

أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي –
دراسة قياسية على عينة من المؤسسات السعودية خلال الفترة (2018-2022)

The impact of the financial structure on the value of economic institutions dependent on Islamic finance - an econometric study on a sample of Saudi institutions during the period 2018 to 2022-

لعقون امال^{*1}

¹ جامعة سطيف (الجزائر)، amel.laggoun@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 2023/12/14

تاريخ القبول: 2023/11/19

تاريخ الاستلام: 2023/07/21

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المعتمدة على التمويل الإسلامي بالتطبيق على 15 مؤسسة اقتصادية سعودية، خلال الفترة الممتدة من 2018 الى 2022، وذلك باستخدام نموذج

Panel Data.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر ايجابي للهيكل المالي المعبر عنه بإجمالي الديون الى اجمالي الأصول على قيمة المؤسسة حيث كلما ارتفعت الديون ذات الصيغة الإسلامية أدى ذلك الى ارتفاع قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي؛ قيمة المؤسسة؛ التمويل الإسلامي؛ صيغ التمويل الاسلامي؛ بيانات بانل.

تصنيف C33, G21, G32:JEL

Abstract:

This study aims to study the impact of the financial structure on the value of institutions dependent on Islamic finance by applying it to 15 Saudi economic institutions, during the period from 2018 to 2022, using the Panel Data model. The study concluded that there is a positive effect of the financial structure, expressed in total debts to total assets, on the value of the institution. The increase in Islamic debts increased the value of economic institutions dependent on Islamic financing.

Keywords: financial structure; enterprise value; Islamic finance; Islamic financing formulas; Panel Data

Jel Classification Codes: G32. G21, C33

* المؤلف المرسل

1. مقدمة

يشهد العالم اليوم تحولات متسارعة وتطورات متداخلة خاصة في مجال التمويل، حيث أصبحت المؤسسات تبحث عن مصادر تمويلية قليلة التكلفة وأكثر أماناً، وهذا راجع للصيغة الربوية التي يفرضها التمويل التقليدي التي أصبحت تمثل عبئاً على المؤسسات الاقتصادية، لهذا ظهر ما يعرف بالتمويل الإسلامي الذي يقدم تمويلات ذات صيغ إسلامية تحرم التعامل الربوي، حيث أن هذه الصيغ منها ما هو قائم على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر كالمضاربة والمشاركة... الخ ومنها ما هو قائم على هامش المعلوم كالمربحة والاجارة والسلم... الخ.

كما تسعى المؤسسات الاقتصادية لتعظيم قيمتها من خلال مزيج تمويلي يحقق أكبر عائد واقل تكلفة، حيث انه كلما ارتفعت قيمة المؤسسة دل ذلك على كفاءة ادائها، وفي هذا الصدد يواجه المسيرين العديد من القرارات المالية التي تؤثر على قيمتها من أهمها قرار التمويل، فهو أحد المقومات الرئيسية لبقاء المؤسسة واستمراريتها، إذ يعنى بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة التزاماتها وتمويل استثماراتها، وذلك بإستخدام مزيج من الأموال الخاصة والديون للوصول الى الهيكل المالي الأمثل الذي يرفع من قيمة المؤسسة، هذا ما درسته العديد من الأبحاث كدراسة مدجلياني وميلر التي تدرس إشكالية تأثير الهيكل المالية على قيمة المؤسسة من عدمه، الا ان هذه الدراسات طبقت على المؤسسات التي تعتمد على التمويل التقليدي الذي يعتمد على الفوائد بشكل أساسي والوفورات الضريبية التي من شأنها ان ترفع قيمة المؤسسات، الا انه هناك مؤسسات لا تعتمد على التمويل التقليدي، فقد تعتمد على اموالها الخاصة او تعتمد على التمويل الإسلامي المتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية الذي يحرم التعامل الربوي.

وهذا ما يطرح امامنا الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي؟

فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي المقاس بإجمالي الديون الى إجمالي

الاصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي؛

الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي المقاس بالديون طويلة الاجل الى

إجمالي الاصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي؛

الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي المقاس بالديون قصيرة الاجل الى إجمالي الاصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي؛

أهداف الدراسة

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على كل من الهيكل المالي وقيمة المؤسسة والتمويل الإسلامي، وكذا اختبار أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي، لعينة مكونة من 15 مؤسسة من المؤسسات الاقتصادية السعودية التي تعتمد على التمويل الإسلامي وذلك خلال الفترة الممتدة من 2018 الى 2022، كون ان الدراسات السابقة ركزت على المؤسسات المانحة للتمويل الإسلامي، وقلة الدراسات حول المؤسسات الاقتصادية الطالبة لهذا التمويل.

