الفرضيات التي تمت صياغتها في المبحث الأول من هذا الفصل، حيث سيتم الإجابة على كل فرضية رئيسية والفرضيات الفرعية التابعة لها على جدي لبيان أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة وكذا بيان مدى فعالية العوامل الوسيطة (مدة الاستفادة من الصيغة التمويلية، وحجم وقطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية الطالبة للتمويل) في هذا التأثير.

#### 1. اختبار الفرضية الرئيسية الأولى وفرضياتها الفرعية

الجدول رقم (3-37): المعاملات المعيارية للمتغيرات الخاصة بالفرضية الرئيسية الأولى

| Dependent variable: FP |                 |             |                 | Independent variable: Lev01, Lev02 |                        |
|------------------------|-----------------|-------------|-----------------|------------------------------------|------------------------|
| المعادلة الثانية       | المعادلة الأولى | الحجم/النوع | النموذج المعتمد | طبيعة البيانات                     |                        |
| 0.0043                 | -1.498          | 0.0002      | 4.3921          | -                                  | غير مصنفة              |
| 0.0047                 | 2.1021          | 0.0012      | 6.3092          | كبيرة                              | مصنفة حسب معيار الحجم  |
| 0.0017                 | 1.3965          | 0.0004      | 4.3201          | متوسطة                             |                        |
| 0.0000                 | -1.485          | 0.0002      | -2.194          | صغيرة                              |                        |
| 0.0011                 | 1.4032          | 0.0003      | 4.0259          | صناعية                             | مصنفة حسب معيار القطاع |
| 0.0043                 | 2.7856          | 0.0101      | 3.0385          | تجارية                             |                        |
| 0.0205                 | 1.6947          | 0.0008      | 3.5042          | خدمية                              |                        |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يقدم الجدول رقم (3-37) المعاملات المعيارية (Standardized Coefficient ( $\beta$ ) لمعالم الدراسة التطبيقية الخاصة باختبار الفرضية الرئيسية الأولى وفرضياتها الفرعية والمتعلقة بالمتغير التابع المردودية المالية FP، حيث نلاحظ أن معامل المعادلة الأولى (4.3921) موجب وذو دلالة إحصائية (0.0002 أقل من مستوى المعنوية) وهو ما يعني أن هذه النتيجة تؤكد صحة الفرضية الرئيسية الأولى وأنه توجد علاقة تأثير إيجابية للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، وهذا على الرغم من أن معامل المعادلة الثانية (-1.498) سالب، حيث أن حصول المؤسسات الاقتصادية على التمويل قصير الأجل لا يراود به تحسين المردودية المالية بالأساس وإنما الوفاء بالتزامات السريعة والطارئة، إلا أن هذه النتيجة تنفي الفرضية الفرعية الأولى وتؤكد أن مدة الاستفادة من الصيغ التمويلية عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

وبين الشق الأوسط من الجدول رقم (3-37) أن معاملات المعادلة الأولى للمؤسسات الكبيرة والمتوسطة (6.3092، 4.3201) موجبة بينما معامل المؤسسات الصغيرة (-2.194) سالب، وكل المعاملات ذات دلالة إحصائية (0.0012 للكبيرة،

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

0.0004 للمتوسطة، 0.0002 للصغيرة، أقل من مستوى المعنوية)، هذا ونلاحظ أن معاملات المعادلة الثانية للمؤسسات الكبيرة والمتوسطة موجبة (2.1021 للكبيرة، 1.3965 للمتوسطة) وذات دلالة إحصائية (0.0047 للكبيرة، 0.0017 للمتوسطة، أقل من مستوى المعنوية) إلا أن معامل المؤسسات الصغيرة (-1.485) سالب ودال إحصائياً (0.0000 أصغر من مستوى المعنوية)، وتؤكد هذه المعطيات صحة الفرضية الفرعية الثانية وأن حجم المؤسسة هو عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

يتضح من خلال بيانات الجزء الأخير من الجدول رقم (3-37) أن معاملات المؤسسات الاقتصادية للمعادلة الأولى (4.0259 للصناعية، و3.0385 للتجارية، و3.5042 للخدمية) والمعادلة الثانية (1.4032 للصناعية، و2.7856 للتجارية، و1.6947 للخدمية) موجبة، وذات دلالة إحصائية (0.0003 للصناعية، و0.0101 للتجارية، و0.0008 للخدمية) أقل من مستوى المعنوية للمعادلة الأولى) و(0.0011 للصناعية، و0.0043 للتجارية، و0.0205 للخدمية) أقل من مستوى المعنوية للمعادلة الثانية) وهو ما يرجح رفض الفرضية الفرعية الثالثة والتأكيد على أن قطاع نشاط المؤسسة هو عامل غير مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

بعد اختبار الفرضية الرئيسية الأولى وفرضياتها الفرعية يمكن القول أن حصول المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية على التمويل من المؤسسات المالية الإسلامية في شكل صيغ موافقة لآلية الرفع المالي كان له الوقع الإيجابي على مردوديتها المالية حيث أن الاستعانة بمصادر التمويل الخارجي بمستويات معتدلة يمكن أن يعطي مجالاً للمؤسسات الاقتصادية لتوسيع دائرة نشاطها (اقتناء تثبتات، شراء مخزونات، الحصول على لوجيستيك...) وبالتالي زيادة في حجم أعمالها الذي ينعكس على نتائجها، وعلى الرغم من التكلفة الإضافية للتمويل الخارجي إلا أنها أوفر من الأموال الخاصة، وعلى هذا الأساس فإن الاستعانة بصيغ التمويل الإسلامية يندرج عنه زيادة في نتائج المؤسسات الاقتصادية (بالطبع إذا سارت باقي المتغيرات المتحركة في النتيجة على الوجه الصحيح) ومع تسجيل ثبات في مستوى الأموال الخاصة في الهيكل المالي (بحكم استدامة المؤسسة لا زيادة رأس مالها) ينعكس الأمر بالإيجاب على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية وبالتالي الزيادة في ثروة الملاك.

هذا وقد تم التوصل من خلال الفرضية الفرعية الأولى إلى أهمية مدة الاستفادة من الصيغة التمويلية في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، وهذا راجع بشكل رئيسي إلى الغرض الذي تم الحصول من أجله على التمويل أساساً، حيث أن قرار الإدارة المالية بالحصول على التمويل طويل الأجل يكون مبنياً على رؤية مستقبلية تسعى المؤسسة الوصول إليها أو تحقيقها من خلال عدة عوامل مجتمعة من بينها التمويل متوسط وطويل الأجل، أما الحصول على التمويل قصير الأجل فهو موجه بالأساس للوفاء بالالتزامات الطارئة ومواجهة أزمات السيولة وبالتالي فإن أثره لن يتجلى في المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية.

غالباً ما تمتلك المؤسسات الاقتصادية المتوسطة وخاصة الكبيرة سمعة وباع جيد في أوساط الأعمال والبيئة الاقتصادية، حيث وعلى عكس جل المؤسسات الصغيرة تسجل المؤسسات الكبيرة والمتوسطة مؤشرات داخلية تعطي صورة لامعة عن وضع أعمالها واستقرارها المالي، كما تمتلك هذه المؤسسات إدارات مالية لها من الكفاءة والخبرة المهنية ما يجعلها تحصل على التمويل الخارجي بأحسن الشروط وأيسرها مقارنة بالإدارات المالية في المؤسسات الصغيرة (بحكم فارق الخبرة في التفاوض والمؤشرات المالية التي



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

تعطي ثقة أكبر للمؤسسات المالية في عملية تقليل المخاطر)، وبما أن ظروف حصول المؤسسات الكبيرة والمتوسطة على التمويل تختلف عن المؤسسات الصغيرة، كما أن مستوى أنشطتهما يختلف طردياً، فإنه من المنطقي أن يختلف أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على مردوديتها المالية، وفي سياق آخر تبين أن القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسات الاقتصادية لا يؤثر في علاقة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

#### 2. اختبار الفرضية الرئيسية الثانية وفرضياتها الفرعية

الجدول رقم (3-38): المعاملات المعيارية للمتغيرات الخاصة بالفرضية الرئيسية الثانية

| Dependent variable: ROA |        |                 |        | Independent variable: Lev01, Lev02 |                        |                        |
|-------------------------|--------|-----------------|--------|------------------------------------|------------------------|------------------------|
| المعادلة الثانية        |        | المعادلة الأولى |        | الحجم/النوع                        | النموذج المعتمد        | طبيعة البيانات         |
| 0.0008                  | 1.2957 | 0.0019          | 3.0025 | –                                  | نموذج التأثير الثابت   | غير مصنفة              |
| 0.0066                  | 1.0895 | 0.0001          | 3.2916 | كبيرة                              | نموذج التأثير الثابت   | مصنفة حسب معيار الحجم  |
| 0.0082                  | 2.9372 | 0.0063          | 5.3921 | متوسطة                             |                        |                        |
| 0.0201                  | 4.3221 | 0.0014          | 2.1025 | صغيرة                              |                        |                        |
| 0.0009                  | 0.8931 | 0.0002          | 0.4035 | صناعية                             | نموذج التأثير العشوائي | مصنفة حسب معيار القطاع |
| 0.0002                  | 1.8946 | 0.0018          | 2.3129 | تجارية                             |                        |                        |
| 0.0006                  | 6.4931 | 0.0001          | 4.2092 | خدمية                              |                        |                        |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

يتعلق الجدول رقم (3-38) بالمعاملات المعيارية (Standardized Coefficient) ( $\beta$ ) لمعالم الدراسة التطبيقية التي تسمح باختبار الفرضية الرئيسية الثانية وفرضياتها الفرعية التي تتعلق بالمتغير التابع معدل العائد على الموجودات، فعلى الرغم من انخفاض معامل المعادلة الأولى (3.0025) عن المعامل الخاص بالمتغير السابق إلا أنه يبقى موجب ودال إحصائياً (0.0019) أقل من مستوى المعنوية) وهو ما يعني قبول الفرضية الرئيسية الثانية وأنه توجد علاقة تأثير إيجابية للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، وتؤكد إيجابية معامل المعادلة الثانية (1.2957) ودلالته الإحصائية (0.0008) أقل من مستوى المعنوية) رفض الفرضية الفرعية الأولى وهذا ما يشير إلى عدم أهمية عامل مدة الاستفادة من الصيغ التمويلية في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

ويتضح من خلال القسم الثاني من الجدول رقم (3-38) أن معاملات المعادلة الأولى موجبة (2.1025 للصغيرة، 5.3921 للمتوسطة، 3.2916 للكبيرة) وذات دلالة إحصائية (0.0014 للصغيرة، 0.0063 للمتوسطة، 0.0001 للكبيرة، أقل من مستوى المعنوية)، والأمر نفسه ينطبق على معاملات المعادلة الثانية (4.3221 للصغيرة، 2.9372 للمتوسطة، 1.0895 للكبيرة) التي كانت موجبة ودالة إحصائياً هي الأخرى (0.0201 للصغيرة، 0.0082 للمتوسطة، 0.0066 للكبيرة، أقل من مستوى المعنوية)، وهو ما يعني أن اختلاف حجم المؤسسة لا يغير من أثر المتغير المستقل على المتغير التابع، وهو ما يؤدي إلى رفض الفرضية الفرعية الثانية والقول أن حجم المؤسسة هو عامل غير مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

بالانتقال من بيانات القسم الثاني من الجدول رقم (3-38) إلى القسم الأخير نلاحظ اختلاف وتباين في نتائج المؤسسات حسب نوعها حيث كانت المعاملات المعيارية للمؤسسات الصناعية في المعادلتين الأولى والثانية موجبة وقريبة نوعاً ما من الصفر (0.4035، و0.8931 للمعادلتين على التوالي) ودال إحصائياً (0.0002 للأولى و0.0009 للثانية أقل من مستوى المعنوية أكبر)، أما بخصوص معاملات معادلتين المؤسسات التجارية فقد كانت موجبة وتحسنت مقارنة بمعاملات المؤسسات الصناعية (2.3921، و1.8946 للمعادلتين على التوالي) كما أنها كانت دالة إحصائياً (0.0018، و0.0002 للمعادلتين على التوالي، أقل من مستوى المعنوية)، في حين سجلت معاملات معادلتين المؤسسات الخدمية أعلى قيم مقارنة بالنوعين السابقين من المؤسسات (4.2092، و6.4931 للمعادلتين على التوالي) وكانت في الوقت نفسه ذات دلالة إحصائية (0.0001، و0.0008 للمعادلتين على التوالي، أقل من مستوى المعنوية)، وبناءً على هذه النتائج يمكن القول إن قطاع نشاط المؤسسة هو عامل مهم في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، وهذا ما يتوافق مع الفرضية الفرعية الثالثة وبالتالي قبولها.

ما تمت ملاحظته من اختبار الفرضية الرئيسية الثانية وفرضياتها الفرعية أن صيغ الصيرفة الإسلامية الموافقة للرفع المالي ساهمت في تحسين معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة، فعلى الرغم من أن استخدام هذه الصيغ لا يؤثر بشكل مباشر على معدل العائد على الموجودات إلا أنه يمكنه التأثير فيه بشكل غير مباشر من خلال صافي الدخل، حيث أن هذه المؤسسات استطاعت أن تحقق عائد من الأصول الممولة بواسطة هذه الصيغ يفوق تكلفتها وبالتالي فإنها استطاعت تحسين صافي الدخل بنسب تفوق الزيادة في إجمالي أصولها وهو ما جعلها تحسن من معدل العائد على الموجودات، أي أن علاقة التأثير هذه قائمة على الكفاءة في استخدام هذه الصيغ بطريقة فعالة من خلال استثمارات ناجحة تزيد من العوائد التي تزيد من صافي الدخل لأقصى حد ممكن.

هذا وقد أوضح الاختبار الخاص بالفرضية الفرعية الأولى أنه لا أهمية لمدة الاستفادة من الصيغ التمويلية في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، أي أن هذه المؤسسات قد استطاعت التأثير على معدل العائد على موجوداتها من خلال الصيغ قصيرة الأجل التي تستخدم بالأساس لتغطية احتياجات رأس المال العامل والتكاليف التشغيلية المؤقتة، فعلى الرغم من ارتفاع إجمالي الأصول جراء الاستعانة بهذه الصيغ إلا أن هذه المؤسسات قد تمكنت من تحقيق صافي دخل غطى هذه الزيادة، والمثال التوضيحي التالي يشرح بالتفصيل كيف تم هذا الأمر: يقدر إجمالي الموجودات قبل الاستعانة بهذه الصيغ 1000 وحدة نقدية وصافي الدخل 100 وحدة نقدية (ROA = 10%)، ثم أصبح بعد الاستعانة بصيغ 10 وحدة نقدية إجمالي الموجودات 1010 وحدة نقدية، هنا نستنتج أن هذه المؤسسات قد حققت صافي دخل بعد الاستعانة بهذه الصيغ أكبر تماماً من 101 وحدة نقدية (وهي قيمة صافي الدخل التي يكون فيها ROA = 10%) وهذا يوضح أنه حتى مع اختلاف مدة الاستفادة من الصيغة التمويلية إلا أن مسألة الكفاءة في استخدامها تبقى هي عنصر التأثير الرئيسي.

مع ثبات النتائج للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة والمتوسطة والصغيرة في الفرضية الفرعية الثانية تبين أنه لا أهمية لحجم المؤسسة في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، حيث أنه على الرغم من اختلاف الأرباح الصافية لكل مؤسسة (من المنطقي أن تتماشى الأرباح طردياً مع حجم المؤسسة) وكذا حجم الاستفادة من صيغ الصيرفة الإسلامية إلا أنه لا فرق يذكر تقريباً في الأثر الذي تحدثه هذه الصيغ

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

في معدل العائد على الموجودات (وجود تأثير إيجابي في أنواع المؤسسات الثلاث) وهو أمر يتسم بالمنطقية في ظل وجود تناسب بين أرباح كل نوع مؤسسة وإجمالي موجوداتها، فصحیح أن الأرباح الصافية للمؤسسات الاقتصادية الكبيرة تكون أكبر من أرباح المؤسسات الاقتصادية الصغيرة إلا أنه في الوقت نفسه تكون إجمالي موجودات الأولى أكبر من الثانية أيضاً وهو ما لا يترك مجالاً للفروقات الكبيرة.

على عكس معيار الحجم، لدى عامل قطاع نشاط المؤسسات الاقتصادية دور في التأثير الإيجابي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على معدل العائد على الموجودات للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، حيث كان التأثير ضعيف نوعاً ما لدى المؤسسات الصناعية، بينما تحسن بشكل ملحوظ في المؤسسات التجارية، ليلج مداه الأقصى عند المؤسسات الخدمية، وجاءت هذه النتائج على هذا الشكل لتوضح أن العامل المتحكم فيها لا يعود للأرباح الصافية المحققة بقدر ما يرجع لإجمالي الموجودات الذي تمتلكه كل نوع مؤسسة، حيث تحتاج المؤسسات الصناعية إلى مستوى كبير من الأصول سواء كانت ثابتة (آلات، معدات صناعية، مخازن، معدات نقل...) أو متداولة (مواد أولية، مخزونات، تموينات أخرى...)، بينما تقتصر حاجة المؤسسات التجارية على بعض الأصول الثابتة (كالمخازن ومعدات النقل مثلاً، بالطبع في حال لم تلجأ للتأجير) وأصول متداولة متمثلة في البضائع، في حين لا تحتاج المؤسسات الخدمية إلا لنوع معين من الأصول الثابتة حسب طبيعة الخدمة المقدمة وبناءً على هذه المعطيات يمكن القول أن المؤسسات سواء كانت صناعية أو تجارية أو خدمية استطاعت استثمار حصولها على صيغ الصيرفة الإسلامية الموافقة للرفع المالي في توليد عائدات إضافية حسنت من خلالها أرباحها الصافية، إلا أن مسألة التأثير على معدل العائد على الموجودات يتحكم فيه تفاوت حجم امتلاك كل نوع مؤسسة لإجمالي الأصول، أين يزيد التأثير في المؤسسات الخدمية لينخفض في المؤسسات التجارية إلى أن يصل إلى أدنى مدى بالمؤسسات الصناعية.

### 3. اختبار الفرضية الرئيسية الثالثة وفرضياتها الفرعية

الجدول رقم (3-39): المعاملات المعيارية للمتغيرات الخاصة بالفرضية الرئيسية الثالثة

| Dependent variable: QR |        |                 |        | Independent variable: Lev01, Lev02 |                        |                        |
|------------------------|--------|-----------------|--------|------------------------------------|------------------------|------------------------|
| المعادلة الثانية       |        | المعادلة الأولى |        | الحجم/النوع                        | النموذج المعتمد        | طبيعة البيانات         |
| 0.0032                 | 1.0673 | 0.0000          | -2.469 | -                                  | نموذج التأثير الثابت   | غير مصنفة              |
| 0.0009                 | 0.9035 | 0.0048          | 1.0851 | كبيرة                              | نموذج التأثير الثابت   | مصنفة حسب معيار الحجم  |
| 0.0049                 | 2.4871 | 0.0008          | -0.548 | متوسطة                             |                        |                        |
| 0.0026                 | -2.193 | 0.0009          | 3.2901 | صغيرة                              |                        |                        |
| 0.0010                 | 2.8257 | 0.0014          | -1.483 | صناعية                             | نموذج التأثير العشوائي | مصنفة حسب معيار القطاع |
| 0.0008                 | 3.2548 | 0.0009          | -0.748 | تجارية                             |                        |                        |
| 0.0033                 | 1.8564 | 0.0027          | -2.065 | خدمية                              |                        |                        |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 16.0

تبين المعاملات المعيارية (Standardized Coefficient (β) لمعالم الدراسة التطبيقية التي جاءت في الجدول رقم (3-39) صحة الفرضية الرئيسية الثالثة، وهذا بعد أن جاء معامل المعادلة الأولى سالب (-2.469) وذو دلالة إحصائية (0.0000) أقل من مستوى المعنوية) وبالتالي يمكن القول أنه لا وجود لعلاقة تأثير إيجابية للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، إلا أن معامل المعادلة الثانية الإيجابي (1.0673)

والدال إحصائياً (0.0032 أقل من مستوى المعنوية) يشير إلى وجود اختلاف في النتائج عن نتائج المعادلة الأولى مما يعني أن مدة الاستفادة من الصيغ التمويلية عامل مهم في طبيعة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، أي قبول الفرضية الأولى.

اختلفت معاملات المعادلة الأولى للمؤسسات المصنفة حسب معيار الحجم بين سالب وموجب (1.0851 للكبيرة، -0.548- للمتوسطة، 3.2901 للصغيرة) واستقرت في مسألة الدلالة الإحصائية (0.0048 للكبيرة، و0.0008 للمتوسطة و0.0009 للصغيرة أقل من مستوى المعنوية، وهو نفس الأمر الحاصل في المعادلة الثانية تقريباً حيث كان معامل المؤسسات الكبيرة والمتوسطة موجباً (0.9035 و2.4871 على التوالي) ودال إحصائياً (0.0009 و0.0049 على التوالي أقل من مستوى المعنوية) أما معامل المؤسسات الصغيرة فقد كان سالباً (-2.193) ودال إحصائياً (0.0026 أقل من مستوى المعنوية) وهو ما يعني قبول الفرضية الفرعية الثانية أي أن حجم المؤسسة عامل مهم في طبيعة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

وبالنظر إلى بيانات القسم الأخير من الجدول رقم (3-39) يظهر لنا أن معاملات المعادلة الأولى كانت سالبة (-1.483- للصناعية، -0.748- للتجارية -2.065- للخدمية) ودالة إحصائياً (0.0014 للصناعية، 0.0009 للتجارية، 0.0027 للخدمية أقل من مستوى المعنوية)، أما معاملات المعادلة الثانية فقد كانت موجبة (2.8257 للصناعية، 3.2548 للتجارية، 1.8564 للخدمية) ودالة إحصائياً (0.0010 للصناعية، 0.0008 للتجارية، 0.0033 للخدمية، أقل من مستوى المعنوية)، وهذا الأمر إن دل فإنه يدل على عدم أهمية قطاع نشاط المؤسسة في طبيعة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية وهو الأمر الذي يوافق الفرضية الفرعية الثالثة.

إن علاقة التأثير السلبي للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية راجع لاستخدام هذه الصيغ في زيادة مستوى الأصول غير السائلة (المعدات والأصول طويلة الأجل) حيث تستقر الأصول السائلة جراء هذا الاستخدام في البداية، ثم تبدأ في النقصان إثر النفقات المالية المرتبطة بهذه الصيغ وبالتالي تنخفض نسبة السيولة السريعة بعد استخدام هذه الصيغ، وعلى النقيض من هذا الأمر فإن هذه الوضعية تتغير عند استخدام المؤسسات لصيغ صيرفة إسلامية قصيرة الأجل وموافقة للرفع المالي يتم توجيهها في زيادة النقد أو تمويل حسابات القبض مع الحفاظ على مستوى مناسب من الالتزامات الجارية من خلال عملية إدارة الديون بطريقة رشيدة، كما قد يؤثر في هذا الأمر الفعالية في إدارة رأس المال العامل للوصول للموازنة بين الأصول السائلة والالتزامات الجارية عن طريق إدارة الحسابات المستحقة بشكل أمثل.

ويعد اختلاف تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية لاختلاف حجم المؤسسة أمراً طبيعياً في ظل اختلاف مقدرات كل نوع مؤسسة ورؤيتها وأهدافها، ففي المعادلة الأولى كان التأثير لدى المؤسسات الاقتصادية الكبيرة سالب حيث أنها تسعى دائماً للتقليل من نسبة السيولة بحكم أنها أموال معطلة وتتجه إلى استثمارها، كما أن التزاماتها المتداولة الكبيرة لقدرة التفاوضية الممتازة على الشراء من الموردين على الحساب تساهم في تخفيض نسبة السيولة السريعة، وهو الأمر المختلف في المؤسسات الاقتصادية الصغيرة التي كان التأثير فيها إيجابياً حيث تسعى غالبية هذه المؤسسات إلى تحسين سيولتها تحسباً لأي طارئ، كما أن خصومها المتداولة محدودة في ظل أنها مجرة

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

على الوفاء بالتزاماتها آنياً إلا في نطاق محدود جداً، هذا بالنسبة للمعادلة الأولى أما المعادلة الثانية فقد كان معامل المؤسسات الكبيرة والمتوسطة موجباً لاستخدام الصيغ قصيرة الأجل في زيادة الأصول السائلة، على عكس المؤسسات الصغيرة التي قد تلجأ لاستخدام نفس الصيغ في تمويل المخزون أو اقتناء تثبيات وهو ما جعل معاملها سالب.

بعد اختبار فرضيات الدراسة التطبيقية قصد التحقق من وجود أثر للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي (مثلاً في المؤشرات الموضوعة) للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، تم التوصل إلى وجود أثر إيجابي لهذه الصيغ على كل من المؤشر المالي المتعلق بمردودية الأموال الخاصة لهذه المؤسسات (المردودية المالية FP) وكذا المؤشر المتعلق بمردودية أصول المؤسسات (معدل العائد على الموجودات ROA)، وعلى الرغم من وجود تأثير سلبي للصيغ طويلة الأجل على نسبة السيولة السريعة للمؤسسات الاقتصادية إلا أن التفسير المذكور سابقاً في اختبار هذه الفرضية يسمح بتخطي هذه النتيجة وعدم اعتبارها مؤثرة في الحكم خاصة في ظل التأثير الإيجابي للصيغ قصيرة الأجل على نسبة السيولة السريعة، وهو ما يسمح بالقول أن للرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية أثر إيجابي جيد على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

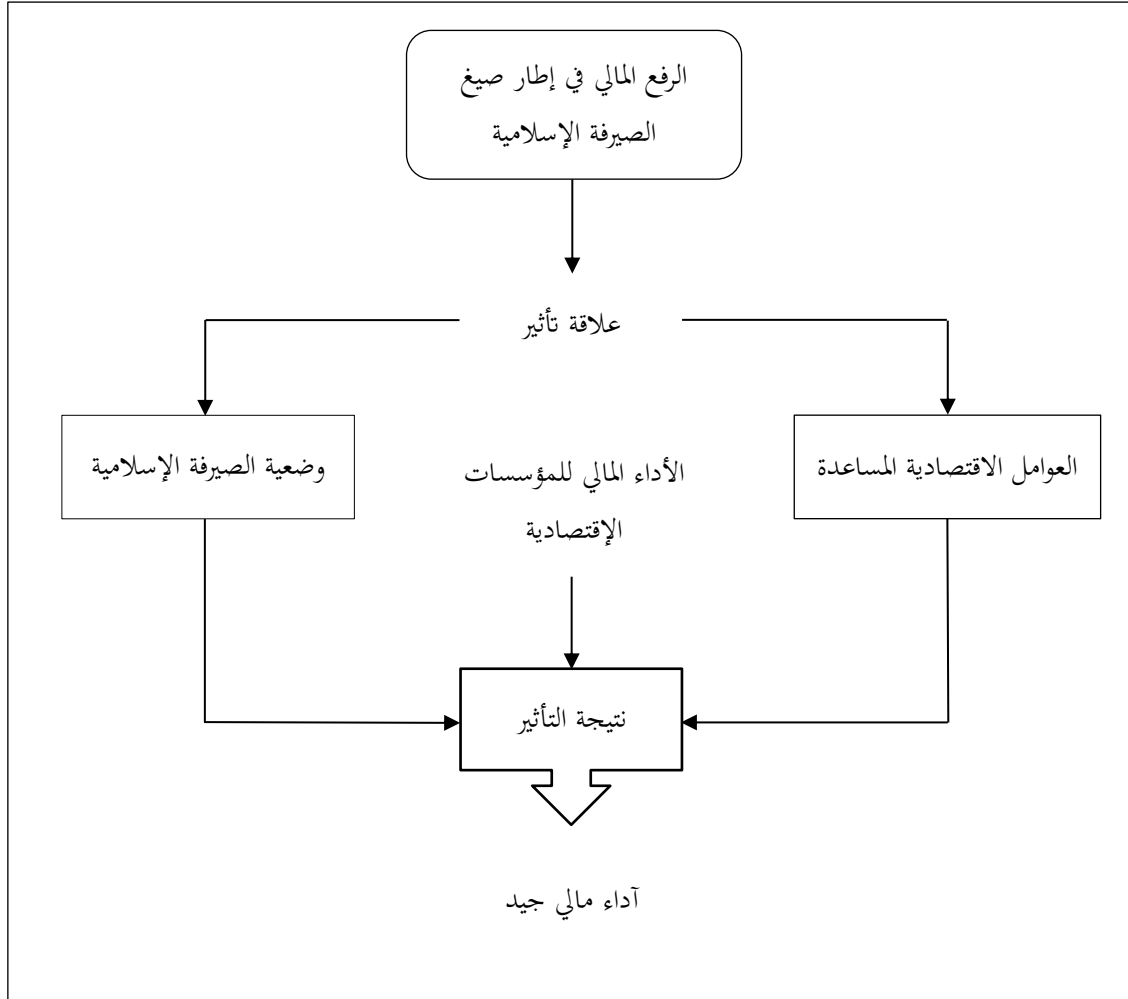
#### ثانياً: تفسير نتائج الدراسة

تم التوصل فيما سبق إلى إجابة على إشكالية الدراسة بعد إجراء اختبارات لصحة الفرضيات المطروحة وكذا الحصول على مجموعة من النتائج، إلا أن هذه النتائج تحتاج إلى تفسير في ظل وجود أسباب أدت أو ساهمت بشكل مباشر أو غير مباشر إلى وقوعها وبالعودة إلى حيثياتنا نجد أن معظم الأسباب تتمحور حول المؤسسات الاقتصادية التي جرت عليها الدراسة التطبيقية والمؤسسات المالية أو المصرفية الإسلامية التي أصدرت هذا التمويل، وبالتالي سيتم تسليط الضوء على مكامن القوة التي خولت للمؤسسات الاقتصادية السعودية تحقيق أداء مالي جيد بفضل ثلة من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية الموافقة لآلية الرفع المالي التي قامت المؤسسات المالية الإسلامية بإصدارها.

