

أثر صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية
لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2012-2020-

The impact of Islamic financing formulas based on margin on the financial profitability of the economic institutions - An empirical study of a sample of economic institutions listed in the Saudi financial market during the period 2012-2020-

د. متناوي امحمد

مخبر المقاولاتية وحوكمة المؤسسات
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر
m.metnaoui@univ-chlef.dz

ط.د. حبار عماد الدين¹

مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر
i.habbar94@univ-chlef.dz

تاريخ النشر: 2023/03/03

تاريخ القبول: 2022/08/16

تاريخ الاستلام: 2022/06/06

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز مدى تأثير استخدام صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش على المردودية المالية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي من خلال تحليل بيانات البانل لمتغيرات الدراسة بواسطة برنامج Eviews. 12، حيث تناولت الدراسة مجموعة من المفاهيم المتعلقة بالرفع المالي، المردودية المالية، وصيغ التمويل الإسلامي وبيان طريقة حساب تكلفتها، وخلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة المدى على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة، على عكس صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل التي كان أثرها غير دال إحصائياً.

الكلمات المفتاحية: صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش، الرفع المالي، المردودية المالية، المؤسسات الاقتصادية.

Abstract:

This study aims to highlight the impact of the Islamic financing formulas based on the margin on the financial profitability of a sample of the economic institutions listed in the Saudi financial market, by analyzing the panel data for the study variables using the Eviews program. 12, Where the study dealt with a set of concepts related to financial leverage, financial profitability, Islamic financing formulas and the method of calculating their cost, The study concluded that there is a positive and statistically significant impact only of long-term Islamic financing formulas based on margins on the financial profitability For the economic institutions that represent the study sample

Key words: Islamic financing formulas based on the margin, Financial leverage, Financial profitability, Economic institutions.

المقدمة:

تسعى المؤسسات الاقتصادية في ظل الأوضاع المالية السائدة والمنافسة الشديدة، إلى ضمان استقرارها وتطورها لزيادة أرباحها وتعظيم مردوديتها المالية، وهو ما يتطلب اتخاذ قرارات على مستوى الإدارة العليا لتحقيق التوازن الملائم في الهيكل المالي من خلال الإعتماد على المزيج الأمثل ما بين الأموال الخاصة والديون المالية للإستفادة قدر الإمكان من الأثر الإيجابي للرفع المالي، غير أن خصوصية التمويل في

1 - المؤلف المرسل: حبار عماد الدين، i.habbar94@univ-chlef.dz

الدول الإسلامية وتجنب العديد من المؤسسات الاقتصادية فيها الاعتماد على القروض القائمة على الفوائد الربوية غير توجيهها نحو التمويل الإسلامي، خاصة في ظل التطور الملحوظ الذي يشهده في العقود الأخيرة في الكثير من البلاد الإسلامية وحتى بعض الدول غير الإسلامية والذي يتجسد في حجم الأصول المالية الإسلامية المتداولة الذي يرتفع سنة تلو الأخرى (Islamic Corporation for the Development, 2020) ، وأشكال التمويل المتاحة حالياً، حيث باتت المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تقدم صيغ تمويل مختلفة منها ما هو قائم على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر والتي تعد تكلفتها بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المعتمدة عليها متغيرة حسب مستوى نشاطها والنتائج التي تحققها، ومنها ما هو قائم على الهامش المعلوم الذي يعني ثبات تكلفتها بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المعتمدة عليها، وبالتالي فإن هذه الصيغ على وجه الخصوص هي جديدة بأن تكون مصدراً مولداً للرفع المالي أو بعبارة أخرى تمهد لمفهوم الرفع المالي وفق صيغ الصيرفة الإسلامية التي تفتح المجال أمام إمكانية تأثيرها على المردودية المالية.

إشكالية الدراسة:

وبناءً على ما سبق جاءت الدراسة لتسليط الضوء على الإشكالية التالية: ما مدى تأثير صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2012-2020؟
ويتفرع عن هذه الإشكالية أسئلة فرعية تساهم في تعزيزها وهي كالاتي:

- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل Lev01 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة؟
- هل توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل Lev02 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على الأسئلة السابقة تم وضع الفرضيات التالية:

- توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل Lev01 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.
- توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل Lev02 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحديد الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية القائمة على الهامش التي تلائم آلية الرفع المالي وهو ما سيتم التطرق إليه في الجانب النظري، كما تهدف بالموازاة مع ذلك إلى قياس أثر هذا النوع من صيغ التمويل الإسلامي على المردودية المالية لعينة من المؤسسات الاقتصادية السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي باستخدام البيانات المقطعية الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة وهي بالإضافة التي سيقدمها الجانب التطبيقي للدراسة.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في تناولها لموضوع حديث وبارز على الساحة في ظل الأزمات المالية المتكررة والمتمثل في التمويل الإسلامي، حيث أخذ الموضوع حظاً وافراً من الدراسات البحثية سواء من قبل الباحثين الأكاديميين أو المنظمات والهيئات الدولية، إلا أنه وعلى الرغم من ذلك فإننا نسجل ندرة نسبية في الدراسات التي تتناول التمويل الإسلامي من منظور المؤسسات الاقتصادية المستخدمة له وليس من منظور

المؤسسات المالية المناحة له، كما أن الدراسات التي تربط التمويل الإسلامي بالنظريات المالية التقليدية على غرار الرفع المالي وتقيس أثره على مؤشرات الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية هي قليلة نوعاً ما، ومن هنا وجب علينا كباحثين العمل على المساهمة في إثراء المادة العلمية من هذا الجانب، لتحديد أثر صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش على واحد من مؤشرات الأداء المالي الهامة في المؤسسات الاقتصادية والمتمثلة في المردودية المالية.

منهج الدراسة:

جمع منهج الدراسة ما بين الجانب النظري والتطبيقي، حيث تم الإعتماد على المنهج الاستنباطي باستخدام أسلوب الوصف والتحليل لتوضيح المفاهيم النظرية للرفع المالي والمنتجات المالية الإسلامية الموافقة له وكذا ربحية أسهم المؤسسات الاقتصادية. كما تم الإعتماد على المنهج الاستقرائي في إطار شق الدراسة المتعلق بالجانب التطبيقي بحكم أن المتغيرات كمية، حيث قمنا باستخدام مجموعة من أدوات الإحصاء المتمثلة في دراسة ارتباط متغيرات الدراسة وتجانس البيانات المقطعية الزمنية، كما قمنا في هذا الإطار بتقدير نماذج البائل والمفاضلة بينها لاختيار النموذج المناسب الذي يستحق أن يحظى بالتحليل وذلك بالإعتماد على نتائج مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.12.

أما أسلوب الدراسة وجمع البيانات فقد اعتمدنا على الكتب والمقالات والمواقع الإلكترونية في المجال في الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا فيه على القوائم المالية والتقارير السنوية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة والمنشورة في الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي.

