

تحليل ظاهرة الرفع بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، دراسة مقارنة - حالة ماليزيا

Leavrage Analysis between traditional and Sharia-compliant institutions, comparative study - the case of Malaysia

حمزة شودار¹، *، عبد السلام حططاش²

¹ جامعة سطيف 1 (الجزائر)؛

² جامعة سطيف 1 (الجزائر)؛

تاريخ الاستلام: 2018/01/15 ؛ تاريخ المراجعة: 2018/01/20 ؛ تاريخ القبول: 2018/04/10

ملخص:

تعتمد المؤسسات على الرفع المالي لتعظيم تغير العائد للملاك مقابل تغيرات طفيفة في مستوى الأرباح التشغيلية، من خلال اعتمادها على الاقتراض في تمويل نشاطها. من جانب آخر، نجد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة تتحاشى القروض الربوية وتعتمد على صيغ تمويلية بديلة تختلف من حيث خصوصية تكاليفها وبالتبعية من حيث درجة الرافعة المالية لديها. يهدف البحث إلى دراسة وتحليل الاختلاف في الاعتماد على الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة لعينة من المؤسسات الاقتصادية الماليزية المدرجة في البورصة. الكلمات المفتاح: الرفع المالي؛ المؤسسات التقليدية؛ المؤسسات المتوافقة مع الشريعة؛ تكاليف صيغ التمويل الإسلامية؛ درجة الاعتماد على الاستدانة.

تصنيف JEL: G32; G35; L25.

Abstract:

Firms rely on leverage to maximize the return for the owners against minor changes in the level of profits, through relying on borrowing to finance their activities.

On the other hand, Shari'ah compliant institutions avoid Reba-based loans and rely on alternative Financing Modes with different costs, which means difference in the degree of financial leverage between shari'ah and non-shari'ah compliant firms.

This research aims to study and analyze the degree of reliance on leverage between traditional and Shari'ah-compliant institutions by using a sample of the Malaysian economic listed firms.

Keywords: Financial leverage; Traditional institutions; Shari'ah-compliant institutions; cost of Islamic financing modes; degree of indebtedness.

JEL Classification Codes : G32 ;G35 ;L25.

*e-mail: Hamza.chouder@univ-setif.dz

- تمهيد :

تعد ظاهرة الرفع المالي من بين أهم الآليات التي تعتمد عليها المؤسسة في زيادة درجة استجابة أرباحها للتغيرات الطفيفة في مستويات النشاط، وذلك من خلال زيادة نسبة الأعباء الثابتة التشغيلية التي ينتج عنها رفع تشغيلي أو من خلال زيادة نسبة الديون المالية باعتبار تكاليفها الثابتة هي مصدر ظاهرة الرفع المالي.

لكن من جانب آخر نجد أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة تستثني من مصادر تمويلها الصيغ الربوية القائمة على سداد أعباء مالية ثابتة (فوائد) بغض النظر عن مستويات النشاط المحققة التي تمثل مصدر ظاهرة الرفع المالي، وتعتمد على صيغ متوافقة مع الشريعة، منها القائمة على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر مثل المضاربة، المشاركة، الاستصناع، الخ، ومنها صيغ الهامش المعلوم (المراجحة، الاجارة، السلم، الخ). إن الاختلاف في طبيعة الصيغ المعتمد عليها بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، وبالتبعية اختلاف طبيعة الأعباء المالية المتحملة، يجعلنا نتساءل عن مدى تأثير هذا الاختلاف في درجة الاعتماد على الرفع المالي كأحد أهم آليات الرفع من المردودية للمساهمين في المؤسسات المتوافقة مع الشريعة بالمقارنة مع المؤسسات التقليدية.

يسعى هذا البحث إلى بيان درجة الاعتماد على ظاهرة الرفع في كل من المؤسسات الاقتصادية التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، من خلال عينة من المؤسسات الماليزية المدرجة في البورصة، وتتركز إشكالية هذا البحث في الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: إلى أي مدى يتوافق الاعتماد على الرفع المالي بين المؤسسات الاقتصادية التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؟

1.1- مفهوم الرفع المالي :

ينشأ الرفع المالي نتيجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض لتمويل أصولها، فكلما زادت نسبة الديون مقارنة بالأموال المملوكة لمؤسسة ما، زاد ذلك من درجة الرفع المالي لديها.¹

وسمي بالرفع المالي لأن وجود التكاليف المالية يؤدي إلى رفع مقدار التغير في العائد المتاح للملاك مقارنة بمقدار التغير في مستويات نشاط المؤسسة، بسبب ثبات هذه التكاليف وعدم تغيرها بدلالة مستويات النشاط؛ فتحمل المؤسسة لتكاليف ثابتة يعد المصدر المولد لظاهرة الرفع. سواء الرفع التشغيلي (لوجود التكاليف الثابتة التشغيلية) أو المالي (ناتج عن التكاليف الثابتة المالية لقاء الاقتراض).

1.1.1- مدلول الرفع المالي:

يؤدي وجود تكاليف مالية كما أشرنا إلى حدوث تغيرات في ربح السهم بنسبة أكبر من تلك التي تحدث في مستويات النشاط إيجابيا أو سلبا، لكن من جانب آخر فهذا يؤثر على زيادة درجة المخاطر المالية (Financial risk)؛ فالمنشأة ذات التكاليف المالية الثابتة المرتفعة، تتعرض لتغير أكبر في معدل العائد المتاح للملاك نتيجة التغير بمعدل أقل في صافي الربح العملياتي (Operating income)، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.²

وعليه يمكن اعتبار الرفع المالي عبارة عن سلاح ذو حدين؛ فهو وسيلة لزيادة العائد على حقوق الملكية لكن مقابل زيادة في المخاطر التي يتحملها المشروع.

2.1.1- أهمية الرفع المالي:

تتعامل المؤسسات مع مسألة الرفع المالي بحذر، إذ تشكل مستويات الاستدانة المرتفعة خطرا على المؤسسة والمستثمرين باعتبارها قد تزيد من احتمالات العسر المالي أو حتى الإفلاس، ولكن من جانب آخر، فإن عدم اعتماد المؤسسة على الديون يثير شكوكا واستفسامات من قبل المستثمرين، باعتبارها إشارة على قلة الهوامش المحققة لأن المؤسسات التي تحقق عوائد على الأموال المستثمرة (مردودية اقتصادية) أعلى من معدلات الفائدة، ستؤدي قروضها إلى تعظيم معدل نمو أرباحها، وذلك لأن المردودية المالية عبارة عن دالة للمردودية الاقتصادية (تحدد قيمتها في ضوء المردودية الاقتصادية) ودرجة استدانة المؤسسة معبرا عنها بأثر الرافعة المالية.³

وتصاغ العلاقة بين المردودية الاقتصادية والمالية كما يلي:⁴

$$R_{CP} = R_e + (R_e - i') \times \frac{D}{CP}$$

R_{CP} : المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة (Rentabilité des Capitaux Propres)

R_e : المردودية الاقتصادية i' : تكلفة الاستدانة بعد الضريبة ($i' = i(1-t)$)