لا شك في أن نتائج الدراسة تنطلق من النتائج المحققة على مستوى كل مؤسسة اقتصادية في العينة المختارة، وكذا كل مؤسسة مالية إسلامية قامت بتمويل هذه الأخيرة، إلا أن النجاح المستدام والملاحظ حتى لا نقول المدوي لجل المؤسسات لا يمكن اختزاله في الاستراتيجيات الفردية لكل منها والتي قد تحدث بصفة عشوائية فقط (فهذا الأمر حتى وإن ساهم في تحقيق النجاح فإنه لا يضمن الاستمرارية على المدى البعيد) وإنما هو راجع بالأساس إلى العمل وفق السياسات العامة الموضوعة من قبل الإدارة السعودية والتي تم رسمها عام 2016 تحت مسمى "رؤية السعودية 2030" بغية تحويل الاقتصاد وتنويعه بعيداً عن قطاع المحروقات، من خلال دعم وتعزيز باقي القطاعات السياحية والترفيهية والتكنولوجية والطاقات المتجددة، كما تدعم هذه الرؤية أيضاً الصيرفة الإسلامية وتشجيع زيادة الإعتماد على التمويل الإسلامي، وبالتالي فإن تفسير نتائج الدراسة ينطوي على كل من العوامل الاقتصادية التي ساهمت في نجاح المؤسسات عينة الدراسة على تحقيق أداء مالي جيد وكذا وضعية الصيرفة الإسلامية في المملكة العربية السعودية كنظام تمويل إسلامي مستقل عن النظام التقليدي باعتبار أن بعض الصيغة المنبثقة منه كنظام تشكل المتغير المستقل للدراسة، والشكل رقم (3-01) يوضح ذلك.

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الشكل رقم (3-01): مخطط تفسير نتائج الدراسة التطبيقية



المصدر: من إعداد الباحث

إن وصول المؤسسات الاقتصادية إلى أداء مالي جيد يعكس بصفة منطقية قدرتها على النمو وتبوؤها لمراكز تنافسية في الأسواق المحلية والخارجية الأمر الذي يسهم في تحقيق النجاح المستدام ودفع عجلة الاقتصاد نحو الأمام، وهو ما ينطبق على المؤسسات الاقتصادية السعودية التي استطاعت الاستفادة من مجموعة من العوامل التي جعلتها تبلغ مستوى عالي من التنافسية انعكس إيجاباً على نتائجها المالية المحققة، ومن أبرز هذه العوامل ما يلي:

➤ **البنية التحتية المتطورة:** تعد البنية التحتية من العوامل الأساسية التي تساهم في نجاح المؤسسات الاقتصادية، حيث أن البنية التحتية المتطورة توفر البيئة المناسبة لنمو الأعمال وتطورها، وتعزز من كفاءة العمليات التشغيلية، وتساهم في تحسين الجودة الشاملة للخدمات والمنتجات، وفي هذا الصدد شهدت المملكة العربية السعودية استثمارات هائلة في البنية التحتية كجزء من رؤيتها الطموحة 2030 حيث خصصت للأمر صندوق البنية التحتية الوطني لتعزيز الاستثمارات في هذا القطاع الحيوي باستقطاب موارد في حدود 320 مليار دولار لتحديث البنية التحتية اللوجستية، وبناء وتحديث الطرق السريعة والسكك الحديدية وتطوير الموانئ والمطارات وشبكات الاتصال والطاقة الكهربائية على غرار مشروع نيوم مدينة المستقبل التي تعتمد على التكنولوجيا المتقدمة والطاقة النظيفة والقدية المشروع الترفيهي الرياضي

## الفصل الثالث: أثر الرفق المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

الظخم الذي حول السعودية إلى وجهة سياحية عالمية<sup>1</sup>، كل هذه البنى جعلت المملكة تتقدم في مؤشر جودة البنية التحتية إلى مستوى 5,7 كمركز رابع عالمياً في مجموعة العشرين (G20)<sup>2</sup>، وهو ما أضفى نوعاً من الحيوية في أنشطة الأعمال والمؤسسات الاقتصادية وساهم في تيسير أنشطة التبادل التجاري الأساسية على المستوى الوطني والإقليمي وأعمال التجارة.

➤ **الاستقرار الاقتصادي والسياسي:** يعد الاستقرار السياسي والاقتصادي من أهم العوامل المحورية في نجاح المؤسسات الاقتصادية وتطورها، حيث أن البيئة الاقتصادية والسياسية المستقرة توفر مناخاً مناسباً للأعمال التجارية والاستثمار من خلال تعزيز أواصل الثقة وتسهيل التخطيط الاستراتيجي وإدارة المخاطر وهو ما يساهم في تحقيق النمو المستدام وزيادة الربحية، وفي هذا الإطار تعد المملكة العربية السعودية من الدول التي تتمتع باستقرار اقتصادي كبير جراء إصلاحات هيكلية كبيرة قامت بها في الاقتصاد، بما في ذلك تحسين بيئة الأعمال وتسهيل إجراءات بدئها، وتعزيز الشفافية، ومكافحة الفساد، كما اتبعت المملكة سياسات مالية حذرة تركز على إدارة الدين العام بشكل فعال، مع المحافظة على مستويات منخفضة من الدين مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي وتوفير احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي الذي يعزز من قدرتها على مواجهة الأزمات المالية ويعزز من الثقة في الاقتصاد، أما من الجانب السياسي فيشهد النظام السعودي استقراراً بفضل الحكم الملكي المستمر منذ عقود أين تنتقل السلطة بسلاسة بين أفراد العائلة المالكة التي تبنت إصلاحات سياسية لتعزيز المشاركة المجتمعية وتحديث النظام القانوني والإداري، ونشطت سياساتها الخارجية من خلال تعزيز علاقاتها مع القوى العالمية والإقليمية الأمر الذي قادها إلى تبوء دور محوري في منطقة الشرق الأوسط وتعزيز التعاون الاقتصادي مع دول العالم، وهو ما جعلها وجهة اقتصادية جذابة للاستثمارات وبالتالي فإن الاستقرار الاقتصادي والسياسي في المملكة العربية السعودية يشكلان بيئة قوية لنجاح المؤسسات الاقتصادية التي تعد حجر أساس قوي لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة.

➤ **البيئة الاستثمارية الجاذبة:** تسعى الدول الرامية لبناء اقتصاد قوي إلى جذب المستثمرين الأجانب واستقطاب رؤوس أموالهم لتسريع حركة النمو وخلق تنافسية أكبر في الاقتصاد، ويبحث المستثمرون الأجانب بدورهم عن أسواق وبيئة اقتصادية تتمتع بالجاذبية والاستقرار، وقد قامت المملكة العربية السعودية في هذا الإطار باتخاذ خطوات تهدف إلى تعزيز بيئتها الاستثمارية وجعلها جاذبة للاستثمارات المحلية والأجنبية، في صورة قوانين الاستثمار الأجنبي المصدرة التي تحفز المستثمرين الأجانب، كالسماح بالتملك الكامل للمؤسسات الأجنبية في العديد من القطاعات، وسن قوانين لحماية حقوقهم وضمان شفافية العمليات التجارية، وهو ما انعكس على تزايد إجمالي رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر في المملكة الذي بلغ في نهاية سنة 2022 قيمة 762 مليار ريال سعودي، الأمر الذي يشير إلى عدد المؤسسات الأجنبية الكبير الذي يحتاج إلى صناعات وسيطية وخدمات تساهم بصفة مباشرة أو غير مباشرة في خلق أسواق جديدة تفتح المجال للمستثمرين المحليين لإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسد هذه الاحتياجات، ومع الحوافز المقدمة من الإدارة السعودية من دعم مالي ولوجستي للمؤسسات الناشئة ورواد الأعمال، وإنشاء مناطق اقتصادية

<sup>1</sup> Saudi Gazette, "Saudi Arabia's infrastructure transformation key to Vision 2030 success", 2023, Retrieved from [Saudi Gazette](#)

<sup>2</sup> هي منتدى دولي يجمع الحكومات ومحافظي البنوك المركزية من 19 دولة والاتحاد الأوروبي. تأسست المجموعة في عام 1999 بهدف مناقشة السياسات المتعلقة بتعزيز الاستقرار المالي الدولي.

خاصة توفر حوافز ضريبية وإدارية لجذب الاستثمارات، برزت الكثير من المؤسسات الاقتصادية السعودية الناجحة في العديد من القطاعات.

➤ **الابتكار والتطور التكنولوجي:** يشكل الابتكار والتطور التكنولوجي محركاً رئيسياً للاقتصاد في العصر الحديث حيث يساهم في تحقيق النجاح والنمو المستدام للمؤسسات الاقتصادية من خلال رفع قدرتها التنافسية وتحسين كفاءتها التشغيلية وفتح آفاق جديدة للإيرادات، وفي هذا الصدد تشهد المملكة العربية السعودية طفرة ملحوظة في الابتكار والتكنولوجيا تجلت في مسار التحول الرقمي الذي انتهجته من خلال تبني سياسة الحكومة الالكترونية، والاعتماد على المنصات الرقمية كمنصة "أبشر" التي تقدم العديد من الخدمات الالكترونية للمواطنين والمقيمين لتقليل الإجراءات الورقية وتحسين كفاءة الخدمات الحكومية، ومنصة "مراس" التي تُسهل إجراءات تأسيس الأعمال التجارية عبر الإنترنت مما يدعم بيئة الأعمال ويسرع من الإجراءات القانونية والإدارية، كما اعتمدت المملكة الابتكار والمبتكرة في المجال الصناعي من خلال المصانع الذكية التي تتبنى تقنيات الصناعة 4.0 من أتمتة وروبوتات وإنترنت الأشياء (IoT) لتحسين كفاءة الإنتاج وتقليل التكاليف، وكذا استخدام الطباعة ثلاثية الأبعاد في التصنيع مما يقلل من الزمن اللازم للإنتاج و يتيح مرونة أكبر في التصميم والتطوير، هذا وقد قطعت المملكة أشواطاً متقدمة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات من خلال نشر شبكات الجيل الخامس لتوفير اتصالات فائقة السرعة، كما استطاعت تطوير بنية تحتية قوية للأمن السيبراني لحماية البيانات والشبكات من الهجمات الإلكترونية، وهو ما ساهم بقسط وافر في نجاح المؤسسات الاقتصادية السعودية.

➤ **التعليم وتطوير الكفاءات:** يعزز التعليم والتأهيل السليم عملية تطوير الكفاءات والكوادر التي تساهم في رفع مستوى المؤسسات الاقتصادية من خلال تعزيز الابتكار، وزيادة الإنتاجية، وتحقيق التنمية المستدامة، وقد استفادت المؤسسات الاقتصادية السعودية من هذا العنصر بشكل كبير وغير مسبوق من قبل في ظل الإصلاحات التي قامت بها المملكة على المستوى التعليمي من خلال تطوير المناهج الدراسية لتشمل مهارات القرن الواحد والعشرين كالتفكير النقدي، وحل المشكلات، والابتكار، والتكنولوجيا، وعلى مستوى التعليم العالي من خلال تأسيس جامعات وكليات متقدمة تقدم برامج تعليمية متخصصة في مجالات الاقتصاد، وإدارة الأعمال، والتكنولوجيا، والهندسة، كما أقامت شراكات مع مؤسسات تعليمية دولية لتبادل المعرفة والخبرات وتعزيز جودة التعليم العالي فضلاً عن تشجيع التعاون بين الجامعات والمؤسسات البحثية من جهة والمؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى لتطبيق الأبحاث في الصناعة وتطوير منتجات وخدمات جديدة، كما قامت السعودية في هذا الصدد أيضاً بدعم رواد الأعمال ذوي الكفاءة من خلال إنشاء حاضنات ومسرعات أعمال لدعمهم في تحويل أفكارهم إلى مشاريع ناجحة، وركزت على تأسيس مراكز أبحاث متقدمة في الجامعات والمؤسسات الأكاديمية لدفع الابتكار والتكنولوجيا وتطوير حلول جديدة للتحديات الاقتصادية.

إن توفر العوامل السالفة الذكر في البيئة الاقتصادية للمملكة العربية السعودية جعلتها أرض خصبة جاهزة لإنماء أي مشروع اقتصادي وتطويره، وبالتالي فإنها ألقت بالكرة في مرمى المؤسسات الاقتصادية والمستثمرين ورواد الأعمال حيث وضعتهم هذه العوامل أمام حتمية الارتقاء بمستوى الفكر الإداري والاستثماري إلى مصاف أعلى للوصول إلى نتائج ترقى لحجم الإمكانيات الموضوعية، مما جعل مسعى كل مؤسسة اقتصادية سعودية هو الريادة والأسبقية بحكم أن غاية البقاء في غمار السوق والمنافسة هي مسألة تندرج ضمن شعار البقاء للأقوى والأصلح في ظل انفتاح البيئة الاستثمارية، خاصة وأن هذه العوامل تبقى مصدر



## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

جذب دائم لمنافسين جدد أجنب كانوا أو محليين، وعليه أرسّت المؤسسات الاقتصادية السعودية نظم إدارة وحوكمة عالية الكفاءة تضمن تحقيق أهدافها الاستراتيجية والمالية بفعالية.

تم تفسير أهم العوامل الاقتصادية في المملكة العربية السعودية التي ساهمت في نجاح المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية وتحقيقها لأداء مالي جيد، وقد تم استثناء العامل المالي من التفسير لإفراده حيزاً أوسع باعتباره المتغير المستقل وتخصيصه للتمويل الإسلامي دون التمويل التقليدي على اعتبار شرعية أسهم المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية واقتصار تمويلها الخارجي على صيغ الصيرفة الإسلامية، وبالتالي سيتم التركيز على التمويل الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية السعودية التي كان لصيغها التي مولت بها المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة أثر جيد على آدائها المالي، فمثلما يرجع فضل جودة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وحسن استغلالها للعوامل الاقتصادية المتاحة، يرجع أيضاً إلى تطور الصيرفة الإسلامية في المملكة العربية السعودية وتمكن البنوك الإسلامية من توفير صيغ تمويل مناسبة حسب حاجة السوق الاقتصادي إليها.

أصبحت المملكة العربية السعودية من الدول الرائدة عالمياً في التمويل الإسلامي بفضل التركيز الكبير على إدماج تعاليم الشريعة الإسلامية في نواحي الحياة المالية والاقتصادية، وقد تجلّت هذه الريادة في حجم أصول الصناعة المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية التي تقدر بحوالي 800 مليار دولار أمريكي، والجدول رقم (3-40) يوضح حجم الصناعة المالية الإسلامية في المملكة مقارنة مع حجمها الكلي.

الجدول رقم (3-40): حجم الصناعة المالية الإسلامية في العالم والمملكة العربية السعودية

| السنة                                                     | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-----------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| حجم الصناعة المالية الإسلامية الكلي                       | 2,202 | 2,438 | 2,524 | 2,875 | 3,374 | 3,958 | 4,500 |
| حجم الصناعة المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية | 0,472 | 0,509 | 0,541 | 0,629 | 0,826 | 0,896 | 0.902 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير تطوير التمويل الإسلامي

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-40) تطور حجم الأصول المالية الإسلامية بشكل ملحوظ حيث سجلت منذ 2016 نسق تصاعدي في الزيادة وهو ما ينم عن تطور التمويل الإسلامي، ولقد عرفت المملكة العربية السعودية نفس التطور حيث امتلكت ما يقارب 28% من إجمالي الأصول المالية الإسلامية عالمياً بفضل تزايد الاعتماد على التمويل المتوافق مع الشريعة في مختلف القطاعات الاقتصادية، وكذا زيادة حجم الودائع المتوافقة مع الشريعة، وهو ما زاد من اهتمام الجهات الرسمية السعودية بالتمويل الإسلامي حيث بات يرجى منه المساهمة في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للبلاد من خلال توفير بدائل تمويلية متوافقة مع الشريعة، والعمل على تعزيز الاستقرار المالي وجذب الاستثمارات، ودعم التنمية المستدامة، هذا وتحتضن المملكة العديد من البنوك الإسلامية الرائدة سيتم التركيز منها على بنك الراجحي والبنك الأهلي وبنك الإنماء وبنك البلاد لإصدار هذه البنوك للغالبية الكبرى من الصيغ الإسلامية التي استفادت منها المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، وبالتالي سيتم التركيز على المكتسبات الإيجابية للصيرفة الإسلامية للمملكة العربية السعودية في ضوء مميزات البنوك الإسلامية المذكورة.

✓ الحلول والمنتجات المالية المبتكرة: يركز الاقتصاد السعودي على مجموعات واسعة من المؤسسات الاقتصادية التي

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

تتميز بالتباين والاختلاف سواء من حيث الحجم أو القطاع أو الرؤية والأهداف، وبناءً على هذا الأمر وانطلاقاً من خصوصية كل منشأة يتم تسجيل اختلافات كثيرة في احتياجاتها المالية وهو ما جعل البنوك الإسلامية السعودية توفر طيفاً واسعاً من المنتجات المصرفية والحلول المالية المبتكرة التي تغطي كل هذه الاحتياجات على اختلافها وتلبي متطلبات السوق، حيث يعد هذا الأمر نجاحاً كبيراً وملحوظاً إذا ما تم وضعه في سياق التمويل الإسلامي الذي يقوم على بعض الخصوصيات التي تُأخذ بعين الاعتبار عند تصميم أي منتج أو خدمة مالية كالامتثال لقواعد الشريعة الإسلامية ومراعاة تكاليفها بالمقارنة مع المنتجات المالية التقليدية وتحقيقها لمردود اقتصادي واجتماعي نافع، ويوضح الجدول رقم (3-41) أهم الحلول والمنتجات المالية الإسلامية في أبرز البنوك الإسلامية السعودية.

الجدول رقم (3-41): الخدمات والمنتجات المالية في البنوك الإسلامية السعودية

| البنك                | المنتج                 | الوصف                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| البنك الأهلي التجاري | برنامج كفالة           | هو حل مصمم لمساعدة المنشآت متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة على الازدهار من خلال تزويدها بالتمويل اللازم لتوسيع نطاق أعمالها، من خلال تسهيلات نقدية بتمويل الدورة التشغيلية أو تمويل التوسعات الرأسمالية أو من خلال تسهيلات غير نقدية كالضمانات والاعتمادات بأنواعها.                 |
|                      | تيسير الأهلي           | هي خدمة حلول نقدية متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية من أجل تقييم التمويل الذي تحتاجه المؤسسات الاقتصادية لتمكينها من النمو.                                                                                                                                                  |
|                      | خيارات الأهلي (مراجحة) | هو منتج معتمد من قبل الهيئة الشرعية للبنك الأهلي السعودي يهدف إلى حماية رأس المال من خلال بيع الأصل للبنك بأسعار مؤجلة تضمن هامش ربح.                                                                                                                                                 |
| بنك الإنماء          | ضمان                   | هو إصدار ضمان نهائي للعملاء من قطاع الأعمال بتغطية نقدية لا تتجاوز 50% وبإجراءات سريعة ودون الحاجة لتقديم قوائم مالية.                                                                                                                                                                |
|                      | تمويل الأصول           | هو منتج يمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الحصول على تمويل يصل إلى 2.75 مليون ريال سعودي لتلبية احتياجاتهم من الأصول الثابتة كالعقارات والآلات والمعدات لمدة تصل إلى 60 شهراً ونسبة 75% من كل عرض سعر أو فواتير بشروط سهلة وميسرة وأسعار تنافسية ودون الحاجة لتقديم القوائم المالية. |
|                      | تمويل الرواتب          | هو منتج موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمكينها من الحصول على تمويل كشوفات رواتب 3 أشهر ولمدة 12 شهر وتمويل (دوّار) يصل إلى 2 مليون ريال سعودي.                                                                                                                                      |
|                      | تمويل الأسطول          | هو منتج تمويل مركبات يمكن المنشآت متناهية الصغر والصغيرة من توسيع أعمالهم من خلال زيادة حجم الأسطول، ويمكن أصحاب الأعمال من شراء مركبات متعددة لغرض (الاستخدام الشخصي/ التجاري) من خلال التمويل التأجيري.                                                                             |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|                                                                                                                                                                                                                                                       |                      |             |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------|
| تمويل المورد هو منتج موجه للمشتري يستهدف العمليات التجارية التي تتم مباشرة بينه وبين البائع من خلال قيام المصرف بعقد مراجعة يسدد فيه فواتير البائع فوراً، وتحصيلها من المشتري بتاريخ الاستحقاق.                                                       | تمويل سلاسل التوريد  | بنك الراجحي |
| تمويل الذمم المدينة هو نصح يركز على البائع من خلال تمويل فواتير المشتري لتحسين المبيعات خلال فترة استحقاق الدفع.                                                                                                                                      |                      |             |
| الحساب الجاري المدين متوافق مع ضوابط الهيئة الشرعية بالبنك من خلال توفير التمويل للعملاء على أساس المضاربة حيث يكون البنك هو المستثمر (رب المال) والعميل هو صاحب العمل (المضارب)                                                                      | الحساب الجاري المدين | بنك البلاد  |
| إن انتشار مشاريع البنية التحتية والمشروعات الصناعية الكبيرة زاد من تعقيد متطلبات التمويل وهو ما جعل البنك يطلق منتج التمويل المتخصص لتنفيذ خطط التمويل والتسهيلات الائتمانية من خلال الطريقة المصرفية الإسلامية، وتخصيصها وفقاً لظروف ومتطلبات محددة. | التمويل المتخصص      |             |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المواقع الرسمية للبنوك المعنية

ما يقدمه الجدول رقم (3-42) هو مجرد عينة لأهم الحلول المالية المبتكرة والموجهة للمؤسسات الاقتصادية على اختلاف أحجامها والقطاعات التي تنشط فيها، حيث يقدم كل بنك أيضاً المنتجات المالية الإسلامية المتعارف عليها منذ القدم كالمراجحة والبيع الآجل والإجارة والإجارة بالمشاركة والمضاربة والتورق، وبالتالي أصبح السوق المالي الإسلامي السعودي يشهد زخماً كبيراً في المنتجات والحلول المالية الإسلامية، الأمر الذي جعل البنوك الإسلامية تتنافس فيما بينها وتخرج من بوتقة تكييف الصيغ المالية التقليدية مع التعاليم الإسلامية لجعلها صيغاً شرعية إلى هندسة وتصميم صيغ مبتكرة بأسعار تنافسية تجذب العملاء بميزاتها الاقتصادية قبل الشرعية، وهو ما يصب في مصلحة المؤسسات الاقتصادية الباحثة عن التمويل التي تجد وفرة في المنتجات المالية الإسلامية تأخذ منها ما تحتاجها بظروف تعاقدية مثالية موفرة تساهم في تحسين آدائها المالي.

✓ **المنتجات المالية الإسلامية الرقمية:** تتبنى المؤسسات المالية الإسلامية السعودية في تصميم وتوزيع منتجاتها وخدماتها المالية رؤية تقوم على المزج بين المعايير الشرعية والمواصفات العصرية، وبالتالي فقد ركزت على إدماج التكنولوجيا الحديثة في المنتجات المالية الإسلامية سعياً منها لمواكبة الرقمنة الحاصلة في المجال المصرفي لتحسين خدماتها وزيادة كفاءتها إدراكاً منها بمسؤوليتها في تعزيز الشمول المالي من خلال تسهيل الحصول على الخدمات المالية لجذب شريحة أوسع من العملاء بغية سد احتياجات السوق المالي، ويوضح الجدول رقم (3-42) مظاهر الرقمنة في البنوك الإسلامية السعودية.

الجدول رقم (3-42): مظاهر الرقمنة في البنوك الإسلامية السعودية

| البنك         | الخدمة         | الوصف                                                                                                                                                   |
|---------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| البنك الأهلي  | الأهلي إي كورب | هي خدمة موجهة للمؤسسات الاقتصادية توفر إمكانية الوصول إلى حساباتهم المصرفية وإجراء العمليات المالية وفق نظم حماية إلكترونية موثوقة تضمن الأمان والسرية. |
| البنك التجاري | إي تريد        | هي خدمة متوفرة عبر المنصة الإلكترونية "إي تريد" تمكن المؤسسات الاقتصادية من إدارة متطلبات التمويل الخاصة بمعاملاتها التجارية بأمان وسهولة.              |

## الفصل الثالث: أثر الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي

### للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية

|                                                                                                                                                                                                    |                                 |             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------------|
| هو ربط أنظمة المحاسبة الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية مع حلول معالجة المدفوعات المتطورة بالبنك لتقليل التكاليف وتعزيز مستويات الأداء والكفاءة والأمان.                                                 | نظام الربط المباشر              | بنك الإنماء |
| هي خدمة تستوفي من خلالها المؤسسات الاقتصادية قيمة مبيعاتها عبر تطبيق آمن Pay و ApplePay باستخدام تقنية الإتصال قريب المدى (NFC) دون الحاجة إلى أجهزة أخرى.                                         | خدمة نقاط البيع الرقمية SoftPOS |             |
| هي بطاقات مسبقة الدفع مصممة لتنظيم مشتريات ومصرفات المؤسسات الحكومية والخاصة وتقليل مخاطر حمل النقد، حيث تعد الوسيلة الأمثل لرحلات العمل وشراء المستلزمات واستلام وتسليم العهد.                    | بطاقة مصروفات الأعمال           |             |
| خدمة إلكترونية تضم مجموعة واسعة من الخدمات المصرفية تربط بين أنظمة المؤسسات والبنك بمرونة عالية وتحكم كامل من قبل المؤسسة لتسهيل التعاملات المالية بدون الحاجة لزيارة الفرع أو استخدام منصات أخرى. | خدمة الربط المباشر B2B          | بنك الراجحي |
| هي خدمة رقمية تتيح للمؤسسات الاقتصادية فتح حسابات جارية للموظفين دفعة واحدة وإدارة رواتبهم بشكل مرن لتقليل الأعباء الإدارية.                                                                       | تحويل الرواتب بلس               |             |
| هي خدمة مصرفية إلكترونية مصممة للمؤسسات الاقتصادية تتيح لهم إتمام معظم العمليات المصرفية غير النقدية بكل راحة في منازلهم أو مكاتبهم أو في أي مكان يرغبون فيه.                                      | البلاد نت للأعمال               | بنك البلاد  |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المواقع الرسمية للبنوك الإسلامية

إن ازدياد دور الرقمنة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية جعل المؤسسات تبحث عنها في شتى المجالات بما في ذلك المجال المالي، حيث يفرض هذا الأمر على المؤسسات الاقتصادية عند القيام بعملية البحث عن بنوك تتعامل معها تحليل تمكنها من الخدمات الرقمية فضلاً عن جودة المنتجات المالية لما توفره من وقت لإجراء مختلف العمليات وهو ما جعل البنوك الإسلامية السعودية تُردف منتجاتها المالية بخدمات وحلول رقمية في ظل إمكانية تضييع جزء من العملاء في حال غياب الرقمنة عن البنك حتى مع توفر أحسن المنتجات المالية الإسلامية، وعليه فإن استخدام التقنية يعزز الانتشار بشكل أكبر من خلال السرعة والمرونة في تقديم الخدمات، ويقلل على المؤسسات الاقتصادية من تكاليف المنتجات المالية الإسلامية بطريقة تساهم في تحسين أدائها المالي.