الدراسات السابقة:

- دراسة (رحيم و خلدون، 2018) 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 بالمدىونية 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 (دلفوف، 2018) 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 بالإعتماد 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 متحسدا في الأرباح المحتجزة والاهتلاك، وكذا التمويل بإصدار الأسهم أين يمكن أن يشترك في حيازة رأس المال مجموعة كبيرة من المكتسبين، 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 المعاملات المالية.

- دراسة (شوادير و حطاطاش، 2018) 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 دراستنا عن باقي الدراسات، هو اقتصرها على صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش والتي تتماشى وتوافق مبدأ الرفع المالي وقياس أثرها على المردودية المالية لـ 25 مؤسسة اقتصادية مدرجة في السوق المالي السعودي، على عكس الدراسات السابقة التي قامت بدراسة ملاءمة نظرية الرفع المالي للاقتصاد الإسلامي أو دراسة محددات الرفع المالي من وجهة نظر إسلامية، كما تخصص دراستنا الحيز الكامل لبحث الرفع المالي بصيغ التمويل الإسلامي للمؤسسات الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة، على عكس الدراسات السابقة التي تعقد مقارنات فيما يخص الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية الإسلامية وكذا التقليدية.

كما تعتمد دراستنا على بيانات البانل التي تم إخضاعها للمعالجة الإحصائية التي تسمح لنا بتقدير النماذج المناسبة التي تساعد في قياس الأثر الحقيقي لمتغيرات الدراسة المستقلة على المتغيرات التابعة.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- **الحدود المكانية:** اقتصرت الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة السعودية والتي تكتسب أسهمها الصبغة الشرعية.

- **الحدود الزمانية:** تم إجراء الدراسة خلال الفترة الممتدة ما بين سنة 2012 و2020، أي لمدة تسع سنوات.

المحور الأول: الإطار النظري للدراسة:

للملازمة مضمين متغيرات الدراسة قام الباحث بتخصيص المحور الأول لدراسة بعض المفاهيم النظرية، حيث قدم الباحث أهم صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش وخصها بالتعريف وبيان حساب تكلفتها بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، كما كان لزاما عليه التطرق لمفهوم الرفع المالي باعتباره جزءا مرتببا بأي مصدر تمويلي ثابت التكلفة، ثم قدم مفهوم المردودية المالية في الجزء الأخير من هذا المحور.

أولا: صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش:

1- التمويل بالمراجحة:

كلمة مارجحة مشتقة من الكلمة العربية "ربح"، والمراجحة 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 اقتصادية بصفته مشتري، ويمكن إبرام هذه الصيغة إما دون وعد مسبق بشراء عادي (مراجحة) أو بوعده مسبق بالشراء، مقدم من صاحب العلاقة للحصول على الأصل من خلال المؤسسة مثل المراجحة لأمر المشتري (عميل). (Alamad, 2019, p. 172).

من خلال ما سبق نستنتج أن تكلفة التمويل بالمراجحة بالنسبة للمستفيدين منه يتمثل في الفرق بين ثمن شراء الأصل (أو السلعة) و ثمن البيع وهو ما يمثل مقدار الربح الذي يتحصل عليه البنك الإسلامي ويمكن حساب تكلفة التمويل بالمراجحة عن طريق معدل التكلفة وفقاً للعلاقات التالية (بوغرارة و غربي، 2013، صفحة 157) :

A: ثمن شراء السلعة المتفق عليها.

V: ثمن البيع.

P: مقدرا الربح = ثمن البيع (V) - ثمن الشراء (A)

Cm: تكلفة التمويل بالمراجحة = مقدار الربح (P) (الذي تحصل عليه البنك).

n: مدة المراجحة بالسنوات.

Rm: معدل تكلفة المراجحة.

نعلم أن:

$$\begin{cases} Cm = A \times Rm \times n & \text{(I)} \\ Cm = P & \text{(II)} \\ V = A + P & \text{(III)} \end{cases}$$

$$Rm = \frac{V-A}{A \times n} \times 100$$

من خلال المعادلات (I) (II) (III) نحصل على:

$$100 = \frac{\text{ثمن البيع (الأصل)} - \text{ثمن الشراء}}{\text{ثمن الشراء} \times \text{المدة (بالسنوات)}} \times$$

2- التمويل بالسلم:

كلمة السلم تعني حرفياً الدفع مقدماً، أي أن السلم يتحقق عند الدفع الفوري المقدم مسبقاً مقابل التسليم المستقبلي للأصول والمعدات (Ali & Zada, 2019, p. 33)، 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. (Alamad, 2019, p. 134)

تتمثل تكلفة التمويل بالسلم بالنسبة للمستفيد في الفرق بين سعر الأصل الحاضر وسعره الآجل، وبعبارة أخرى هي مقدار الفرق بين سعر الأصل في الوقت الآجل وسعره في الوقت العاجل، ويتم حساب تكلفة السلم وفقاً للعلاقات التالية (شوادير و حطاطاش، 2018، صفحة 16) :

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.

$$Rm = \frac{F-D}{D \times n} \times 100$$

حيث أن:

$$100 = \frac{\text{التمن الآجل للأصل} - \text{التمن العاجل للأصل}}{\text{التمن العاجل للأصل} \times \text{المدة (بالسنوات)}} \times \text{أي أن معدل تكلفة التمويل بالسلم}$$

3- التمويل بالاستصناع:

الإستصناع هو عقد تصنيع يشترك في العديد من المميزات مع عقد السلم، كما يتفرد كل منهما في نواح معينة، فرغم اعتبار بعض الفقهاء العقدتين نفس الشيء إلا أن هناك بعض الاختلافات بينهما، فكلمة 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. (Ali & Zada, 2019, p. 33)

إن الحاجة إلى عقد الإستصناع واضحة فهناك بعض المهنيين في كل مجتمع لديهم المهارة لتصنيع أنواع مختلفة من العناصر المطلوبة من قبل أفراد مجتمعهم، ومثل هذه الأشياء لا وجود لها منذ البداية بل هي صنعة جهد ومهارة ووقت هؤلاء المحترفين الذين يجلبون هذه العناصر إلى حيز الوجود.

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 للعلاقات الموضحة فيما يلي (Choudhury & Al-Sakran, 2001, p. 37) :

R: الثمن الآجل للشيء المصنوع.

L: الثمن الحاضر للشيء المصنوع.