منهج الدراسة

من أجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع والوصول إلى الأهداف المرجوة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، ومنهج دراسة الحالة وذلك بإسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي فقد تم الاعتماد في تحليل البيانات على أسلوب البيانات التجميعية (Panel Data Analysis)، باستخدام برنامج Eviews12.

محاور الدراسة

لغرض تحقيق أهداف البحث وللإجابة عن إشكاليته فقد تم تقسيمه إلى المحاور الرئيسية التالية:

المحور الأول: الإطار التصوري للهيكل المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية والتمويل الإسلامي؛

المحور الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي.

الدراسات السابقة

دراسة (ضيف و زوزي، 2015) تهدف هذه الدراسة الى توضيح كيفية اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي وفق الشكل الذي يرفع من قيمة المؤسسة، وعليه تم اختبار مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسات السعودية المدرجة في السوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة من 2009 الى 2012، باستخدام أسلوب البيانات الطويلة Panel data على عينة مكونة من 79 مؤسسة، ولقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة اجمالي الديون الى الأموال الخاصة، نسبة الديون قصيرة الى الأموال الخاصة، حجم المؤسسة، المخاطر النظامية وقيمة المؤسسة من

جهة، وعلاقة ليس لها معنوية إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، النمو وقيمة المؤسسة من جهة أخرى.

دراسة (مسعد و بلحشر، 2021) تهدف هذه الدراسة الى دراسة أثر الهيكل المالي على ربحية المؤسسات الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة، وذلك بإجراء دراسة قياسية باستخدام نموذج الأثر العشوائي لبيانات البانل على عينة مكونة من 10 مؤسسات اقتصادية سعودية متوافقة مع الشريعة خلال الفترة 2012-2019، توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي ضعيف وغير معنوي لكل من اجمالي الديون (TD) والديون طويلة الاجل (LTD) ووجود اثر إيجابي ضعيف وغير معنوي للديون قصيرة الاجل (STD) على ربحية المؤسسات ممثلة بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، كما توصلت الى ان هذه المؤسسات لا تعتمد على الديون بشكل كبير حوالي نسبة 33% فقط.

دراسة (بلحشر و سحنون، 2022) هدفت هذه الدراسة الى دراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للبنك الإسلامي الراجحي العامل في المملكة العربية السعودية، وذلك باستخدام منهجية انجل اقر انجر لدراسة السببية لتحديد الاتجاه والأثر بين متغيرات الدراسة باستعمال برنامج Eviews10 على بيانات وتقارير مالية لبنك الراجحي خلال الفترة 2002-2020، حيث توصلت الدراسة الى ان نسبة الملكية للأصول ليس لها علاقة سببية ولا تأثير على نسبة العائد على حقوق الملكية في حين يوجد علاقة سببية في اتجاه معاكس، بينما نسبة الودائع الى اجمالي الأصول له تأثير وعلاقة مع نسبة العائد على حقوق الملكية في حين لا يوجد علاقة وأثر في الاتجاه العكسي لها. وان هناك عامل مشترك في العلاقة وهو كل من المتغيرات المستقلة تأثر في المتغير التابع، أي ان هناك أثر إيجابي وسلبي بين الهيكل المالي والأداء المالي للبنوك الإسلامية.

دراسة (قريني و بورديمة، 2022) تهدف هذه الدراسة الى التعرف على اثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة، وذلك مع فرص النمو المختلفة، وذلك بإجراء دراسة قياسية باستخدام برنامج Eviews12 على عينتين من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية سنة 2019، عينة لديها فرص نمو مرتفعة، والأخرى لديها فرص نمو منخفضة، توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها ان اثر تكلفة التمويل في قيمة المؤسسة كان سلبيا بغض النظر عن اختلاف فرص النمو، وان تكلفة التمويل كانت مرتفعة في المؤسسات التي لديها انخفاض في فرص النمو، ومنخفضة في المؤسسات التي لديها ارتفاعا في فرص النمو، ما انعكس على قيمة المؤسسة حيث كانت منخفضة في المؤسسات ذات فرص النمو المنخفضة، ومرتفعة في المؤسسات ذات فرص النمو المرتفعة.

من خلال تحليلنا للدراسات السابقة نجد أن دراستنا الحالية تتميز عن الدراسات السابقة في كونها تدرس مدى تأثير الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الاسلامي على

قيمتها، حيث ان الدراسات السابقة درست المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل التقليدي، او قامت بدراسة المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، او درست أثر الهيكل المالي على متغيرات أخرى.