✓ **صفة التاجر في البنوك الإسلامية السعودية:** تعمل البنوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية على غرار البنوك التقليدية وفق المبادئ والأسس المرساة من قبل البنك المركزي، حيث تعد مؤسسات مالية وسيطة تربط بين المودعين من خلال جمع أموالهم والمستثمرين من خلال تمويلهم بما يتوافق ومتطلبات الشريعة الإسلامية، كما تقدم هذه البنوك خدمات مالية أخرى كالحسابات الجارية والبطاقات المسبقة الدفع وحسابات الإدخار وهي القاعدة العامة، إلا أن تعامل البنوك الإسلامية السعودية ببعض الصيغ أو المعاملات الإسلامية كالمراحة أو الإجارة على سبيل المثال يجعلها من القاعدة العامة ويدرجها ضمن صفة التاجر كقاعدة استثنائية، حيث تتطلب هذه الصيغ امتلاك الأصل من قبل البنك وهو ما لا يتم إلا من خلال اكتساب هذا الأخير لهذه الصفة.

إن سماح التشريع السعودي للبنوك الإسلامية بالتصرف من منطلق التاجر وامتلاك الأصول في الصيغ والمعاملات التي

تتطلب هذا الأمر إغلاق الباب أمام إمكانية القدح في مشروعية هذه الصيغ من الناحية الإسلامية من خلال استيفاء كل شروطها، كما يوضح الرغبة والجدية في توفير صيغ ومنتجات مالية إسلامية حقيقية نابعة من صميم الشريعة ولا تستمد صفتها من خلال المسمى فقط، هذا وتفتح هذه الصفة المجال في الوقت نفسه لهذه البنوك للتوسع بشكل أكبر في المعاملات في هذه الصيغ واقتناص الفرص المتاحة في العديد من القطاعات من خلال حيازة الأصول ذات الطلب المرتفع وتوظيفها في الصيغ الإسلامية المناسبة، الأمر الذي يسهل على المؤسسات الإقتصادية الرغبة في التمويل بإيجاده بشكل سريع ووفق شروط تعاقدية مناسبة تسهل تحقيق الهدف المنشود من التمويل.

✓ **الإطار التنظيمي والإداري للبنوك الإسلامية السعودية:** يضم كل بنك إسلامي سعودي مجموعة فروع موزعة عبر مختلف محافظات المملكة العربية السعودية تضمن من خلالها انتشار واسع لخدماتها ومنتجاتها المالية الإسلامية، حيث تطرح مسألة الفروع موضوع التنظيم والإدارة في البنوك الإسلامية، وتفتح المجال أمام إشكالية مركزية أو لامركزية التنظيم والإدارة على مستوى هذه الفروع، فالوضع الإداري على مستوى البنوك الإسلامية السعودية غير مطلق في اتجاه معين إذ أن التنظيم بين هذه البنوك وفروعها هو مركزي إلى حد ما، غير أنه يتجه أيضاً إلى اللامركزية في بعض المواضع. إن تحديد نمط التنظيم بين الإدارات الرئيسية للبنوك الإسلامية السعودية وفروعها يقوم على أساس مدى فعالية وكفاءة كل نمط في تحسين آدائها بشكل عام، حيث تساعد مركزية الإدارة البنوك الإسلامية السعودية على توحيد العمليات والممارسات، انطلاقاً من حوكمتها الشرعية من خلال قيام هيئات الرقابة الشرعية على مستوى دوائرها المركزية بضمان امتثال جميع الخدمات والمنتجات المالية في جميع الفروع للشريعة الإسلامية، وصولاً إلى اتخاذ القرارات الاستراتيجية والمالية الكبرى لضمان الاتساق في السياسات والإجراءات المعمول بها، وهو ما يوضح الجانب الإيجابي الذي تستفيد منه هذه البنوك من مركزية الإدارة، إلا أن اختلاف الاحتياجات المالية من بيئة جغرافية إلى أخرى ومن منطقة إقتصادية أو صناعية إلى أخرى يطرح أكثر من علامة استفهام حول مدى قدرة الإدارة بشكل مركزي على استيعاب هذه الاختلافات في ظل زيادة الإقبال على التمويل الإسلامي، وهو الأمر الذي يفسر تمتع البنوك الإسلامية السعودية على مستوى الفروع بنوع من الحرية في الهندسة والابتكار المالي والتصرف بطريقة لامركزية محكومة بالضوابط والسياسات العامة، حيث يمكن للفروع أن تقوم في هذا الصدد بتقديم اقتراحات لتطوير منتجات جديدة تلبي احتياجات العملاء المحليين في إطار عملها على تعزيز مرونتها لتكييف هذه المنتجات بما يتناسب مع متطلبات السوق المحلي، كما تستطيع الفروع أيضاً تطوير استراتيجيات تسويق محلية قائمة على حملات ترويجية خاصة تتناسب مع البيئة والثقافة المحلية لزيادة قاعدة العملاء وتعزيز الولاء للعلامة التجارية، وهو ما يوضح أيضاً الجانب الإيجابي من لا مركزية الإدارة على مستوى هذه البنوك وفروعها.

يعد موضوع المرونة في التنظيم والإدارة على مستوى البنوك الإسلامية السعودية وفروعها وعدم تصلبها حول نظام إداري ثابت أمراً مساعداً لها على تحقيق المزيد من التوسع والانتشار، حيث يؤدي الإفراط في المركزية الإدارية إلى مزيد من التحجر والجمود على مستوى الابتكار والتطوير وفهم متطلبات الأسواق على اختلاف أنواعها ومناطقها، أما ترك كل الأمور تسير في فلك اللامركزية من منطلق تشجيع حرية الفكر والابتكار فإنه يقود للاحتمال إلى تفشي الفوضى وسوء التنظيم، وعلى هذا الأساس تستخدم هذه البنوك سلطتها المركزية في إصدار القرارات الاستراتيجية وتوحيد السياسات والإجراءات الأساسية لضمان قدر كافي من الانضباط والاستقرار التنظيمي على مستوى فروعها، كما تقوم في الوقت نفسه بتفويض حرية التصرف للفروع المختلفة لإدارة العمليات اليومية المختلفة كتطوير المنتجات المالية

والتكيف مع الأسواق المحلية والبحث عن سبل تحسين تجربة العملاء في ظل قرب ودراية الفروع ببيئتها بشكل أكبر من الإدارات المركزية، وهو ما أسهم في إثراء السوق المالي الإسلامي في المملكة العربية السعودية بصيغ مالية تتناسب مع مختلف الاحتياجات المالية اللازمة لإنجاز المشاريع الاقتصادية الواعدة.

### خلاصة الفصل الثالث

قدم لنا الفصل الثالث الخطوات المنهجية اللازمة لإعداد الدراسة التطبيقية، حيث تم توصيف النموذج الرياضي من خلال تحديد مجموعة من ثنائيات المعادلات التي تقيس كل منها أثر الرفع المالي على كل مؤشر من مؤشرات الأداء المالي المختارة، وفي ضوء هذه الثنائيات تم صياغة الفرضيات الرئيسية والفرعية المراد اختبارها والإجابة عنها، كما تم شرح كيفية بناء العينة وأسس اختيارها والخطوات المنهجية المتبعة لتصنيفها، ثم تم بعد ذلك بيان طريقة جمع البيانات ومعالجتها.

وفور الانتهاء من إعداد ملف بيانات الدراسة المطلوبة بعد القيام بعملية تفرغ البيانات اللازمة من القوائم المالية الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية وحساب نسب الرفع والمؤشرات الضرورية، تبدأ مرحلة استغلالها، حيث يتم ذلك عن طريق استخدام النماذج المقطعية الطولية، وهو ما تم شرحه من خلال تناول مختلف النماذج الإحصائية التي سيتم تطبيقها بالدراسة، من خلال عرض مختلف معالم هذه النماذج ودراسة مدى دلالتها المعنوية والإحصائية، مع بيان كيفية تحديد النموذج المناسب والاختبارات المختلفة المرتبطة به.

ثم تم في آخر الفصل عرض، تحليل، وتفسير النتائج المتحصل عليها بداية من عرض النتائج لمختلف النماذج المستخدمة (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثير العشوائي، ونموذج التأثير الثابت)، حيث توصلنا إلى أفضلية نموذج التأثير العشوائي على نموذج الانحدار التجميعي في جميع بيانات الدراسة، إلا أن نموذج الانحدار الثابت كان أفضل من نموذج التأثير العشوائي لبيانات الدراسة باستثناء البيانات المصنفة حسب معيار قطاع النشاط، وفي ضوء تحديد النموذج الأنسب تم اختبار فرضيات الدراسة الرئيسية والفرعية وملاحظة النتائج واتجاهاتها وكيفية اختلافها حسب معيار الحجم ومعيار قطاع النشاط، ثم تم تحليل وتفسير طبيعة ودرجة تأثير الرفع المالي في إطار صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، حيث تبين وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع، تم تفسير مرده إلى مجموعة من العوامل الاقتصادية المساعدة والمشجعة على الاستثمار وزيادة ثروة الملاك، وكذا التطور الملحوظ الحاصل في قطاع التمويل الإسلامي بالمملكة العربية السعودية.

الخاتمة العامة



### الختام العامة

بعد إتمام الدراسة من الناحية النظرية والتطبيقية من خلال استعراض الفصول الثلاثة، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج والتوصيات التي سيتم تسليط الضوء عليها فيما يلي، كما سيتم الإشارة في نفس السياق إلى الصعوبات التي واجهت الباحث وكذا آفاق البحث.

### النتائج

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى العديد من النتائج، سواء من الجانب النظري أو الشق التطبيقي، وفيما يلي أهم النتائج المتحصل عليها حسب تسلسلها مقسمة إلى نتائج نظرية وأخرى خاصة بالدراسة التطبيقية.

#### أولاً: نتائج الجانب النظري

✓ تبين لنا في بداية الشق النظري للدراسة أهمية الرفع المالي بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية في ظل الالتزام بضبط مستوى الاستدانة بشكل يمنح هيكلها المالي توازن يضمن تقليل المخاطر إلى أدنى درجة ممكنة، حيث تناولت النظريات المالية التقليدية موضوع الرفع المالي بالدراسة والتحليل من خلال محاولة تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية وطريقة تشكيله في ظل تنوع المصادر التمويلية ما بين مصادر داخلية وخارجية أو أموال خاصة وديون، حيث ركزت النظريات على دراسة العلاقة والارتباط بين قيمة المؤسسات الاقتصادية ومستوى الاستدانة، فتباينت الآراء في هذا الخصوص بين ربط القيمة بالمزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية (حقوق ملكية وديون) تارة وبين نفيها تارة أخرى، كما تباينت الرؤى كذلك حول العوامل والمحددات التي تدخل ضمن عملية تقييم قيمة المؤسسات الاقتصادية.

✓ وفي نفس الصدد اتضح لنا من خلال هذه النظريات تأثير المزيج التمويلي بالعديد من العوامل المحيطة وعلى رأسها معدل الضريبة المعمول به، الذي يمهّد الطريق للاستفادة من الوفرات الضريبية للديون، حيث يرتبط معدل الضريبة عكسياً مع تكلفة الدين أي أنه كلما زاد هذا المعدل انخفضت تكلفت الدين، وبالتالي فإن الاعتماد على هذا المصدر يساهم في تعظيم قيمة المؤسسة، إذا تم أخذ تكلفة الإفلاس بعين الاعتبار، حيث تظهر هذه التكلفة بمجرد بلوغ مستوى الاستدانة لحد معين لتلجم جموح المؤسسات الاقتصادية وتدفعها إلى عدم المبالغة في الاستدانة، وبعبارة أخرى يمكن تحقيق المزيج التمويلي الأمثل تحت بند المساواة بين منافع الوفرات الضريبية المحققة من الاستدانة وتكاليفها الناجمة من زيادة خطر الإفلاس والقيود المفروضة من قبل المقرضين، هذا ويقوم عامل تكلفة الوكالة بنفس عمل تكلفة الإفلاس إذا ما تم إضافته، حيث يقود المؤسسات الاقتصادية إلى تقليل نسب المديونية في هيكلها المالي.

✓ تبرز مجموعة من الأسس والمبادئ والضوابط الشرعية والأخلاقية التي تميز الصيرفة الإسلامية عن التمويل التقليدي، إذ لا يعترف التمويل الإسلامي على عكس التمويل التقليدي بتحقيق قيم من مجرد تعاملات مالية معزولة غير مقرونة بنشاط حقيقي، بل يركز على ابتكار صيغ وبدائل تربط التمويل بنشاط فعلي يساهم في تعظيم القيم السوقية للمؤسسات الاقتصادية، وهو الأمر الذي يقدم الهندسة المالية الإسلامية إلى الواجهة، حيث برز دورها في إيجاد طيف واسع من المنتجات المالية الجديدة والمبتكرة ذات الأثر الواضح في دفع الصيرفة الإسلامية إلى الأمام، فنجد الصيغ المالية في شكل عقود مضاربة ومشاركة ومغارة ومزارعة ومساقاة، كما توفر البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية صيغ تمويل تجارية في صورة المراجعة والسلم والاستصناع والإجارة، كما نجد أيضاً الصكوك بأنواعها وما تساهم في النمو المضطرد للصيرفة الإسلامية، ويأتي كل هذا التوسع في الصيغ والمنتجات المالية تحت الرعاية السامية لمؤسسات التمويل الإسلامي المستقلة التي لا تبخل على هذه الصناعة بالمرافقة والتقويم ومحاولة إرساء نظم وأطر تساهم في ضمان

الممارسات السليمة التي لا تخرج عن دائرة المشروعية.

✓ هذا وقد تبين أن استخدام المؤسسات الاقتصادية للرفع المالي من خلال صيغ تمويل متوافقة مع الصيرفة الإسلامية أمر وارد وممكن في ظل توفر مجموعة من المنتجات المالية التي تستوفي الشروط المطلوبة ولكن بنظرة مرتبطة بالشرعية الإسلامية في بعض المسائل كالحسم الزمني للنقود المرجح قبوله في النظامين الماليين مع اختلاف تطبيقه، حيث ينتج عنه في النظام المالي التقليدي ربا في شكل فوائد، بينما يمكن تطبيقه في النظام المالي الإسلامي في معاملات التجارة والبيع، وهو ما يؤكد أهمية البعد الزمني في الشريعة الإسلامية ومشروعية الخصم الذي يفتح المجال لإمكانية استغلال الأموال في النشاطات المشروعة المدرة للعوائد من سنة لأخرى، كما قد تبين في هذا الإطار أيضا وجود مجموعة من العناصر المحددة لطبيعة الصيغ المالية الإسلامية المستخدمة، منها ما هو داخلي مرتبط بالمؤسسات الاقتصادية كحجمها وطبيعة نشاطها ورؤيتها ومادية الأصول بها ومستوى سيولتها، ومنها ما هو خارجي مرتبط بالبيئة الخارجية كالتضخم وتطور السوق المالي للأسهم والسندات ومعدلات النمو الاقتصادي.

✓ في سياق آخر تبين لنا أن الأداء المالي هو حجر الزاوية الذي يتم من خلاله قياس صحة المؤسسات الاقتصادية وقدرتها على التطور والاستمرار، حيث يساهم في تحقيق النمو المستدام والتنافسية في الأسواق المحلية والدولية، إذ يعد مقياساً حاسماً لمعرفة نجاحها أو قدرتها على النجاح، وتعتمد جودة الأداء المالي على الفعالية في إدارة الموارد والاستثمار في الابتكار والتكنولوجيا، والقدرة على تحقيق التكامل بين العمليات الداخلية، وكذا تقليل التكاليف اعتماداً على تطوير البيئة التحتية والتنظيمية، هذا ولا يعد الأداء المالي عاكساً لربحية المؤسسات الاقتصادية فقط، بل يعكس كذلك قدرتها على التكيف مع التغيرات السوقية، ويساعد على تقديم قيمة مضافة للملاك والمساهمين، كما تعتمد المؤسسات الاقتصادية في قياسه على بعض متطلبات تقييمه وعلى مجموعة متنوعة من المؤشرات المالية كالإيرادات، الأرباح، العائد على الاستثمار، والسيولة، لقياس أدائها وتقييم كفاءتها في إدارة الموارد المالية.

#### ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

بعد تقديم النتائج المتوصل إليها في الدراسة التطبيقية باستخدام مجموعة النماذج (النموذج التجميعي، نموذج التأثير العشوائي، نموذج التأثير الثابت) والتوصل من خلال الاختبارات الإحصائية إلى استخدام نموذج التأثير الثابت لبيانات الدراسة الكلية والمصنفة حسب معيار الحجم، واستخدام نموذج التأثير العشوائي لبيانات الدراسة التطبيقية المصنفة حسب معيار قطاع النشاط، وبناءً على ما تم الحصول عليه تم التوصل إلى النتائج التالية.

✓ أكدت الدراسة التطبيقية الفرضيات المتعلقة بأثر صيغ الصيرفة الإسلامية الموافقة للرفع المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة، حيث ظهر من خلالها جودة الأداء المالي الممثل بالمردودية المالية ومعدل العائد على الموجودات ونسبة السيولة السريعة، واتضح أن للصيغ المالية السالفة الذكر دور في الوصول لهذه الجودة، على الرغم من طبيعة الصيغ المالية الإسلامية المعروف عنها أنها تتماشى أكثر مع مبدأ المشاركة، هذا ولم تمنع القيود المفروضة على المؤسسات المتوافقة مع الشريعة فيما يخص نسب الاستدانة المرتبطة في حدود ما يمتلكه من أصول مادية منعاً لإحداث فجوة بين الاقتصاد الحقيقي والمالي المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة عن استخدام مجموعة من الصيغ الإسلامية الموافقة للرفع المالي والقائمة على الهامش في صورة المراجعة والسلم بفضل ما يمنحه السوق المالي الإسلامي في المملكة العربية السعودية من خيارات متعددة ومبتكرة للعملاء سواء كانوا أفراد أو مؤسسات اقتصادية، حيث تقدم البنوك المالية الإسلامية السعودية حلول ومنتجات مالية مبتكرة قائمة على النجاح والفعالية وقادرة على تلبية

الاحتياجات المالية للمؤسسات الاقتصادية على اختلافها.

✓ كما تم التوصل إلى أن التطور الحاصل في القطاع المصرفي الإسلامي في المملكة العربية السعودية الذي ترجم في تموضعها ضمن كوكبة المقدمة في قائمة أكبر الدول امتلاكاً لإجمالي أصول مالية إسلامية عالمياً والذي ساهم في تحسن الأداء المالي لهذه المؤسسات رافقته عوامل أخرى متوفرة في الاقتصاد السعودي ساهمت في تمكينها من النمو أكثر وتحسين تنافسيتها، وذلك في إطار رؤية شاملة وضعتها الإدارة السعودية لرسم معالم الدولة بحلول عام 2030، حيث قامت بتوظيف الاستقرار الاقتصادي والسياسي الذي تتميز به في هيئة بيئة استثمارية جاذبة قوامها تطوير البنية التحتية في المملكة بشكل عصري يتماشى ومتطلبات العولمة الاقتصادية وتطوير الكفاءات وتعليمها قصد رفع الابتكار والتطور التكنولوجي الذي يفضي إلى بناء اقتصاد قوي تشكله المؤسسات الناجحة في القطاع الخاص، وبالتالي فقد كانت فرص تحقيق المؤسسات الاقتصادية السعودية لأداء مالي جيد وفيرة في ظل توفر التمويل المناسب الذي يتوافق والشروط الشرعية ويلائم المتطلبات الاقتصادية، وكذا توفر بيئة أعمال صالحة لإنجاح أي مشروع يستوفي الشروط المطلوبة للنجاح.

✓ إن دراسة صيغ الصيرفة الإسلامية القائمة على الهامش والموافقة للرفع المالي وتوضيح أثرها على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، سمح لنا بتقييم مدى نجاعة أحد جوانب القطاع المصرفي الإسلامي في المملكة العربية السعودية، حيث ينطوي تقييم النظام المالي الإسلامي وطريقة عمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على عدة جوانب منها الداخلية كدور المنتجات والخدمات المالية الإسلامية في تحقيق ربحية للبنوك الإسلامية، وامتثال الإجراءات والممارسات المعمول بها في هذه البنوك مع القوانين واللوائح الدولية، كما يقوم التقييم على جوانب أخرى خارجية كمدى تحقيق البنوك الإسلامية للشمول المالي من خلال إيصال خدمات ومنتجات مالية متنوعة لأكبر شريحة ممكنة من العملاء، وكذا نجاعة الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية في المساهمة في تطوير أعمال المؤسسات الاقتصادية وتحسين أدائها المالي وهو جانب من موضوع البحث، وعليه وجب التوضيح أن الحكم على النظام المالي الإسلامي يستلزم الدراسة والتحليل من عدة جوانب مختلفة وهو الأمر الغير ممكن تناوله في بحث واحد، ولكن يمكن تناول كل جزئية في بحث بشكل يسهب في تكوين نتائج ومعارف تراكمية من شأنها إعطاء صورة أكثر وضوح عن النظام المالي الإسلامي تبين مكان من القوة والضعف فيه.

### التوصيات

بيّنت الدراسة تقدم النظام المالي الإسلامي في تطوير منتجات مالية مختلفة وخدمات مبتكرة تواكب المتطلبات المتنوعة، كما بيّنت المرافقة التي تحظى بها المؤسسات الاقتصادية السعودية من قبل البنوك المالية الإسلامية التي توفر لها المنتجات والصيغ المالية المناسبة لأعمالها على اختلاف حجمها والقطاع الذي تنشط فيه وهو الأمر الذي ساهم في نجاحها وتحسين أدائها المالي، وفي مقابل هذا ما تزال الجزائر بعيدة كل البعد عن هذا الواقع، حيث تقتصر كل جهودها في هذا الإطار على مجرد شبائيك صرافة إسلامية موجودة على مستوى البنوك التقليدية تقدم خدمات ومنتجات مالية جامدة تفتقد المرونة والتكيف مع متطلبات السوق وتحمل في طياتها تكاليف مبالغ فيها نوعاً ما، كما أن معظمها موجه للمستهلكين الأفراد ويهمل قطاع المؤسسات الاقتصادية في ظل افتقاد هذه الشبائيك للأطر التنظيمية والقانونية التي تسمح بتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية المنشودة، لذا توصي الدراسة الجهاز المصرفي الجزائري بضرورة التركيز على إطلاق بنوك إسلامية مستقلة بشكل تام عن البنوك التقليدية حتى ولو كان ذلك من خلال الشراكة الأجنبية مثلما حصل مع البنوك التقليدية وإرفاق الأمر بقوانين وأطر تنظيمية خاصة تناسب هذا القطاع

وتنظمه، وهذا في ظل تعطل العديد من المشاريع الاقتصادية الواعدة جراء غياب الصيغ التمويلية البديلة عن الصيغ التقليدية بفوائد ربوية وعدم تجسيدها على أرض الواقع، كما أن تبني النظام المالي الإسلامي بشكل صحيح ضمن النظام المالي العام من شأنه أن يسهم بشكل فعال في استقطاب جزء مهم من الكتلة النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي والتي تشكل تحديد حقيقي لسلطة الدولة لمساهمتها في تنشيط الاقتصاد الموازي بعيداً عن رقابتها.

إن نجاح النظام المالي الإسلامي في القيام بالأمر المنوط به في الاقتصاد يتطلب كسب ثقة المتعاملين والعملاء سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، حيث يركز هؤلاء على خلو المنتجات والخدمات المالية الإسلامية من أي شبهة أو تدليس أو محاولة التفاف حول أمر شرعي خاصة في ظل طرح أكثر من علامة استفهام حول منتجات شبابيك الصيرفة الإسلامية ومدى مشروعيتها، وعليه توصي الدراسة بضرورة بأن يترافق إدراج الصيرفة الإسلامية في النظام المصرفي الجزائري مع إطلاق هيئة أو مجلس استشاري شرعي يضمن تماشي الممارسات والعمليات التطبيقية للصيرفة الإسلامية مع الضوابط الشرعية التي تحكمها، وكذا القيام بعملية الرقابة وتوحيد الممارسات والفصل في المسائل الخلافية وإلزام البنوك الإسلامية بها.

على جانب آخر مثلما يتطلب إرساء قواعد النظام المالي الإسلامي ضمن النظام المصرفي الجزائري قرارات سيادية من السلطات السيادية للدولة الجزائرية، يتطل الأمر أيضا مرافقة أكاديمية تحول للباحثين مناقشة مختلف القضايا ذات الصلة بالصيرفة الإسلامية ونقل تجارب الدول السبّاقة في هذا المجال، بل لا يقل هذا الأمر شأناً عن سابقه، وفي هذا الإطار توصي هذه الدراسة أيضا بضرورة توفير قواعد البيانات اللازمة وفتح المجال أمام الباحثين لمواكبة البحوث النظرية والتطبيقية لتناول التمويل الإسلامي بالدراسة والبحث في ظل الحركة المتسارعة له والتطورات الملحوظة التي بات يشهدها، لتعمل هذه البحوث والدراسات على مرافقة هذه التجربة وتقييمها والإشارة إلى أي انحرافات في حال وجودها للوقوف عليها وتصحيحها.

### صعوبات البحث

رافق إنجاز البحث مجموعة من الصعوبات يمكن حصر أهمها فيما يلي:

- بالنسبة للجانب النظري سجلنا مشكلة قلة الكتب والمراجع التي تنطرق إلى جزئية تكلفة الصيغ المالية الإسلامية وطريقة حسابها، حيث تمت ملاحظة أن أغلب من أشاروا إلى الموضوع في كتاباتهم وأبحاثهم خصصوا للأمر حيز جد محدود غلبت عليه الضبابية وعدم الوضوح خاصة وأن موضوع التكلفة هو أمر غير مطلق من الممكن أن يختلف بنك إلى آخر أو من نظام مصرفي إلى آخر.
- أما فيما يخص الجانب التطبيقي فكانت الصعوبة فيه في إيجاد البيانات المالية الجاهزة في قواعد البيانات التي تسمح بإجراء الدراسة التحليلية وفق ما تقتضيه من خصوصية، وبالتالي فقد تم القيام باختيار عينة من المؤسسات الاقتصادية ثم تم تحميل القوائم المالية الخاصة بها لإفراجها والحصول على النسب والمؤشرات المالية التي تسمح بالقيام بالدراسة التطبيقية، وعلى صعوبة هذا الأمر واستهلاكه للكثير من الوقت إلا أنه يضمن دقة البيانات المستخرجة حيث تخضع مراحل التصفية والانتقاء والحساب إلى إشراف الباحث الذي يحرص على الحصول على البيانات الموافقة للبحث.