Ci: تكلفة الإستصناع = الثمن الآجل للشيء المصنوع (R) - الثمن الحاضر للشيء المصنوع (L)

Ri: معدل تكلفة التمويل بالإستصناع.

n: مدة الإستصناع بالسنوات.

$$Rm = \frac{R-L}{L \times n} \times 100$$

حيث أن:

$$100 = \frac{\text{التمن الآجل للشيء المصنوع} - \text{التمن الحاضر للشيء المصنوع}}{\text{التمن الحاضر للشيء المصنوع} \times \text{المدة (بالسنوات)}} \times \text{أي أن معدل تكلفة التمويل بالإستصناع}$$

4- الإجارة:

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 إيجارا 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 الإجارة حيث تعد في طريقها لتصبح أكثر الأدوات المالية الإسلامية شهرة باعتبارها توفر النهج المالي الإسلامي الملائم للتمويل المتوسط وطويل الأجل للأصول. (Kettell, 2011, p. 78)

ويمكن حساب تكلفة الإجارة المنتهية بالتمليك استناداً إلى الفرق بين مجموع إيجارات الأصل وبين قيمة شراء الأصل نقداً وفقاً للعلاقة التالية (شوار و حطاطاش، 2018، صفحة 17) :

L_i : قسط الإيجار.

A : ثمن شراء الأصل نقداً.

CI : تكلفة التأجير المنتهي بالتمليك.

RI : معدل تكلفة التأجير المنتهي بالتمليك.

n : متوسط مدة الإيجار.

$$RI = \frac{\sum_{i=1}^n L_i - A}{x \cdot n} \times 100 \quad \text{حيث أن:}$$

$$100 = \frac{\text{مجموع الإيجارات - ثمن شراء الأصل نقداً}}{\text{ثمن شراء الأصل نقداً} \times \text{متوسط مدة الإيجار}} \times \text{أي أن تكلفة الإجارة المنتهية بالتمليك}$$

من خلال ما سبق يمكن القول أن التمويل الإسلامي يمتلك مجموعة من الصيغ والمنتجات المالية التي تتميز بثبات تكلفتها بالنسبة للعملاء عامة والمؤسسات الاقتصادية بشكل خاص، وهو ما بإمكانه مساعدة المؤسسات الاقتصادية التي لا ترغب في الحصول على القروض من البنوك التقليدية على تحقيق مزيج تمويلي مبني على استخدام حقوق الملكية والتمويل الإسلامي القائم على الهامش الذي يعد مصدراً للرفع المالي في المؤسسة.

ثانياً: الرفع المالي (المديونية):

تكثر المفاهيم والتعريفات الدائرة حول الرفع المالي لتفسيره، وإن كان الرفع المالي هو اصطلاح ابتدعه الذهنية المؤسساتية التي تسعى إلى تغليف الأمور السلبية وغير المحببة وإعطائها مظهراً جميلاً، 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:

تعرف الرافعة المالية في أبسط معانيها بأنها درجة استخدام المؤسسات الاقتصادية للديون مصادر التمويل ثابتة التكاليف مقارنة برأس المال في تمويل مشاريعها المختلفة. (Rehman , 2013, p. 32)

و يشار إلى الرافعة المالية أيضاً باسم التداول على حقوق الملكية، حيث تعد تكتيكاً مالياً يشمل استخدام الأموال المقترضة (أدوات الدين ثابتة التكاليف) لتعظيم العائد على الإستثمار، كما تتعلق الرافعة المالية بكيفية استخدام المؤسسات الاقتصادية للديون وحقوق الملكية فيما يتعلق بتمويل أصولها وبالتالي فهي تشرح طبيعة العلاقة بين أموال المساهمين والأموال المقترضة التي تشكل هيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية. (Shahid , Akmal , & Mehmood , 2016, p. 338)

كما ينظر للرفع المالي على أنه قيام المؤسسات الاقتصادية بالافتراض من البنوك والمصارف قصد توظيف الأموال في استثمارات تدر أقصى عوائد ممكنة تتجاوز الفوائد المقررة كتكلفة مفروضة على الأموال المقترضة. (Barakat , 2014, p. 58)

بناءً على ما سبق يمكن القول أن الرفع المالي هو اختيار 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.

ثالثاً: المردودية المالية:

قبل التطرق إلى مفهوم المردودية المالية لا بد من إزالة الغمغمة عن مفهوم المردودية بشكل عام حيث وردت العديد من التعاريف بخصوصها نقدم منها على سبيل الذكر لا الحصر مايلي:

تعرف المردودية بأنها مفهوم يطبق على كل نشاط اقتصادي عند استخدام الإمكانيات المادية والبشرية والمالية لتكون كافية لضمان المحافظة على رأس مال المؤسسة، وضمان دفع الفوائد وتسديد القروض (Thuelin, 2014, p. 54).

كما تم تعريفها بأنها عبارة عن قيد مالي يعبر عنه بنسبة النتيجة على رأس المال، حيث يتطلب حسابها تحديد العناصر المكونة لها على غرار الأصول والأموال الخاصة والفائض الخام للاستغلال والنتيجة الصافية (Béatrice & Grandguillot, 2003, p. 209).

بناءً على ما سبق يمكن تعريف المردودية على أنها العائد المحقق جراء توظيف الأموال واستثمارها، وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرتها على تحقيق الأرباح من خلال نشاطها باستخدام الموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها.

تقسم المردودية بشكل عام إلى ثلاثة أنواع مردودية الاستغلال والمردودية الاقتصادية والمردودية المالية، وتعرف هذه الأخيرة بأنها مردودية الأموال الخاصة، وهي تعبر عن قدرة المؤسسة الاقتصادية على تحقيق مردودية مرتفعة تمنح للمساهمين أرباحاً كافية، تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يتعرض إليها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة في إطار اقتصاد السوق (Brealey, 2006, p. 860).

كما تعتبر المردودية المالية بمثابة المحدد للمردودية العامة، حيث تقيس قدرة الأموال الخاصة أو المملوكة على تحقيق أرباح صافية، وبالتالي فهي تقدم صورة حقيقية لاستخدام الأموال من الناحية الإنتاجية أو توظيف الأموال.

بناءً على ما سبق يمكن القول أن المردودية المالية ليست مجرد هدف، بل هي وسيلة لتحقيق استراتيجية لتطوير وتوسيع المؤسسة، أو خلق منتجات جديدة، وهو دور تكميلي للحفاظ على توازن المؤسسة وإمكانية تقييمها للتعرف على مراكز القوة والضعف فيها وتحديد وضعيتها داخل القطاع الذي تنشط فيه، ويمكن حساب المردودية المالية وفقاً للعلاقة التالية:

FP: المردودية المالية

NR: النتيجة الصافية

OE: حقوق الملكية

حيث أن:

$$FP = \frac{NR}{OE}$$

أي أن المردودية المالية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{حقوق الملكية}}$

المحور الثاني: الدراسة القياسية والتطبيقية:

يتناول المحور الثاني من الدراسة الجانب التطبيقي الذي يعنى بتحديد الطريقة والإجراءات اللازمة والواجب اتباعها، والتحليل الوصفي للمتغيرات وتركيبية كل منها، وإجراء اختبارات جودة النماذج الإحصائية اللازمة والمطلوبة، وكذا اختبار الفرضيات وتحليل نتائج الدراسة المتحصل عليها.

أولاً: الطريقة والإجراءات:

وردت الدراسة التطبيقية في جزئين، يتناول الأول وصفا متكاملا للبيانات المالية المستخدمة وتحديدًا لمجتمع وعينة الدراسة حجما ونوعا، ويتناول الجزء الثاني وصفا وضبطا للمتغيرات المستخدمة في التحليل.

1- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى سنة 2020 وعليه فقد قام الباحث باختيار العينة المكونة من 32 مؤسسة اقتصادية من مجتمع الدراسة والتي تتوافق أسهمها مع المعايير الشرعية حسب كل من مؤسسات الراجحي المالية والإئتماء للاستثمار والبلاد المالية، وكل من الدكتور محمد بن سعود العصيمي والشيخ الدكتور عبد العزيز بن فوزان الفوزان (أرقام، 2022)، وأخضعها لمجموعة من الشروط المتمثلة في:

- توفر البيانات المالية المدققة للمؤسسات الاقتصادية المنشورة طيلة فترة الدراسة، حيث أقصينا مؤسسة واحدة وفق هذا الشرط.
- عدم انخراط أي مؤسسة اقتصادية من العينة في اندماج مع أي مؤسسة اقتصادية أخرى طيلة فترة الدراسة، وقد تم إقصاء مؤسستين من العينة المختارة وفقا لهذا الشرط.

- توفر أسعار إغلاق أسهم المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة في نهاية كل عام من فترة الدراسة.

- عدم تعرض أسهم المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة للإيقاف عن التداول طيلة فترة الدراسة، وقد أقصينا أربع مؤسسات من العينة المختارة وفق هذا الشرط.

- استخدام المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة لصيغ تمويل إسلامي طويلة أو قصيرة الأجل متوافقة مع الرفع المالي دون غيرها من صيغ التمويل التقليدية المحرمة في الشريعة الإسلامية.

بعد إخضاع العينة العشوائية من المؤسسات الاقتصادية المختارة للشروط السابقة، تم الاستقرار على العينة النهائية للدراسة والمتكونة من 25 مؤسسة اقتصادية.

والجدول رقم (01) يوضح القائمة النهائية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة مصنفة حسب مجال نشاطها.

الجدول رقم (01): المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة حسب مجال نشاطها

المؤسسات الاقتصادية	القطاع
- المؤسسة المتقدمة للبتروكيماويات - مؤسسة الدريس للخدمات البترولية والنقلات - مؤسسة جازان للطاقة والتنمية - مؤسسة كيميائيات الميناثول - مؤسسة الإسمت السعودية - مؤسسة الخزف السعودي - مؤسسة الشرق الأوسط لصناعة وإنتاج الورق - مؤسسة الصناعات الزجاجية - مؤسسة الصناعات الكهربائية - مؤسسة اللجين القابضة - مؤسسة أنعام الدولية القابضة - المؤسسة السعودية لأنابيب الصلب - مؤسسة إسمت تبوك - مؤسسة إسمت ينبع	الطاقة والصناعات التحويلية
- المؤسسة الوطنية للتنمية الزراعية - مؤسسة الجوف للتنمية الزراعية - مؤسسة سابك للمغذيات الزراعية.	الزراعة
مؤسسة طيبة للاستثمار - مؤسسة دار الأركان للتطوير العقاري - مؤسسة الأندلس العقارية	الإستثمار والترقية العقارية
مؤسسة عسير للتجارة والسياحة والصناعة - مؤسسة هيرفي للخدمات الصحية - مؤسسة جرير للتسويق - مؤسسة دور للضيافة - مؤسسة المواساة للخدمات الطبية.	الخدمات

المصدر: من إعداد الباحثان

2- نموذج ومتغيرات الدراسة وقياسها:

تتكون الدراسة من متغيرين هما:

- المتغير المستقل: يتمثل في عملية الرفع المالي من خلال صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش، والذي تم تقسيمه إلى:

❖ Lev01 : صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل وقد تم قياسها بمجموع الديون المالية الإسلامية ثابتة التكاليف طويلة الأجل إلى 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.

- المتغير التابع: ويتمثل في:

❖ FP : المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة وقد تم قياسها من خلال قسمة النتيجة الصافية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على حقوق ملكيتها.

ومن أجل قياس أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة Lev01 و Lev02 على المتغير التابع FP تم الاعتماد على نموذجين باستخدام بيانات البانل Panel data، وبالتالي إثبات أو نفي فرضيات الدراسة، وعليه فقد تم صياغة النماذج في المعادلتين التاليتين:

$$FP_{it} = \alpha_1 + \beta_1 lev01_{it} + \mu_{1it} \quad \text{- معادلة النموذج الأولى:}$$

$$FP_{it} = \alpha_2 + \beta_2 lev02_{it} + \mu_{2it} \quad \text{- معادلة النموذج الثانية:}$$

حيث تمثل المعالم α_1 α_2 الحد الثابت، وتمثل β_1 β_2 المعلمات المقدرة لمتغيرات الدراسة المستقلة، بينما تمثل i عدد المؤسسات و t السنوات.

ثانيا: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم تحليل البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع من خلال استخلاص البيانات الفعلية في التقارير السنوية المنشورة لعينة المؤسسات الاقتصادية المختارة عشوائيا وبالبالغ عددها (25)، وبما أن مفردات عينة الدراسة لكل متغير تزيد عن (30) مفردة فإنه وحسب نظرية النهاية المركزية لا توجد حاجة لإجراء اختبار التوزيع الطبيعي، وعليه تم احتساب معامل الالتواء Skewness ومعامل التفرطح Kurtosis لمتغيرات الدراسة لبيان مدى ملائمتها للتوزيع الطبيعي، ووفقا 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). (Kim, 2013, p. 52).

وحتى يتم التأكد من التوزيع الطبيعي لبواقي معادلتى الانحدار قام الباحث باستخدام اختبار جارك بيرا Jarque-Berra، حيث تنص فرضية العدم على أن بواقي معادلة الانحدار موزعة طبيعيا انطلاقا من هذا الاختبار، فنقبل فرضية العدم إذا كانت القيمة الاحتمالية لإحصائية J-B أكبر من مستوى المعنوية 5% والعكس.

وبالرجوع إلى نتائج الجدول رقم (02) تم التأكد من أن متغيرات الدراسة موزعة طبيعيا استنادا إلى الاختبارات المذكورة أعلاه.