D: الديون

CP: الأموال الخاصة

تعتبر نسبة "الديون إلى الأموال الخاصة" ($\frac{D}{CP}$) عن درجة استئانة المؤسسة والمعبّر عنها عادة برافعة الاستئانة (Levier d'Endettement)، وارتفاعها يترجم درجة عالية من الاستئانة. وتبرز العلاقة بوضوح أنه إذا كانت المردودية الاقتصادية مرتفعة مقارنة بتكلفة الديون بعد الضريبة، فإن زيادة دائنية المؤسسة تعتبر إيجابية إذ تسهم في الرفع من المردودية المالية. تبرز للعلاقة السابقة بوضوح أهمية الرفع المالي كآلية لتعظيم الأرباح للملاك لكن بشرط تحقيق عائد على الأصول المستثمرة أكبر من تكلفة الاستئانة بعد الضريبة.⁵

وهو نفس الأثر الذي نجده للرفع المالي كعنصر من العناصر المكونة للعائد على حقوق الملكية في تحليل ديون (DuPont analysis)⁶، بحيث يصاغ العائد على حقوق الملكية من خلال العلاقة:⁷

العائد على حقوق الملكية = هامش الربح الصافي × معدل دوران الأصول × معدل الرفع المالي

يبين التحليل السابق أن مزايا الرفع المالي تظهر في حالة تحقيق المؤسسة لعوائد على الأموال المستثمرة أعلى من تكلفة الاستئانة، بينما يظهر تأثيرها السلبي إن قل عائد الأموال المستثمرة عن تكلفة الديون مما يؤدي إلى انخفاض أكبر في العائد مقارنة بمقدار التغير في مستوى النشاط.

تتمثل مزايا الرفع المالي عند مستويات عائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض في ما يلي:⁸

- تحسين العائد نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار؛
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة؛
- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عندما ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين)؛
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتثريب (الخصم) من الضريبة؛
- في فترات التضخم، يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية، وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل؛
- الاقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

أما سلبيات الرفع المالي التي تظهر عند مستويات مردودية اقتصادية أقل من تكلفة الاقتراض فيمكن إيجازها فيما يلي:⁹

- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة الاقتراض؛
- احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة؛
- في فترات تراجع نسب الترخيم وانخفاضها، يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة؛
- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض.

3.1.1- قياس درجة الرفع المالي:

تقاس درجة الرفع المالي في المؤسسة من خلال نسبة التغير في إيرادات حملة الأسهم العادية إلى نسبة التغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة.¹⁰

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\Delta EPS \%}{\Delta EBIT \%} = DFL = \frac{\Delta \text{العائد للسهم}}{\Delta \text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}$$

كما تقاس درجة الرفع المالي دون استخدام التغير النسبي من خلال قسمة الربح التشغيلي قبل خصم الفوائد إلى الربح التشغيلي بعد خصم الفوائد كما يلي.¹¹

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{EBIT}{EBIT - I} = DFL = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة - فوائد الديون}}$$

حيث:

EPS: العائد للسهم الواحد

DFL: درجة الرفع المالي

EBIT: الربح التشغيلي قبل الفوائد والضريبة I: فوائد الديون.

وينبغي التفريق بين درجة الرفع المالي والرفع المالي، فهذا الأخير يقاس بطريقة مختلفة من خلال مجموعة من النسب منها التي تأخذ بعين الاعتبار في البسط الديون طويلة الأجل فقط خصوصا عند دراسة الهيكل المالي للمؤسسات، ومنها نسب تأخذ كل الديون بعين الاعتبار مثل نسبة الديون إلى الأموال المملوكة (Debt-to-Equity Ratio) التي يتم حسابها بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأموال المملوكة (Total debt / Total Equity)، كما نجد نسب أخرى تستخدم إجمالي مصادر التمويل (ملكية وديون) في المقام بدلا من الأموال المملوكة فقط.^{12*}

2.1- تحليل تكاليف صيغ التمويل الإسلامية:

كما سبق الإشارة إليه، فإن الاعتماد على الاستدانة وما ينجر عنه من تكاليف مالية ثابتة تعد مصدر ظاهرة الرفع المالي. ويرى البعض أن عدم تعامل المؤسسات بالفوائد الربوية يعني عدم استفادتها من ظاهرة الرفع.¹³ لكن إذا تأملنا في مسببات الظاهرة (الرفع المالي) فهي تكمن في وجود تكاليف ثابتة مالية. أما التكاليف الثابتة التشغيلية فينشئ عنها ما يسمى بالرفع التشغيلي، ولكليهما يتشابه الأثر من حيث تعظيم التذبذب الحاصل في عائد السهم بدلالة التغيرات في مستويات النشاط ومردودية الأصول. ومن هذا المنطلق فبالإمكان الحديث عن ظاهرة الرفع في مؤسسة تتمول بالصيغ الإسلامية إن نتج عنها دفع تكاليف ثابتة.

وحتى يتم تقييم مدى اعتماد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة على هذه الظاهرة، ينبغي القيام بتحليل لمختلف الصيغ التي تعتمد عليها كبديل للإقتراض التقليدي.

لا تتحدد التكلفة الفعلية لأغلب صيغ التمويل الإسلامي والعائد منها بدقة إلا بعد الانتهاء من المعاملة، إلا أن المستثمر والممول على حد سواء بحاجة لمعرفة تكلفة الأموال أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار قبل الشروع فيه من أجل القيام بعمليات التقييم واختيار المشاريع من جانب المستثمر، ومن جانب المصرف كذلك الذي ينبغي عليه التصريح بالعائد المتوقع لجذب وحث المودعين للإقبال عليه.

1.2.1- تكلفة الصيغ المبنية على الهامش (Mark-up):

تضم صيغ الهامش المعلوم كلا من المراجعة، السلم، الاستصناع، البيع بالتقسيط، والاجارة المنتهية بالتملك:

1.1.2.1- المراجعة:

تقاس تكلفة التمويل بالمراجعة بالنسبة لطالب التمويل (مشتري الأصل مراجعة) في الفرق بين ثمن شراء الأصل مراجعة وثن شراء نقداء، وبقسمة هذا الفرق على العمر الإنتاجي للأصل محل المراجعة نتحصل على مقدار التكلفة السنوية لصيغة المراجعة. وبالتالي فهي تشبه من حيث ثبات تكلفتها وعدم ارتباطها بمستويات النشاط المحققة، الأعباء المالية للديون التقليدية، مما يعني أن الاعتماد عليها يزيد من درجة الرفع المالي.

ويمكن توضيح تكلفة التمويل بالمراجعة رياضيا كما يلي.¹⁴

لتكن الرموز التالية:

A_0 : ثمن اقتناء الأصل بدون اللجوء لصيغة المراجعة.