### آفاق البحث

في ظل التغيرات المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العالمي وتنامي التوجه نحو البدائل المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، برزت الحاجة الملحة إلى دراسة العلاقة بين أدوات التمويل الإسلامي ومؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، ويُعدّ الرفع المالي أحد المفاهيم الجوهرية التي تثير اهتمام الباحثين والمهنيين، نظراً لتأثيره المباشر على الربحية

والمخاطر المالية، لكن خصوصية الصيرفة الإسلامية، المبنية على مبادئ المشاركة وتقاسم الأرباح والخسائر، تمنح هذا المفهوم بُعدًا مختلفًا عن نظيره في التمويل التقليدي، ومن هنا تنبع أهمية استشراف آفاق هذا البحث، سواء من الناحية الأكاديمية، التي تهدف إلى الإسهام في تطوير النظرية المالية الإسلامية، أو من الزاوية التطبيقية التي تسعى إلى دعم صناع القرار المالي في المؤسسات والهيئات المصرفية الإسلامية. كما تفتح نتائج هذا البحث الباب أمام دراسات مستقبلية أعمق تستند إلى معايير كمية ونماذج قياس حديثة لاستكشاف هذه العلاقة في سياقات وقطاعات متنوعة.

#### أولاً: الآفاق العلمية والأكاديمية

- ❖ توسيع المعرفة النظرية حول العلاقة بين أدوات الصيرفة الإسلامية (كالمرابحة، المشاركة، المضاربة) والرفع المالي وأثرها على الأداء المالي.
- ❖ المساهمة في أدبيات التمويل الإسلامي من خلال تحليل كيفية تأثير استخدام صيغ التمويل الإسلامي على نسب العائد والربحية والاستدامة المالية.
- ❖ تقديم نموذج تطبيقي يمكن استخدامه في دراسات مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي من حيث الكفاءة والفعالية المالية.

#### ثانياً: الآفاق التطبيقية والعملية

- ✓ تقديم توصيات للمؤسسات المالية الإسلامية لتحسين ممارساتها في استخدام الرفع المالي بما يتوافق مع مبادئ الشريعة.
- ✓ مساعدة المؤسسات الاقتصادية (التي تعتمد على التمويل الإسلامي) في اختيار صيغ تمويل مناسبة تحقق التوازن بين النمو المالي والمخاطر المقبولة.
- ✓ إفادة صانعي القرار والسياسات الاقتصادية في تطوير أدوات رقابية وتشريعية تشجع على استخدام آليات تمويل إسلامي فعالة.

#### ثالثاً: آفاق البحث المستقبلي

- إمكانية إجراء دراسات مقارنة بين قطاعات مختلفة (مثل الصناعة، الخدمات، العقار) لتحديد تأثير الرفع المالي وفق الصيغ الإسلامية.
- دراسة تأثير العوامل الخارجية (مثل التشريعات، الاستقرار الاقتصادي) على العلاقة بين الرفع المالي والأداء في إطار الصيرفة الإسلامية.
- استخدام نماذج القياس المالي الحديثة مثل نماذج الانحدار للبيانات المقطعية والبانل لدراسة الظاهرة بشكل أعمق.

# فهرس المراجع

أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية

أ. الكتب

1. أحمد سفر، المصارف الإسلامية، العمليات، إدارة المخاطر والعلاقة مع المصارف المركزية التقليدية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2006.
2. إسماعيل بن حماد الجوهري، الصحاح تاج اللغة وصحاح العربية، تحقيق: أحمد عبد الغفور عطار، دار العلم للملايين، بيروت، ط4، 1987.
3. السيد عبد الجبار حميد رشيد، المحاسبة المالية: المفاهيم والتطبيقات، دار العلم للملايين، بغداد، 2019.
4. الشريف الجرجاني، أبو حسن علي بن محمد، التعريفات، دار الشؤون الثقافية العامة، بغداد، 1986.
5. حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، ط 02، 2011.
6. حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
7. زياد عبد الحليم الذبيبة، حسن محمد سمحان، دراسات محاسبية إسلامية، دار الفكر، ط 01، عمان، 2011.
8. سامي بن إبراهيم سويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، 2013.
9. سامي مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المؤسسات والمصارف الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010.
10. سراج الدين عثمان مصطفى، التمويل بصيغة المراجعة، مجلة المال والاقتصاد، العدد 62، 2009.
11. سيد ناصر الدين الألباني، صحيح الترغيب والترهيب، كتاب البيوع وغيرها، باب الترهيب من الربا، رقم 1855، ج 02.
12. سيد ناصر الدين الألباني، صحيح سنن الترمذي، المجلد الثاني، كتاب البيوع، باب ما جاء في أكل الربا، رقم 1206.
13. عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها وآلياتها وتطوراتها، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية، دمشق، 2006.
14. عبد الغفار حنفي، رسمه زكي قرياص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
15. عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية تطبيقية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، ط 01، فرجينيا، 2010.
16. علاء الدين الكاساني، بدائل الصناعات في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، ط2، 1986.
17. فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، ارد - الأردن، جدارا للكتاب العالمي، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
18. مجدي علي محمد غيث، نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالي للفكر الإسلامي، فرجينيا، و.م.أ، ط1، 2010.
19. مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية، إثراء للنشر والتوزيع، ط 01، عمان، 2008.
20. محسن أحمد الحضيرى، البنوك الإسلامية، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ط 3، 1999.
21. محمد إبراهيم أبو شادي، صيغ وأساليب استثمار الأموال في البنوك الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، ط1، مصر، 2000.
22. محمد الشوكاني، نيل الأوطار، كتاب البيوع، أبواب الربا، باب ما يجري فيه الربا، رقم 2241، ج 05.
23. محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، أدب الحوزة، إيران، المجلد 06، 1984.
24. محمد محمود العلودي، البنوك الإسلامية: أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2008.

25. محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان: المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2007.
26. محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي -دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية-، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2013.
27. منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، منشورات الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2011.
28. منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط3، 2004.
29. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، ط4، 2007.
30. يونس المصري، الربا والحسم الزماني في الاقتصاد الإسلامي، دار المكتبي، ط2، دمشق، 2009.

### ب. المقالات

31. السيد مروان، تقييم الأصول مبدأ القيمة الحالية: دراسة نظرية وتطبيقية في البيئة العربية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 11، العدد 01.
32. الهواري حمد بن سعيد، عبد الرحمن طارق بن محمد، أهمية المبدأ المحاسبي للسيولة في الحفاظ على تدفقات النقدية: دراسة حالة، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 04، العدد 06، 2020.
33. بومدين بوغرة، ناصر صلاح الدين غربي، مدى توافق صيغ التمويل الإسلامي مع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة دفاتر الاقتصادية، المجلد 04، العدد 01، 2013.
34. جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 06، العدد 01، فلسطين، 2013.
35. حمزة شوار، عبد السلام حطاطاش، تحليل ظاهرة الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة -حالة ماليزيا، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 05، العدد 01، 2018.
36. سعاد بن ساعد، سعيدة بوفاجس، صيغ التمويل الفلاحي في الفقه الإسلامي -المزراعة والمغارة والمساواة- نموذجاً -مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 35، العدد 01، 2021.
37. صالح الصالحي ونوال بن عمارة، الصيغ التمويلية ومعالجتها المحاسبية بمصارف المشاركة، مجلة الباحث، العدد 02، 2003.
38. عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية: الصكوك: حقيقتها وضوابطها وقضاياها الشرعية، إسلامية المعرفة، السنة السادسة عشر، العدد 16، رقم 62، 2010.
40. فؤاد بن دحو، النظرة الفقهية والاقتصادية لصيغة التمويل بيع المراجحة للأمر بالشراء في البنوك الإسلامية، مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 01، العدد 02، 2020.
41. محمد بوجلل، شوقي بورقية، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 23، العدد 02، 2010.
42. هيثم حسن، عبد الرحمن صالح وأحمد عبد الله، تحليل مؤشرات السيولة وأثرها في الأداء المالي للشركات الصناعية الأردنية، مجلة الإدارة المحاسبية والمالية، المجلد 02، العدد 02، 2018.

### ج. الملتقيات والندوات

43. حسين شحاتة، الأسس والمعالجات المحاسبية لعمليات شركات الزراعة والمساواة والمغارة كما تمولها المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة



البركة للاقتصاد الإسلامي في 4-5 رمضان 1427 هـ 27-28 سبتمبر 2006.

44. عبد الكريم أحمد قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، بحث قدم في النسخة الرابعة للملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي 5-6 أبريل 2012.

#### د. الرسائل والأطروحات

45. صالح قايد صالح أحمد الأقرع، سياسة التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: اليمن أنموذجاً، رسالة دكتوراه، المعهد العالمي للمصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 2013.

#### د. مواقع الإنترنت

1. الموقع الرسمي للجنة المعايير المحاسبية الدولية IASB:

<https://www.ifrs.org>

2. الموقع الرسمي للمركز الدولي للدراسات المالية CFA:

<https://www.cfainstitute.org/en/ethics-codes-standards/international-financial-reporting-standards>

3. الموقع الرسمي لمؤسسة التقرير المتكامل:

<https://integratedreporting.org>

4. الموقع الرسمي لمنصة أرقام:

<https://www.argaam.com>

5. الموقع الرسمي لمركز المعايير المحاسبية الدولية IASC:

<https://www.iasplus.com/en/resources/global-international-organisations/iasc>

#### ثانياً: المصادر والمراجع باللغات الأجنبية

#### أ. الكتب

46. Abbas Mirakhor and Iqbal Zaidi, Profit-and-loss sharing contracts in Islamic finance, In M Kabir Hassan and Mervyn K Lewis (eds), Handbook of Islamic Banking 1<sup>st</sup> Edn, 2007.

47. Abul Hassan, Sabur Mollah, Islamic Finance: Ethical Underpinnings, Products, and Institutions, Palgrave Macmillan, Switzerland, 2018.

48. Adams M. S, Money Matters: Exploring the Link Between Financial Literacy and Organizational Success, Academic Publishing, 2018.

49. Agung I. G. N, Panel data analysis using Eviews, John Wiley & Sons, Ltd, New York, 2009.

50. Ahmed H and Khan T, Risk management in Islamic banking, Handbook of Islamic banking, Chapter 10, Edward Elgar Publishing, 2007.

51. Akkizidis I and Khandelwal S.K, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Palgrave Macmillan, 1<sup>st</sup> Ed, 2008.

52. Alexander J, *Financial Planning & Analysis and Performance Management*. John Wiley & Sons, USA, 2007.

53. Al-Zarqa Muhammad Anas, An Islamic Perspective of the Economics of Discounting in the Project Evaluation. Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam, King Abdulaziz University Islamic Economics Institute, Ksa, 1983.

54. Amr Mohamed Tiby, Islamic Banking: How to Manage Risk and Improve Profitability, John Wiley & Sons, Incorporated, New Jersey, 2011.
55. Angelo M. Venardos, Current Issues in Islamic Banking and Finance: Resilience and Stability in the Present System, World Scientific Publishing Company, Singapore, 2010.
56. Angrist J. D & Pischke J.S, Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion, Princeton University Press, New Jersey, 2009.
57. Askari, Hossein, and All, New Issues in Islamic Finance and Economics, John Wiley and Sons, Singapore, 2009.
58. Atkinson A, Kaplan R, Management Accounting: Information for Decision-Making and Strategy Execution, Pearson Education, UK, 2017
59. Azmi O, Abduh M and Raditya Sukmana, Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets, John Wiley & Sons, Incorporated, Singapore, 2013.
60. Baltagi, B. H, Panel Data Analysis, John Wiley & Sons, Ltd, USA, 2008.
61. Ben Bouheni F, Chantal A and Aldo Levy, Banking Governance, Performance and Risk-Taking, John Wiley & Sons, Incorporated, USA, 2016.
62. Bernstein L. A, Wild J. J & Subramanyam K. R, Analysis of Financial Statements, McGraw-Hill Education, USA, 2014, P. 168.
63. Bierman Jr. H & Smidt S, The Capital Budgeting Decision: Economic Analysis of Investment Projects, Routledg, USA, 2012.
64. Block S. B, Hirt G. A & Danielsen B. R, Foundations of Financial Management, McGraw-Hill Education, USA, 2017.
65. Brealey R. A, Myers S. C & Allen F, Principles of corporate finance, McGraw-Hill Education, USA, 2016.
66. Brian Kettell, The Islamic Banking and Finance: Workbook Step-by-Step Exercises to Help You Master the Fundamentals of Islamic Banking and Finance, John Wiley & Sons Ltd, Uk, 2011.
67. Brigham E. F, Ehrhardt M. C, Financial Management: Theory & Practice, Cengage Learning, USA, 2017.
68. Brigham E. F & Houston J. F, Fundamentals of Financial Management, 15<sup>th</sup> ED, MA: Cengage Learning, Boston, 2017.
69. Brooks C, Introductory Econometrics for Finance, Cambridge University Press, UK, 2014.
70. Bourbonnais R, *Econométrie* : Courses et exercices corrigés, Paris, France : Dunod, 2015.
71. Carroll A. B, Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Does it Pay to Be Good? Routledge, UK, 2016.
72. Cameron A. C & Trivedi P. K, Regression Analysis of Count Data, Cambridge University Press, UK, 2013.
73. Charles Proctor, The Law and Practice of International Banking, 2<sup>nd</sup> Edn, Oxford University Press, 2015.
74. Clyde P. Stickney, Roman L. Weil, Katherine Schipper, Jennifer Francis, Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses, Cengage Learning, USA, 2020.
75. Cowan C. E & Romans W. W, Dynamic Financial Analysis, Society of Actuaries, USA, 2006.
76. Damodaran A, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons, 2020.

77. Dorata N & Cheptea D, The Importance of the Annual Principle in Financial Reporting, Journal of Economic and Business Research, Vol. 27, No. 1, 2021.
78. Dougherty C, Introduction to Econometrics, Oxford University Press, UK, 2011.
79. Dov Ogien, Maxi Fiches de Gestion Financiere de L'entreprise, Dunod, Paris, 2008.
80. Edward J, Vanderbeck, Maria R, Cantalupo, Principles of Accounting, Cengage Learning, USA, 2019.
81. Enders W, Applied Econometric Time Series, Wiley, USA, 2015.
82. Epstein B. J & Jermakowicz E. K, Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards, Wiley, USA, 2016.
83. Fraser L. M & Ormiston A, Understanding financial statements, Pearson, USA, 2018.
84. Freedman M & Davidson J. P, International Financial Reporting Standards (IFRS) 2019, John Wiley & Sons, 2019.
85. Fridson M. S & Alvarez F, Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide 5<sup>th</sup> Ed, Wiley, USA, 2011.
86. Garrison R. H, Noreen E. W & Brewer P. C, Managerial Accounting, McGraw-Hill Education, USA, 2019.
87. Gene Siciliano, Finance for Non-Financial Manager, McGraw-Hill, New York, 2003.
88. Gibson C. H, Financial reporting & analysis: Using financial accounting information, Cengage Learning, USA, 2018.
89. Gitman L. J & Zutter C. J, Principles of Managerial Finance, MA: Pearson, Boston, 2019.
90. Grant R. M, Contemporary Strategy Analysis: Text and Cases Edition, Wiley, USA, 2019.
91. Greene, W. H, Econometric Analysis 6<sup>th</sup> Ed, Pearson College Div, UK, 2007.
92. Grossman S and Hart O, Corporate financial structure and managerial incentives. In McCall, J. (ed.), The economics of information and uncertainty: University of Chicago Press, 1982.
93. Guerrero M, CFO Techniques: A Hands-on Guide to Keeping Your Business Solvent and Successful, Apress, USA, 2018.
94. Gujarati D. N & Porter D. C, Basic Econometrics, McGraw-Hill, New York, USA, 2009.
95. Harrison A & Van Hoek R, Logistics Management and Strategy: Competing Through the Supply Chain, Pearson Education, USA, 2008.
96. Herbert Smith, Guide De La Finance Islamique, 2009.
97. Hervé Hutin, Toute la finance d'entreprise en pratique, 2<sup>ème</sup> Édition, Edition d'organisation, Paris, 2002.
98. Higgins R. C, Analysis for Financial Management, McGraw-Hill Education, USA, 2017.
99. Hillier D and All, Corporate finance, 1<sup>ed</sup> European. McGraw-Hill Higher Education, Berkshire, 2010.
100. Hitt M. A, Ireland R. D & Hoskisson R. E, Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization, Cengage Learning, USA, 2013.
101. Horngren C. T, Sundem G. L, Schatzberg J. O & Burgstahler D, Introduction to financial accounting, Pearson, USA, 2017.
102. Housel M, The Psychology of Money: Timeless lessons on wealth, greed, and happiness, Harriman House, UK, 2020.

103. Hsiao C, Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, UK, 2014.
104. Hull J. C, Options, Futures, and Other Derivatives, Pearson Education, USA, 2018.
105. Hussein Kureshi, Mohsin Hayat, Contracts and Deals in Islamic Finance: A User's Guide to Cash Flows, Balance Sheets, and Capital Structures, John Wiley & Sons, Incorporated, Singapore, 2015.
106. Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, Ed. Palgrave Macmillan, New York, 2008.
107. Iqbal M and David T. Llewellyn, Islamic Banking and Finance, New Perspectives on Profit-Sharing and Risk, Edward Elgar, UK, MA, USA, 2002.
108. Iqbal Z and Mirakhor A, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Chichester: John Wiley & Sons, Inc, 2007.
109. James Simon Watkins, Islamic Finance and Global Capitalism: An Alternative to the Market Economy, Palgrave Macmillan, London, UK, 2020.
110. Jerry J, Weygandt, Paul D Kimmel, Donald E Kieso, Financial Accounting, Wiley, USA, 2021, P.135.
111. Johnson A. B, The Impact of Organizational Culture on Financial Performance, Journal of Economic Studies, Vol. 15, No. 3, 2021.
112. Joly C, Sustainable Financial Investments: Maximizing Corporate Profits and Long-Term Economic Value Creation, Palgrave Macmillan, USA, 2020.
113. Josette Peyrard, Analyse financière, librairie Vuibert, 8<sup>ed</sup>, Paris, 1999.
114. Kelly Holden, Islamic Finance, "Legal Hypocrisy" Moot Point, Problematic Future Bigger Concern, 25 Boston University International Law Journal, 2006.
115. Kent H. B and Gerald S. M, Capital Structure and Corporate Financing Decisions, Theory, Evidence, and Practice. John Wiley & Sons, Inc, USA, 2011.
116. Kieso D. E, Weygandt J. J & Warfield T. D, Intermediate Accounting, 15<sup>th</sup> Ed, Wiley, USA, 2013.
117. Kimmel P. D, Weygandt J. J & Kieso D. E, Financial Accounting: Tools for Business Decision Making 8<sup>th</sup> Ed, Wiley, USA, 2019.
118. Kotter J. P & Heskett J. L, Corporate Culture and Performance, Simon and Schuster, USA, 2011.
119. Lewis D, Arnold G, Corporate Financial Management, Pearson Education Limited, UK, 2019.
120. Lusardi A & Mitchell O. S, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, Journal of Economic Literature, Vol. 52, No. 01, 2014.
121. Mahmoud A, El-Gamal, Islamic Finance: Law, Economics, and Practice, Cambridge University Press, 1<sup>st</sup> Ed, New York, 2006.
122. Masudul Alam Choudhury, Islamic Economics and Finance: An Epistemological Inquiry, Emerald Group Publishing Limited, UK, 2011.
123. Mathur U.C, Marketing Management: A Contemporary Perspective, Sage Publications, USA, 2020.
124. Mohamed Fairouz, Abdul Khir, The Concept of the Time Value of Money: A Shari'ah Viewpoint, International Shari'ah Research Academy for Islamic finance-ISRA, Research paper N°. 38, Kuala Lumpur, 2012.
125. Mohammed Obaidullah, Teaching Corporate Finance from an Islamic Perspective, Islamic

Economics Research Center, Jeddah, KSA, 2007.

126. Mohsin Ali, Najeeb Zada, The Islamic Finance Trading Framework, Legitimizing Profit Making, Palgrave Macmillan, Switzerland, 2019.

127. Miglo A, Capital Structure in the Modern World. Springer Nature, Ontario, Canada, 2016.

128. Morduch J & Schneider R, The Financial Diaries: How American Families Cope in a World of Uncertainty, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, NJ, 2017.

129. Moyer C. R, McGuigan J. R & Rao R. P, Contemporary Financial Management, Cengage Learning, USA, 2019.

130. Munawar Iqbal and Philip Molyneux, Thirty years of Islamic Banking: History Performance and prospects, Palgrave Macmillan, London, 1st ed, 2005.

131. Nafis Alam, Lokesh Gupta and Bala Shanmugam, Islamic Finance: A Practical Perspective, Palgrave Macmillan, Switzerland, 2017.

132. Natalie Schoon, Modern Islamic Banking: Products and Processes in Practice, John Wiley & Son, Chichester, West Sussex, UK, 2016.

133. Nathalie Morgnes, Financement et coût du capital de l'entreprise, *Economica*, Paris, 2003.

134. Omar Masood and Kiran Javaria, Risk Management Implementation and Solutions for Islamic Banking and Finance, Cambridge Scholars Publisher UK, 2018.

135. Palepu K. G, Healy P. M & Bernard V. L, Business analysis and valuation: Using financial statements, Cengage Learning, USA, 2019.

136. Pandey I. M, Financial Management, Vikas Publishing House Pvt. Ltd, New Delhi, 2019.

137. Pandey I. M, Working Capital Management: Strategies and Techniques, Excel Books, New Delhi, 2005.

138. Parrino R, Kidwell D. S & Bates T. W, Fundamentals of Corporate Finance, Wiley, USA, 2011.

139. Penman S. H, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill Education, USA, 2013.

140. Peterson P. P & Fabozzi F. J, Analysis of Financial Statements, John Wiley & Sons, USA, 2012.

141. Petty J. W, Titman S, Keown A. J & Martin P, Financial Management: Principles and Applications, Pearson, USA, 2015.

142. Pierre Paucher, Mesure de la performance financière de l'entreprise, O.P.U, Alger, 1993.

143. Pierre Vernimmen and All, Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley and Sons, Ltd, 4<sup>th</sup> Ed, 2014.

144. Pignataro P, Levine D & Elston P, Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, John Wiley & Sons, USA, 2019.

145. Pike R, Neale B & Linsley P, Corporate finance and investment: Decisions & strategies, Pearson Education, USA, 2015.

146. Ramagopal C, Financial Management, New Age International Ltd, New Delhi, 2008.

147. Ries E, The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses, Crown Business, New York, NY, 2011.

148. Ross S. A, Westerfield R. W & Jordan B. D, Fundamentals of Corporate Finance, MA: McGraw-Hill, Boston, 2019.

149. Samir Alamad, Financial and Accounting Principles in Islamic Finance, Springer, Switzerland, 2019.

150. Samonas M & Wilkes J, Financial Forecasting, Analysis, and Modelling: A Framework for Long-Term Forecasting, John Wiley & Sons, USA, 2008.
151. Schein E. H, Organizational Culture and Leadership, John Wiley & Sons, 2016.
152. Schilit H. M, Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports, McGraw-Hill Education, USA, 2010.
153. Shapiro J. P & Stefkovich J. A, Ethical Leadership and Decision Making in Education: Applying Theoretical Perspectives to Complex Dilemmas, Routledge, New York, NY, 2016.
154. Simat A, Scott D, Stewart, Contemporary Issues in Management Accounting, Oxford University Press, UK, 2019.
155. Smith J. D, Organizational Culture and Financial Success, Business Press, USA, 2020.
156. Stickney C. P, Brown P. R & Wahlen J. M, Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective, 7<sup>th</sup> Ed, Cengage Learning, USA, 2011.
157. Stock J. H & Watson M. W, Introduction to Econometrics, Pearson, USA, 2015.
158. Suren Basov, Ishaq Bhatti, Islamic Finance in the Light of Modern Economic Theory, Palgrave Macmillan, London, UK, 2016.
159. Titman S, Keown A J & Martin J. D, Financial Management: Principles and Applications 14<sup>th</sup> Ed, Pearson, USA, 2017.
160. Van Horne J. C & Wachowicz J. M, Fundamentals of Financial Management, Pearson, USA, 2014.
161. Warren C. S, Reeve J. M & Duchac J. E, Financial and managerial accounting, Cengage Learning, USA, 2018.
162. Weygandt J. J, Kimmel P. D & Kieso D. E, Financial Accounting, 10<sup>th</sup> Edition, Wiley, USA, 2018.
163. Weston J. F, Besley S. A & Brigham E. F, Essentials of Managerial Finance, Cengage Learning, USA, 2018.
164. Wild J. J, Shaw K. W & Chiappetta B, Financial Accounting, McGraw-Hill Education, USA, 2018.
165. Wooldridge J. M, Cross-Sectional and Panel Data, MIT Press, London, 2010.
166. Yahia Abdul-Rahman, The Art of Islamic Banking and Finance, Tools and Techniques for Community-Based Banking, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, USA, 2010.
167. Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor, An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Wiley Finance, 2011.

#### ب. المقالات

168. Abusharbeh M. A, The impact of adopting International Financial Reporting Standards (IFRS) on the financial statements of Jordanian companies, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. 07, No. 02, 2019.
169. Adams C. A & Kuasirikun N, A comparative analysis of corporate reporting on ethical issues by companies in the UK and in Thailand, Journal of Business Ethics, Vol. 137, No. 1, 2016.
170. Agarwal K & Kumar S, the effect of working capital management on the profitability of FMCG firms: A study of listed FMCG companies in India, International Journal of Management and Applied Science, Vol. 3, No. 3, 2017.
171. Aguilera. R. V & Jackson. G, The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions

- and determinants, *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, 2003.
172. Ahmed K, Hossain M & Adams M, The Impact of Audit Committee Characteristics on Earnings Management: Evidence from Australian Companies, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 12, No. 02, 2016.
173. Akhtar M. F, Ali A & Ahmad M, Cash Flow Statement and Its Impact on Decision Making: A Study of Selected Indian Companies, *Journal of Finance and Bank Management*, Vol. 4, No. 1, 2016.
174. Al-Balooshi F. A, Working capital management: A case study of Omani manufacturing firms. *International Journal of Business and Management*, Vol. 9, No. 7, 2017.
175. Al-Khadash H. A, Factors affecting the financial performance of banks in Jordan, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol 4, No. 1, 2016.
176. Al-Khattab S. A & Al-Smadi Z. M, The impact of corporate governance on the financial performance of Jordanian listed companies. *International Journal of Business and Management*, Vol. 7, No. 24, 2012.
177. Almeida H and Philippon T, The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. *Journal of Finance*, VOL. 62, N. 6, 2007,
178. Al-mamary Y. H, Shamsuddin A & Nor M. M, The Impact of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Non-financial Companies of BM & FBOVESPA, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol. 145, 2014.
179. Al-Matari E. M, Fadzil F. H & Al-Swidi A. K, The moderating effect of board diversity on the relationship between board of Directors characteristics and firm performance in Oman: Empirical study, *Middle East Journal of Scientific Research*, Vol. 21, No. 5, 2014.
180. Al-Mawali A. A, The Impact of Organizational Culture on the Implementation of Financial Management Practices: A Conceptual Framework, *International Journal of Business and Management*, Vol. 13, No. 11, 2018.
181. Anić I. D, Rajh E, Teodorović I, Firms 'characteristics, Strategic Factors and Firms 'performance in the Croatian Manufacturing Industry'. *Ekonomski pregled*, VOL. 60, N. 9-10, 2011.
182. Appuhami R, Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Study of Selected Listed Companies in the Colombo Stock Exchange, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 05, No. 02, 2008.
183. Armstrong C. S, Blouin J. L & Jagolinzer A. D, Corporate governance, incentives, and tax avoidance, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 60, No. 1, 2015.
184. Arnold G, Hope J & Southworth A, The cautious principle in measurement in accounting, *Accounting and Business Research*, Vol. 47, No. 02, 2017.
185. Arora A & Sharma C, Family Ownership and Firm Performance: A Literature Review. *Journal of Business and Management*, Vol. 22, No. 3, 2020.
186. Azam S. M. F, The financial performance of small and medium-sized enterprises in Malaysia. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 4, No. 2, 2013.
187. Baker M. P and Wurgler J, Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, VOL. 57, N. 1, 2002.
188. Barakat A, The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies). *Research Journal of Finance and Accounting*, VOL. 5, N. 1, 2014.
189. Barth M. E, Landsman W. R & Lang M. H, International accounting standards and accounting quality, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 03, 2008.