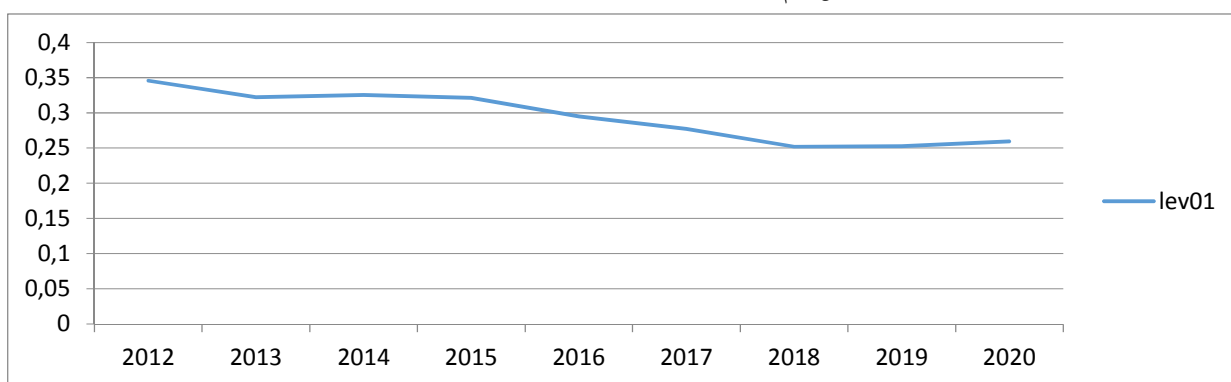
الجدول رقم (02): نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية لعينة الدراسة

المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة	معامل الالتواء	معامل التفلطح	جارك بير
Lev01	0.2946	0.0102	0.3456	0.2520	0.0130	1.4627	0.6420
صكوك مراحة	0.0174	0.0005	0.0300	0.0072	0.3127	1.8114	0.7130
التمويل بالسلم	0.0996	0.0005	0.1096	0.0856	-0.4713	2.4323	0.6415
مراحة إسلامية	0.1445	0.0033	0.1692	0.1136	-0.4004	1.6860	0.7969
إستصناع	0.0332	0.0038	0.0562	0.0104	0.4656	1.5778	0.7022
Lev02	0.0678	0.0036	0.1000	0.0400	0.1387	1.6100	0.6861
تورق إسلامي	0.0340	0.0016	0.0556	0.0144	0.2846	1.7505	0.5817
إستصناع	0.0332	0.0038	0.0652	0.0104	0.4656	1.5778	0.6038
FP	1.8917	13.9058	3.2280	-0.7680	-0.8115	2.7627	0.5971

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

بالنظر إلى نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المعروضة في الجدول رقم (02) أعلاه، نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي للمتغير Lev01 قد بلغت حوالي 29% أي أن حقوق الملكية الخاصة بعينة المؤسسات الاقتصادية أكبر بأكثر من ثلاث أضعاف صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل التي تستخدمها في هيكلها المالي، وتدل قيمة الانحراف المعياري المنخفضة التي بلغت 0.01 صغر الاختلاف الموجود بين أعلى قيمة والتي بلغت 0.34 سنة 2012 وأدنى قيمة والتي بلغت 0.25 سنة 2018، كما نلاحظ أن اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على صيغة المراجعة الإسلامية هي الأكبر من بين الصيغ الأخرى بوسط حسابي بلغ حوالي 14% فيما جاء اعتمادها على الصكوك المراجعة كأقل صيغة بوسط حسابي لم يتعدى نسبة 2%، والشكل رقم (01) يوضح تطور المتغير Lev01 خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (01): تطور المتغير Lev01 خلال فترة الدراسة

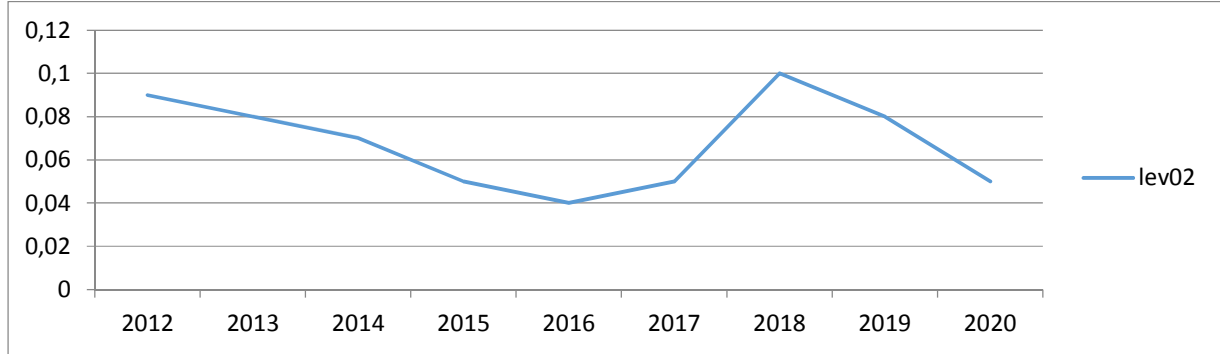


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

ويبين الشق الثاني من الجدول رقم (02) أن قيمة الوسط الحسابي للمتغير Lev02 بلغت 6% وهو ما يفسر أن اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل يمثل أقل من عُشر حقوق الملكية الخاصة بها، في

حين تشير القيمة المنخفضة للانحراف المعياري والبالغة 0.03 إلى عدم وجود فوارق بين أعلى قيمة 0.1 سنة 2018 وأدنى قيمة 0.04 سنة 2016، 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 3.4% والتورق الاسلامي بوسط حسابي نسبته 3.31%، والشكل رقم (02) يوضح تطور المتغير Lev02 خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (02): تطور المتغير lev02 خلال فترة الدراسة

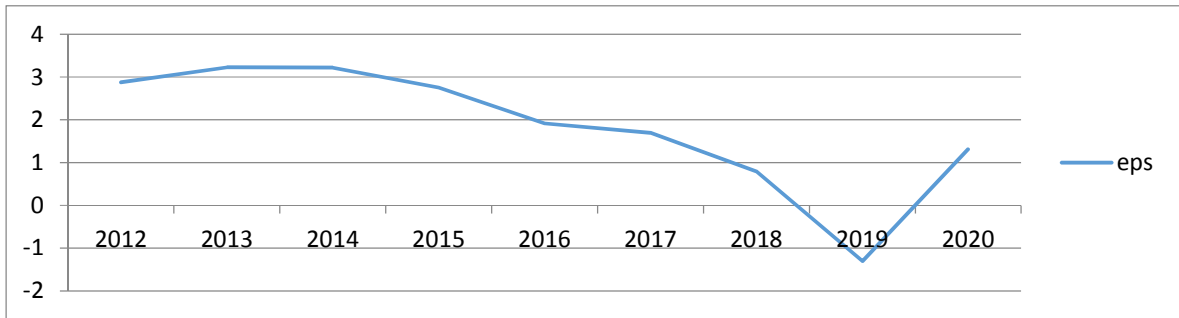


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

بالمقارنة بين نسب اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على الرفع المالي بصيغ تمويل إسلامي طويلة الأجل Lev01 والرفع المالي بصيغ تمويل إسلامي قصيرة الأجل Lev02، نلاحظ أنها تميل إلى التمويل طويل الأجل للتوسع أكثر في أعمالها وتحقيق الاستقرار نسبيا في هيكلها المالي.