2. الإطار التصوري للهيكل المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية والتمويل الإسلامي

سنعمل من خلال هذا الجزء على التعرف على الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وكذا التمويل الإسلامي وصيغه.

1.2 الهيكل المالي

سيتم في هذه النقطة التعرف على الهيكل المالي وأهم مكوناته والعوامل المؤثرة فيه.

1.1.2 تعريف الهيكل المالي

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت لتعريف الهيكل المالي منها:

يقصد بالهيكل المالي Financial structure مجموعة الموارد المالية التي تمول بها المؤسسات إستثماراتها، والتي تمثل جانب الخصوم من موارد طويلة الأجل او قصيرة الأجل (منير، 1999، صفحة 531). فهو تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال لغرض تمويل إستثماراتها، فهو بذلك يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية (عدنان وأرشد، 2009، صفحة 349).

كما يعرف على انه هيكل مصادر التمويل أو ذلك الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة (Delahaye & Delahaye, 2009, p. 121). ويعرف الهيكل المالي على أنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم إختيارها من قبل المؤسسة لتغطية إستثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية (نبيلة و جبار، جوان 2017، صفحة 243).

وعليه يعد الهيكل المالي الصورة العاكسة لمصادر تمويل المؤسسات لمختلف أصولها، سواء كانت ملكية او اقتراض او كانت من مصادر قصيرة او طويلة الاجل، وذلك للمفاضلة بين كلفة كل مصدر حيث تختلف تكلفة مصادر التمويل من مورد لأخر حسب طبيعته والمخاطر المترتبة عليه، فإذا كان التمويل بالقروض تكون المؤسسة أمام تكلفة الإستدانة، أما إذا كان تمويل ذاتي فهنا تكون المؤسسة أمام تكلفة الأموال الخاصة.

2.1.2 مكونات الهيكل المالي

يتكون الهيكل المالي من الأموال الخاصة والديون (نبيلة و جبار، جوان 2017، صفحة 244).

● **الأموال الخاصة:** تتمثل في الأموال التي تخص المؤسسة وتملكها، ومن أهم مكوناتها رأس المال الصادر، الأرباح المحتجزة والاحتياطيات؛

● **الديون:** وهي الأموال التي تقتريها المؤسسة من أجل التمويل. ويتم التمويل بالديون بموجب شروط وإجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. وتنقسم الديون بدورها إلى ثلاثة أنواع، وهي:

— **ديون قصيرة الأجل:** تمثل الموارد التمويلية التي تحصل عليها المؤسسة وهي في الغالب تستحق في أقل من سنة، وتنقسم إلى الإئتمان التجاري والقروض المصرفية، وموردي هذا النوع من التمويل لا يتدخلون في قرارات الإدارة إلا أنها تهدد سلامة المؤسسة في حالة عجز المؤسسة على السداد عند إستحقاقها.

— **ديون متوسطة الأجل:** هي الديون التي تمتد مدتها من سنة إلى عشرة سنوات، ولها عدة أنواع (القروض المصرفية، شراء الآلات والمعدات بالتقسيط، التمويل المحول بمعنى الحصول على الأصول بدون شرائها وذلك عن طرق استئجارها).

- **ديون طويلة الأجل:** تتراوح آجال استحقاقها من سنة إلى خمسة عشر سنة، لذا فهو يعد بمثابة التمويل الدائم للمؤسسة، ويضم السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل.

3.1.2 العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

بشكل عام، نستطيع، أن نحدد العوامل المؤثرة في هيكل التمويل بالنقاط التالية (حمزة، 2006، صفحة 317):

- معدل النمو في المبيعات؛
- الإستقرار في مبيعات المستقبل؛
- نوع وطبيعة المنافسة في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة؛
- هيكل الموجودات للمؤسسة؛
- موقف ورقابة الملاك والإدارة تجاه المخاطر؛
- الموقف الشخصي للمقرضين تجاه المؤسسة والصناعة.

2.2 قيمة المؤسسة :

تعتبر القيمة على مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو حق الحصول على عوائد مستقبلية من استخدام هذا الأصل، أي جميع التدفقات المالية المقدرة التي يحققها هذا الأصل، من هذا المنطلق يربط الفكر المالي مفهوم القيمة بالمؤسسة التي تمثل إطار لقيمة المؤسسة من خلال المفهوم والقياس (سويدي، 2008، صفحة 17)، ويرى Adam Smith أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني أحياناً منفعة شيء محدد وأحياناً تعني الاختيار الذي تمنحه حيازة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، حيث يمكننا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال والأخرى قيمة الإستبدال (Claude, 1991, p. 44). فقيمة المؤسسة موضوع مهم لا بد من دراسته في المؤسسة، فهي تعطي صورة واضحة حول وضعية المؤسسة، ويمكن تعريفها حسب نوعها واستخداماتها من القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والقيمة المتبقية، قيمة شهرة المحل، القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية، وقيمة التصفية.