190. Bashar. H Malkawi, Financial derivatives between Western Legal Tradition and Islamic Finance: A Comparative Approach, *Journal of Banking Regulation*, Vol. 15, No. 01, 2014.
191. Beng Soon Chong and Ming-Hua Liu, Islamic banking: Interest-free or interest-based? *Pacific-Basin Finance Journal*, VOL. 17, N. 1, 2009.
192. Berman K & Knight J, *Financial Intelligence, Revised Edition: A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean*, Harvard Business Review Press, USA, 2013.
193. Botosan C. A & Plumlee M. A, Sustainability reporting and the quality of sustainability disclosure: An empirical study, *Accounting Review*, Vol. 92, No. 1, 2017.
194. Brown K, Financial performance metrics: A practical approach. *Journal of Business and Management*, Vol. 10, No. 4, 2020.
195. Brown K & Williams E, The Impact of Cost Management on Financial Performance in Small Enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Vol. 32, No. 2, 2020.
196. Chen H, Beckman C. M & Liao H, advancing employee voice in China: The effect of trade unions and employees trust toward management, *Human Relations*, Vol. 65, No. 2, 2012.
197. Chen J & Huang J, The effects of employee satisfaction and organizational culture on financial performance: An empirical study, *Journal of Hospitality and Tourism Management*, Vol. 36, 2018.
198. Chen J & Yao. S, The role of accounting information in managerial performance evaluation, compensation decisions, and shareholder wealth, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, No. 1-2, 2006.
199. Chen K. C. W, Church B. K & Lobo G. J, The usefulness of comprehensive income reporting in earnings-based bonus plans, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 34, No. 1, 2017.
200. Chen M. Y & Chen Y. F, The relationship between inventory turnover and profitability: An industry perspective, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 8, No. 1, 2020.
201. Choudhury M. A, Al-Sakran S, Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia, *Managerial Finance*, Vol. 27, Issue 10/11, 2001.
202. Christensen H. B, Hail L & Leuz C, The Unintended Consequences of Mandatory IFRS Reporting: Evidence from Corporate Innovation, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 61, No. 1, 2016.
203. Daske H, Hail L, Leuz C & Verdi R, Adopting a label: Heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions, *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 03, 2013.
204. Davis R. K, The Role of Leadership in Shaping Financial Culture, *Journal of Organizational Behavior*, Vol. 25, No. 2. 2014.
205. Deakin E. B & Ready R. C, Does the financial reporting environment improve the predictive ability of financial ratio analysis? *Advances in Accounting*, Vol. 28,N. 2, 2012.
206. De Angelo H and Masulis R.W, Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, VOL. 8. 1980.
207. Dechow P. M, Ge W & Schrand C. M, Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, No. 2-3, 2010.
208. De Jong A, Kabir R, Nguyen TT, Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, 2008.
209. Deloof M, Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, No. 3-4, 2003.



210. Demircioglu M. A & Karabayir S, The Relationship between Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Turkey, *International Journal of Business and Management*, Vol. 16, No.1, 2021.
211. Demsetz H & Villalonga B, Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, No. 3, 2001.
212. Denning S, Three Laws of Performance, *Strategy & Leadership*, Vol. 39, No. 05, 2011.
213. Dennis Olson and Taisier A. Zoubi, Using Accounting Ratios to Distinguish Between Islamic and Conventional Banks in The GCC Region, *The International Journal of Accounting*, VOL. 43, 2008.
214. Deshmukh S. S & Jain P. K, A Comparative Study of Cash Flow Statement of Oil and Gas Sector Companies in India, *International Journal of Commerce and Management Research*, Vol. 3, No. 6, 2016.
215. Diederik van Schaik, Islamic Banking, *The Arab Bank Review*, VOL. 3, N. 1, 2001.
216. Dumay J & Cai L, Integrated reporting: A structured literature review, *Accounting Forum*, Vol. 39, No. 3, 2015.
217. Dziwok P, The determinants of debt ratio in European countries, *Entrepreneurial Business and Economics Review*, Vol. 6, No. 1, 2018.
218. Eccles R. G & Serafeim G, The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy, *Harvard Business Review*, Vol. 91, No. 5, 2013.
219. El-Bassiouny N, The Impact of Earnings Management on the Financial Performance of Companies: Evidence from the United States. *International Journal of Business and Management*, Vol. 10, No. 1, 2015.
220. Eljelly A. M, Liquidity–Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market, *International Journal of Commerce & Management*, Vol. 14, No. 2, 2004.
221. El Hussein N, Islamic finance: Is it a viable option to restrain financial crisis? *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 5, No. 4, 2013.
222. Enekwe I. C, Agu I. C, Eziedo K. N, The effect of financial leverage on financial performance: evidence of quoted pharmaceutical companies in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, VOL. 5, N. 3, 2014.
223. Ertaç S. K, Erdoğan C & Arman G, Factors affecting debt ratios in Turkish manufacturing sector, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 5, N. 2, 2015.
224. Fadzlan Sufian, The Efficiency of Islamic Banking Industry: A Non-Parametric Analysis with Non-Discretionary Input Variable, *Islamic Economic Studies*, VOL. 14, N. 1 & 2, 2007.
225. Fauzias Mat Nor, Razali Haron, Determinants of Target Capital Structure: Evidence on South East Asia Countries, *Journal of Business and Policy Research*, Vol. 06, No. 03, 2011.
226. Fawzy S, Factors affecting the financial performance of firms in Egypt: Empirical evidence from listed firms, *Journal of Economic Studies*, Vol. 46, No. 4, 2019.
227. Fiador V, Financial Performance Analysis of Small and Medium Enterprises in Ghana. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 3, No. 3, 2015.
228. Filbeck G, Krueger T. M & Preece D, Working Capital Management and Firm Profitability, *Journal of Business and Public Affairs*, Vol. 1, No. 1, 2007.
229. Frank MZ, Goyal VK, Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Finance Economics*, Vol. 67, No. 02, 2003.

230. Garcia R, Improving financial performance: Strategies and best practices, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, No. 1, 2017.
231. García-Sánchez I. M & Rodríguez-Domínguez L, Comparative analysis of financial statements by means of the RSI and the cluster analysis, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 16, No.3, 2015.
232. Garcia-Teruel P. J & Martinez-Solano P, Effects of Working Capital Management on SME Profitability, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 2, 2007.
233. Ghosh S & Mondal A, Impact of social responsibility on financial performance of Indian firms: A panel data analysis, *Social Responsibility Journal*, Vol. 14, No. 4, 2018.
234. Gond J. P, Kang N & Moon J, The government of self-regulation: On the comparative dynamics of corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, Vol. 160, No. 4, 2019.
235. Hahn R, The impact of the EU's new non-financial reporting directive on CSR reporting, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 108, 2015.
236. Hall B. H, Lotti F & Mairesse J, The Economic Returns to Innovation: A Review of the Literature, *Research Policy*, Vol. 50, No. 1, 2021.
237. Haniffa R. M & Cooke T. E, The impact of culture and governance on corporate social reporting, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 5, 2005.
238. Haque M, Mazumder M. N & Ashraf M. M, Working capital management and profitability: A study on textile industry in Bangladesh, *European Journal of Business and Management*, Vol. 5, No. 7, 2013.
239. Harris M and Raviv A, Capital Structure and the Informational Role of Debt. *Journal of Finance*, VOL. 45, 1990.
240. Herring C, Stewart A. J & Lewis T, The Economic Returns to Diversity and Inclusion in the Workplace: A Meta-Analysis. *Journal of Business and Psychology*, Vol. 35, No. 3, 2020.
241. Hoepner A. G & McMillan D. G, Environmental, social, and governance (ESG) investing: A balanced analysis of the academic debate, *Journal of Business Ethics*, Vol. 160, No. 4, 2019.
242. Hoque, Mohammad Enamul, Nik Mohd Hazrul, Nik Hashim, Mohammad Hafizi Bin Azmi, Moderating effects of marketing communication and financial consideration on customer attitude and intention to purchase Islamic banking products: A conceptual framework: A conceptual framework, *Journal of Islamic Marketing*, Vol. 09, N. 04, 2017.
243. Huafang X & Zeng S. X, Research on accounting disclosure and financial performance based on panel data, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 149, 2017.
244. Huffman S. P, The impact of the degrees of operating and financial leverage on the systematic risk of common stocks: another look, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 28, No. 1, 1989.
245. Ioannou I & Serafeim G, The Economic Returns of Corporate Social Responsibility: A Review of the Evidence. *Journal of Management*, Vol. 43, No. 4, 2019.
246. Ittner C. D & Larcker D. F, Coming up short on nonfinancial performance measurement, *Harvard Business Review*, Vol. 81, No. 11, 2003.
247. James S, The Impact of VAT Rate Changes on Businesses: Evidence from Europe, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 8, No. 3, 2018.
248. Jassim Al-Ajmi, Decisions on Capital Structure in a Zekat Environment with Prohibition of Riba, the case of Saudi Arabia, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 10, No. 05, 2009.
249. Johnson S. A, Financial ratio analysis and the prediction of earnings. *Journal of Applied Finance*, Vol. 20, N. 1, 2010.

250. Jensen M and Meckling W, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, VOL. 3, 1976.
251. Jensen M. C, Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, VOL. 76, 1986.
252. Johnson M, Key financial ratios for assessing performance, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 25, No. 3, 2019.
253. Johnson P. Q, Review of the book *Financial Cultures: Understanding the Role of Money in Organizations*, by S. Williams, *Journal of Financial Studies*, Vol. 18, No. 4, 2020.
254. Kaplan R. S & Norton D. P, the balanced scorecard: measures that drive performance, *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 01, 1992.
255. Khaled Aljifri, Sunil Kumar Khandelwal, Financial Contracts in Conventional and Islamic Financial Institutions: An Agency Theory Perspective, *Review of Business and Finance Studies*, Vol. 4, No. 2, 2013.
256. Khan A & Jehangir R, The Importance of Working Capital Management and Its Impact on Firm's Performance: Evidence from Pakistan, *International Journal of Financial Studies*, Vol. 7, No. 2, 2019.
257. Khan I & Kajumbula R, Impact of Leverage on Firm Growth: Evidence from UK Firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 22, No. 4, 2015.
258. Kieschnick R, McCrary S. A & Adam T. R, Director Stock Option Grants and Corporate Investment: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 2, 2013.
259. Kimberly J. R & Atwater L, The Influence of Organizational Culture on Financial Performance, *Journal of Business Research*, Vol. 68, No. 3, 2015.
260. Kim H. Y, Statistical notes for clinical researchers: assessing normal distribution (2) using skewness and kurtosis. *Restorative dentistry & endodontics*, Vol. 38, No. 1, 2013
261. Kim J. B, Li Y & Zhang L, Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, No. 03, 2011.
262. Kim S & Lee D, Employee engagement and corporate financial performance: Evidence from Korea, *Journal of Business Research*, Vol. 94, 2019.
263. Kim Y. H & Li H, Corporate governance and earnings management: An empirical analysis. *Journal of Business Research*, Vol. 66, No. 10, 2013.
264. Krause R & Wang M, An investigation of the determinants of creditor involvement in corporate governance, *Journal of Business Research*, Vol. 67, No. 1, 2014.
265. Kun-Ho Lee and Shakir Ullah, Integration of Islamic and Conventional Finance, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3, No. 5, 2007.
266. Kwon Y. K, Comparative analysis of financial statements using ratios, *Advances in Accounting*, Vol. 43, 2010
267. Lauwo S & Otusanya O, The Role of Organisational Culture in the Relationship Between Shared Services and the Finance Function." *The British Accounting Review*, Vol. 48, No. 2, 2016.
268. Lazaridis I & Tryfonidis D, Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 19, No. 01, 2006.
269. Lee L, using performance measurement to drive improvement, *Journal of Healthcare Management*, Vol. 53, No. 4, 2008.

270. Leland H and Pyle D, Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*. VOL. 32, 1977.
271. Lewis R. J, Managing working capital: Strategies for success, *Journal of Accountancy*, Vol. 224, No. 2, 2017.
272. Li P, Zhou P, Zhang H & Li X, Cash Management: A Comprehensive Review and Future Directions, *International Journal of Financial Studies*, Vol.8, No. 2, 2020.
273. Lombardo V & Lombardo S, Integrated Reporting: Concepts and Prospects for a New Form of Corporate Reporting, *International Journal of Business and Management*, Vol. 12, No. 4, 2017.
274. Lusardi A & Mitchell O. S, Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing, *Annals of Business Administrative Science*, Vol. 10, No. 2, 2011.
275. Mathew S. K, Working capital management: A comprehensive review, *International Journal of Business and Management*, Vol. 7. No. 7, 2012.
276. Miller M, Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, VOL. 32, 1977.
277. Monzer Kahf, The Value of Money and Discounting in Islamic Perspective: Re-Visited, *Review of Islamic Economics*, Vol. 3, No. 2, 1994.
278. Modigliani F and Miller M. H, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, VOL. 53, N. 3, 1963.
279. Modigliani F and Miller M. H, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, VOL. 48, N. 3, 1958.
280. Mohamed Ariff, Islamic Banking, *Asian Pacific Economic Literature*, VOL. 2, N. 2, 1988.
281. Mohammad E. H, Nik Mohd H. N. H and Mohammad H. B. A, Moderating effects of marketing communication and financial consideration on customer attitude and intention to purchase Islamic banking products A conceptual framework, *Journal of Islamic Marketing*, VOL. 9, N. 4, 2018.
282. Muller A. R, Verschoor W. F & Van Dijk D, The Role of Financial Corporate Culture in Mergers and Acquisitions: Evidence from the Field, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 58, 2019.
283. Mulvey J. M, Dynamic Analysis of Financial Stability, *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Vol. 43, No. 4, 2018.
284. Musah A & Nyuur R. B, The impact of International Financial Reporting Standards (IFRS) adoption on financial reporting quality: Evidence from Ghana, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 09, No. 16, 2018.
285. Myers J. N, Myers L. A & Skinner D. J, Earnings Momentum and the Dissemination of Financial Information, *Journal of Accounting Research*, Vol. 55, No. 01, 2017.
286. Myers S. C, Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, VOL. 5, 1977.
287. Nahifa Said Soud and Özlem Sayılır, Perceptions of Islamic Banking Among Muslim and Non-Muslim Citizens in Tanzania, *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, VOL. 3, N. 3, 2017.
288. Noyan F & Vayvay Ö, A Comparative Analysis of Financial Ratios of Banks: The Case of Turkey, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 7, No. 8, 2019.
289. Nur Azura B, T Sanusi, The Dynamics of Capital Structure in the Presence of Zakat and Corporate Tax, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 07, Issue. 01, 2014.
290. Obiythulla Ismath Bacha, Conventional Vs Mudarabah Financing: An Agency Cost Perspective, *Journal of Islamic Economics*, International Islamic University Malaysia Press, Vol. 04, No. 1-

2,1995.

291. O'Connor M. T & Schmitt R. G, Economic Value Added (EVA) and Company Performance: An Empirical Examination, *Journal of Managerial Issues*, Vol. 29, No. 1, 2017.

292. O'Mahony J & Markham C, Goal setting and performance measurement in the public sector, *Financial Accountability & Management*, Vol. 29, No. 4, 2013.

293. Oprea D. S, The determinants of debt ratios in the European banking sector: A panel data analysis, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 27, No. 2, 2019.

294. Oster S. M & Morrow J. L, A stakeholder approach to strategic performance measurement, *Journal of Business Ethics*, Vol. 102, No. 3, 2011.

295. Oxford, Finance and Banking: Islamic Banking: Sharia Compliant Products Demanded, *Africa Research Bulletin: Economic, Financial and Technical Series*, Vol. 44, No. 06, 2007.

296. Palea V & Prencipe A, Financial reporting quality, voluntary disclosure and earnings management in the Italian market, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 14, No. 1, 2013.

297. Peloza J & Shang J, how can corporate social responsibility activities create value for stakeholders? A systematic review, *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 39, No. 1, 2011.

298. Pereira R, Financial Leverage and the Cost of Equity: Evidence from the Broad Cross-Section of Stocks. *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 3, No. 6, 2015.

299. Peters J & Ramnath S, Economic Value Added (EVA) and Its Influence on Financial Performance of Select Companies." *IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 24, No. 1, 2018.

300. Porter M. E & Kramer M. R, The link between competitive advantage and corporate social responsibility, *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, 2006.

301. Raheman A & Nasr M, Working Capital Management and Profitabilit - Case of Pakistani Firms, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 03, No. 01, 2007.

302. Rajesh M & Suresh P, A Study on Working Capital Management and Its Impact on Profitability with Special Reference to Tata Steel Ltd, *International Journal of Management and Business Studies*, Vol. 3, No.3, 2013.

303. Raza A, Raza S. A & Rizwan M, Determinants of debt ratios in the manufacturing sector of Pakistan, *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 12, No. 3, 2018.

304. Razali Haron, Khairunisah Ibrahim, Target Capital Structure and Speed of Adjustment Panel Data Evidence on Malaysia Shari'ah Compliant Securities, *International Journal of Economics, Management and Accounting*, Vol. 20, No. 02, 2012.

305. Rehman S. S. F. U, Relationship between financial leverage and financial performance: Empirical evidence of listed sugar companies of Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research*, VOL. 13, N. 8, 2013.

306. Rika Nakagawa, The Evolution of Islamic Finance in Southeast Asia: The Case Of Malaysia, *The Journal of Applied Business Research*, VOL. 25, N. 1, 2009.

307. Ross S. A, The determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Journal of Economics*, VOL. 8, 1977.

308. Russo A & Tencati A, The role of legitimacy in the adoption of sustainability reporting: An empirical study of Italian companies, *Journal of Business Ethics*, Vol. 160, No. 4, 2019.

309. Russo M. V & Harrison J. S, Organizational design and environmental performance: Clues from the electronics industry, *Academy of Management Journal*, Vol. 48, No. 4, 2005.

310. Saleh M. F, Saleh N. A & Matar M, The Relationship between Cash Flows from Operating

Activities and Shareholders' Wealth in the Jordanian Industrial Companies, *International Journal of Financial Research*, Vol. 10, No. 3, 2019.

311. Santomero, A. M. 1997, Commercial bank risk management: an analysis of the process, *Journal of Financial Services Research*, VOL. 12, N. 2-3, 1997.

312. Schneider B, Ehrhart M G & Macey W. H, Organizational Climate and Culture. *Annual Review of Psychology*, Vol. 64, 2012.

313. Scott J. H, Jr Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 31, No. 01, 1977.

315. Structure in Pakistan Commercial Banks'. *International Review of Management and Business Research*, VOL. 5, N. 1, 2016.

316. Sharma A & Akhilesh K. B, Economic Value Added (EVA): A Critical Analysis of Its Underlying Concepts, *IUP Journal of Financial Risk Management*, Vol. 17, No. 3, 2020.

317. Shin H. H & Soenen L. A, Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability, *Financial Practice and Education*, Vol. 8, No. 2, 1998.

318. Shleifer A & Vishny R. W, A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997.

319. Shuetrim G & Wright S, Financial Leverage Ratios: Sector-Level Evidence from US Firms, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 45, 2016.

320. Siddiqu, A, Financial Contracts, Risk and Performance of Islamic Banking Managerial Finance, Vol. 34, No. 10, 2008.

321. Smith J. D & Johnson A. B, Activity Ratios and Firm Performance: A Review of the Literature, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 18, No. 2, 2018.

322. Smith J & Johnson A, Creating Value in Small Economic Institutions: A Comparative Analysis, *Journal of Small Business Management*, Vol. 45, No. 3, 2021.

323. Smith J, Paid-up Capital: Understanding Its Importance in Business Financing, *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 10, No. 02, 2022.

324. Smith J, The Significance of Fixed Asset Turnover in Financial Analysis, *Journal of Financial Analysis*, Vol. 10, No. 2, 2022.

325. Smith J, Understanding financial performance: A comprehensive guide, *Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2, 2020.

325. Smith K. V & Begemann C, The Importance of Working Capital Management for Startup Companies, *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 33, No. 2, 2017.

326. Smith L & Brown M, Value-Added Tax and Small Businesses: Compliance and Economic Impact, *Small Business Economics*, Vol. 54, No. 3, 2020.

327. Smith R. L, The importance of good corporate governance. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15, No. 3, 2003.

328. Stiglitz J and Weiss A, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, VOL. 71, 1981.

329. Sundararajan V, Issues in managing profit equalization reserves and investment risk reserves in Islamic banks, *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 4, No. 1, 2008.

330. Svensson M & Säve-Söderbergh J, Financialization and Corporate Governance: The Missing Link, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, No. 3, 2016.

331. Tahan M, Khelif H & Othman H. B, Intellectual capital disclosure and cost of equity capital: A

- meta-analysis, *Research in International Business and Finance*, Vol. 38, 2016.
332. Tandon K & Kumar S, Ownership structure and firm performance: A meta-analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 100, 2019.
333. Tesfaye A, Working capital management and firm profitability: Empirical evidence from manufacturing and trading firms in Ethiopia, *International Journal of Economics, Commerce, and Management*, Vol. 5, No. 2, 2017.
334. Titman S, Wessels R, The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 01, 1988.
335. Toumi K And Viviani L, Le risque lié aux comptes d'investissement participatifs : un risque propre aux banques islamiques, *La Revue des Sciences de Gestion*, No. 259-260, 2013.
336. Turker D, Measuring corporate social responsibility: A scale development study, *Journal of Business Ethics*, Vol. 85, No. 4, 2009.
337. Tuzovic S & Martic I, Linking corporate social responsibility and financial performance: The role of employee relations, customer relations, and environmental management, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 219, 2019.
338. Uniform framework for Sukuk al-Ijarah – a proposed model for all madhahib, *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 08, N. 04, 2017.
339. Vasiliou D, The impact of working capital management on firm profitability: Evidence from European companies, *International Journal of Economics, Commerce, and Management*, Vol. 2, No. 11, 2014.
340. Wang Y, Ye Y, Liu J & Chen X, how do employee perceptions of high-performance work systems influence financial performance? Evidence from Chinese manufacturing firms, *Journal of Business Research*, Vol. 132, 2021.
341. Warner J, Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance*, VOL. 32, 1977.
342. Yermack D, Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, No. 2, 1996.
343. Yusniza Kamarulzaman, Azian Madun, Marketing Islamic banking products: Malaysian perspective, *Business Strategy Serie*, VOL. 14, N. 3/2, 2013.
344. Zolnierzak P & Michalczuk G, The impact of the adoption of IFRS on financial ratios: Evidence from Polish companies, *Financial Environment and Business Development*, Vol. 04, No. 01, 2016.

#### ج. الملتقيات والندوات

1. Badr-El-Din A. Ibrahim and Vijaykumar K.C, Some Aspects of Liquidity in Islamic Banks (ISBS) A Case Study of Selected Banks in The Mena Region, Research report 422 sponsored by the ERF Research Program, 2003.
2. Comprendre la finance islamique, Publication de la Cellule de Fiqh du Centre Islamique de la Réunion, Édition spéciale, 2008.
3. Demirgüç-Kunt A, Maksimovic V, Stock Market Development and Firms “Financing Choices”, *World Bank Economic Review*, 10, 1996.
4. Greuning H and Iqbal Z, Risk Analysis for Islamic Banks, Washington: World Bank, 2008.
5. Habib Ahmed, Issues in Islamic Corporate Finance: Capital Structure in Firms, IRTI Research paper, No. 70, 2007, Jeddah, KSA.
6. Ismail, A. G, Islamic banks and wealth creation, The International Conference on Islamic Finance, Sultan Sharif Ali Islamic University, Brunei Darussalam 1<sup>st</sup> – 2<sup>nd</sup> March 2010.

7. Ismail Bin Abdurrahman, Arief Salleh Bin Rosman, Islamic Cost of Capital: Profit Measurements and Investment Decisions from Authentic Sources, paper presented in the Proceeding of the 4<sup>th</sup> International Conference on Business and Economic Research (ICBER), 04-05 March 2023, Bandung, Indonesia.
8. Khan, T. and Ahmed H, Risk Management: An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry, Occasional Paper No. 5, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, 2001.
9. Mazen Kebewar. La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données de panel. Hal-00751211, 2012.
10. Patrick Imam and Kangni Kpodar, Islamic Banking: How Has it Diffused? International Monetary Fund 10/195, 2010, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10195.pdf>, accessed 15 June 2022.
11. Shazal Shafaai, Mansur Masih, Determinants of Cost of Equity: The Case of Shari'ah-Compliant Malaysian Firms, MPRA Paper No, 62364, Posted 26 February 2015.
12. Zerouali M, Crise financière mondiale : la finance islamique serait-elle une alternative, 2008, <http://oumma.com/Crise-financiere-mondiale-La>.

د. الرسائل والأطروحات

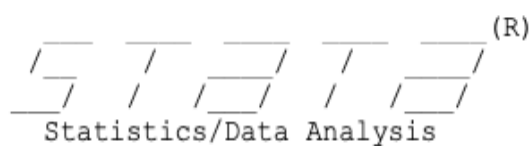
1. Amr Attar, Corporate Strategy and Capital Structure – an Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in Saudi Arabia, PHD thesis, Brunel Business School, Brunel University, 2014.
2. Kremp E et Stoss E et Gerdesmeier D, Estimation d'une fonction d'endettement. Résultats à partir de panels d'entreprises françaises et allemandes, in Modes de financement des entreprises allemandes et françaises. Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, 1999.
3. Lama Tarek Al-Kayed, Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants Optimality, PhD thesis, Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia, 2012.
4. Mazen Kebewar, La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses théorique et empiriques sur données de panel françaises. PhD Thèse, Economies et finances. Université d'Orléans, France, 2012.