يعالج القسم الثالث من الجدول رقم (02) التحليل الوصفي للمتغير التابع المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة، حيث بلغ وسطه الحسابي 1.89، فيما جاءت قيمة الانحراف المعياري كبيرة والتي بلغت 13.9 وهو ما يشير إلى وجود فارق معتبر بين أعلى قيمة والبالغة 3.22 سنة 2013 وأدنى قيمة والبالغة -0.76 سنة 2019 وهو ما يمكن تفسيره بأثر تداعيات الأزمة الصحية كورونا (Covid 19) التي ضربت العالم وألقت بضلالها على الجانب المالي، والشكل رقم (03) يوضح تطور المتغير FP خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (03): تطور المتغير eps خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

ثالثا: إختبار جودة النماذج الإحصائية

بغية التأكد من جودة نتائج الدراسة من جميع النواحي الإحصائية، وقابليتها للقياس تم القيام بمجموعة من الاختبارات الإحصائية للمتغيرات المشككة لنموذج الدراسة على غرار دراسة الارتباط بين المتغيرات واختبار التجانس، والمفاضلة بين نماذج البائل وهذا للتأكد من أن المتغيرات تستطيع أن تحظى بتمثيل نموذج الدراسة.

1- دراسة الارتباط بين المتغيرات لنماذج الدراسة:

تسمح لنا مصفوفة الارتباط بين المتغيرات بتحديد أزواج الارتباط الممكنة، كما تؤكد مسألة خلو نماذج الدراسة من المشاكل الممكن حدوثها أثناء عملية التقدير، ويقدم الجدول رقم (03) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة الخاصة بكل نموذج.

الجدول رقم (03): مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

Sample: 2012-2020 Cross-sections included: 25			Periods included: 9 Total panel observations: 225		
النموذج الثاني			النموذج الأول		
	FP	Lev02		FP	Lev01
FP	1		Lev01	1	
Lev02	0,437689	1	Lev01	0.958632	1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

يتضح من خلال الجدول رقم (03) ارتباط كل من المتغيرين Lev01 و Lev02 إيجاباً في كل من النموذجين الأول والثاني على التوالي مع المتغير.

2- تقدير النماذج القياسية:

2-1- اختبار التجانس Hsiao :

تمثل اختبارات التجانس خطوة هامة في تحديد هيكل بيانات البانل، حيث يتم إجراء هذا الاختبار لمعرفة مدى تجانس معلمات نماذج الدراسة، 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 (Bourbonnais, 2015, p. 349):

❖ H0 : البيانات متجانسة

❖ H1 : اختبار الفرضيتين التاليتين :

➤ H1 : البيانات غير متجانسة

➤ H0 : اختبار الفرضيتين التاليتين :

✓ H0 : البيانات متجانسة

✓ H1 : البيانات متجانسة جزئياً

الجدول رقم (04): اختبار Hsiao لنماذج الدراسة

النموذج الثاني		النموذج الأول		نماذج الدراسة
P-Value	F-Stat	P-Value	F-Stat	الاختبارات
0.0002	8.503701	0.0000	17.286451	فيشر المحسوبة F1
0.9613	1.397586	0.7386	0.481129	فيشر المحسوبة F2
0.0038	134.642317	0.0268	42.914763	فيشر المحسوبة F3

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

يتضح من خلال الجدول رقم (04) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة للنموذجين (0.0000) للنموذج الأول و (0.0002) للنموذج الثاني) هي أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) أي رفض فرضية العدم للنموذجين (البيانات غير متجانسة)، وعليه يتم الانتقال إلى المرحلة الثانية أين نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر للنموذجين (0.7386) للنموذج الأول و (0.9613) للنموذج الثاني) 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 للنموذجين (0.0268) للنموذج الأول و (0.0038) للنموذج الثاني) أصغر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهو ما يسمح لنا بقبول الفرضية العدمية التي تنص على أن النموذج المقدر ذو تأثيرات

أثر صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المامش على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2012-2020- د. حبار عماد الدين، د. متناوي احمد

فردية أو عشوائية ورفض الفرضية القائلة أن المعلمات التقاطعية متماثلة بين الأفراد، وبالتالي فإن نموذج بيانات البانل تعد الأنسب في هذه الدراسة.

2-2- تقدير نماذج البانل:

سيتم في هذه الخطوة القيام بتقدير كل من نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية لبيانات البانل الخاصة بكل نموذج من نمودجي الدراسة، للمفاضلة بينها بعد ذلك لاختيار النموذج المناسب لبيانات الدراسة (Green, 2003, p. 283).

الجدول رقم (05): معلمات النماذج المقدره باستخدام نماذج البانل الثلاث

Dependent variable: eps		Sample: 2012-2020				Periods included: 9	
Cross-sections included: 25		Total panel observations: 225					
نموذج الآثار العشوائية		نموذج الآثار الثابتة		نموذج الانحدار التجميعي		نماذج البانل	
0.0000	24.1943	0.0032	35.03553	0.0002	17.95189	lev01	
0.0014	-5.4843	0.0090	-8.49002	0.0000	-2.80066	C	
0.679281		0.732882		0.953129		معامل التحديد	
0.542318		0.694723		0.946433		معامل التحديد المصحح	
37.092345		19.20569		142.3454		إحصائية فيشر (F)	
0.015843		0.003225		0.0032		احتمالية فيشر (F)	
0.0891	11.1874	0.2766	16.7868	0.2664	18.2526	lev02	
0.1432	-0.0457	0.4139	0.83918	0.5049	0.72124	C	
0.198362		0.165891		0.172432		معامل التحديد	
0.245823		0.046733		0.54208		معامل التحديد المصحح	
3.668913		1.392193		1.458523		إحصائية فيشر (F)	
0.03214		0.27657		0.023664		احتمالية فيشر (F)	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

2-3- المفاضلة بين نماذج البانل:

بعد تقدير نماذج الدراسة، تنتقل إلى مرحلة المفاضلة التي تمكن من اختيار النموذج الأنسب لتقدير بيانات الدراسة، وعليه تم استخدام اختبار مضاعف لاغرانج لهذا الغرض.

2-3-1- اختبار مضاعف لاغرانج:

يتم استخدام اختبار مضاعف لاغرانج الذي قام باقتراحه Breusch-Pagan سنة 1980 للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي وكل من نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية من خلال الفرضيات التالية:

H0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

H1 : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو النموذج الملائم.

والجدول الموالي يوضح نتائج اختبار مضاعف لاغرانج لنماذج الدراسة:

الجدول رقم (06): اختبار مضاعف لاغرانج لنماذج الدراسة

Lagrange multiplier (LM) test for panel data		
النموذج الثاني	النموذج الأول	نماذج الدراسة
8.807326	1.084632	Breusch-Pagan
0.000832	0.428761	Prob

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

تشير نتائج الجدول رقم (06) إلى أن القيمة الاحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan لنموذج الدراسة الأول (0.428761) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وعليه تم رفض الفرضية البديلة وقبول فرضية العدم، وبالتالي فإن الانحدار التجميعي هو الأنسب لتقدير بيانات نموذج الدراسة الأول.

كما تشير نتائج نفس الجدول إلى أن القيم الاحتمالية لإحصائية Breusch-Pagan لنموذج الدراسة الثاني (0.000832) أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وعليه تم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي فإن نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية هو الأنسب لتقدير بيانات نموذج الدراسة الثاني.