A : ثمن اقتناء الأصل مراجعة $(A_0 + M)$ ، حيث يرمز M لمقدار هامش المراجعة الذي يحصل عليه البائع (التكلفة بالنسبة للمشتري)؛

N : مدة الاستثمار (عدد السنوات)؛

R : معدل التكلفة السنوي ؛

$$R = \frac{1}{N} \times \frac{M}{A_0} \times 100\% = \frac{A - A_0}{A_0 \times N} \times 100\% \quad \text{إذن:}$$

2.1.2.1- السلم:

تشبه صيغة السلم صيغة المراجعة من حيث كون تكلفة التمويل لا ترتبط بمستوى النشاط، فتكلفة التمويل بالسلم بالنسبة للمتمول تتمثل في ذلك الفارق بين سعر السلعة الحاضر (A_0) وسعر السلعة الآجل (A_1) ، بعبارة أخرى هو مقدار الفرق بين سعر السلعة في الوقت الآجل وسعر السلعة في الوقت العاجل، لكنهما يختلفان من حيث كون المراجعة معلومة التكلفة وقت إبرام العقد، بينما يتم تحديد تكلفة صيغة السلم عند استلام السلعة وليس عند الاتفاق.

إذا رمزنا بـ N للمدة المطلوبة لعملية بيع السلم، سعر السلعة الحاضر (A_0) (أي ثمن بيع السلعة في الوقت الحاضر) وسعر السلعة

$$R = \frac{A_1 - A_0}{A_0 \times N} \times 100\% \quad \text{بالعلاقة:}^{15}$$

3.1.2.1- الاستصناع:

تكون صيغة الاستصناع من مصادر التمويل إذا كان ثمن الشيء المصنوع مؤجلا، وفي هذه الحالة، فإن تكلفة الاستصناع تتمثل في ذلك الفرق بين سعر الشيء المصنوع حاضرا وسعره الآجل (وقت التسليم)، وبذلك تكون صيغة معدل تكلفة الاستصناع مطابقة لصيغة تكلفة

$$R = \frac{A_1 - A_0}{A_0 \times N} \times 100\% \quad \text{أي:} \quad 16\%$$

حيث تصبح (A_1) تمثل الثمن الآجل للشيء المصنوع، (A_0) تمثل الثمن الحاضر، (N) مدة الاستصناع بالسنوات.

بما أن صيغة الاستصناع بدورها تحمل المؤسسة تكلفة ثابتة مالية لا تتأثر بتغير مستويات النشاط، فهذا يعني أن التمويل عن طريقها يعد مصدرا لظاهرة الرفع.

4.1.2.1- الشراء بالتقسيط:

طريقة حساب تكلفة التمويل عند الشراء بالتقسيط لا تختلف عن طريقة حساب تكلفة التمويل بالمراجعة، حيث تتمثل في ذلك الفرق بين ثمن الشراء بالتقسيط للسلعة والتمن الحاضر، ونحصل على التكلفة السنوية بقسمة هذا الفرق على عدد سنوات سداد الأقساط. وبالتالي فهي تكاليف ثابتة لا ترتبط بمستوى النشاط المحقق مما يجعلها مصدرا لظاهرة الرفع.

5.1.2.1- الإجارة المنتهية بالتمليك:

يتم حساب تكلفة التأجير المنتهي بالتمليك من خلال الفرق بين مجموع إيجارات الأصل وبين قيمة شراء الأصل نقدا مقسومة على عدد سنوات سداد أقساط الإيجار، وهو ما يجعلها من المصادر المولدة لظاهرة الرفع.

يتبين من خلال تناول مختلف صيغ الهامش المعلوم أنها تساهم في زيادة الأعباء الثابتة وبالتبعية فهي تمثل مصدر مولدا لظاهرة الرفع المالي.

2.2.1 - تكلفة صيغ التمويل بالمشاركة في الربح:

تتميز هذه الصيغ في كون الممول يحصل على جانب من الأرباح ان تحققت وليس على مبلغ محدد سلفا، فهي بذلك تشبه أموال الملكية من حيث الخصوصية، وتضم هذه الصيغ أساسا: المشاركة والمضاربة.

1.2.2.1- المشاركة:

يقوم الممول إما بالمشاركة الدائمة في رأسمال الشركات الطالبة للتمويل أمو مشاركة متناقصة تنتهي ملكيتها تدريجيا بمرور الوقت وتسمى المشاركة المنتهية بالتمليك. على أن يحصل على نسب من الأرباح تتناسب مع مقدار مساهمته في تمويل المشروع.

وعليه فإن تحديد تكلفة مشاركة الممول في الشركة تشبه كيفية تحديد تكلفة الأسهم العادية التقليدية، إذ أن المؤسسة تلتزم تجاه المشارك (البنك الإسلامي)، باعتباره شريكا بجزء من الأرباح مما يعني أن لها نفس طبيعة الأموال المملوكة، بمعنى لا تنجر عنها تكاليف مالية ثابتة، وبالتبعية لا تؤثر على الرفع المالي للمؤسسة.

2.2.2.1- المضاربة:

يتمثل رأس مال مشروع المضاربة في الأموال التي يقدمها رب المال مقابل التزام المضارب بتقديم نسبة متفق عليها من الأرباح في حال تحققها، وبذلك يكون العائد المطلوب يشبه العائد بالنسبة لرأس المال في المشاركة من حيث كونه جزءا من الأرباح المحققة وبالتبعية لا يؤثر على الرفع المالي للمؤسسة.

يستخلص مما سبق أن صيغ الهامش المعلوم تعد صيغا مولدة لظاهرة الرفع عكس صيغ التمويل القائمة على المشاركة في الربح.

يمكن بيان خصوصية كل صيغة من الصيغ التمويلية من حيث عناصر التكلفة والمخاطرة وغيرها من خلال الجدول التالي:

الخصائص / الصيغ	المضاربة	المشاركة	الاحارة	السلم	المراوحة
طبيعة التمويل	قائمة على الاستثمار	قائمة على الاستثمار	قائم على الايجار	مزيح بين الدين والعمل التجاري	مزيح بين الدين والعمل التجاري
تكلفة التمويل	عدم تأكد قبلي	عدم تأكد قبلي	ثابتة ومحددة مسبقا	عدم تأكد قبلي	ثابتة ومحددة مسبقا
العلاقة بين التكلفة والعائد المطلوب	ارتباط كلي	ارتباط كلي	ارتباط ضعيف	لا ارتباط	ارتباط قوي ولكن ليس كلي
المخاطر المتحملة من قبل موفر الأموال	1- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالاضافية إلى تكلفة الفرصة البديلة	نفسها مع المضاربة	- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالاضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة	- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالاضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة	- تحمل كامل المخاطر بقدر المساهمة بالاضافة إلى تكلفة الفرصة البديلة
درجة عدم التأكد من العوائد	2- لكامل مدة العقد	عدم تأكد مطلق	عدم تأكد مطلق	عدم تأكد مطلق	عدم تأكد فقط لمدة قصيرة من العقد
دور الممول في التسيير	منعدم	تحكم شامل	تحكم شامل في استخدام التمويل	منعدم	تحكم شامل في استخدام التمويل

المصدر: Fahim Khan, Comparative Economics of Some Islamic Financing Techniques, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, research paper N° 12, 1991, p57.