د. مواقع الإنترنت

[www.isdb.org](http://www.isdb.org)  
[www.iifa-aifi.org](http://www.iifa-aifi.org)  
[www.aaofi.com](http://www.aaofi.com)  
[www.ifsb.org](http://www.ifsb.org)  
[www.iifm.net](http://www.iifm.net)  
[www.lmcbahrain.com](http://www.lmcbahrain.com)  
[www.icra.com](http://www.icra.com)  
[www.cibafi.org](http://www.cibafi.org)  
[www.iilm.com](http://www.iilm.com)  
[www.irti.org](http://www.irti.org)



الملاحق



User: IMADEDLINE HABBAR

Workfile: My PHD CASE STUDY

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t

```

```

      Panel variable:    ID (strongly balanced)
      time variable:    time, 2012 to 2022
      delta:            1 unit

```

```

9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, ls

```

| Source   | SS       | dl  | MS      | Number of Obs = 275    |
|----------|----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 14956.68 | 11  | 1246.39 | F(11,263) = 139.9483   |
| Residual | 47233.25 | 263 | 8.90    | Prob > F = 0.0034      |
| Total    | 62189.93 | 274 | 1255.29 | R-squared = 0.2405     |
|          |          |     |         | Adj R-squared = 0.2246 |
|          |          |     |         | Root MSE = 2.9832      |

| fp    | Coef.   | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. Interval] |
|-------|---------|---------|---------|--------|----------------------|
| lev01 | 0.4938  | 1.0548  | 0.4032  | 0.2849 | -2.4837 0.1385       |
| _cons | -13.405 | 0.1499  | -89.426 | 0.3683 | -3.5904 1.0429       |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t

```

```

      Panel variable:    ID (strongly balanced)
      time variable:    time, 2012 to 2022
      delta:            1 unit

```

```

9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, ls

```

| Source   | SS       | dl  | MS     | Number of Obs = 275    |
|----------|----------|-----|--------|------------------------|
| Model    | 5813.88  | 11  | 484.49 | F(11,263) = 18.4038    |
| Residual | 12916.40 | 263 | 26.32  | Prob >F = 0.0144       |
| Total    | 18730.28 | 274 | 510.81 | R-squared = 0.3104     |
|          |          |     |        | Adj R-squared = 0.2948 |
|          |          |     |        | Root MSE = 5.1303      |

| roa   | Coef.   | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|---------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev01 | -1.0435 | 2.0105  | -0.5190 | 0.7932 | 0.4839     | 2.4987    |
| _cons | 22.2945 | 0.9131  | 24.4162 | 0.0000 | 20.3721    | 24.8214   |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, ls

```

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs | = 275    |
|----------|-----------|-----|---------|---------------|----------|
|          |           |     |         | F(11,263)     | =        |
| 94.3963  |           |     |         |               |          |
| Model    | 46282.56  | 11  | 3856.88 | Prob > F      | = 0.0027 |
| Residual | 126094.47 | 263 | 40.85   | R-squared     | = 0.2639 |
|          |           |     |         | Adj R-squared | = 0.2459 |
| Total    | 175377.03 | 274 | 3897.73 | Root MSE      | = 6.3914 |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.0496 | 0.5654  | 0.0877 | 0.0952 | 1.4271     | 3.5839    |
| _cons | 4.9065 | 0.8327  | 5.8922 | 0.3871 | 4.8928     | 6.8593    |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, ls

```

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs | = 275     |
|----------|-----------|-----|---------|---------------|-----------|
|          |           |     |         | F(11,263)     | = 11.5098 |
| Model    | 71190.84  | 11  | 5932.57 | Prob > F      | = 0.0008  |
| Residual | 246483.59 | 263 | 515.43  | R-squared     | = 0.2241  |
|          |           |     |         | Adj R-squared | = 0.2058  |
| Total    | 317674.43 | 274 | 6448.00 | Root MSE      | = 22.7030 |

| fp    | Coef.   | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|---------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.8893 | 1.0864  | -0.0821 | 0.4931 | 0.7411     | 2.0984    |
| _cons | 31.0953 | 0.0470  | 661.602 | 0.3217 | 123.0987   | 147.3899  |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
                      delta:    1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, ls

```

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs | = 275      |
|----------|-----------|-----|---------|---------------|------------|
|          |           |     |         | F(11,263)     | = 139.4973 |
| Model    | 80919.96  | 11  | 6743.33 | Prob > F      | = 0.0032   |
| Residual | 208700.51 | 263 | 48.34   | R-squared     | = 0.2794   |
|          |           |     |         | Adj R-squared | = 0.2503   |
| Total    | 289620.47 | 274 | 6791.67 | Root MSE      | = 6.9526   |

| roa   | Coef.   | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|---------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 2.0953  | 3.0458  | 0.6879 | 0.0793 | -0.5948    | 2.5983    |
| _cons | -5.0683 | 0.8404  | 6.0308 | 0.0038 | 4.9837     | 7.4894    |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
                      delta:    1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, ls

```

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs | = 275     |
|----------|-----------|-----|---------|---------------|-----------|
|          |           |     |         | F(11,263)     | = 37.0973 |
| Model    | 45857.88  | 11  | 3821.49 | Prob > F      | = 0.0705  |
| Residual | 167633.18 | 263 | 103.01  | R-squared     | = 0.2148  |
|          |           |     |         | Adj R-squared | = 0.1982  |
| Total    | 213491.06 | 274 | 3924.50 | Root MSE      | = 10.1493 |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 0.0596 | 0.8142  | 0.0728 | 0.0583 | 0.4821     | 2.4532    |
| _cons | 7.0496 | 0.5073  | 13.896 | 0.0005 | 12.8649    | 15.5314   |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Size = Big

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs | = 88      |
|----------|-----------|----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 47500.68  | 11 | 3958.39 | F(11,76)      | = 19.0384 |
| Residual | 242314.33 | 76 | 207.91  | Prob > F      | = 0.0007  |
| Total    | 289815.01 | 87 | 4166.30 | R-squared     | = 0.1639  |
|          |           |    |         | Adj R-squared | = 0.1495  |
|          |           |    |         | Root MSE      | = 14.4190 |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.9492 | 1.0019  | 0.9473 | 0.2015 | 1.0483     | 3.2911    |
| _cons | -0.398 | 0.5403  | -0.763 | 0.5426 | -0.2643    | 2.8356    |

→ Size = Med

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs | = 110     |
|----------|-----------|-----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 35493.12  | 11  | 2957.76 | F(11,98)      | = 23.9048 |
| Residual | 156465.34 | 98  | 123.73  | Prob > F      | = 0.0049  |
| Total    | 191958.46 | 109 | 3081.49 | R-squared     | = 0.1849  |
|          |           |     |         | Adj R-squared | = 0.1701  |
|          |           |     |         | Root MSE      | = 11.1233 |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.3902 | 3,3218  | 0.4185 | 0.0694 | 1.3827     | 2.9308    |
| _cons | -0.395 | 0.2301  | 1.7166 | 0.0269 | -0.7531    | 2.4833    |

→ Size = Small

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs | = 77      |
|----------|-----------|----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 35360.64  | 11 | 2976.72 | F(11,65)      | = 9.0238  |
| Residual | 133505.83 | 65 | 329.87  | Prob > F      | = 0.2094  |
| Total    | 168866.47 | 76 | 3306.59 | R-squared     | = 0.2133  |
|          |           |    |         | Adj R-squared | = 0.2001  |
|          |           |    |         | Root MSE      | = 18.1623 |

| Fp    | Coef.  | Std.Err | t        | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|----------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 2.5253 | 3.0218  | 0.8356   | 0.8431 | 0.9972     | 2.8446    |
| _cons | -21.32 | 0.4301  | -49.5698 | 0.0083 | -47.8626   | -50.8328  |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Size = Big

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 88     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 118159.56 | 11 | 9846.63 | F(11,76) = 142.3904    |
| Residual | 468822.85 | 76 | 69.15   | Prob > F = 0.0062      |
| Total    | 586982.41 | 87 | 9915.78 | R-squared = 0.2013     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1907 |
|          |           |    |         | Root MSE = 8.3156      |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.0392 | 2.0032  | 0.5187 | 0.9483 | 0.8472     | 2.4396    |
| _cons | -2.491 | 4.4009  | -0.566 | 0.3285 | 1.3829     | 3.1182    |

→ Size = Med

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 52427.04  | 11  | 4368.92 | F(11,98) = 101.4968    |
| Residual | 274832.88 | 98  | 43.04   | Prob > F = 0.0002      |
| Total    | 327259.92 | 109 | 4411.96 | R-squared = 0.1602     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1498 |
|          |           |     |         | Root MSE = 6.56        |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.9460 | 2.0004  | 0.9780 | 0.1049 | -1.4837    | 0.6392    |
| _cons | 20.948 | 0.3046  | 68.772 | 0.0001 | 66.3184    | 69.275    |

→ Size = Small

| Source   | SS       | dl | MS      | Number of Obs = 77     |
|----------|----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 23381.76 | 11 | 1948.48 | F(11,65) = 61.3092     |
| Residual | 72879.08 | 65 | 31.78   | Prob > F = 0.0194      |
| Total    | 96260.84 | 76 | 1980.26 | R-squared = 0.2429     |
|          |          |    |         | Adj R-squared = 0.2284 |
|          |          |    |         | Root MSE = 5.6373      |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.0392 | 0.8498  | 0.0461 | 0.4032 | 0.1668     | 1.9037    |
| _cons | 9.4932 | 3.0843  | 3.0779 | 0.0005 | 2.9572     | 4.3615    |

```

1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Size = Big

| Source   | SS       | dl | MS      | Number of Obs = 88     |
|----------|----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 11691.48 | 11 | 974.29  | F(11,76) = 22.4908     |
| Residual | 48480.83 | 76 | 83.31   | Prob > F = 0.0000      |
| Total    | 60172.31 | 87 | 1017.60 | R-squared = 0.1943     |
|          |          |    |         | Adj R-squared = 0.1792 |
|          |          |    |         | Root MSE = 9.1274      |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 2.8352 | 3.0904  | 0.9174 | 0.0598 | -1.7834    | 0.6337    |
| _cons | 12.906 | 6.0159  | 2.1453 | 0.0462 | 2.01984    | 4.5004    |

→ Size = Med

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 34816.68  | 11  | 2901.39 | F(11,98) = 44.0382     |
| Residual | 148140.12 | 98  | 65.88   | Prob > F = 0.0000      |
| Total    | 182956.80 | 109 | 2967.27 | R-squared = 0.1903     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1831 |
|          |           |     |         | Root MSE = 8.1166      |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.0431 | 0.1731  | 0.2489 | 0.5043 | 0.5448     | 3.0061    |
| _cons | -2.491 | 3.0594  | -0.814 | 0.2983 | -0.495     | 2.8373    |

→ Size = Small

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 77     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 47139.36  | 11 | 3928.28 | F(11,65) = 31.8395     |
| Residual | 194849.14 | 65 | 123.37  | Prob > F = 0.3029      |
| Total    | 241988.50 | 76 | 4051.65 | R-squared = 0.1948     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1793 |
|          |           |    |         | Root MSE = 11.1072     |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.9381 | 2.0014  | 0.9683 | 0.0739 | 1.4938     | 3.0584    |
| _cons | 14.902 | 8.2059  | 1.8160 | 0.0037 | 0.1021     | 3.8136    |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Size = Big

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 88     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 77799.36  | 11 | 6483.28 | F(11,76) = 86.3082     |
| Residual | 413668.48 | 76 | 75.11   | Prob > F = 0.0014      |
| Total    | 491467.84 | 87 | 6558.39 | R-squared = 0.1583     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1402 |
|          |           |    |         | Root MSE = 8.6666      |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -1.004 | 2.0104  | -0.4994 | 0.4983 | 0.2981     | 2.4738    |
| _cons | 14.069 | 2.0439  | 6.8834  | 0.0007 | 5.1847     | 8.9271    |

→ Size = Med

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 56859.48  | 11  | 4738.29 | F(11,98) = 58.3902     |
| Residual | 371299.25 | 98  | 81.14   | Prob > F = 0.0000      |
| Total    | 428158.73 | 109 | 4819.43 | R-squared = 0.1328     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1201 |
|          |           |     |         | Root MSE = 9.0077      |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.059 | 0.1020  | -0.5784 | 0.0931 | -0.0549    | 1.5638    |
| _cons | 3.5902 | 0.2052  | 17.4961 | 0.0426 | 16.3822    | 20.829    |

→ Size = Small

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 77     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 73780.68  | 11 | 6148.39 | F(11,65) = 82.3901     |
| Residual | 348064.26 | 65 | 74.62   | Prob > F = 0.0014      |
| Total    | 421844.94 | 76 | 6223.01 | R-squared = 0.1749     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1538 |
|          |           |    |         | Root MSE = 8.6382      |



| fp    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.091 | 0.4793  | -0.1898 | 0.2184 | 0.4938     | 2.3982    |
| _cons | 3.8392 | 8.0021  | 0.4797  | 0.3281 | -2.4872    | 0.2815    |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Size = Big

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 88     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 44246.88  | 11 | 3687.24 | F(11,76) = 26.4093     |
| Residual | 218657.93 | 76 | 139.61  | Prob > F = 0.0894      |
| Total    | 262904.81 | 87 | 3826.85 | R-squared = 0.1683     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1498 |
|          |           |    |         | Root MSE = 11.8156     |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 2.0598 | 3.0731  | 0.6702  | 0.7049 | 1.9388     | 4.3202    |
| _cons | -7.409 | 6.9402  | -1.0675 | 0.0476 | -4.1936    | -0.5837   |

→ Size = Med

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 35799.36  | 11  | 2983.28 | F(11,98) = 10.9284     |
| Residual | 152420.19 | 98  | 272.98  | Prob > F = 0.0359      |
| Total    | 188219.55 | 109 | 3256.26 | R-squared = 0.1902     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1739 |
|          |           |     |         | Root MSE = 16.5221     |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 1.0593 | 2.0074  | 0.5276 | 0.8492 | 0.8852     | 3.0836    |
| _cons | -6.496 | 7.1053  | 0.9142 | 0.1427 | -2.381     | 0.4837    |

→ Size = Small

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 77     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 32110.68  | 11 | 2675.89 | F(11,65) = 7.2981      |
| Residual | 181353.23 | 65 | 366.65  | Prob > F = 0.0291      |
| Total    | 213463.91 | 76 | 3042.54 | R-squared = 0.1503     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1394 |
|          |           |    |         | Root MSE = 19.1481     |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 1.3082 | 2.0904  | 0.6258  | 0.0842 | 0.9302     | 2.3829    |
| _cons | -5.208 | 8.7826  | -0.5929 | 0.3174 | -0.4392    | 3.2974    |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Size = Big

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs | = 88      |
|----------|-----------|----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 55059.84  | 11 | 4588.32 | F(11,76)      | = 75.0381 |
| Residual | 268440.98 | 76 | 61,14   | Prob > F      | = 0.0107  |
| Total    | 323500.82 | 87 | 4649.46 | R-squared     | = 0.1702  |
|          |           |    |         | Adj R-squared | = 0.1501  |
|          |           |    |         | Root MSE      | = 7.8192  |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 1.0985 | 2.0284  | 0.5415 | 0.0842 | 1.2948     | 3.5391    |
| _cons | -1.498 | 0.9041  | -1.656 | 0.3274 | -0.3923    | 1.4932    |

→ Size = Med

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs | = 110     |
|----------|-----------|-----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 23368.32  | 11  | 1947.36 | F(11,98)      | = 7.0392  |
| Residual | 93123.80  | 98  | 276.64  | Prob > F      | = 0.0147  |
| Total    | 116492.12 | 109 | 2224.00 | R-squared     | = 0.2006  |
|          |           |     |         | Adj R-squared | = 0.1827  |
|          |           |     |         | Root MSE      | = 16.6324 |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.093 | 0.1749  | -0.5317 | 0.4865 | -0.0975    | 2.0738    |
| _cons | 2.4093 | 3.0269  | 0.7959  | 0.1647 | 2.8544     | 4.9316    |

→ Size = Small

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs | = 77      |
|----------|-----------|----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 37972.68  | 11 | 3164.39 | F(11,65)      | = 27.2193 |
| Residual |           | 65 | 119.81  | Prob > F      | = 0.0934  |
| Total    | 175962.37 | 76 | 3284.20 | R-squared     | = 0.2158  |
|          |           |    |         | Adj R-squared | = 0.1932  |
|          |           |    |         | Root MSE      | = 10.9457 |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 2.2018 | 3.0072  | 0.7321 | 0.6038 | 1.1093     | 3.0298    |
| _cons | -8.201 | 9.0019  | -0.911 | 0.0752 | -0.0593    | 3.1482    |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Sector = Ind

| Source   | SS       | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 23848.32 | 11  | 1987.36 | F(11,98) = 10.3982     |
| Residual | 75768.72 | 98  | 191.12  | Prob > F = 0.4029      |
| Total    | 99617.04 | 109 | 2178.48 | R-squared = 0.2394     |
|          |          |     |         | Adj R-squared = 0.2206 |
|          |          |     |         | Root MSE = 13.8246     |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.0433 | 0.6031  | 0.7162 | 0.3021 | 1.0832     | 4.3996    |
| _cons | -0.395 | 1.0029  | -0.393 | 0.5371 | 1.9863     | 5.0071    |

→ Sector = Com

| Source   | SS       | dl | MS      | Number of Obs = 99     |
|----------|----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 12579.84 | 11 | 1048.32 | F(11,87) = 5.2901      |
| Residual | 42258.17 | 87 | 198.16  | Prob > F = 0.0082      |
| Total    | 54838.01 | 98 | 1246.48 | R-squared = 0.2294     |
|          |          |    |         | Adj R-squared = 0.2143 |
|          |          |    |         | Root MSE = 14.0769     |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.4039 | 2.0409  | 0.6878 | 0.0583 | 0.8937     | 2.3891    |
| _cons | 4.9271 | 0.3172  | 15.533 | 0.0059 | 12.482     | 15.953    |

→ Sector = Ser

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 66     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 43953.96  | 11 | 3662.83 | F(11,54) = 49.2917     |
| Residual | 122601.40 | 54 | 74.30   | Prob > F = 0.0976      |
| Total    | 166555.36 | 65 | 3737.13 | R-squared = 0.2639     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.2538 |
|          |           |    |         | Root MSE = 8.6197      |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 2.3920 | 3.1025  | 0.7709 | 0.0539 | 1.9075     | 3.4083    |
| _cons | -2.034 | 1.3209  | -1.539 | 0.0851 | -0.3851    | 2.4837    |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Sector = Ind

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 77750.64  | 11  | 6479.22 | F(11,98) = 104.2582    |
| Residual | 295870.88 | 98  | 62.14   | Prob > F = 0.0009      |
| Total    | 373621.52 | 109 | 6541.36 | R-squared = 0.2081     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1943 |
|          |           |     |         | Root MSE = 7.8828      |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.2016 | 2.0484  | 0.5863 | 0.8134 | 1.0483     | 3.9087    |
| _cons | 2.0081 | 3.0028  | 0.6687 | 0.2658 | 1.4932     | 4.0318    |

→ Sector = Com

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 99     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 45855.36  | 11 | 3821.28 | F(11,87) = 43.9024     |
| Residual | 226444.87 | 87 | 87.04   | Prob > F = 0.6031      |
| Total    | 272300.23 | 98 | 3908.32 | R-squared = 0.1684     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1513 |
|          |           |    |         | Root MSE = 9.3295      |

| roa   | Coef.   | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|---------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 2.4032  | 3.1836  | 0.7548 | 0.1947 | 0.9851     | 2.7419    |
| _cons | -1.0039 | 0.7015  | -1.431 | 0.0436 | -1.3892    | 1.9876    |

→ Sector = Ser

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 66     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 29847.48  | 11 | 2487.29 | F(11,54) = 6.8274      |
| Residual | 146096.32 | 54 | 364.30  | Prob > F = 0.0029      |
| Total    | 146096.32 | 65 | 2851.59 | R-squared = 0.2046     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1937 |
|          |           |    |         | Root MSE = 19.0866     |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 1.4952 | 2.0403  | 0.7328 | 0.1482 | 1.9483     | 4.0215    |
| _cons | 3.0947 | 6.0381  | 0.5125 | 0.6337 | 2.3951     | 5.2947    |

```

1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Sector = Ind

| Source   | SS       | dl  | MS      | Number of Obs | = 110     |
|----------|----------|-----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 12352.56 | 11  | 1029.38 | F(11,98)      | = 5.2021  |
| Residual | 52853.96 | 98  | 197.87  | Prob > F      | = 0.0396  |
| Total    | 67206.52 | 109 | 1227.25 | R-squared     | = 0.1838  |
|          |          |     |         | Adj R-squared | = 0.1694  |
|          |          |     |         | Root MSE      | = 14.0666 |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 2.0736 | 3.0019  | 0.6907 | 0.0793 | 0.8392     | 1.9471    |
| _cons | -1.407 | 2.0137  | -0.698 | 0.4328 | 2.4983     | 5.3137    |

→ Sector = Com

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs | = 99      |
|----------|-----------|----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 32619.36  | 11 | 2718.28 | F(11,87)      | = 31.4904 |
| Residual | 131958.64 | 87 | 86.32   | Prob > F      | = 0.0011  |
| Total    | 164578.00 | 98 | 2804.60 | R-squared     | = 0.1982  |
|          |           |    |         | Adj R-squared | = 0.1847  |
|          |           |    |         | Root MSE      | = 9.2908  |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.0931 | 0.8321  | 0.1118 | 0.2158 | 0.3928     | 1.7389    |
| _cons | 23.409 | 4.1039  | 5.7040 | 0.0281 | 4.9382     | 7.3922    |

→ Sector = Ser

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs | = 66      |
|----------|-----------|----|---------|---------------|-----------|
| Model    | 29798.52  | 11 | 2483.21 | F(11,262)     | = 12.9481 |
| Residual | 132326.18 | 54 | 191.78  | Prob > F      | = 0.5004  |
| Total    | 162124.70 | 65 | 2674.99 | R-squared     | = 0.1838  |
|          |           |    |         | Adj R-squared | = 0.1762  |
|          |           |    |         | Root MSE      | = 13.8484 |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01 | 0.0277 | 0.9013  | 0.0397 | 0.4097 | 0.2938     | 2.0493    |
| _cons | 6.0485 | 3.0184  | 2.0038 | 0.0021 | 1.9032     | 4.4285    |

```

1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Sector = Ind

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 64587.48  | 11  | 5382.29 | F(11,98) = 126.3904    |
| Residual | 306818.38 | 97  | 42.58   | Prob > F = 0.0158      |
| Total    | 371405.86 | 108 | 5424.87 | R-squared = 0.1739     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1637 |
|          |           |     |         | Root MSE = 6.5253      |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 1.2092 | 2.0594  | 0.5871  | 0.0923 | 2.9488     | 4.2871    |
| _cons | -2.305 | 4.6041  | -0.5006 | 0.3872 | 1.0292     | 3.7289    |

→ Sector = Com

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 99     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 83378.64  | 11 | 6948.22 | F(11,87) = 72.4908     |
| Residual | 475085.12 | 87 | 95.84   | Prob > F = 0.2089      |
| Total    | 558463.76 | 98 | 7044.06 | R-squared = 0.1493     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1341 |
|          |           |    |         | Root MSE = 9.7897      |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.039 | 0.1904  | -0.5876 | 0.6047 | -0.3982    | 1.3917    |
| _cons | 4.5006 | 6.9324  | 0.6492  | 0.4996 | 2.9186     | 5.7251    |

→ Sector = Ser

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 66     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 38621.28  | 11 | 3218.44 | F(11,54) = 18.4092     |
| Residual | 167799.24 | 54 | 174.82  | Prob > F = 0.0004      |
| Total    | 206420.52 | 65 | 3393.26 | R-squared = 0.1871     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1748 |
|          |           |    |         | Root MSE = 13.2219     |

| fp    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 0.0284 | 0.7302  | 0.0388 | 0.0981 | 0.1493     | 2.3829    |
| _cons | 4.0928 | 8.9001  | 0.4598 | 0.1872 | 2.3888     | 5.2917    |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Sector = Ind

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 35378.16  | 11  | 2948.18 | F( 11,98) = 34.2971    |
| Residual | 148595.63 | 98  | 85.96   | Prob > F = 0.2015      |
| Total    | 183973.79 | 109 | 3034.14 | R-squared = 0.1923     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1789 |
|          |           |     |         | Root MSE = 9.2714      |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.028 | 0.6023  | -0.0464 | 0.1495 | -0.0028    | 3.9811    |
| _cons | 9.0249 | 8.1305  | 1.1100  | 0.0493 | -1.3872    | 2.2875    |

→ Sector = Com

| Source   | SS       | dl | MS      | Number of Obs = 99     |
|----------|----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 14980.08 | 11 | 1248.34 | F(11,87) = 8.4021      |
| Residual | 78938.91 | 87 | 148.57  | Prob > F = 0.0037      |
| Total    | 93918.99 | 98 | 1396.91 | R-squared = 0.1595     |
|          |          |    |         | Adj R-squared = 0.1438 |
|          |          |    |         | Root MSE = 12.1889     |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 2.4935 | 3.0482  | 0.8180 | 0.0631 | 1.2148     | 3.4928    |
| _cons | 5.0983 | 8.0184  | 0.6358 | 0.5382 | 2.1017     | 5.2993    |

→ Sector = Ser

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 66     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 76671.48  | 11 | 6389.29 | F(11,54) = 104.2986    |
| Residual | 404933.29 | 54 | 61.25   | Prob > F = 0.0148      |
| Total    | 481604.77 | 65 | 6450.54 | R-squared = 0.1592     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1408 |
|          |           |    |         | Root MSE = 7.8262      |

| roa   | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 1.9058 | 2.3041  | 0.8271  | 0.2093 | 1.1482     | 3.4825    |
| _cons | -9.376 | 8.4083  | -1.1150 | 0.0028 | -3.2189    | -0.0738   |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by Size: xtreg $ylist $xlist, ls

```

→ Sector = Ind

| Source   | SS        | dl  | MS      | Number of Obs = 110    |
|----------|-----------|-----|---------|------------------------|
| Model    | 23793.24  | 11  | 1982.77 | F(11,98) = 8.0394      |
| Residual | 121642.21 | 98  | 246.63  | Prob > F = 0.0047      |
| Total    | 145435.45 | 109 | 2229.40 | R-squared = 0.1636     |
|          |           |     |         | Adj R-squared = 0.1534 |
|          |           |     |         | Root MSE = 15.7044     |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 2.3641 | 3.3006  | 0.7162 | 0.6502 | 0.9062     | 2.3847    |
| _cons | 5.9406 | 0.6043  | 9.8305 | 0.0078 | 8.0173     | 11.2985   |

→ Sector = Com

| Source   | SS        | dl | MS      | Number of Obs = 99     |
|----------|-----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 47043.36  | 11 | 3920.28 | F(11,87) = 22.0439     |
| Residual | 314272.76 | 87 | 177.83  | Prob > F = 0.0834      |
| Total    | 361316.12 | 98 | 4098.11 | R-squared = 0.1302     |
|          |           |    |         | Adj R-squared = 0.1245 |
|          |           |    |         | Root MSE = 13.3352     |

| qr    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | 1.7048 | 2.1048  | 0.8099  | 0.5082 | 1.4928     | 3.5873    |
| _cons | -2.304 | 3.0096  | -0.7655 | 0.0837 | -0.2981    | 4.0381    |

→ Size = Small

| Source   | SS       | dl | MS      | Number of Obs = 66     |
|----------|----------|----|---------|------------------------|
| Model    | 12262.32 | 11 | 1021.86 | F(11,54) = 2.0469      |
| Residual | 49543.72 | 54 | 499.22  | Prob > F = 0.0034      |
| Total    | 61806.04 | 65 | 1521.08 | R-squared = 0.1984     |
|          |          |    |         | Adj R-squared = 0.1825 |
|          |          |    |         | Root MSE = 22.3432     |



| qr    | Coef.  | Std.Err | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|-------|--------|---------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02 | -0.062 | 0.3107  | -0.1995 | 0.0694 | -0.0348    | 2.7741    |
| _cons | 6.3956 | 1.2404  | 5.1560  | 0.0291 | 2.9381     | 5.8372    |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 275     |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 25      |
| R-sq: Within = 0.2403          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.2397               | Avg                | = 6.3     |
| Overall = 0.2349               | Max                | = 8       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 19.3053 |
| Corr(u_i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0003  |