2-3-2- اختبار هوسمان Hausman:

بناء على نتائج اختبار مضاعف لاغرانج التي تم فيها الاستقرار على أن نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية هو الأنسب لتقدير بيانات نموذج الدراسة الثاني، تم الخلاص إلى ضرورة القيام باختبار هوسمان Hausman الذي يفصل في مسألة الاختبار بين هذين النموذجين وفق الفرضيات التالية (Housman, 1976, p. 28):

H0 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

H1 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

الجدول رقم (07): نتائج اختبار هوسمان Hausman للنموذج الثاني

Correlated Random Effects-Hausman test		
Equation: Untitled		
Test cross-section random effects		
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Prob. Chi-Sq
Cross-section random	28.687953	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews. 12

تشير نتائج الجدول رقم (07) إلى أن القيمة الاحتمالية للاختبار (0.0000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية العدمية وبالتالي فإن التأثيرات الثابتة هو الأنسب لتقدير بيانات النموذج الثاني للدراسة.

رابعا: اختبار فرضيات الدراسة:

بعد القيام بعملية المفاضلة بين نماذج البائل واختيار الأنسب منها لكل نموذج من نماذج الدراسة، تم اختبار فرضيات الدراسة كما هو موضح في الآتي:

- الفرضية الأولى H01: توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل Lev01 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

يعرض الجدول رقم (06) نتائج اختبار الانحدار التجميعي لنموذج الدراسة الأول حيث يبين أثر صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل Lev01 كمتغير مستقل على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة eps كمتغير تابع من خلال معادلة النموذج الأول التي تمثلها، حيث جاءت القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر (0.0032) أقل من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني أن المتغير المستقل يؤثر على المتغير التابع والنموذج صالح وجيد للتنبؤ، وتدلل قيمة المعامل المعياري (Standardized Coefficient) β التي بلغت 17.95 على وجود أثر للمتغير Lev01 على المتغير FP، كما تشير القيمة الاحتمالية Prob البالغة 0.0002 إلى أن هذا الأثر هو ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وعلى ضوء ذلك تم قبول الفرضية الأولى التي تنص على أنه " توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل Lev01 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة".

وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل 0.94 Adjusted R-squared أي أن المتغير المستقل Lev01 يفسر ما نسبته 94% تقريبا من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع FP.

- **الفرضية الثانية H02:** توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل Lev02 على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة.

يعرض الجدول رقم (06) نتائج إختبار الآثار العشوائية لنموذج الدراسة الثاني حيث يبين أثر صيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل Lev02 كمتغير مستقل على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة FP كمتغير تابع من خلال معادلة النموذج الثاني التي تمثلها حيث جاءت القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر (0.03214) أقل من مستوى المعنوية 5%، وهو ما يعني أن المتغير المستقل Lev02 يؤثر على المتغير التابع والنموذج صالح وجيد للتنبؤ، وتدل قيمة المعامل المعياري Standardized Coefficient (β) التي بلغت 11.1874 وجود أثر إيجابي للمتغير Lev02 على المتغير FP، إلا أن القيمة الاحتمالية Prob البالغة 0.0891 أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي فإن هذا يشير إلى أن هذا الأثر غير دال إحصائيا عند مستوى معنوية 5%، وعلى ضوء ذلك تم رفض الفرضية الثانية التي تنص على أنه "توجد علاقة تأثير إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل Lev02 على المردودية المالية FP للمؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة".

خامسا: تحليل نتائج الدراسة

- يوجد أثر لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش طويلة الأجل على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية السعودية عينة الدراسة، ويعود سبب هذه النتيجة حسب وجهة نظر الباحث إلى الاتجاه العام لإدارات هذه المؤسسات الرامي إلى تعظيم ثروة الملاك، حيث تقوم بتمويل استثماراتها الحالية والمستقبلية من خلال اللجوء إلى الرفع المالي بصيغ تمويل إسلامية طويلة الأجل كبديل عن القروض الربوية في ظل سعيها إلى تنوع مصادر تمويل هياكلها المالية، خاصة مع التسهيلات التي يضعها النظام المصرفي السعودي لتمكين وتطوير الصيرفة الإسلامية، والذي يتجسد في وجود بنوك ومصارف إسلامية قوية ومعتمدة في صورة بنك الراجحي والتي تقدم خدمات مالية بصيغ كثيرة ومتعددة تخدم كافة احتياجات ومتطلبات السوق الإقتصادي، وهو الأمر الذي يجعل من تكاليف التمويل الإسلامي المعتمد من قبل المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة أقل من معدل العائد على الأصول وبالتالي ينتقل هامش الفرق إلى حقوق الملكية.

كما يقوم البرنامج الذي وضعته المملكة العربية السعودية للنهوض باقتصادها خارج قطاع المحروقات وفق رؤيتها المسطرة بحلول سنة 2030 والمرتكز أساسا على دعم المؤسسات الاقتصادية في مختلف القطاعات ماليا واستراتيجيا وإداريا بدور كبير في تطوير المنظومة القاعدية للمؤسسات السعودية، وجعلها كيانات إقتصادية حقيقية وقائمة بذاتها تسعى دائما للمساهمة بشكل فعال في بناء اقتصاد وطني متين من خلال عملها على مواصلة النمو والتطور المستمر وتحقيق المزيد من الأرباح سنة تلو الأخرى وهو ما يبرز مليا في زيادة نصيب الملاك والمساهمين في الأرباح.

في السياق ذاته والتزاما بالدور الإقتصادي والاجتماعي المنوط بالمؤسسات المالية الإسلامية القيام به، تقدم هذه الأخيرة الدعم المالي للمؤسسات الاقتصادية بأشكال جد ميسرة قد تصل إلى حد إصدارها لمنتجات مالية خالية من التكاليف (تلتزم فيها المؤسسات الاقتصادية المستفيدة من هذه الصيغ برد أصل الدين دون تحمل أي أعباء مالية إلى جانبه) ما يمكنها من تدعيم هياكلها المالي بالشكل المطلوب دون تكبد مزيد من المخاطر، وبالتالي فإنها تكون مهيئة لرفع نصيب الملاك والمساهمين من الأرباح عند أي مستوى مردودية تقوم بتحقيقه.

وتساهم أيضا الثقافة المالية التي اكتسبتها المؤسسات الاقتصادية السعودية والتي تندرج ضمن ثقافتها التنظيمية في حسن تدبير واستخدام مصادر التمويل الخارجية من خلال تحديد الوقت والحجم والكيفية التي يتم بها الاستعانة بمصادر التمويل هذه، لتصبح بذلك أداة تنقل أداؤها المالي من وضع إلى وضع أحسن لا عبء يتحملها ويستنزف مردوديتها.