3.1- تأثير خصوصية التمويل في الاقتصاد الإسلامي على درجة الاعتماد على الاستدانة:

يستخدم الرفع المالي في الأدبيات التقليدية كأحد الوسائل الهامة لتعظيم الأرباح من خلال الاعتماد على الديون مقابل دفع فوائد عليها. هذه الأخيرة معلوم حرمة التعامل بها في الاقتصاد الإسلامي. فهل يعني ذلك عدم إمكانية الاستفادة من هذه الظاهرة في إطار صيغ التمويل الإسلامي؟

أبرز العديد من الباحثين أن الاقتصاد الإسلامي يقوم على الاقتصاد الحقيقي مما يعني عدم المبالغة في الاستدانة، وضرورة أن تكون الديون مغطاة بالأصول تغطية كاملة.¹⁷ كما ركز البعض على بيان مزايا التمويل عن طريق الملكية، باعتبارها الأفضل لهيكل تمويل المؤسسات، ليس لكونها تتوافق مع الشريعة الإسلامية فحسب، ولكن أيضا لكونها تحفز على تحريك عجلة النمو والانتاج وتسخير الموارد لتعود بالفائدة على المجتمع مركزين على الجانب القيمي للتمويل عن طريق صيغ الملكية من حيث كونها تخدم المجتمع ككل لا فئة الممولين فقط لكونها تضمن استقرار أسواق رأس المال وتقيها من الهزات العنيفة التي يتسبب فيها الإفراط في الاستدانة.¹⁸

وبالتالي يمكن القول أن الاقتصاد الإسلامي يميل من الناحية النظرية إلى تفضيل المشاركات والمضاربات على الصيغ القائمة على الاستدانة لما فيها من تقاسم للمنافع مقابل تحمل جملة من المخاطر أو الغرم، لكن هل يتوافق واقع الاعتماد على صيغ التمويل الإسلامية مع هذا التحليل النظري؟

4.1- واقع الاعتماد على صيغ التمويل الإسلامية:

بينت مختلف الدراسات التي تناولت اعتماد المؤسسات على صيغ التمويل الإسلامية أن أغلبها يفضل صيغ الهامش المعلوم، بينما يقل الاعتماد على صيغ المشاركة في الغنم والغرم، مما يعني أنها تفضل الصيغ التي لا تؤدي إلى فقدان السيطرة على المؤسسة، ولكن أيضا لبعض المزايا التي توفرها هذه الصيغ؛ فثبات تكاليفها مقارنة بجعلها مولدة لظاهرة الرفع المالي وبالتالي تؤدي إلى زيادة مقدرا التغير في العوائد للملاك.

كما لا ينبغي إهمال حقيقة دور إحصاء البنوك الإسلامية عن الاعتماد على الصيغ المبنية على المشاركة والمضاربة لارتفاع درجة مخاطرتها، مما يعني قلة توفر هذه الصيغ للمؤسسات التي ترغب اللجوء إليها لتمويل نشاطاتها.

انطلاقاً مما سبق، تفترض هذه الدراسة أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة تعتمد أقل على التمويل بالديون، لكن تفترض أيضاً عدم وجود فوارق كبيرة في درجة الاعتماد على ظاهرة الرفع المالي، بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة.

II - الطريقة والأدوات :

من أجل معرفة مدى تطابق الاعتماد على الرفع المالي بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة تم إعداد عينة للشركات المالية المدرجة في البورصة وذلك للفترة من 2005 إلى 2015، بالاعتماد على قاعدة البيانات داتاستريم (DataStream)، حيث تم بداية تحميل كل الشركات المالية المدرجة في البورصة والتي تحتويها قاعدة البيانات، وكان عددها الإجمالي 1417 شركة، لكن هذه العينة خضعت للعديد من عمليات التصفية لتناسب وطبيعة الدراسة.

1.11- تصفية البيانات وتحديد عينة الدراسة:

يمكن إنجاز خطوات تصفية وتحديد عينة الدراسة كما يلي:

1. العينة الابتدائية شملت كل المؤسسات بما فيها المتوقعة عن النشاط، كما لوحظ أيضاً أنها تتضمن بعض الشركات المتكررة بسبب تغيير في اسمها أو تضمينها لرمزين مختلفين لنفس الشركة (الشركة الأم مع الفرع مثلاً مع تطابق في البيانات). أدت عملية التصفية الأولى إلى الإبقاء على 1209 مؤسسة.

2. بعد تحميل بيانات الدراسة الخاصة بهذه العينة، تم حذف المؤسسات التي لم تتوفر على البيانات خلال كل سنوات الدراسة (2005-2015)، فتم حذفها والحصول على 1080 مؤسسة؛

3. لزيادة جودة الدراسة، تقرر الإبقاء على الشركات التي تظهر بيانات متتالية لـ 5 سنوات على الأقل، فتم الحصول على 894 مؤسسة؛

4. تم استثناء المؤسسات ذات الطابع المالي (المصارف، ومؤسسات التأمين، ومؤسسات المراهنة) نظراً لكون طبيعة نشاطها يختلف عن باقي المؤسسات مما يستدعي ضرورة حذفها من العينة كما حذفت المؤسسات المنتمية لقطاعات لا تظهر في العينة الخاصة بالمؤسسات المتوافقة مع الشريعة (المخامر والقمار) وذلك لضمان تجانس وحدتها. الجدول الموالي يبين طبيعة القطاعات المستثناة مع الرمز القطاعي الوارد في داتاستريم:

الجدول (2): القطاعات المستثناة من الدراسة

IND_GRP_CODE	IND_GRP_Label	القطاعات المستثناة
42	Consumer Finance	التمويل الاستهلاكي
67	Brewers	المخامر
100	Gambling	القمار
102	Banks	البنوك
104	Asset Managers	مؤسسات إدارة الأصول المالية
106	Life Insurance	مؤسسات التأمين على الحياة
107	Prop. & Casualty Ins.	مؤسسات التأمين على الممتلكات والحوادث
108	Insurance Brokers	مؤسسات الوسوسة في قطاع التأمين
113	Specialty Finance	المؤسسات المتخصصة في التمويل
133	Reinsurance	مؤسسات إعادة التأمين
141	Full Line Insurance	مؤسسات التأمين الشامل

IND_GRP_CODE	IND_GRP_Label	القطاعات المستثناة
152	Mortgage Finance	التمويل العقاري
159	Exchange Traded Funds	صناديق المتاجرة في العملات

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التصنيف القطاعي لقاعدة داتاستريم.

كان عدد المؤسسات المنتمية لإحدى القطاعات المستثناة والمبينة في الجدول هو 41 مؤسسة مما أدى إلى تناقص حجم العينة ليصبح: 853 مؤسسة.

5. هذه العينة تضم كل من المؤسسات المتوافقة مع الشريعة وباقي المؤسسات. وبما أن الدراسة قائمة على المقارنة بينهما، فقد تم تحديد الشركات المتوافقة مع الشريعة طيلة الفترة 2005 – 2015، حسب تقارير المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية بماليزيا¹⁹ (The Shari'ah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia) الصادرة في نوفمبر من كل سنة بحيث تم استثناء الشركات التي صُنفت ضمن المتوافقة مع الشريعة في سنوات وحذفت في أخرى وحصرت عينة الدراسة في المؤسسات الحاضرة في التصنيف طيلة الفترة محل الدراسة.