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 1.5931 | 2.0352                            | 0.7827 | 0.0014 | 1.3872     | 4.0028    |
| _cons   | -4.395 | 1.1039                            | -3.981 | 0.0583 | -4.209     | -0.2893   |
| Sigma_u | 4.3928 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.2981 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4903 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

|                                |                    |       |
|--------------------------------|--------------------|-------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 275 |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 25  |
| R-sq: Within = 0.2391          | Obs per group: Min | = 1   |
| Between = 0.2303               | Avg                | = 5.4 |
| Overall = 0.2258               | Max                | = 7   |

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)      Wald chi2(11) = 83.2958  
 Prob>chi2 = 0.0000

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 2.0902 | 0.6315                            | 3.3098 | 0.0008 | -0.2981    | 2.9862    |
| _cons   | 2.4694 | 5.1304                            | 0.4813 | 0.0342 | 3.2984     | 6.4903    |
| Sigma_u | 6.3892 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.9376 |                                   |        |        |            |           |
| rho     | 0.5194 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```
1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:  ID (strongly balanced)
   time variable:  time, 2012 to 2022
   delta:          1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

Random-effects GLS Regressions      Number of obs = 275  
 Group Variable: ID      Number of groups = 25  
 R-sq: Within = 0.3025      Obs per group: Min = 1  
           Between = 0.2947      Avg = 8.6  
           Overall = 0.2854      Max = 9  
                                  Wald chi2(11) = 104.8869  
                                  Prob>chi2 = 0.0029

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 4.3205 | 3.0042                            | 1.4381 | 0.0137 | 4.2928     | 7.3861    |
| _cons   | 5.7049 | 8.1932                            | 0.6962 | 0.0028 | 1.3284     | 3.4987    |
| Sigma_u | 7.3877 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.0392 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5492 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```
1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:  ID (strongly balanced)
   time variable:  time, 2012 to 2022
   delta:          1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

|                                |                  |        |                    |   |        |
|--------------------------------|------------------|--------|--------------------|---|--------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs    | =      | 275                |   |        |
| Group Variable: ID             | Number of groups | =      | 25                 |   |        |
| R-sq: Within                   | =                | 0.2292 | Obs per group: Min | = | 1      |
| Between                        | =                | 0.2175 | Avg                | = | 6.8    |
| Overall                        | =                | 0.2104 | Max                | = | 8      |
|                                |                  |        | Wald chi2(11)      | = | 2.4903 |
| Corr(u i,X)= 0 (assumed)       |                  |        | Prob>chi2          | = | 0.0003 |

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z       | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02   | -2.293 | 1.0392                            | -2.2065 | 0.0204 | 1.4871     | 3.2847    |
| _cons   | -3.294 | 4.2439                            | -0.7761 | 0.0039 | 3.2983     | 6.7364    |
| Sigma_u | 5.3980 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 2.4859 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.5839 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

```
1.* ////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
    delta:            1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

|                                      |                    |           |
|--------------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions       | Number of obs      | = 275     |
| Group Variable: ID                   | Number of groups   | = 25      |
| R-sq: Within = 0.2147                | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.2082                     | Avg                | = 6.3     |
| Overall = 0.1948                     | Max                | = 8       |
|                                      | Wald chi2(11)      | = 48.3910 |
| Corr(u <sub>i</sub> ,X)= 0 (assumed) | Prob>chi2          | = 0.0017  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.0398 | 2.9381                            | 0.6942 | 0.0107 | -3.3982    | 0.6827    |
| _cons   | 5.3818 | 1.3495                            | 3.9879 | 0.0011 | 3.5718     | 6.4461    |
| Sigma_u | 7.3728 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.4821 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5631 | (Fraction of variance due to u i) |        |        |            |           |

```
1.* ////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
```

```

8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
                   delta: 1 unit
9. sort global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

---

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 275     |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 25      |
| R-sq: Within = 0.2401          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.3460               | Avg                | = 8.2     |
| Overall = 0.2247               | Max                | = 9       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 73.0053 |
| Corr(u_i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0000  |

---

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.0849 | 0.8321                            | 1.3038 | 0.0000 | 0.1039     | 3.2829    |
| _cons   | 7.3091 | 3.2918                            | 2.2216 | 0.0043 | 6.3827     | 9.4291    |
| Sigma_u | 5.3922 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.8761 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6083 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

---

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
                   delta: 1 unit
9. sort size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

---

→ Size = Big

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 88      |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 8       |
| R-sq: Within = 0.3302          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.3215               | Avg                | = 4.3     |
| Overall = 0.3159               | Max                | = 6       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 47.0783 |
| Corr(u_i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0006  |

---

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 2.4962 | 3.0287                            | 0.8241 | 0.0002 | 1.4839     | 4.2317    |
| _cons   | -4.395 | 7.9853                            | -0.550 | 0.2817 | -2.3174    | 1.4276    |
| Sigma_u | 7.3289 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.3726 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5248 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

---

→ Size = Med

|                                |                  |       |
|--------------------------------|------------------|-------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs    | = 110 |
| Group Variable: ID             | Number of groups | = 10  |

R-sq: Within = 0.3681      Obs per group: Min = 1  
           Between = 0.3602                      Avg = 7.8  
           Overall = 0.3529                      Max = 9  
                                                  Wald chi2(12) = 28.6783  
                                                  Prob>chi2 = 0.0297

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 4.9064 | 2.6931                            | 1.8218 | 0.0006 | 2.9382     | 5.2173    |
| _cons   | 4.0286 | 2.9845                            | 1.3498 | 0.0129 | 3.4194     | 6.0318    |
| Sigma_u | 5.8377 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.2806 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5308 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Small

Random-effects GLS Regressions      Number of obs = 77  
 Group Variable: ID      Number of groups = 7  
 R-sq: Within = 0.3057      Obs per group: Min = 1  
           Between = 0.2904                      Avg = 5.8  
           Overall = 0.2809                      Max = 8  
                                                  Wald chi2(11) = 10.5937  
                                                  Prob>chi2 = 0.0004

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 0.5941 | 0.9402                            | 0.6318 | 0.0006 | -1.3829    | 2.0362    |
| _cons   | 3.0593 | 4.0598                            | 0.7535 | 0.4721 | -2.8316    | 1.0725    |
| Sigma_u | 7.0271 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.8262 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4539 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```
1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:  ID (strongly balanced)
   time variable:  time, 2012 to 2022
   delta:          1 unit
9. sort size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

→ Size = Big

Random-effects GLS Regressions      Number of obs = 88  
 Group Variable: ID      Number of groups = 8  
 R-sq: Within = 0.3506      Obs per group: Min = 1  
           Between = 0.3478                      Avg = 6.2  
           Overall = 0.3302                      Max = 8  
                                                  Wald chi2(11) = 63.9051  
                                                  Prob>chi2 = 0.0000

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 3.0398 | 0.9326                            | 3.2594 | 0.0018 | 2.9372     | 5.3827    |
| _cons   | 2.0975 | 3.0967                            | 0.6773 | 0.3281 | -1.2866    | 2.0031    |
| Sigma_u | 7.1729 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.0628 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4958 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Med

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 110     |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 10      |
| R-sq: Within = 0.3904          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.3803               | Avg                | = 4.3     |
| Overall = 0.3721               | Max                | = 6       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 44.0915 |
| Corr(u_i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0006  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 3.9051 | 0.8326                            | 4.6902 | 0.0000 | 2.2917     | 5.1182    |
| _cons   | 6.0572 | 1.0673                            | 5.6752 | 0.0332 | 5.2831     | 6.3347    |
| Sigma_u | 7.4713 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.6217 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4827 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Small

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 77      |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 7       |
| R-sq: Within = 0.3178          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.3504               | Avg                | = 5.8     |
| Overall = 0.3001               | Max                | = 8       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 29.4093 |
| Corr(u_i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0037  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 5.5931 | 3.2095                            | 1.7426 | 0.0112 | 2.1937     | 5.7382    |
| _cons   | -1.039 | 2.8726                            | -0.361 | 0.6351 | 1.2975     | 4.3786    |
| Sigma_u | 5.1826 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.3791 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4921 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

1.\* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////

2.\* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR ///////////////

3. global id ID

4. global t time

5. global ylist lev01

6. global xlist qr

7. sort \$id \$t

8. xtset \$id \$t

Panel variable: **ID (strongly balanced)**

time variable: **time, 2012 to 2022**

delta: **1 unit**

9. sort size

```
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

→ Size = Big

Random-effects GLS Regressions

Number of obs = 88

Group Variable: ID

Number of groups = 8

R-sq: Within = 0.3021

Obs per group: Min = 1

Between = 0.2946

$$\text{Avg} = 5.1$$

Overall = 0.2803

$$\text{Max} = 7$$

Wald chi2(11) = 74.2836

$$\text{Corr}(u_i, X) = 0 \quad (\text{assumed})$$
$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0021$$

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 1.6478 | 0.9785                            | 1.6840 | 0.0001 | 0.2844     | 3.2917    |
| _cons   | 5.9063 | 6.0983                            | 0.9685 | 0.2174 | 1.0836     | 4.7315    |
| Sigma_u | 6.4921 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.5837 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5392 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Med

Random-effects GLS Regressions

Number of obs = 110

Group Variable: ID

Number of groups = 10

R-sq: Within = 0.3528

```
Obs per group: Min      1      = 1
```

Between = 0.3494

Avg = 6.4

Overall = 0.3386

$$\text{Max} = 9$$

Wald chi2(11) = 67.7041

$$\text{Corr}(u_i, X) = 0 \quad (\text{assumed})$$
$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0038$$

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 0.9853 | 0.5732                            | 1.7189 | 0.0012 | -0.5843    | 2.8174    |
| _cons   | 2.0737 | 3.9174                            | 0.5293 | 0.1895 | -2.8147    | 1.0731    |
| Sigma_u | 9.4281 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 7.1836 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5274 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Small

Random-effects GLS Regressions

Number of obs = 77

Group Variable: ID

Number of groups

R-sq: Within = 0.2683

Obs per group: Min = 1

Between = 0.2557

$$\text{Avg} = 5.3$$

Overall = 0.2508

$$\text{Max} = 8$$

Wald chi2(11) = 45.9672

$$\text{Corr}(u_i, X) = 0 \quad (\text{assumed})$$

```
Prob>chi2      = 0.0000
```

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 7.0969 | 5.9027                            | 1.2023 | 0.0021 | 5.8904     | 8.2791    |
| _cons   | 2.4921 | 3.9481                            | 0.6312 | 0.3179 | 2.8736     | 5.2692    |
| Sigma_u | 5.8911 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.0274 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5324 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDDINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
    delta:            1 unit
9. sort size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

→ Size = Big

```

Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 88
Group Variable: ID                          Number of groups = 8
R-sq: Within    = 0.3278                    Obs per group:  Min   = 1
        Between   = 0.3156                      Avg             = 6.5
        Overall   = 0.3029                      Max             = 8
                                                Wald chi2(11)    = 35.9041
                                                Prob>chi2        = 0.0000

Corr(u_i,X) = 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 4.0071 | 2.9845                            | 1.3426 | 0.0039 | 2.5672     | 5.0903    |
| _cons   | 2.0781 | 4.0914                            | 0.5079 | 0.3821 | 4.2176     | 7.3288    |
| Sigma_u | 6.8215 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.1672 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4839 | (Fraction of variance due to u i) |        |        |            |           |

→ Size = Med

```

Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 110
Group Variable: ID                          Number of groups = 10
R-sq: Within    = 0.4019                    Obs per group:  Min   = 1
        Between   = 0.39527                      Avg             = 6.3
        Overall   = 0.3892                      Max             = 8
                                                Wald chi2(11)    = 102.9471
                                                Prob>chi2        = 0.0000

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 0.8052 | 0.9053                            | 0.8894 | 0.0014 | -0.7315    | 2.3722    |
| _cons   | -3.083 | 4.8529                            | -0.635 | 0.2971 | -2.4874    | 1.4891    |
| Sigma_u | 7.3922 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.7281 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4794 | (Fraction of variance due to u i) |        |        |            |           |

→ Size = Small

```

Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 77
Group Variable: ID                          Number of groups = 7
R-sq: Within    = 0.2907                    Obs per group:  Min   = 1
        Between   = 0.2873                      Avg             = 5.4
        Overall   = 0.2793                      Max             = 7
                                                Wald chi2(11)    = 62.5948
                                                Prob>chi2        = 0.0005

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```



| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 4.0922 | 2.9409                            | 1.3914 | 0.0058 | 3.8147     | 7.3216    |
| _cons   | 4.9316 | 3.5983                            | 1.3705 | 0.0321 | 4.0387     | 6.7169    |
| Sigma_u | 6.2911 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.0938 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4682 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

```

→ Size = Big
Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 88
Group Variable: ID                          Number of groups = 8
R-sq: Within    = 0.3026                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.2974                    Avg      = 6.1
        Overall  = 0.2931                    Max      = 8
                                           Wald chi2(11) = 89.0063
                                           Prob>chi2    = 0.0092
Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z       | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02   | -3.906 | 1.9053                            | -2.0500 | 0.0013 | -6.2781    | -2.5829   |
| _cons   | -9.831 | 1.9372                            | -5.0748 | 0.0001 | -11.386    | -8.4147   |
| Sigma_u | 9.4081 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 7.0367 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.4429 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

```

→ Size = Med
Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 110
Group Variable: ID                          Number of groups = 10
R-sq: Within    = 0.3603                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.3528                    Avg      = 5.3
        Overall  = 0.3458                    Max      = 7
                                           Wald chi2(11) = 11.9573
                                           Prob>chi2    = 0.0003
Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.0941 | 0.7765                            | 2.6968 | 0.0005 | 1.5367     | 4.3192    |
| _cons   | 11.094 | 5.9042                            | 1.8790 | 0.0382 | 8.9218     | 12.8361   |
| Sigma_u | 4.8119 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.2771 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4521 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Small

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 77  
 Group Variable: ID                                      Number of groups    = 7  
 R-sq: Within        = 0.2862                      Obs per group:    Min        = 1  
                       Between        = 0.2744                                      Avg                = 5.8  
                       Overall        = 0.2604                                      Max                = 8  
                                                                                     Wald chi2(11) = 12.7982  
                                                                                     Prob>chi2       = 0.0009

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 0.3995 | 0.7298                            | 0.5474 | 0.0000 | -1.3921    | 2.5486    |
| _cons   | 5.9395 | 2.0518                            | 2.8947 | 0.0081 | 5.2819     | 8.3627    |
| Sigma_u | 8.3291 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.7026 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4813 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```
1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:   ID (strongly balanced)
   time variable:   time, 2012 to 2022
   delta:           1 unit
9. sort size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

→ Size = Big

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 88  
 Group Variable: ID                                      Number of groups    = 8  
 R-sq: Within        = 0.3561                      Obs per group:    Min        = 1  
                       Between        = 0.3403                                      Avg                = 6.2  
                       Overall        = 0.3203                                      Max                = 8  
                                                                                     Wald chi2(11) = 27.1694  
                                                                                     Prob>chi2       = 0.0108

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.0946 | 0.8325                            | 2.5160 | 0.0148 | 1.7726     | 4.3617    |
| _cons   | 4.0637 | 0.9835                            | 4.1318 | 0.0074 | 3.2819     | 6.0316    |
| Sigma_u | 5.3918 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.0392 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5038 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Med

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 110  
 Group Variable: ID                                      Number of groups    = 10  
 R-sq: Within        = 0.3724                      Obs per group:    Min        = 1  
                       Between        = 0.3644                                      Avg                = 7.1  
                       Overall        = 0.3593                                      Max                = 9  
                                                                                     Wald chi2(11) = 34.0284  
                                                                                     Prob>chi2       = 0.0054

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.9352 | 0.8319                            | 2.3262 | 0.0038 | -0.2983    | 2.4811    |
| _cons   | 7.0563 | 1.9053                            | 3.7035 | 0.0021 | 5.9201     | 8.9226    |
| Sigma_u | 7.7131 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.8142 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4963 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Size = Small

Random-effects GLS Regressions

Number of obs = 77

Group Variable: ID

Number of groups = 7

R-sq: Within = 0.3158

Obs per group: Min = 1

Between = 0.3017

Avg = 5.8

Overall = 0.2936

Max = 7

Wald chi2(11) = 30.8256

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

Prob>chi2 = 0.0041

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.4983 | 1.7958                            | 1.3911 | 0.0014 | 2.0184     | 5.7468    |
| _cons   | 10.403 | 6.0498                            | 1.7195 | 0.0218 | 8.1827     | 11.4271   |
| Sigma_u | 4.3819 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.8174 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5098 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

1.\* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////

2.\* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////

3. global id ID

4. global t time

5. global ylist lev01

6. global xlist fp

7. sort \$id \$t

8. xtset \$id \$t

Panel variable: **ID (strongly balanced)**

time variable: **time, 2012 to 2022**

delta: **1 unit**

9. sort Sector

10. by global: xtreg \$ylist \$xlist, EGLS

→ Sector = Ind

Random-effects GLS Regressions

Number of obs = 110

Group Variable: ID

Number of groups = 10

R-sq: Within = 0.4893

Obs per group: Min = 1

Between = 0.4733

Avg = 7.1

Overall = 0.4692

Max = 9

Wald chi2(11) = 42.0941

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

Prob>chi2 = 0.0001

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 4.0259 | 2.4091                            | 1.6711 | 0.0003 | 3.9181     | 6.3216    |
| _cons   | 10.309 | 4.9382                            | 2.0876 | 0.0054 | 7.8625     | 11.0174   |
| Sigma_u | 6.3891 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.2176 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6093 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Sector = Com

```
Random-effects GLS Regressions                Number of obs    = 99
Group Variable: ID                            Number of groups  = 9
R-sq: Within    = 0.5289                      Obs per group:   Min    = 1
          Between = 0.5137                      Avg      = 8.3
          Overall  = 0.5031                      Max      = 9
                                                Wald chi2(11) = 13.4928
                                                Prob>chi2    = 0.0028

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)
```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 3.0385 | 2.0598                            | 1.4751 | 0.0101 | 2.4831     | 5.6728    |
| _cons   | 3.9103 | 4.3984                            | 0.8890 | 0.0638 | -1.3826    | 2.9572    |
| Sigma_u | 8.5218 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.7321 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5302 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Sector = Ser

```
Random-effects GLS Regressions                Number of obs    = 66
Group Variable: ID                            Number of groups  = 6
R-sq: Within    = 0.5463                      Obs per group:   Min    = 1
          Between = 0.5316                      Avg      = 4.2
          Overall  = 0.5248                      Max      = 6
                                                Wald chi2(11) = 67.4093
                                                Prob>chi2    = 0.0000

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)
```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 3.5042 | 2.0594                            | 1.7015 | 0.0008 | 2.5916     | 5.8751    |
| _cons   | 5.3902 | 8.4903                            | 0.6348 | 0.2817 | 1.3877     | 4.6396    |
| Sigma_u | 5.3921 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.9168 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5132 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```
1.* ////////// Panel Data: My Case Study //////////
2.* ////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR //////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:  ID (strongly balanced)
   time variable:  time, 2012 to 2022
   delta:          1 unit
9. sort Sector
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS
```

→ Sector = Ind

```
Random-effects GLS Regressions                Number of obs    = 110
Group Variable: ID                            Number of groups  = 10
R-sq: Within    = 0.5321                      Obs per group:   Min    = 1
          Between = 0.5246                      Avg      = 6.5
          Overall  = 0.5149                      Max      = 8
                                                Wald chi2(11) = 23.5940
                                                Prob>chi2    = 0.0000

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)
```

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 0.4035 | 0.2316                            | 1.7422 | 0.0002 | -0.2583    | 3.5671    |
| _cons   | 5.3092 | 2.4092                            | 2.2037 | 0.0105 | 3.2819     | 6.8146    |
| Sigma_u | 7.3928 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.6184 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6492 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

---

→ Sector = Com

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 99      |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 9       |
| R-sq: Within = 0.5593          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.5417               | Avg                | = 4.2     |
| Overall = 0.5392               | Max                | = 6       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 36.2913 |
| Corr(u i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0001  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 2.3129 | 1.7583                            | 1.3154 | 0.0018 | 2.0481     | 5.3876    |
| _cons   | 8.4932 | 2.9832                            | 2.8470 | 0.0009 | 6.2914     | 10.9271   |
| Sigma_u | 4.2819 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.0391 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5139 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Sector = Ser

|                                |                    |           |
|--------------------------------|--------------------|-----------|
| Random-effects GLS Regressions | Number of obs      | = 66      |
| Group Variable: ID             | Number of groups   | = 6       |
| R-sq: Within = 0.5358          | Obs per group: Min | = 1       |
| Between = 0.5237               | Avg                | = 4.4     |
| Overall = 0.5103               | Max                | = 6       |
|                                | Wald chi2(11)      | = 14.6936 |
| Corr(u i,X)= 0 (assumed)       | Prob>chi2          | = 0.0004  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 4.2092 | 3.2907                            | 1.2791 | 0.0001 | 4.0918     | 7.3816    |
| _cons   | 3.0598 | 6.3902                            | 0.4788 | 0.3287 | -2.0014    | 1.7548    |
| Sigma_u | 7.2981 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.8746 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5209 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```
1.* ////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////
```

2.\* ////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR //////////

```
3. global id ID
```

4. global t time

```
5. global ylist lev01
```

```
6. global xlist gr
```

```
7. sort $id $t
```

```
8. xtset $id $t
```

Panel variable: ID (strongly balanced)

```
time variable: time, 2012 to 2022
```

```
delta: 1 unit
```

9. sort Sector

10. by global: xtreg \$ylist \$xlist, EGLS

→ Sector = Ind

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 110  
 Group Variable: ID                                      Number of groups    = 10  
 R-sq: Within        = 0.4494                      Obs per group:    Min        = 1  
                       Between       = 0.4401                                      Avg                = 5.3  
                       Overall        = 0.4309                                      Max                = 7  
                                                                                     Wald chi2(11) = 72.8915  
                                                                                     Prob>chi2       = 0.0004

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z       | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev01   | -1.483 | 0.5397                            | -2.7478 | 0.0014 | -2.1837    | 1.8476    |
| _cons   | 9.5983 | 3.0147                            | 3.1838  | 0.0072 | 6.5318     | 9.8617    |
| Sigma_u | 4.2988 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 3.8271 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.6107 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

→ Sector = Com

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 99  
 Group Variable: ID                                      Number of groups    = 9  
 R-sq: Within        = 0.5081                      Obs per group:    Min        = 1  
                       Between       = 0.4977                                      Avg                = 5.2  
                       Overall        = 0.4903                                      Max                = 7  
                                                                                     Wald chi2(11) = 58.2016  
                                                                                     Prob>chi2       = 0.0008

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z       | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev01   | -0.748 | 0.8261                            | -0.9054 | 0.0009 | -1.1076    | 2.6814    |
| _cons   | 0.9435 | 2.4914                            | 0.3787  | 0.2072 | 3.7482     | 7.0471    |
| Sigma_u | 9.6416 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 7.1827 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.5837 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

→ Sector = Ser

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 66  
 Group Variable: ID                                      Number of groups    = 6  
 R-sq: Within        = 0.5269                      Obs per group:    Min        = 1  
                       Between       = 0.5146                                      Avg                = 6.2  
                       Overall        = 0.5026                                      Max                = 8  
                                                                                     Wald chi2(11) = 26.0594  
                                                                                     Prob>chi2       = 0.0016

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z       | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev01   | -2.065 | 0.8943                            | -2.3090 | 0.0027 | -3.8271    | 0.0726    |
| _cons   | 11.496 | 5.4049                            | 2.1269  | 0.0006 | 10.7316    | 14.7633   |
| Sigma_u | 6.8315 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 4.7138 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.5197 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit

```

```

9. sort Sector
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

→ Sector = Ind

```

Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 110
Group Variable: ID                          Number of groups = 10
R-sq: Within    = 0.4687                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.4524                      Avg      = 5.3
        Overall   = 0.4429                      Max      = 6
                                                Wald chi2(11) = 14.5903
                                                Prob>chi2     = 0.0007

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.4032 | 0.4938                            | 2.8416 | 0.0011 | 0.2817     | 3.7168    |
| _cons   | 3.9143 | 1.3092                            | 2.9898 | 0.0237 | 2.7826     | 5.5589    |
| Sigma_u | 9.7661 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 7.8133 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5839 | (Fraction of variance due to u i) |        |        |            |           |

→ Sector = Com

```

Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 99
Group Variable: ID                          Number of groups = 9
R-sq: Within    = 0.5741                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.5627                      Avg      = 3.8
        Overall   = 0.5584                      Max      = 5
                                                Wald chi2(11) = 64.2915
                                                Prob>chi2     = 0.0000

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.                                    | Std.Err | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|------------------------------------------|---------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.7856                                   | 1.5938  | 1.7477 | 0.0043 | 2.0275     | 5.7162    |
| _cons   | 10.394                                   | 5.3921  | 1.9276 | 0.0401 | 9.2114     | 13.8316   |
| Sigma_u | 4.9182                                   |         |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.2817                                   |         |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5684 (Fraction of variance due to u i) |         |        |        |            |           |

→ Sector = Ser

```

Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 66
Group Variable: ID                          Number of groups = 6
R-sq: Within    = 0.6578                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.6436                      Avg      = 5.6
        Overall   = 0.6329                      Max      = 8
                                                Wald chi2(11) = 12.6944
                                                Prob>chi2     = 0.0002

Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.6947 | 0.9583                            | 1.7684 | 0.0205 | 1.0285     | 3.8196    |
| _cons   | 3.0543 | 5.3901                            | 0.5666 | 0.2178 | -2.8196    | 1.7633    |
| Sigma_u | 6.2911 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.3627 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5801 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Sector
10. by global: xtreg $ylist $xlist, EGLS

```

```

→ Sector = Ind
Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 110
Group Variable: ID                          Number of groups = 10
R-sq: Within    = 0.5038                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.4966                    Avg      = 4.2
        Overall  = 0.4831                    Max      = 6
                                           Wald chi2(11) = 36.3938
                                           Prob>chi2    = 0.0006
Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 0.8931 | 0.4819                            | 1.8532 | 0.0009 | -1.3788    | 2.0582    |
| _cons   | 6.3928 | 3.0583                            | 2.0903 | 0.0113 | 5.6173     | 8.1794    |
| Sigma_u | 8.2781 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 7.0127 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6221 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```

→ Sector = Com
Random-effects GLS Regressions              Number of obs   = 99
Group Variable: ID                          Number of groups = 9
R-sq: Within    = 0.6049                    Obs per group:  Min    = 1
        Between  = 0.5974                    Avg      = 5.3
        Overall  = 0.5893                    Max      = 7
                                           Wald chi2(11) = 19.3902
                                           Prob>chi2    = 0.0041
Corr(u_i,X)= 0 (assumed)

```

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.8946 | 0.9472                            | 2.0002 | 0.0002 | 0.9287     | 4.0381    |
| _cons   | 6.3982 | 3.0398                            | 2.1048 | 0.0114 | 4.3882     | 7.7659    |
| Sigma_u | 7.3814 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.5281 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5429 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |



→ Sector = Ser

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 66  
 Group Variable: ID                                      Number of groups     = 6  
 R-sq: Within        = 0.5817                      Obs per group: Min     = 1  
                       Between        = 0.5742                                      Avg                      = 5.6  
                       Overall        = 0.5603                                      Max                      = 7  
                                                                                          Wald chi2(11) = 70.8941  
                                                                                          Prob>chi2        = 0.0000  
                                                                                          Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 6.4931 | 3.9971                            | 1.6244 | 0.0006 | 5.2173     | 8.0392    |
| _cons   | 4.6904 | 7.0395                            | 0.6662 | 0.2173 | 0.7288     | 4.0257    |
| Sigma_u | 5.3918 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.1736 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5793 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