تبنى عملية تحديد قيمة المؤسسة على كفاءة المقيم، من خلال استخدامه مجموعة من الأساليب التي ترتكز على قواعد علمية وعملية، وبذلك فإن آليات تحديد قيمة المؤسسة تعتمد على إحدى الأساليب التالية (طارق، 2008، صفحة 31):

-الاعتماد على ميزانية المؤسسة: وذلك بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، وهذا يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل تقييم أدق؛

-المقارنة بين المؤسسة محل التقييم والمؤسسات المماثلة لها التي تكون قيمتها معروفة مسبقاً؛
-إستعمال التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها للوصول للقيمة الحالية،
باتباع الطرق التالية:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية خلال مدة معينة؛
 - اختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة؛
- يجاد معدل الخصم المناسب والذي غالباً ما يكون تكلفة رأس المال.

3.2 التمويل الإسلامي

سنقوم هنا بالتعرف على التمويل الإسلامي والصيغ التمويلية.

1.3.2 تعريف التمويل الإسلامي

يعتبر التمويل الإسلامي مصدر تمويلي للمؤسسات فهو قائم على مقاصد الشريعة الإسلامية، والتي تقوم على مبدأ عام يتمثل في العمل على تحقيق الرفاهية للناس مع النهي عن الممارسات غير

العادلة أو الاستغلالية. فهو عبارة عن علاقة بين المؤسسات المالية بمفهومها الشامل والمؤسسات أو الأفراد، لتوفير المال لمن ينتفع به سواء للحاجات الشخصية أو بغرض الإستثمار، عن طريق توفير أدوات مالية متوافقة مع الشريعة، مثل عقد المراجعة أو المشاركة أو الاجارة والإستصناع أو السلم، القرض الحسن (صلاح، 2007، صفحة 03).

ويعرف صندوق النقد الدولي التمويل الإسلامي على انه تقديم خدمات مالية طبقا للشريعة الإسلامية ومبادئها وقواعدها وتحريم تقاضي الفائدة (الربا) وتقديمها، والغرر (عدم اليقين المفرط)، الميسر (القمار)، وعمليات البيع على المكشوف وأنشطة التمويل التي تعتبر ضارة بالمجتمع، وكذا يتوجب على الأفراد المعنية اقتسام المخاطر والمنافع المترتبة على المعاملات التجارية، كما ينبغي أن يكون للمعاملة غرض اقتصادي حقيقي دون مضاربة لا داعي لها والا تنطوي على أي استغلال لأي من الطرفين (حميدة و بن خبرت، 2019، صفحة 10).

وعليه فإن التمويل الإسلامي يتميز بكونه يساهم في تحقيق الأمن والاستقرار الاقتصادي من خلال توفير عدد من العناصر التي تميزه عن غيره من الأنظمة التقليدية كما أنه بديل يقوم على أسس الشريعة الإسلامية، وتزيد مديونيته بوتيرة متناسبة مع زيادة الثروة والدخل وذلك بسبب غياب التعامل بالفائدة وحرمة بيع الديون والمجازفة على المكشوف، وارتباطه بالاقتصاد الحقيقي، كما انه يقلل من الفقر والبطالة، ويحقق العدالة والتكافل الاجتماعي، كما يقوم على تنسيق العمليات التمويلية مع المعاملات التي تتم على مستوى العيني مما يضعف ظاهرة الانفصال بين الاقتصاديين النقدي والحقيقي، كما يعد نظام الزكاة ذا ابعاد اقتصادية واجتماعية يقوم على تأمين المسلمين (زحاف، 2018، الصفحات 136-139).

2.3.2 صيغ التمويل الإسلامي

عدد الإسلام صيغ التمويل الإسلامي، وذلك لإستخدام المال والاستثمار بالطرق المشروعة سواء بتعاون المال مع العمل او تعاون المال مع المال، يمكن ايجاز هذه الصيغ في الجدول التالي:

جدول 1: صيغ التمويل الاسلامي

طبيعة الصيغة	الصيغة	شرحها
صيغ قائمة على المشاركة في عائد الاستثمار	المشاركة	هي اتفاق اثنين او أكثر على خلط مالهما او عمليهما او التزاميهما في الذمة بقصد الاسترباح.
	المضاربة	هي عقد بين طرفين يقدم أحدهما المال والأخر يعمل به بهدف تحقيق أرباح على ان يتم توزيع الارباح بينهما بنسب متفق عليهما، اما الخسارة فيتحملها رب المال وحده بشرط عدم تقصير المضارب.
	المساقاة والمزارعة	تعني المساقاة إعطاء الشجر للاستغلال لمن يصلحه مقابل جزء معين من ثمره، بينما يقصد بالمزارعة إعطاء الأرض للمزارع للاستغلال مقابل حصة من المحصول يتفق عليهما عند ابرام العقد.
صيغ قائمة على الدين التجاري	المرابحة	هو أحد بيعو الأمانة القائم على أمانة البائع في تحديد ثمن سلعته، مع هامش ربح معلوم، بيع بثمان التكلفة مع زيادة هامش الربح.
	الاجارة	هي تملك المؤجر للمستأجر منفعة مقصودة من شيء المؤجر لمدة معينة لقاء عوض معلوم.
	السلم	هو بيع معلوم في الذمة محصور بالصفة بعين حاضر الى اجل معلوم
	الإستصناع	عقد بين المستصنع والصانع حيث يطلب الأول من الثاني ان يصنع له سلعا موصوفة في الذمة يحصل عليها بعد أجل محدد مع تحديد ثمن السلعة وطريقة التسديد.
الصيغ القائمة على الخدمات الاجتماعية (البر والإحسان)	الزكاة	حق واجب لطائفة معينة في زمن مخصوص، وسميت بالزكاة لأنها تزيد في المال الذي أخرجت منه وتوفره في المعنى.
	القرض الحسن	دفع مال لمن ينتفع به على ان يرد بدله، فهو حسن لابتعاده عن التمويل بالفائدة، فهو قرض يمنحه شخص لأخر على نحو مجاني، دون ان يتقاضى في مقابل هذا القرض منافع مادية.

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على (AAOIFI، 2017) و (ابو عجيبة، 2017)، (كمال،

(2018).

3. دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي

من خلال هذا الجزء سيتم تقدير أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي، وذلك لاختبار فرضيات الدراسة وقياس مدى تفسير أثر المتغير التابع، وذلك بالإستعانة ببرنامج Eviews12.

1.3 عينة الدراسة ومصادر البيانات

تتمثل عينة الدراسة في 15 مؤسسة اقتصادية في المملكة العربية السعودية تعمل في قطاع الصناعة تتبع التمويل الاسلامي حسب هيئة الرأجي الشرعية، تم اجراء هذه الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2018-2022، حيث تم الحصول على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة من خلال القوائم المالية لهذه المؤسسات المنشورة في موقع تداول السعودية (تداول السعودية، 2023). وتم استخدام برنامج **eviews** والاعتماد على أسلوب **Panel Data** بهدف التحليل الاحصائي للبيانات والوصول الى نتائج تمكننا من الإجابة على إشكاليتنا.

2.3 التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة EV، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير تم حسابه بالقيمة السوقية الى القيمة الدفترية.
المتغير المستقل: يتمثل في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث يتم قياسه من خلال:
-اجمالي الديون الى اجمالي الأصول TD؛
-الديون طويلة الأجل الى اجمالي الأصول LTD؛
-الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الأصول STD.

3.3 النتائج ومناقشتها

في هذا الجزء سيتم عرض أهم نتائج البحث وذلك كما يلي:

1.3.3 دراسة الاستقرار

لأجل تقدير نموذج الدراسة وتحديد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة توجب القيام أولاً بدراسة استقرار البيانات الخاصة بجميع المتغيرات المعتمدة، ولقيام بذلك فقد تم الاعتماد على الاختبارات الأكثر استخداماً وشيوعاً؛ والمتمثلة في اختبارات (ADF، LLC) وهذا بهدف الكشف عن

خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، ولدراسة الاستقرار فقد قمنا بفحص الفرضيتين التاليتين:

H_0 : وجود جذر الوحدة. السلاسل غير مستقرة.

H_1 : عدم وجود جذر الوحدة. السلاسل مستقرة.

جدول 2: نتائج اختبار الاستقرار

المتغير	نوع الاختبار	عند المستوي $I(0)$
EV	LLC ADF	-12.5787 (0.0000) -3.48009 (0.0003)
TD	LLC ADF	-21.7042 (0.0000) -0.90514 (0.0827)
LTD	LLC ADF	-1.77196 (0.0382) -0.17235 (0.0316)
STD	LLC ADF	-6.80393 (0.0000) -0.67240 (0.0507)

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج ال Eviews.

بناء على نتائج الجدول أعلاه وعلى اختبار LLC تعتبر المتغيرات مستقرة اذا كانت (t -statistic $> t$ - critical) حيث تكون ($Prob < 0.05$) يتم حينها رفض الفرضية H_0 التي تنص بعدم استقرار المتغيرات، وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تشير الى استقرار المتغيرات عند المستوى، وبالتالي يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) في التقدير، وبعد اجراء اختبار LLC تبين ان البيانات الخاصة بكل المتغيرات مستقرة عند المستوى.