الجدول الموالي يبين عدد المؤسسات التي صُنفت ضمن الموافقة مع الشريعة خلال سنوات الدراسة حسب كل قطاع:

الجدول (3): عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة في كل قطاع خلال نوفمبر من كل سنة، الفترة 2005 – 2015

Main Market/ ACE Market	Shari'ah-compliant securities										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Consumer Products	129	130	123	123	126	131	133	125	106	107	101
Industrial Products	289	291	280	286	280	273	268	253	194	200	194
Mining	1	1	1	-	1	1	1	1	1	-	-
Construction	59	60	54	51	48	48	42	43	36	35	39
Trading/Services	166	171	167	171	171	170	168	178	143	146	150
Properties	82	78	78	75	73	71	77	74	59	67	65
Plantation	41	40	37	39	38	38	39	39	34	37	36
Technology	79	103	101	100	98	104	101	95	71	73	74
Infrastructure (IPC)	7	7	7	5	6	7	7	7	5	4	4
Finance	4	5	5	5	5	3	3	2	2	2	2
SPAC	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	2
Hotel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Close End Fund	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	857	886	853	855	846	846	839	817	653	673	667

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقارير الدورية الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي

(أنظر: <http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs->

[/shariah-advisory-council](http://shariah-advisory-council))

يبين الجدول أن عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة خلال فترة الدراسة تراوح بين 653 و886، إلا أن كل سنة تشهد تصنيف شركات جديدة استوفت شروط التصنيف، وشركات تغادر القائمة نظراً للإحلال ببعض الشروط والنسب المعيارية التي يعتمد عليها في التصنيف²⁰. وحتى تكون العينة أكثر دلالة، ارتأينا ألا تشتمل إلا على المؤسسات المتوافقة مع الشريعة التي تضمنها التصنيف طيلة 10 سنوات من فترة الدراسة أي بين 2005-2014، وبذلك تضمنت العينة النهائية 406 مؤسسة اقتصادية متوافقة مع الشريعة.

تم الحصول في النهاية على عينة للدراسة مؤلفة من 853 مؤسسة منها 406 مؤسسة متوافقة مع الشريعة و 447 غير متوافقة مع الشريعة حسب المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) المالي المذكر أعلاه.

يهدف القيام بتحليل يمكن من معرفة مدى الاختلاف في الاعتماد على الرفع بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة من قطاع لآخر تم تقسيم عينة الدراسة حسب التصنيف القطاعي الخاص بثومسون رويترز²¹ Thomson Reuters Business Classification (TRBC)، والجدول (4) الملحق يلخص العينة النهائية للدراسة.

2.11 - متغيرات الدراسة:

يهدف معرفة مدى الاعتماد على الرفع المالي في كل من المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، سيتم قياس الرفع المالي من خلال أهم النسب المستخدمة عادة في مثل هذه الدراسات والتي تلخص في:

أ- إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول: $TDpTA = \frac{TD}{TA}$: يتضمن بند إجمالي الديون (TD) المستخدم بحسب التعريف الوارد في وورد سكوب²²، والمعتمد عليه في استخلاص البيانات من قاعدة داتا ستريم، كل الديون بفوائد والالتزامات المرشحة لعقود الاستئجار (interest bearing and capitalized lease obligations)، فالحساب بذلك يشمل مجموع الديون طويلة وقصيرة الاجل.

ب- إجمالي الديون على إجمالي رأس المال: $TDpTC = \frac{TD}{TC}$: تحسب هذه النسبة والواردة تحت رمز (08221) في بيانات وورد سكوب بقسمة الديون طويلة الأجل (مجموع الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل والجزء الحال للديون طويلة الأجل) على إجمالي رأس المال (مجموع: رأس المال، الديون قصيرة الاجل، والجزء الحال للديون طويلة الأجل).²³

ت- الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول: $LTDpTA = \frac{LTD}{TA}$: تضم في بسطها إجمالي الديون طويلة الأجل (03251) والتي تشمل كل الالتزامات المالية طويلة الأجل مستثنى منها الجزء واجب السداد خلال سنة (الديون الحالية)، وترد صافية من أي علاوة أو تخفيض.²⁴ أما المقام (إجمالي الأصول الوارد تحت رمز 02999)، فيضم كل الأصول طويلة وقصيرة الأجل.²⁵

ث- الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال: $LTDpTC = \frac{LTD}{TC}$: هذه النسبة والواردة تحت رمز (08216) في بيانات وورد سكوب تضم في بسطها إجمالي الديون طويلة الأجل بحسب التعريف السابق، أما المقام فيتمثل في إجمالي رأس المال بنفس التعريف السابق (إجمالي رأس المال، الديون قصيرة الاجل، والجزء الحال للديون طويلة الأجل).

نشير في الأخير إلى أن إجمالي رأس المال بالمفهوم السابق يختلف عن إجمالي الأصول من حيث كون إجمالي رأس المال يستثني الالتزامات التجارية تجاه الموردين (الموردون وأوراق الدفع).

III - النتائج ومناقشتها :

بعد إدخال البيانات السابقة في برنامج STATA وحسابالنسب لكل من المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، تم الحصول على النتائج التالية:

III.1 - تحليل الفوارق العامة:

تم بداية حساب متوسط قيم النسب الأربعة السابقة لسنوات الدراسة وكانت النتائج كما يلي:

III.1.1 - النتائج الخاصة بالمؤسسات غير المتوافقة مع الشريعة:

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TDpTA	4152	25.30309	39.42775	0	1882.62
TDpTC	4124	30.28399	73.11399	-3270.76	1080.45
LDpTA	4151	10.3712	13.33457	0	82.32111
LDpTC	4124	16.46482	29.93946	-104.75	1121.79

III.2.1 - النتائج الخاصة بالمؤسسات المتوافقة مع الشريعة:

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
TDpTA	4340	19.89642	43.54367	0	2322.1
TDpTC	4335	23.55674	81.12945	-4467.18	1136.48
LDpTA	4340	8.005953	10.48661	0	98.11926
LDpTC	4335	15.49122	197.6	-123.35	12825.79

من خلال مقارنة النتائج يتبين أن كل النسب المعبرة عن الرفع المالي للمؤسسات غير المتوافقة مع الشريعة كانت أعلى من نسب المؤسسات المتوافقة مع الشريعة، وهذا يتماشى مع خصوصية وطبيعة هذه الأخيرة كما أشرنا في الجانب النظري. لكن من جانب آخر يمكن ملاحظة عدم وجود فوارق كبيرة بين النسب، فرغم أنها أقل للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة إلا أن النسب معتبرة مما يبين أنها تعتمد بدورها على ظاهرة الرفع للاستفادة من مزاياها لتعظيم عوائد الملاك.