- لا يوجد أثر لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش قصيرة الأجل على ربحية أسهم المؤسسات الاقتصادية السعودية عينة الدراسة، ويرى الباحث أن لجوء بعض إدارات هذه المؤسسات إلى صيغ التمويل الإسلامي قصيرة الأجل المتوافقة مع الرفع المالي قد يكون موجها لسد عجز السيولة المطلوبة للتشغيل جراء زيادة في المطلوبات قصيرة ومتوسطة الأجل للحفاظ على ثروة الملاك، وهو ما يعني أن التمويل الخارجي قصير الأجل لا يوظف بما يكفي للحصول على أصول واستثمارات جديدة تزيد من حجم مبيعاتها وأرباحها. وعادة ما تستخدم المؤسسات الاقتصادية التمويل قصير الأجل لأغراض مستعجلة وآنية، ما يجعل المؤسسات المالية في موقف أقوى من حيث التفاوض حول العمولات والتكاليف المالية، وعليه فإن الحصول على التمويل قصير الأجل قد يخدم المؤسسة من حيث تسهيل الخروج من العسر المالي لكنه لن يمكنها من تطوير أدائها المالي.

كما أن حجم اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على الرفع المالي بصيغ تمويل إسلامية قصيرة الأجل هو قليل بالمقارنة مع اعتمادها على الرفع المالي بصيغ تمويل إسلامية طويلة الأجل، وبالتالي فإن طبيعة الأثر على أدائها المالي المقاس بمردوديتها المالية في هذه الدراسة يختلف في الحالتين.

الخاتمة:

إن بلوغ العمل المالي الإسلامي في المملكة العربية السعودية لقرابة النصف قرن، جعل المؤسسات الاقتصادية السعودية على ثقة تامة ويقين كامل في نجاعته وفعالته، وهو ما دفعها إلى اعتماد صيغه بشكل ملحوظ في هيكلها المالي، خاصة الصيغ ذات التكاليف الثابتة التي توافق آلية الرفع المالي، ماجعلها تسجل تطوراً ملحوظاً في أدائها المالي الممثل بالمردودية المالية الذي يعزى بالأساس وفي غالبته إلى استخدامها لصيغ التمويل الإسلامي القائمة على الهامش ذات الأجل الطويل ضمن هيكلها المالي والتي مكنتها من الاستفادة بما يسمى بالأثر الإيجابي للرفع المالية خاصة في ظل التسهيلات التي يضعها النظام المصرفي السعودي لتطوير الصيرفة الإسلامية والبنوك الإسلامية الكبيرة المتواجدة التي تجعل تكاليف التمويل الإسلامي معقولة.

إن اعتماد المؤسسات الاقتصادية عينة الدراسة على الصيغ طويلة الأجل لم يثنها عن اللجوء إلى الصيغ قصيرة الأجل التي تستخدم في الغالب للخروج من ضوابط سريعة، وتكون لفترة أقل من سنة في الغالب، وهو ما يجعلها موجهة لتسيير الأعمال بالدرجة الأولى بدلا من التركيز على تحسين المردودية المالية.

تعد التجربة السعودية في مجال الصيرفة الإسلامية مُبشرة على الرغم من الكثير من أوجه النقص الممكن تداركها مع مرور الوقت، خاصة في ظل تواجد كل مقومات تطويرها من بنوك إسلامية كبيرة وكليات إقتصادية على استعداد لإدماج التمويل الإسلامي ضمن هيكلها المالي وإرادة سياسية تبارك وتدعمها من خلال الرؤية الواضحة والتخطيط المحكم.

قائمة المراجع:

- أرقام الإستثمارية. (2022). الأسهم الشرعية. تم الاسترداد من أرقام: <https://www.argaam.com/ar/company/shariahcompanies/3//3>
- سعيد رحيم، وزينب خلدون. (2018). دراسة تحليلية لمدى صلاحية نظرية الرفع المالي في المشروعات الاقتصادية الإسلامية. مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03 - العدد: 04، 52-64.
- سفيان دلفوف. (2018). أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14/ العدد 19، 189-210.
- حمزة شوار، وعبد السلام حطاطاش. (2018). تحليل ظاهرة الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة - حالة ماليزيا. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 05 - العدد 01، 13-28.

بومدين بوغراة، وناصر صلاح الدين غربي. (2013). مدى توافق صيغ التمويل الإسلامي مع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. مجلة دفاتر الاقتصادية، المجلد 4 - العدد 1، 156-172.

عبد المجيد تيمواي. (2015). أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية، حالة مؤسسة التسيير الفندقية سلسلة الأوراسي. مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 8 - العدد 2، 818-845.

Rehman, S. (2013). 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, PP. 33-40.

Shahid, H., Akmal, M., & Mehmood, S. (2016). 'Effect of Profitability and Financial leverage on Capital Structure in Pakistan Commercial Banks'. *International Review of Management and Business Research*, VOL. 5, N. 1, PP. 336-340.

Barakat, A. (2014). 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, PP. 55-66.

Alamad, S. (2019). *Financial and Accounting Principles in Islamic Finance*. Switzerland: Springer Nature.

Ali, M., & Zada, N. (2019). *The Islamic Finance Trading Framework, Legitimizing Profit Making*. Switzerland: Palgrave Macmillan.

Choudhury, M. A., & Al-Sakran, S. (2001). Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia., *Managerial Finance*, Vol. 27, Issue 10/11, pp. 25-48.

Kettell, B. (2011). *The Islamic Banking and Finance Workbook*. United Kingdom: John Wiley & Sons, Incorporated.

lee, c., Adkins, r., & hill, C. (2011). *Using Stata for Principles of Econometrics, 4th Ed*. New York: John Wiley & Sons, Inc,

Al-Kayed, L. T. (2012, 04 13). Capital Structure and Performance of Islamic Banks: Determinants and Optimality. *PhD thesis*. Kuala Lumpur: Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia.

Bourbonnais, R. (2015). *Econométrie : Cours et exercices corrigés*. Paris, France: Dunod.

Kim, H. Y. (2013). Statistical notes for clinical researchers: assessing normal distribution (2) using skewness and kurtosis. *Restorative dentistry & endodontics*, Vol. 38, No. 1, 52-54.

Islamic Corporation for the Development. (2020). *Islamic Finance Development Report*. Jeddah.

Babikir, M. Allaoui, A. & Al sharmah, S. (2021). The Relationship between a Stock Price, its Earning Per Share, and its Dividend Per Share: Evidence from The Saudi Stock Exchange 2015-2018. *Journal of Excellence for Economics and Management Research*, Vol 05, N 01, 337-349.

Housman, J. (1976). *Specification tests in econometrics*. Londres: Cambridge: Department of economics.

Green, W. (2003). *Econometric Analyses*. New York: New York University.

Thuelin, E. (2014). *Analyse Financiere Groupée et IFRS*. Paris : Economica.

Béatrice, & Grandguillot, F. (2003). *Analyse financiere*. Paris : Edition alima.

Brealey, R. (2006). *Principes de gestion Financière, 8ième édition*. Paris : Person Education.