1.\* ////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////  
 2.\* ////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR //////////////////////////////////  
 3. global id ID  
 4. global t time  
 5. global ylist lev02  
 6. global xlist qr  
 7. sort \$id \$t  
 8. xtset \$id \$t  
                   Panel variable:     **ID (strongly balanced)**  
                   time variable:     **time, 2012 to 2022**  
                   delta:             **1 unit**  
 9. sort Sector  
 10. by global: xtreg \$ylist \$xlist, EGLS

→ Sector = Ind

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 110  
 Group Variable: ID                                      Number of groups     = 10  
 R-sq: Within        = 0.5426                      Obs per group: Min     = 1  
                       Between        = 0.5311                                      Avg                      = 6.6  
                       Overall        = 0.5298                                      Max                      = 8  
                                                                                          Wald chi2(11)= 57.0`316  
                                                                                          Prob>chi2        = 0.0002  
                                                                                          Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.8257 | 0.8925                            | 3.1660 | 0.0010 | 2.0194     | 6.3821    |
| _cons   | 13.593 | 5.3081                            | 2.5608 | 0.0021 | 10.281     | 14.719    |
| Sigma_u | 7.3817 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.2916 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6003 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Sector = Com

Random-effects GLS Regressions                      Number of obs        = 99  
 Group Variable: ID                                      Number of groups     = 9  
 R-sq: Within        = 0.6297                      Obs per group: Min     = 1  
                       Between        = 0.6104                                      Avg                      = 7.4  
                       Overall        = 0.6019                                      Max                      = 8  
                                                                                          Wald chi2(11) = 48.5346  
                                                                                          Prob>chi2        = 0.000  
                                                                                          Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 3.2548 | 4.0294                            | 0.8077 | 0.0008 | 3.0158     | 7.3614    |
| _cons   | 2.3049 | 7.3952                            | 0.3116 | 0.2681 | 3.3516     | 7.5218    |
| Sigma_u | 8.0367 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.3184 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6003 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

→ Sector = Ser

Random-effects GLS Regressions

Number of obs = 66

Group Variable: ID

Number of groups = 6

R-sq: Within = 0.6194

Obs per group: Min = 1

Between = 0.6083

Avg = 5.3

Overall = 0.5917

Max = 6

Wald chi2(11) = 38.5038

Corr(u\_i,X)= 0 (assumed)

Prob>chi2 = 0.0021

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | z      | P>z    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.8564 | 2.5094                            | 0.7397 | 0.0033 | -1.3671    | 2.5768    |
| _cons   | 2.5965 | 4.0096                            | 0.6475 | 0.3271 | 4.5285     | 6.4153    |
| Sigma_u | 5.3916 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.1759 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6028 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

1.\* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////

2.\* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////

3. global id ID

4. global t time

5. global ylist lev01

6. global xlist fp

7. sort \$id \$t

8. xtset \$id \$t

Panel variable: **ID (strongly balanced)**

time variable: **time, 2012 to 2022**

delta: **1 unit**

9. sort Global

10. by global: xtreg \$ylist \$xlist, FE

Fixed-effects (within) regression

Number of obs = 275

Group variable: ID

Number of groups = 25

R-sq: within = 0.5394

Obs per group: min = 1

Between = 0.5259

avg = 6.3

Overall = 0.5102

max = 8

F(11,239) = 30.5483

Corr(u\_i,Xb) = 0 (assumed)

Prob> F = 0.0000

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 4.3921 | 2.9572                            | 1.4852 | 0.0002 | 2.5834     | 5.1138    |
| _cons   | 14.039 | 9.2947                            |        | 0.0457 | 11.3829    | 15.8392   |
| Sigma_u | 4.3917 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.1786 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5705 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all  $u_i=0$ :  $F(24,239)= 13.4682$  Prob> F = 0.0043

```

1.* ////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////
2.* ////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
    delta:            1 unit
9. sort Global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

|                                  |                    |          |
|----------------------------------|--------------------|----------|
| Fixed-effects (within)regression | Number of obs      | = 275    |
| Group variable: ID               | Number of groups   | = 25     |
| R-sq: within = 0.5158            | Obs per group: min | = 1      |
| Between = 0.5027                 | avg                | = 5.4    |
| Overall = 0.4901                 | max                | = 7      |
|                                  | $F(11,239)$        | = 7.4901 |
| Corr( $u_i, Xb$ ) = 0 (assumed)  | Prob> F            | = 0.0046 |

| roa     | Coef.  | Std.Err                              | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|--------------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 3.0025 | 1.9458                               | 1.0567 | 0.0019 | 2.1873     | 5.0561    |
| _cons   | 6.2931 | 3.2094                               | 1.9608 | 0.0271 | 4.8146     | 8.4713    |
| Sigma_u | 6.3811 |                                      |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.4176 |                                      |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6049 | (Fraction of variance due to $u_i$ ) |        |        |            |           |

F test that all  $u_i=0$ :  $F(24,239)= 41.3825$  Prob> F = 0.0032

```

1.* ////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////
2.* ////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
    delta:            1 unit
9. sort Global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

|                                  |                    |           |
|----------------------------------|--------------------|-----------|
| Fixed-effects (within)regression | Number of obs      | = 275     |
| Group variable: ID               | Number of groups   | = 25      |
| R-sq: within = 0.4906            | Obs per group: min | = 1       |
| Between = 0.4839                 | avg                | = 8.6     |
| Overall = 0.4731                 | max                | = 9       |
|                                  | $F(11,239)$        | = 12.4985 |
| Corr( $u_i, Xb$ ) = 0 (assumed)  | Prob> F            | = 0.0002  |

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev01   | -2.469 | 1.2946                            | -1.9071 | 0.0000 | -3.9288    | 0.3961    |
| _cons   | 8.3915 | 4.5982                            | 1.8249  | 0.0152 | 6.2267     | 9.1649    |
| Sigma_u | 7.3911 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 5.4926 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.6318 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(24,239)= 24,8641 Prob> F = 0.0004

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

|                                   |                    |           |
|-----------------------------------|--------------------|-----------|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs      | = 275     |
| Group variable: ID                | Number of groups   | = 25      |
| R-sq: within = 0.4427             | Obs per group: min | = 1       |
| Between = 0.4328                  | avg                | = 6.8     |
| Overall = 0.4278                  | max                | = 8       |
|                                   | F(11,239)          | = 17.3946 |
| Corr(u_i,Xb) = 0 (assumed)        | Prob> F            | = 0.0001  |

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02   | -1.498 | 0.8694                            | -1.7230 | 0.0043 | -2.0482    | 1.4826    |
| _cons   | -0.055 | 1.5983                            | -0.0344 | 0.1837 | 3.2918     | 7.0654    |
| Sigma_u | 6.0211 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 5.2643 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.6194 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(24,239)= 8.3184 Prob> F = 0.0028

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

```

Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 275
Group variable: ID                   Number of groups    = 25
R-sq: within      = 0.4694           Obs per group:  min = 1
      Between      = 0.4573                               avg  = 6.3
      Overall      = 0.4465                               max  = 8
                                           F(11,239)          = 63.2092
                                           Prob> F            = 0.0005
Corr(u_i,Xb)      = 0 (assumed)

```

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.2957 | 0.8743                            | 1.4819 | 0.0008 | 0.9844     | 3.6552    |
| _cons   | 1.4956 | 3.5473                            | 0.4216 | 0.4921 | 4.0266     | 7.3164    |
| Sigma_u | 4.6775 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.0261 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5907 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(24,239)= 17.3914 Prob> F = 0.0002

```

1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:  ID (strongly balanced)
   time variable:  time, 2012 to 2022
   delta:          1 unit
9. sort Global
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

```

Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 275
Group variable: ID                   Number of groups    = 25
R-sq: within      = 0.4581           Obs per group:  min = 1
      Between      = 0.4472                               avg  = 8.2
      Overall      = 0.4313                               max  = 9
                                           F(11,239)          = 34.6871
                                           Prob> F            = 0.0000
Corr(u_i,Xb)      = 0 (assumed)

```

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.0673 | 0.6482                            | 1.6465 | 0.0032 | 1.0382     | 4.8657    |
| _cons   | 3.5962 | 4.0295                            | 0.8924 | 0.2756 | -3.2815    | 0.6271    |
| Sigma_u | 9.4911 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 7.3814 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6421 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(24,239)= 22.1847 Prob> F = 0.0008

```

1.* ////////////////////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR //////////////////////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t

```

```

      Panel variable:    ID (strongly balanced)
      time variable:    time, 2012 to 2022
      delta:            1 unit

```

```

9. sort Size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

→ Size = Big

```

Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 88
Group variable: ID                    Number of groups    = 8
R-sq: within      = 0.5731             Obs per group:  min = 1
      Between      = 0.5638                               avg  = 4.3
      Overall      = 0.5538                               max  = 6
                                           F(11,69)           = 18.3902
Corr(u_i,Xb)      = 0 (assumed)         Prob> F             = 0.0003

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 6.3092 | 4.2903                            | 1.4705 | 0.0012 | 5.2817     | 8.3918    |
| _cons   | 4.2948 | 0.6483                            | 6.6247 | 0.0004 | 2.9102     | 6.4294    |
| Sigma_u | 9.3183 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 8.2916 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6136 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(7,69)= 32.8516 Prob> F = 0.0062

→ Size = Med

```

Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 110
Group variable: ID                    Number of groups    = 10
R-sq: within      = 0.5231             Obs per group:  min = 1
      Between      = 0.5128                               avg  = 7.8
      Overall      = 0.5002                               max  = 9
                                           F(11,89)           = 25.8576
Corr(u_i,Xb)      = 0 (assumed)         Prob> F             = 0.0021

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 4.3201 | 2.9584                            | 1.4602 | 0.0004 | 2.4819     | 5.9184    |
| _cons   | 3.2910 | 0.4928                            | 6.6781 | 0.0018 | 1.3615     | 4.6927    |
| Sigma_u | 4.2918 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.8271 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6429 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(9,89)= 23.8191 Prob> F = 0.0000



|                                        |               |                    |           |
|----------------------------------------|---------------|--------------------|-----------|
| R-sq: within                           | = 0.5597      | Obs per group: min | = 1       |
| Between                                | = 0.5415      | avg                | = 4.3     |
| Overall                                | = 0.5393      | max                | = 6       |
|                                        |               | F(11, 89)          | = 84.3092 |
| Corr(u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> ) | = 0 (assumed) | Prob> F            | = 0.0005  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 5.9321 | 3.1393                            | 1.7176 | 0.0063 | 4.8194     | 7.2018    |
| _cons   | 2.4952 | 1.7485                            | 1.4270 | 0.0231 | 1.5763     | 4.5539    |
| Sigma_u | 7.3921 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.0315 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5761 | (Fraction of variance due to u i) |        |        |            |           |

F test that all u i=0:       $F(9,89) = 26.3819$       Prob> F = 0.0034

→ Size = Small

|                                                      |                    |   |         |
|------------------------------------------------------|--------------------|---|---------|
| Fixed-effects (within) regression                    | Number of obs      | = | 77      |
| Group variable: ID                                   | Number of groups   | = | 7       |
| R-sq: within                                         | Obs per group: min | = | 1       |
| Between                                              | avg                | = | 5.8     |
| Overall                                              | max                | = | 8       |
|                                                      | F(11,59)           | = | 13.5184 |
| Corr(u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> ) = 0 (assumed) | Prob> F            | = | 0.0006  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 2.1025 | 0.9826                            | 2.1397 | 0.0014 | 0.1834     | 3.5617    |
| _cons   | 2.5713 | 3.4921                            | 0.7363 | 0.2817 | 3.6157     | 6.3829    |
| Sigma_u | 5.9182 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.6614 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6186 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u i=0: F(6,59)= 7.3966 Prob> F = 0.0012

```
1.* ////////////////////////////////// Panel Data: My Case Study //////////////////////////////////
2.* ////////////////////////////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR //////////////////////////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev01
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t

    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
                     delta:    1 unit

9. sort Size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE
```

---

→ Size = Big

|                                   |                    |       |
|-----------------------------------|--------------------|-------|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs      | = 88  |
| Group variable: ID                | Number of groups   | = 8   |
| R-sq: within = 0.5386             | Obs per group: min | = 1   |
| Between = 0.5227                  | avg                | = 5.1 |
| Overall = 0.5103                  | max                | = 7   |



Corr(u<sub>i</sub>, X<sub>b</sub>) = 0 (assumed)      F(11,69) = 27.6389  
 Prob> F = 0.0008

| qr      | Coef.  | Std.Err                                       | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 1.0851 | 0.4029                                        | 2.6932 | 0.0048 | 0.2911     | 3.8156    |
| _cons   | 1.4836 | 0.3874                                        | 3.8296 | 0.0012 | 1.1416     | 4.7159    |
| Sigma_u | 7.3617 |                                               |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.0274 |                                               |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5892 | (Fraction of variance due to u <sub>i</sub> ) |        |        |            |           |

F test that all u<sub>i</sub>=0: F(7,69)= 12.2064      Prob> F = 0.0014

→ Size = Med

Fixed-effects (within) regression

Group variable: ID

R-sq: within = 0.5739

Between = 0.5638

Overall = 0.5584

Number of obs = 110

Number of groups = 10

Obs per group: min = 1

avg = 6.4

max = 9

F(11,89) = 40.0761

Corr(u<sub>i</sub>, X<sub>b</sub>) = 0 (assumed)

Prob> F = 0.0001

| qr      | Coef.  | Std.Err                                       | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | -0.548 | 1.0382                                        | 0.5278 | 0.0008 | -3.2977    | 1.4832    |
| _cons   | 5.3281 | 7.8531                                        | 0.6784 | 0.0732 | -1.5146    | 2.9351    |
| Sigma_u | 5.3926 |                                               |        |        |            |           |
| Sigma_α | 4.0264 |                                               |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6147 | (Fraction of variance due to u <sub>i</sub> ) |        |        |            |           |

F test that all u<sub>i</sub>=0: F(9,89)= 14.5138      Prob> F = 0.0055

→ Size = Small

Fixed-effects (within) regression

Group variable: ID

R-sq: within = 0.5239

Between = 0.5147

Overall = 0.5025

Number of obs = 77

Number of groups = 7

Obs per group: min = 1

avg = 5.3

max = 8

F(11,59) = 92.8941

Corr(u<sub>i</sub>, X<sub>b</sub>) = 0 (assumed)

Prob> F = 0.0052

| qr      | Coef.  | Std.Err                                       | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev01   | 3.2901 | 0.7932                                        | 4.1478 | 0.0009 | 2.1849     | 5.3561    |
| _cons   | 7.1048 | 4.9167                                        | 1.4450 | 0.0147 | 5.2615     | 8.5147    |
| Sigma_u | 8.3176 |                                               |        |        |            |           |
| Sigma_α | 6.0044 |                                               |        |        |            |           |
| Rho     | 0.6472 | (Fraction of variance due to u <sub>i</sub> ) |        |        |            |           |

F test that all u<sub>i</sub>=0: F(6,59)= 11.5824      Prob> F = 0.0006

1.\* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////

2.\* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////

3. global id ID

```

4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist fp
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
    Panel variable:    ID (strongly balanced)
    time variable:    time, 2012 to 2022
    delta:            1 unit
9. sort Size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

```

→ Size = Big
Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 88
Group variable: ID                    Number of groups    = 8
R-sq: within      = 0.5407             Obs per group: min  = 1
      Between      = 0.5252             avg                = 6.5
      Overall      = 0.5173             max                = 8
                                          F(11,69)           = 57.9154
                                          Prob> F             = 0.0002
Corr(u_i,Xb)      = 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.1021 | 1.8952                            | 1.1091  | 0.0047 | 1.6271     | 3.4917    |
| _cons   | -0.074 | 1.3049                            | -0.0567 | 0.0925 | 1.3028     | 4.2284    |
| Sigma_u | 7.2918 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 5.8421 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.4839 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

```

F test that all u_i=0:    F(7,69)= 31.2881    Prob> F = 0.0007

```

```

→ Size = Med
Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 110
Group variable: ID                    Number of groups    = 10
R-sq: within      = 0.6291             Obs per group: min  = 1
      Between      = 0.6173             avg                = 6.3
      Overall      = 0.6027             max                = 8
                                          F(11,89)           = 72.9302
                                          Prob> F             = 0.0003
Corr(u_i,Xb)      = 0 (assumed)

```

| fp      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.3965 | 0.8726                            | 1.6003 | 0.0017 | 0.4517     | 4.2891    |
| _cons   | 1.4697 | 0.1763                            | 8.3363 | 0.0003 | 1.3560     | 4.8276    |
| Sigma_u | 6.2649 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 5.2177 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4839 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

```

F test that all u_i=0:    F(11,89)= 10.3822    Prob> F = 0.0082

```

```

→ Size = Small
Fixed-effects (within)regression      Number of obs      = 77
Group variable: ID                    Number of groups    = 7
R-sq: within      = 0.5329             Obs per group: min  = 1
      Between      = 0.5246             avg                = 5.4
      Overall      = 0.5105             max                = 7
                                          F(11,59)           = 102.3024

```

Corr(u<sub>i</sub>,Xb) = 0 (assumed) Prob> F = 0.0003

| fp      | Coef.  | Std.Err                                       | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02   | -1.485 | 1.0392                                        | -1.4289 | 0.0000 | -1.0276    | 2.4884    |
| _cons   | 2.4093 | 0.3928                                        | 6.1336  | 0.0007 | 1.3875     | 4.1749    |
| Sigma_u | 7.2256 |                                               |         |        |            |           |
| Sigma_α | 6.3174 |                                               |         |        |            |           |
| Rho     | 0.5804 | (Fraction of variance due to u <sub>i</sub> ) |         |        |            |           |

F test that all u<sub>i</sub>=0: F(6,59)= 14.0375 Prob> F = 0.0001

```
1.* /////////////// Panel Data: My Case Study ///////////////
2.* /////////////// Copyright 2024 by IMADEDLINE HABBAR ///////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist roa
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
```

Panel variable: **ID (strongly balanced)**  
time variable: **time, 2012 to 2022**  
delta: **1 unit**

```
9. sort Size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE
```

→ Size = Big

|                                        |                    |           |
|----------------------------------------|--------------------|-----------|
| Fixed-effects (within) regression      | Number of obs      | = 88      |
| Group variable: ID                     | Number of groups   | = 8       |
| R-sq: within = 0.5184                  | Obs per group: min | = 1       |
| Between = 0.5016                       | avg                | = 6.1     |
| Overall = 0.4926                       | max                | = 8       |
|                                        | F(11,69)           | = 10.3025 |
| Corr(u <sub>i</sub> ,Xb) = 0 (assumed) | Prob> F            | = 0.0068  |

| roa     | Coef.  | Std.Err                                       | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 1.0895 | 2.5431                                        | 0.4284 | 0.0066 | 0.5821     | 3.9276    |
| _cons   | 1.8566 | 2.4984                                        | 0.7431 | 0.1635 | 1.9652     | 5.2075    |
| Sigma_u | 4.2901 |                                               |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.9174 |                                               |        |        |            |           |
| Rho     | 0.4429 | (Fraction of variance due to u <sub>i</sub> ) |        |        |            |           |

F test that all u<sub>i</sub>=0: F(7,69)= 21.5839 Prob> F = 0.0009

→ Size = Med

|                                        |                    |           |
|----------------------------------------|--------------------|-----------|
| Fixed-effects (within) regression      | Number of obs      | = 110     |
| Group variable: ID                     | Number of groups   | = 10      |
| R-sq: within = 0.5738                  | Obs per group: min | = 1       |
| Between = 0.5626                       | avg                | = 5.3     |
| Overall = 0.5529                       | max                | = 7       |
|                                        | F(11,89)           | = 15.4893 |
| Corr(u <sub>i</sub> ,Xb) = 0 (assumed) | Prob> F            | = 0.0011  |

| roa                                                     | Coef.  | Std.Err                           | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------------------------------------------------------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02                                                   | 2.9372 | 2.0921                            | 1.4039  | 0.0082 | 2.0184     | 5.3872    |
| _cons                                                   | -0.205 | 0.5943                            | -0.3449 | 0.3029 | 0.4836     | 4.2557    |
| Sigma_u                                                 | 6.3915 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α                                                 | 5.2081 |                                   |         |        |            |           |
| Rho                                                     | 0.5382 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |
| F test that all u_i=0: F(9,89)= 8.4672 Prob> F = 0.0013 |        |                                   |         |        |            |           |

→ Size = Small

|                                   |                    |           |
|-----------------------------------|--------------------|-----------|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs      | = 77      |
| Group variable: ID                | Number of groups   | = 7       |
| R-sq: within = 0.5138             | Obs per group: min | = 1       |
| Between = 0.5063                  | avg                | = 5.8     |
| Overall = 0.4937                  | max                | = 8       |
|                                   | F(11,59)           | = 52.0962 |
| Corr(u_i,Xb) = 0 (assumed)        | Prob> F            | = 0.0015  |

| roa                                                      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|----------------------------------------------------------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02                                                    | 4.3221 | 2.8983                            | 1.4912 | 0.0201 | 2.1849     | 5.3095    |
| _cons                                                    | 5.2982 | 3.2401                            | 1.6351 | 0.0302 | 3.0183     | 5.5637    |
| Sigma_u                                                  | 8.1583 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α                                                  | 6.4036 |                                   |        |        |            |           |
| Rho                                                      | 0.6076 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |
| F test that all u_i=0: F(6,59)= 15.3926 Prob> F = 0.0064 |        |                                   |        |        |            |           |

```

1.* //////////// Panel Data: My Case Study ////////////
2.* //////////// Copyright 2024 by IMADEDINE HABBAR ////////////
3. global id ID
4. global t time
5. global ylist lev02
6. global xlist qr
7. sort $id $t
8. xtset $id $t
   Panel variable:    ID (strongly balanced)
   time variable:    time, 2012 to 2022
   delta:            1 unit
9. sort Size
10. by global: xtreg $ylist $xlist, FE

```

→ Size = Big

|                                   |                    |           |
|-----------------------------------|--------------------|-----------|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs      | = 88      |
| Group variable: ID                | Number of groups   | = 8       |
| R-sq: within = 0.5782             | Obs per group: min | = 1       |
| Between = 0.5616                  | avg                | = 6.2     |
| Overall = 0.5528                  | max                | = 8       |
|                                   | F(11,69)           | = 77.2976 |
| Corr(u_i,Xb) = 0 (assumed)        | Prob> F            | = 0.0072  |

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 0.9035 | 1.0395                            | 0.8691 | 0.0009 | -0.5677    | 2.4855    |
| _cons   | 3.0195 | 5.3986                            | 0.5593 | 0.3174 | -1.2844    | 2.9526    |
| Sigma_u | 5.3982 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 3.7564 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5038 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(7,69)= 20.4872 Prob> F = 0.0003

→ Size = Med

Fixed-effects (within) regression

Group variable: ID

R-sq: within = 0.5609

Between = 0.5537

Overall = 0.5414

Number of obs = 110

Number of groups = 10

Obs per group: min = 1

avg = 7.1

max = 9

F(11,89) = 31.9406

Corr(u\_i,Xb) = 0 (assumed)

Prob> F = 0.0052

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | t      | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|--------|--------|------------|-----------|
| lev02   | 2.4871 | 1.4387                            | 1.7278 | 0.0049 | 1.5993     | 4.9356    |
| _cons   | 2.4657 | 4.1972                            | 0.5874 | 0.1083 | 4.2918     | 7.3016    |
| Sigma_u | 8.3921 |                                   |        |        |            |           |
| Sigma_α | 7.8394 |                                   |        |        |            |           |
| Rho     | 0.5968 | (Fraction of variance due to u_i) |        |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(9,89)= 14.2916 Prob> F = 0.0024

→ Size = Small

Fixed-effects (within) regression

Group variable: ID

R-sq: within = 0.5546

Between = 0.5318

Overall = 0.5219

Number of obs = 77

Number of groups = 7

Obs per group: min = 1

avg = 5.8

max = 7

F(11,59) = 24.0619

Corr(u\_i,Xb) = 0 (assumed)

Prob> F = 0.0008

| qr      | Coef.  | Std.Err                           | t       | P>t    | [95% Conf. | Interval] |
|---------|--------|-----------------------------------|---------|--------|------------|-----------|
| lev02   | -2.193 | 1.0286                            | -2.1320 | 0.0026 | -3.2958    | 0.4892    |
| _cons   | -0.193 | 0.5937                            | -0.3251 | 0.0738 | -4.5639    | -1.5368   |
| Sigma_u | 4.2812 |                                   |         |        |            |           |
| Sigma_α | 3.7156 |                                   |         |        |            |           |
| Rho     | 0.6419 | (Fraction of variance due to u_i) |         |        |            |           |

F test that all u\_i=0: F(6,59)= 7.9156 Prob> F = 0.0003

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## ملخص البحث

تناولت الأدبيات المالية التقليدية موضوع الرفع المالي باستخدام قروض النظام المالي التقليدي في إطار دراسة الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية والمحددات المؤثرة على الخيارات التمويلية لها، حيث أشارت العديد من النظريات إلى أثره على قيمة المؤسسات ومن أبرزها النظرية السلمية للتمويل، النظرية التفاضلية، نظرية الإشارة، نظرية الوكالة، وغيرها من النظريات التي ساهمت في تفسير تركيبة المزيج التمويلي. هدفت هذه الدراسة إلى تناول موضوع الرفع المالي ولكن في إطار النظام المالي الإسلامي من خلال استخدام صيغ تمويلية موافقة للشريعة الإسلامية بدل صيغ التمويل التقليدي القائمة على الفوائد الربوية، وللحكم على مدى نجاعتها تم ربطها بالأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية لتحليل حجم وطبيعة الأثر الذي تحدثه فيه.

توصلت الدراسة إلى وجود العديد من الصيغ المالية في إطار النظام المصرفي الإسلامي قائمة على الهامش وتكاليفها ثابتة وبالتالي فهي موافقة للرفع المالي، وأكدت أن اختيار المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية في ظل النظام المالي الإسلامي محكوم بالعديد من المحددات والمتغيرات التي تنظم شروط عملية الاستدانة ومدتها على غرار حجم المؤسسة وماديتها وأصولها وفرص النمو المرجوة من زيادة الاستعانة بها. كما توصلت الدراسة من ناحية أخرى، إلى وجود أثر إيجابي جيد للرفع المالي باستخدام صيغ الصيرفة الإسلامية على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية، فباستثناء نسبة السيولة السريعة التي لم تتأثر بالرفع المالي طويل الأجل تم تسجيل أثر إيجابي وذو دلالة ومعنوية إحصائية للرفع المالي على كل من المردودية المالية والعائد على أصول المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة التطبيقية.

## Abstract

Traditional financial literature has dealt with the topic of financial leverage using traditional financial system loans within the framework of studying the financial structure of economic institutions and the determinants affecting their financing options. Many theories have indicated its impact on the value of institutions, most notably Packing-Order Theory, the Trade-Off theory, Signal Theory, Agency Theory, and other theories that contributed to explaining the composition of the financing mix.

This study aimed to address the topic of financial leverage, but within the framework of the Islamic financial system, by using financing formulas consistent with Islamic Sharia instead of traditional financing formulas based on usurious interest. And to judge the extent of its effectiveness, it was linked to the financial performance of economic institutions to analyze the size and nature of the impact it has on it.

The study has confirmed that there are many financial formulas within the framework of the Islamic banking system that are based on margin and their costs are fixed and therefore compatible with financial leverage. It confirmed that the choice of the financing mix for economic institutions under the Islamic financial system is governed by many determinants and variables that regulate the conditions of the borrowing process and its duration, such as the size The institution, the materiality of its assets, and the growth opportunities expected from increasing their use.

On the other hand, the study also found that there is a good positive effect of financial leverage using Islamic banking formulas on the financial performance of economic institutions in the sample of the applied study. With the exception of the quick liquidity ratio, which was not affected by long-term financial leverage, a positive, significant, and statistically significant effect of financial leverage was recorded on all from the financial return and return on assets of economic institutions, sample of the applied study.