لتتبع مدى التشابه بين سلوك العينتين تجاه الاعتماد على ظاهرة الرفع بدلالة الزمن، تم حساب المتوسط السنوي للنسب السابقة وكانت النتائج كما يلخصها الجدول الموالي:

الجدول (5): المتوسط السنوي لنسب الرفع بين المؤسسات التقليدية والاسلامية

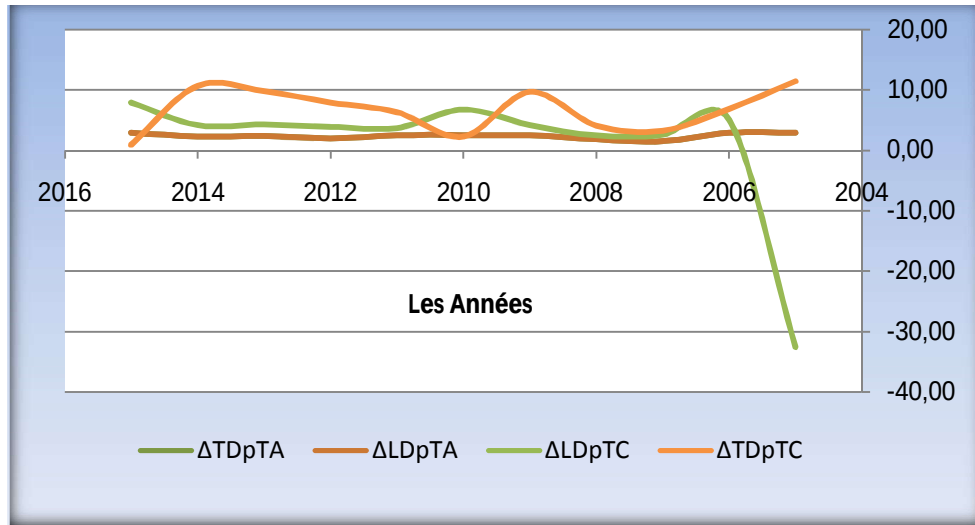
Vars	Sh ?	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
E(TDpTA)	0	11.77	11.56	10.32	10.57	10.50	9.69	9.64	9.22	9.98	10.04	11.37
	1	8.84	8.62	8.81	8.74	8.00	7.13	7.11	7.23	7.55	7.72	8.40
	Δ	2.93	2.94	1.51	1.84	2.50	2.56	2.53	1.99	2.43	2.31	2.97
E(LDpTA)	0	11.77	11.56	10.32	10.57	10.50	9.69	9.64	9.22	9.98	10.04	11.37
	1	8.84	8.62	8.81	8.74	8.00	7.13	7.11	7.23	7.55	7.72	8.40
	Δ	2.93	2.94	1.51	1.84	2.50	2.56	2.53	1.99	2.43	2.31	2.97
E(LDpTC)	0	17.56	17.96	16.23	15.98	16.12	17.52	14.31	15.60	15.18	15.53	20.15
	1	50.16	12.88	13.65	13.50	11.88	10.74	10.59	11.67	10.88	11.33	12.21
	Δ	32.60-	5.08	2.58	2.49	4.25	6.78	3.72	3.94	4.30	4.20	7.94
E(TDpTC)	0	28.97	34.80	31.02	32.12	33.40	25.01	28.79	30.76	30.63	32.19	24.61
	1	17.61	27.96	27.71	27.98	23.77	22.70	22.47	22.86	20.86	21.57	23.65
	Δ	11.37	6.84	3.31	4.14	9.64	2.31	6.33	7.90	9.77	10.61	0.96

المصدر: من إعداد الباحثين.

يبين الجدول ثباتا نسبيا في الفرق الموجب بين متوسطات معدلات الرفع الأربعة بين المؤسسات المتوافقة مع الشريعة والمؤسسات التقليدية للعين محل الدراسة طيلة سنوات الدراسة، إذ باستثناء الفرق السالب لسنة واحدة بالنسبة لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال لسنة 2005، كان الفرق موجبا مع نوع من الثبات لكل السنوات والنسب الأخرى، وعليه يمكن القول أن مستويات الاعتماد على الرفع المالي في المؤسسات المتوافقة مع الشريعة أقل من مستويات الرفع المالي للمؤسسات الغير متوافقة مع الشريعة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى يبرز أن مقدار الفرق بينهما ليس كبيرا، إذ كان متوسط هذا الفرق مساو لـ 2,41 % لكل من نسبي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (TDpTA) والديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (LDpTA). بينما كان مقدار متوسط هذا الفرق لنسبي إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال والديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال على التوالي: 1,15 % و 6,65 %.

يتضح هذا الثبات النسبي في مستوى الفرق طيلة فترة الدراسة من خلال المنحنى البياني التالي:

الشكل (1): تطور فوارق نسب الرفع بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة



المصدر: من إعداد الباحثين.

يجسد الشكل البياني مقدار الفرق بين كل نسبة من نسب الرفع المالي المستخدمة للمؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، حيث يتضح الفرق الموجب الذي يعني ارتفاع نسب الرفع في المؤسسات التقليدية مقارنة بالمؤسسات المتوافقة مع الشريعة، من خلال تموضع كل المنحنيات فوق محور السنوات، مع استثناء سنة 2005 لنسبة واحدة فقط (نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال)، وقد يرجع ذلك لكون سنة 2005 كانت ضمن بدايات العمل بإصدار تقارير التصنيف الدورية للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية بماليزيا التي تفرض نسباً معيارية محددة للفصل بين المؤسسات المتوافقة مع الشريعة وغير المتوافقة مع الشريعة كما أشرنا سابقاً، مما دفعها فيما بعد لتصحيح الوضع ضماناً لحفاظها على التصنيف وما يوفره من مزايا إقبال المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم في مؤسسات مصنفة رسمياً على أنها متوافقة مع الشريعة مما جعل النسب لباقي السنوات وبمختلف مقاييس الرفع المالي تكون منخفضة مقارنة بمثيلاتها من المؤسسات المالية.

2.111- تحليل الفوارق قطاعياً:

بين التحليل السابق ثباتاً نسبياً في الفرق بين الرفع المالي للشركات المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة لعينة الدراسة إذ كان أقل منه في الشركات المتوافقة. فيما يلي سيتم تحليل الفوارق القطاعية من حيث درجة الاعتماد على الرفع المالي، وإن كان السلوك القطاعي للمؤسسات المتوافقة يتماشى مع سلوك المؤسسات التقليدية. النتائج المتحصل عليها يلخصها الجدول الموالي:

الجدول (6): النسب الأربعة للرفع المالي قطاعياً طيلة سنوات الدراسة

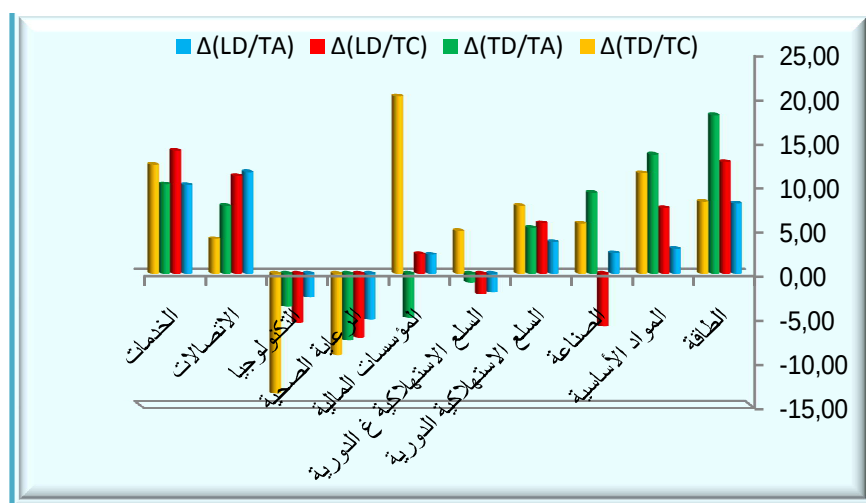
TRBC	time	2005	2010	2015	AVG
50	ΔBcLDpTA	11.06	8.98	5.27	7.98
51	ΔBcLDpTA	3.15	1.99	4.42	2.83
52	ΔBcLDpTA	4.99	2.07	2.66	2.35
53	ΔBcLDpTA	7.27	3.71	3.15	3.61
54	ΔBcLDpTA	-3.42	0.58	-3.64	-2.11
55	ΔBcLDpTA	0.91	3.18	-0.42	2.17
56	ΔBcLDpTA	-9.69	3.34	-13.10	-5.19
57	ΔBcLDpTA	-8.16	-3.60	0.23	-2.68
58	ΔBcLDpTA	0.98	6.50	38.86	11.54
59	ΔBcLDpTA	14.74	12.12	10.70	10.08
50	ΔBcLDpTC	14.37	17.76	7.39	12.69
51	ΔBcLDpTC	-18.18	16.03	30.53	7.45
52	ΔBcLDpTC	-109.62	3.17	5.49	-5.96
53	ΔBcLDpTC	9.82	11.28	4.84	5.76

54	$\Delta BcLDpTC$	-5.05	0.43	-3.95	-2.31
55	$\Delta BcLDpTC$	0.88	4.61	-1.61	2.22
56	$\Delta BcLDpTC$	-13.44	5.49	-17.11	-7.25
57	$\Delta BcLDpTC$	-15.24	-4.54	-0.22	-5.58
58	$\Delta BcLDpTC$	5.99	3.27	47.51	11.09
59	$\Delta BcLDpTC$	19.09	14.94	11.99	13.96
50	$\Delta BcTDpTA$	14.78	10.00	35.37	18.00
51	$\Delta BcTDpTA$	11.67	14.09	12.21	13.54
52	$\Delta BcTDpTA$	3.58	9.17	5.46	9.17
53	$\Delta BcTDpTA$	7.50	10.66	0.23	5.22
54	$\Delta BcTDpTA$	-3.43	-0.09	-2.62	-0.99
55	$\Delta BcTDpTA$	-34.98	7.80	-0.37	-5.00
56	$\Delta BcTDpTA$	-7.35	-3.13	-24.22	-7.56
57	$\Delta BcTDpTA$	-11.68	-7.38	3.90	-3.74
58	$\Delta BcTDpTA$	4.30	1.36	27.98	7.70
59	$\Delta BcTDpTA$	15.14	10.59	10.56	10.18
50	$\Delta BcTDpTC$	15.38	14.90	-0.34	8.16
51	$\Delta BcTDpTC$	11.43	-34.74	-10.22	11.44
52	$\Delta BcTDpTC$	-13.99	11.98	4.94	5.70
53	$\Delta BcTDpTC$	9.34	20.37	0.49	7.70
54	$\Delta BcTDpTC$	6.12	0.67	6.75	4.86
55	$\Delta BcTDpTC$	123.79	9.08	-1.55	20.14
56	$\Delta BcTDpTC$	-6.82	-2.55	-29.19	-9.23
57	$\Delta BcTDpTC$	-20.82	-8.71	3.41	-13.61
58	$\Delta BcTDpTC$	8.37	-2.70	24.03	3.95

المصدر: من إعداد الباحثين.

يبين الجدول الفرق بين نسب الرفع المالي للمؤسسات التقليدية والمتوافقة مع الشريعة قطاعيا، ويتضح من خلاله مقدار التفاوت الكبير في درجة الاعتماد على الرفع المالي قطاعيا بينها، على عكس الثبات المسجل سابقا، إذ نلاحظ أن هناك 3 قطاعات (54: السلع الاستهلاكية والخدمات، 56: الرعاية الصحية، 57: التكنولوجيا) سجلت فوارق سالبة لكل مقاييس الرفع، والتي تعني ارتفاع درجة الاعتماد على الرفع المالي في المؤسسات المتوافقة مع الشريعة مقارنة بالمؤسسات التقليدية لنفس القطاع. وهو ما يتوضح أكثر من خلال الشكل الموالي:

الشكل (2): اختلاف درجة الاعتماد على الديون بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات المتوافقة مع الشريعة قطاعيا.



المصدر: من إعداد الباحثين

بين الشكل أن كل من قطاعات الطاقة، الموارد الأساسية، السلع الاستهلاكية الدورية، الاتصالات والخدمات سجلت فوارق موجبة لكل نسب الرفع المستخدمة دلالة على أن مستويات الاعتماد على الديون للمؤسسات التقليدية لهذه القطاعات أكبر من تلك الخاصة بالمؤسسات المتوافقة مع الشريعة لنفس القطاعات، وهو ما يتماشى مع النتيجة السابقة.

بينما تسجل قطاعات التكنولوجيا والرعاية الصحية فوارق سالبة لكل النسب السابقة. ويمكن تفسير ذلك بالنسبة لقطاع الرعاية الصحية بكون النسب المرتفعة للرفع المالي للمؤسسات المتوافقة مع الشريعة ناتجة عن اعتمادها الكبير على الدعم الحكومي للمؤسسات الرعاية الصحية، بينما يمثل قطاع التكنولوجيا القطاع الأكثر استقطاباً لرأس المال المخاطر نظراً لهوامش الربح المرتفعة المتأتية من الاستثمار في قطاع التكنولوجيا، مما يدفع الممولين لتقديم تسهيلات تمويلية لأصحاب الأفكار المبدعة، رغم قلة مساهمتهم الخاصة في تمويل هذه المشاريع.

بالنسبة لقطاع السلع الاستهلاكية والخدمات، فنلاحظ فارق موجب لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي رأس المال، مقابل فارق سالب لإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ما يعني أن إجمالي رأس المال للمؤسسات الإسلامية أكبر منه بالنسبة للمؤسسات التقليدية والعكس (فرق سالب) بالنسبة لإجمالي الأصول، وهو ما يدفع للاستنتاج أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة في قطاع السلع الاستهلاكية الغير دورية تعتمد نسب استدانة أعلى مقارنة بالمؤسسات الأخرى لنفس القطاع وهو ما تؤكد به باقي النسب الأخرى التي كان فرقها سالباً، ولعل ذلك يرجع لكون هذا القطاع يتميز بارتفاع اعتماده على التمويل ذي الطابع التجاري وهو المتوفر بكثرة في المصارف الماليزية التي تغلب على صيغ تمويلها صيغ الهامش المعلوم وبالخصوص صيغتي المراجعة، والاجارة.