2.3.3 تقدير النموذج

سيتم في هذه المرحلة القيام بتقدير كل من نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الأثر الثابتة ونموذج الاثار العشوائية لبيانات بائل، للمفاضلة بينها بعد ذلك لاختيار النموذج المناسب لبيانات الدراسة.

جدول 3: نتائج تقدير النموذج

نموذج الأثر العشوائي		نموذج الأثر الثابت		نموذج الانحدار التجميعي		المتغيرات
Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	
43.59448	0.0803	55.82471	0.0315	41.21171	0.1976	TD
-47.42994	0.0597	-52.77643	0.0424	-47.59844	0.1411	LTD
-36.33249	0.1414	-43.27798	0.0894	-35.17455	0.2688	STD
0.889088	0.0438	-1.286295	0.0591	1.561913	0.0000	C
0.203846		0.724622		0.301153		R²
6.059576		8.822834		10.19865		F-STAT
0.000986		0.000000		0.000011		Prob (F-statistic)
1.621781		1.770571		1.057513		D.WATSON

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج ال Eviews.

من أجل اختيار النموذج الملائم للدراسة سنعمل على تطبيق اختبار هوسمان.

3.3.3 اختبار هوسمان Hausman test

يقوم هذا الاختبار على الاختلاف الجوهرى بين التأثير الثابت والعشوائى فهو المدى الذى يرتبط بالمتغيرات، ومن أجل تحديد أي من النموذجين ينبغي اختياره واستعماله في الدراسة، فإن فرضية العدم تستند على عدم وجود ذلك الارتباط وفي الحالة التي تكون فيها كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية منسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط فإن مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط منسقة وأكثر كفاءة. وعلى هذا الأساس نأخذ الفرضيتين التاليتين:

H0: فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثير العشوائي هو الأفضل؛

H1: الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثير الثابت هو الملائم.

إذا كانت قيمة p أقل من 5 بالمئة فإن النموذج الأنسب هو نموذج الأثر الثابت (Fixed effect).

جدول 4: نتائج اختبار Hausman test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.794347	3	0.0012

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج ال Eviews.

تشير نتائج الجدول أعلاه ان القيمة الاحتمالية للاختبار (0.0012) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية البديلة وبالتالي فإن التأثيرات الثابتة هي الأنسب لتقدير بيانات الدراسة.

4.3.3 اختبار الفرضيات

قبل الشروع في اختبار الفرضيات سنحاول التعرف على جودة النموذج المستخدم فمن خلال الجدول 03 بلغ معامل التحديد R^2 ما نسبته 72.46% مما يفسر ان المتغيرات قيد الدراسة (TD, LTD, STD) تفسر ما نسبته 72.46% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة المؤسسة EV)، وتشير نتائج الاختبار الكلي في اختبار F أن قيمته المحسوبة بلغت (8.822834) وقيمتها الاحتمالية (0.0000)، وبلغت نتيجة الاختبار التشخيصي (Durbin – Watson stat) ما قيمته (1.770571)، وهاتين النتيجةين تشيران الى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات والتي تجعل من التقديرات متحيزة نتيجة فقدان شرط عدم الترابط بين الأخطاء الحالية والسابقة. وبناء على نتائج التحليل الاحصائي في الجدول رقم 03 تم اختبار فرضيات الدراسة على النحو التالي:

تشير نتائج اختبار الفرضيات حسب اختبار الأثر الثابت انه هناك اثر لنسبة اجمالي الديون على مجموع الأصول TD على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي عند مستوى معنوية ($P=0.0315 < 0.05$)، وبالتالي فإنه كلما ارتفعت نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول بنسبة 10% ارتفعت قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي بنسبة 0.82% أي ان هناك اثر ايجابي للهيكل المالي الممثل بنسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية السعودية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أي ان هذه المؤسسات تستفيد من صيغ التمويل الإسلامي حيث تعتمد هذه الصيغ على فكرة المشاركة في الربح والخسارة. وبالتالي تعد هذه

الأموال عبارة عن أموال خاصة لا يترتب عليها تكاليف، كما ان هذه النتائج تتوافق مع التوجه القائل بوجود أثر للهيكل المالي على قيمة المؤسسات ومع ما جاء به مودكلياني وميلر سنة 1963 في مقالهما التصحيحي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى في الدراسة:

كما تشير النتائج الى وجود أثر سلبي معنوي للهيكل المالي ممثلا بكل من نسبة الديون الطويلة الاجل الى اجمالي الأصول LTD على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي خلال فترة الدراسة، حيث يتضح من خلال معادلة الأثر الثابت انه كلما ارتفعت نسبة الديون الطويلة الاجل الى اجمالي الأصول بوحدة واحدة تنخفض قيمة المؤسسة ب 0.77 وحدة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية:

وكذلك تشير النتائج الى وجود أثر سلبي غير معنوي للهيكل المالي ممثلا بنسبة الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الأصول STD على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي خلال فترة الدراسة، حيث كلما ارتفعت نسبة الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الأصول بوحدة واحدة تنخفض قيمة المؤسسة الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي ب 0.28 وحدة. ويفسر ذلك نظريا بسبب دفع الزكاة والضرائب مما يؤدي الى تخفيض الأرباح، كما ان هذه المؤسسات لا تعتمد بنسبة كبيرة على الديون في تمويل احتياجاتها، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.

4. خاتمة

بعد دراستنا للموضوع من مختلف جوانبه، واستعراض عناصر الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي، اذ تم في الجانب النظري التعرف على الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وكذا التمويل الاسلامي، الذي يعد تمويل يعتمد على احكام الشريعة الإسلامية في التمويل حيث يحرم التعامل الربوي، كما يوفر العديد من الصيغ التمويلية للمؤسسات منها ماهو قائم على المشاركة في الربح والخسارة ومنها ماهو قائم على هامش معلوم حتى تتمكن المؤسسات من المفاضلة بينها او دمجها لكي تحقق أفضل مزيج تمويلي يحقق أفضل عائد للمؤسسات ويرفع من قيمتها. اما في الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد في تحليل البيانات على أسلوب البيانات التجميعية (Panel Data) على عينة من المؤسسات السعودية المعتمدة على التمويل الاسلامي، حيث تم دراسة استقرارية السلاسل الزمنية باستعمال اختبار LLC و ADF والذي بين أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى، وبعدها تم تقدير النموذج باستخدام كل من اختبار الانحدار التجميعي واختبار أثر الثابت والعشوائي، ليتم المفاضلة بينها باستعمال اختبار

هوسمان، حيث تبين ان افضل اختبار لتقدير متغيرات دراستنا هو اختبار الأثر الثابت، التي اثبتت نتائجه وجود اثر ايجابي للهيكل المالي المعبر عنه بإجمالي الديون الى اجمالي الأصول على قيمة المؤسسة حيث كلما ارتفعت الديون ذات الصيغة الإسلامية أدى ذلك الى ارتفاع قيمة المؤسسات المعتمدة على التمويل الإسلامي.

نتائج الدراسة

- يعد الهيكل المالي الصورة العاكسة لمصادر تمويل المؤسسات لمختلف أصولها، سواء كانت ملكية او اقتراض او كانت من مصادر قصيرة او طويلة الاجل؛
- مفهوم قيمة المؤسسة غير واضح ومباشر وذلك لكونه يتأثر بالعديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده؛
- يقوم التمويل الإسلامي على قاعدة المشاركة في الأرباح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات وتجميد نظام المشتقات المالية التي تقوم على المعاملات وهمية وقيام بعض شركات الوساطة المالية بالمناجرة بالديون؛
- تتميز صيغ التمويل الإسلامي بالتنوع والتعدد، وهذا لتلبية احتياجات المؤسسات التمويلية، وهذا التنوع يوفر عدد كبير من البدائل التي يمكن المفاضلة بينها او المزج بينها لتحقيق هيكل مالي أمثل بأقل تكلفة وتحقق أعلى قيمة للمؤسسات الاقتصادية؛
- هناك أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي المقاس بإجمالي الديون الى إجمالي الأصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية المعتمدة على التمويل الإسلامي، وهذا ما توافق نظريا مع دراسة ضيف ياسين وزوزي محمد لسنة 2015 وتعارض مع نتائج دراسة خالد مسعد وعائشة بلحرش لسنة 2021؛
- تشير النتائج الى وجود أثر سلبي معنوي للهيكل المالي ممثلا بكل من نسبة الديون الطويلة الاجل الى اجمالي الأصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية السعودية المعتمدة على التمويل الإسلامي خلال فترة الدراسة، حيث انه كلما ارتفعت نسبة الديون الطويلة الاجل الى اجمالي الأصول بوحدة واحدة تنخفض قيمة المؤسسة ب 0.77 وحدة؛
- تشير النتائج الى وجود أثر سلبي غير معنوي للهيكل المالي ممثلا بكل من نسبة الديون قصيرة الاجل الى اجمالي الأصول على قيمة المؤسسات الاقتصادية السعودية المعتمدة على التمويل الإسلامي خلال فترة الدراسة، حيث انه كلما ارتفعت نسبة الديون القصيرة الاجل الى اجمالي الأصول بوحدة واحدة تنخفض قيمة المؤسسة ب 0.28 وحدة، هذا يعني انه

على المؤسسات السعودية عدم الاعتماد عليها في التمويل، وهذا ما يتوافق مع دراسة
ضيف ياسين وزوزي محمد سنة 2015.