وعليه يمكن القول أن النتائج القطاعية تختلف كثيراً عن النتائج الإجمالية فالثبات النسبي للفوارق بين نسب الرفع المالية للمؤسسات التقليدية والإسلامية قابله تفاوت قطاعي كبير بينها.

IV - الخلاصة :

يتضح من خلال هذا البحث أن المؤسسات المتوافقة مع الشريعة كغيرها من المؤسسات تسعى للاستفادة من ظاهرة الرفع المالي لتعظيم عوائد ملاكها، إلا أنها تلتزم بمجموعة من الضوابط الشرعية التي تحث على عدم المبالغة في الاستدانة، وهو ما تجلّى في انخفاض نسب الرفع لها مقارنة بالمؤسسات التقليدية.

لكن من جانب آخر يتبين مدى تأثير الطبيعة القطاعية للنشاط الذي تزاوله هذه المؤسسات على مستويات الاستدانة لديها؛ إذ وجدنا أنها تتفاوت من قطاع لآخر، وما بين المؤسسات التقليدية والمتوافقة مع الشريعة لنفس القطاع، بحيث تجاوزت نسب الاعتماد على الديون لهذه الأخيرة في قطاعات الرعاية الصحية، التكنولوجيا، وقطاع السلع والخدمات الاستهلاكية المعمرة مقابل مستويات أقل للاستدانة في باقي القطاعات الأخرى.

- ملاحق :

الجدول (4) :مؤسسات عينة الدراسة موزعة قطاعيا

الرمز القطاعي حسب TRBC	إسم القطاع الاقتصادي	العدد الإجمالي	المتوافقة مع الشريعة	الغير متوافقة
50	Energy	30	11	19
51	Basic Materials	153	84	69
52	Industrials	211	110	101
53	Cyclical Consumer Goods & Services	142	66	76
54	Non-Cyclical Consumer Goods & Services	109	55	54
55	Financials	127	37	90
56	Healthcare	15	10	5
57	Technology	45	22	23
58	Telecommunications Services	7	4	3
59	Utilities	14	7	7
	المجموع	853	406	447

- الإحالات والمراجع :

¹ - أنظر :

- Dov Ogien(2008). Maxi fiches de gestion financière de l'entreprise, Paris :Dunod, pp 79-80.
- <http://www.investopedia.com/terms/l/leverageratio.asp>(Visited 21/11/2017).

² - أنظر :

- Aswath Damodaran(2011). Applied Corporate Finance, 3rd ed.,New York:Library of Congress Cataloging, p46.
- منير إبراهيم هندي (1998). الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الإسكندرية: منشأة المعارف، ص 129.
- ³<http://www.investopedia.com/terms/l/leverageratio.asp>(Visited 18/11/2017).

⁴Georges Legros (2010). Mini Manuel de Finance d'entreprise, Paris : Dunod, P. 62.

⁵ أنظر :

- Aswath Damodaran (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3rd ed., New York:WILEY Finance, pp 25-26;

- محمد علي إبراهيم العامري (2010). الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، عمان:إثراء للنشر والتوزيع، ص177.

⁶ نموذج أو تحليل Dupont عبارة عن أسلوب لقياس الأداء عن طريق تحليل قدرة المؤسسة على تعظيم العائد على أموال الملكية من خلال تقسيمه إلى مجموعة من النسب أو مؤشرات الأداء. واستخدم من قبل شركة (Dupont) في عشرينيات القرن الماضي.

⁷ أنظر :

- Stephen Ross, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe(2013).**Corporate Finance**.10th ed., New York: McGraw-Hill & Irwin Series in Finance, Insurance and Real Estate, pp. 58-59;
- Scott A. Hoover, (2006).Stock Valuation: An Essential Guide to Wall Street's Most Popular Valuation Models, Chicago:McGraw-Hill, p125.

⁸ -مفلح محمد عقل (2008)، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، عمان:مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، والرياض:دار أجنادين للنشر والتوزيع، ص400.

⁹Ibid. .

¹⁰عبد الغفار حنفي (2002). أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية:دار الجامعة الجديدة للنشر، ص147.

¹¹ أنظر :

- James C Van Horne, John M Wachowics(2008). Fundamentals of Financial Management, 13th Ed., England:Pearson Education Limited, p. 432.

- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص404.

¹² أنظر :

- Gene Siciliano (2003). Finance for Non-Financial Manager.New York:McGraw-Hill, pp 108-109.

- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق ، ص171،

¹³ انظر مثلاً :

Brian Kettell(2011). Case Studies in Islamic Banking and Finance - Case Questions & Answers, United Kingdom:John Wiley & Sons Ltd, pp. 109,148.

¹⁴ انظر :

- مصطفى كمال السيد طایل (2012). البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، ط 1، عمان: دار أس دار أسامة للنشر والتوزيع، ص.ص

324 - 323.

- محمد بوجلال وشوقي بورقية (2010)، "تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 23 ع 2، ص ص: 53-82.

¹⁵ انظر:

- مصطفى كمال السيد طابيل، مرجع سابق، ص 326.

- محمد بوجلال وشوقي بورقية، مرجع سابق، ص 66.

¹⁶ نفس المرجع ، ص 66.

¹⁷ Ahmed Habib(2007), Issues in Islamic Finance: Capitals Structure in firms, Jeddah:IRTI Research paper N° 70.

¹⁸ Masudul Alam Choudhury and Sulaiman A. Al-Sakran (2001), Culture, Finance, and Markets in Saudi Arabia, *Managerial Finance*, Vol. 27, Issue 10/11, pp. 25-48.

¹⁹ للمزيد حول، المجلس الاستشاري الشرعي، راجع:

<http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=7&pg=715&ac=802>, (Visited 03/09/2016)

²⁰ تقارير التصنيف الدورية الصادرة عن المجلس الاستشاري الشرعي، انظر مثلاً: التقرير الصادر بتاريخ 2015/11/27 ، صص 11 -

13. التقارير الدورية من 1996 إلى 2016 متوفرة على الرابط:

<http://www.sc.com.my/data-statistics/list-of-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/>(Visited04/11/2017).

²¹ تم الاعتماد على التصنيف القطاعي الخاص بثومسون رويترز (TRBC). للمزيد حول التصنيف القطاعي راجع:

- <http://financial.thomsonreuters.com/en/products/data-analytics/market-data/indices/trbc-indices.html>

(Visited29/11/2017).

-<https://bizlib247.wordpress.com/2012/07/17/industrysector-codes-in-datastream/>

(Visited29/11/2017).

²²WorldScope Database (2015), Data Definitions Guide Manual (ISSUE 14.3),Thomson Reuters , p 656.

²³ Total Debt % Total Capital =(Long Term Debt + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) / (Total Capital + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) * 100. (See: WorldScope Database, Data Definitions Guide Manual, Op. Cit., p 657.).

²⁴LONG TERM DEBT represents all interest bearing financial obligations, excluding amounts due within one year. It is shown net of premium or discount. (Ibid., p 537.)

²⁵ TOTAL ASSETS represent the sum of total current assets, long term receivables, investment in unconsolidated subsidiaries, other investments, net property plant and equipment and other assets. (Ibid., p 653).