توصيات الدراسة

على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التالية :

- على المؤسسات الاقتصادية السعودية زيادة الاعتماد على صيغ التمويل الإسلامي فهي تمثل نسبة قليلة من اجمالي مصادرها التمويلية في هيكلها المالي، فهي تعتمد بنسبة كبيرة على أموالها الخاصة؛
- تفعيل صيغ التمويل الإسلامي في الجزائر لما لها من مزايا عدة في تمويل المؤسسات الاقتصادية، وكذا وضع قائمة للمؤسسات المعتمدة على التمويل الإسلامي.

5. قائمة المراجع

مؤلفات

ابراهيم الهندي منير. (1999). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (المجلد الطبعة الرابعة).
الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

بن فهد الشلهوب صلاح. (2007). صناعة التمويل الاسلامي ودورها في التنمية. السعودية: جامعة الملك
فهد للبترول والمعادن.

تايه النعيمي عدنان، و فؤاد التميمي أرشد. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازور العلمية
للنشر والتوزيع.

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية AAOIFI. (2017). المعايير الشرعية النص
الكامل للمعايير الشرعية. البحرين: ساب SABB للخدمات المصرفية الاسلامية.

المؤلفات الأجنبية

Claude, J. (1991). Histoire de la Théorie Economique. paris: presses
Universitaires de France.

Delahaye, f., & Delahaye, J. (2009). Finance d'entreprise Manuel et Applications.
Paris: Dunod.

اطروحات

حبيبة زحاف. (2018). دور التمويل الاسلامي في الاستثمار-دراسة مقارنة بالتمويل الربوي-(اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ام البواقي -الجزائر:- جامعة العربي بن مهيدي.

عبد العال حماد طارق. (2008). تقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة. الاسكندرية: الدار الجامعية.

علاء مصطفى عبد المقصود ابو عجيبة. (2017). التمويل الاسلامي ودوره في تمويل المنشآت الصغيرة. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.

محمود الزبيدي حمزة. (2006). أساسيات الإدارة المالية (المجلد الطبعة الأولى). الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

منصوري كمال. (2018). ادارة مخاطر صيغ التمويل في البنوك الاسلامية دراسة حالة البنوك الاسلامية القطرية والاردنية خلال الفترة من 2005 الى 2013 (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة -الجزائر:- جامعة محمد خيضر.

هوارى سويسى. (2008). تقييم المؤسسات ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر.

مقالات

خالد مسعد، و عائشة بلحرش. (2021). أثر الهيكل المالي على ربحية المؤسسات الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة -دراسة قياسية على عينة من الشركات السعودية للفترة 2012-2019. مجلة ادارة الاعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 07(العدد 02)، 534-519.

سهايلية نبيلة، و بوكثير جبار. (جوان 2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)-. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد الثالث(العدد الأول)، 267-241.

عائشة بلحرش، و خيرة سحنون. (2022). اثر الهيكل المالي على الاداء المالي للبنوك الاسلامية دراسة
قياسية لبنك الراجحي السعودي للفترة 2002-2020. مجلة المنتدى للدراسات والابحاث
الاقتصادية، المجلد 06(العدد 01)، 519-536.

وردة قريني، وسعيدة بورديمة. (2022). تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة
-دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية-. مجلة الاقتصاد
والتنمية المستدامة، المجلد 05(العدد 02)، 1017-1036.

ياسين ضيف، و محمد زوزي. (2015). تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة -دراسة حالة عينة
من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-2012). المجلة الجزائرية
للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 01(العدد 01)، 101-117.

مداخلات

مختار حميدة، و الطاهر بن خبرت. (2019). ادوات التمويل الاسلامي كبديل لتمويل الاقتصاديات
النامية. الملتقى الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية (الصفحات
01-20). المسيلة -الجزائر-: جامعة المسيلة.

مواقع الكترونية

تداول السعودية. (2023). جميع الاسهم اليوم. تم الاسترداد من السوق الرئيسية :
[https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/ourmarkets/main-](https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/ourmarkets/main-market-watch?locale=ar)
[market-watch?locale=ar](https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/ourmarkets/main-market-watch?locale=ar)