

كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: ....

قسم: العلوم مالية والمحاسبية

2021/

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، ( ل م د )

دفعة: 2021

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي

من وجهة نظر إسلامية

دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي

تحت إشراف الدكتور:

مصعب دعاس

من إعداد الطلبة:

سكيو إقبال

بهلول أبوبكر

أعضاء اللجنة المناقشة

الإسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
قتال عبد العزيز	أستاذ محاضر أ	رئيسا
دعاس مصعب	أستاذ محاضر ب	مشرفا ومقرا
زحاف صونيا	أستاذ محاضر ب	مناقشا

السنة الجامعية: 2021 / 2020





كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: ....

قسم: العلوم مالية والمحاسبية

2021/

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، ( ل م د )

دفعة: 2021

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

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

دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي

تحت إشراف الدكتور:

مصعب دعاس

من إعداد الطلبة:

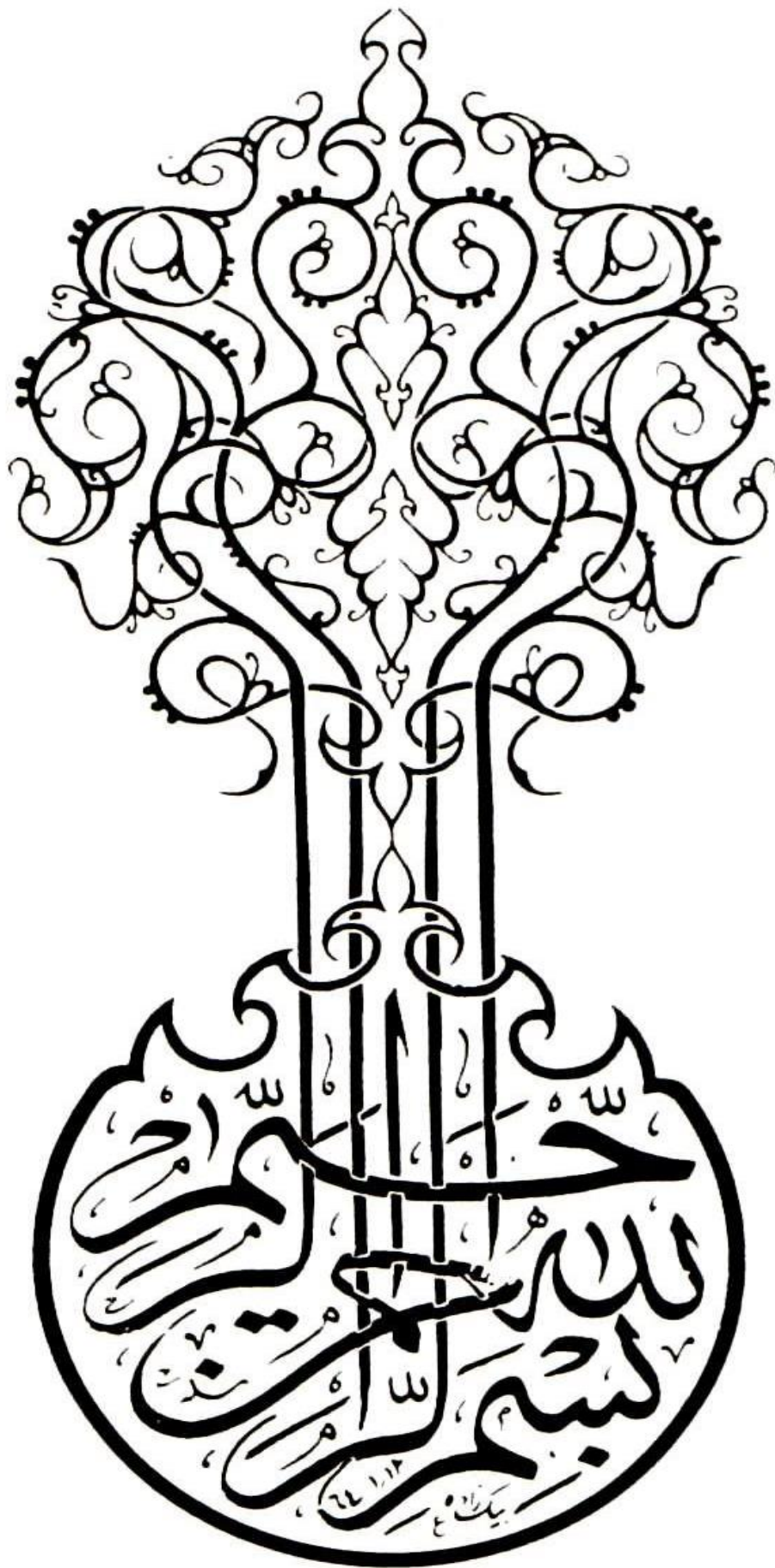
سكيو إقبال

بهلول أبوبكر

أعضاء اللجنة المناقشة

الإسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
قتال عبد العزيز	أستاذ محاضر أ	رئيسا
دعاس مصعب	أستاذ محاضر ب	مشرفا ومقرا
زحاف صونيا	أستاذ محاضر ب	مناقشا







# كلمة شكر

بداية نحمد الله عز وجل الذي منحنا القوة والصبر  
ووفقنا إتمام هذا الموضوع.

نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف دعاس  
مصعب الذي لم يبخل علينا بإرشاداته وتوجيهاته  
ونصائحه القيمة بكل تواضع والتي كانت عوناً لنا في  
إتمام هذه المذكرة،  
وإلى كل أساتذة الجامعة  
إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد ولو بالكلمة  
الطيبة لإنجاز هذا العمل المتواضع.

## المخلص

تهدف هذه الدراسة بيان أثر محددات القرار التمويلي على الرفع المالي وتحديد العوامل المؤثرة فيه وذلك بتطبيقها على المؤسسات المدرجة ببورصة ماليزيا، حيث تم أخذ عينة مكونة من 15 مؤسسة للفترة 2018-2020، وتم استخدام الأدوات الإحصائية لدراسة العلاقة بين محددات الهيكل التمويلي كتغيرات مستقلة، و الرفع المالي كمتغير تابع، وذلك باعتماد على برنامج (SPSS)، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي و حجم النشاط، في حين لم يكن لباقي المتغيرات المفسرة للنموذج ( الربحية، معدل النمو، حجم السيولة، حجم المؤسسة) دلالة إحصائية في تفسير التغير الحاصل في الرفع المالي.

الكلمات المفتاحية: التمويل التقليدي، التمويل الإسلامي، محددات الهيكل التمويلي، الرفع المالي.

### Abstrat :

This study aims to show the impact of the determinants of the financing decision on financial leverage and to identify the factors affecting it by applying them to the institutions listed on the Malaysian Stock Exchange, where a sample of 15 institutions was taken for the period 2018-2020, and statistical tools were used to study the  $\chi^2$  between the determinants of the financing structure as independent changes, and The financial leverage as a dependent variable, depending on the (SPSS) program, and one of the most important findings of the study: the existence of a direct statistically significant relationship between the financial leverage and the volume of activity, while the rest of the explanatory variables of the model (profitability, growth rate, volume Liquidity, institution size) a statistical significance in explaining the change in financial leverage.

**Keywords:** conventional finance, Islamic finance, determinants of the financing structure, financial leverage.



## فهرس المحتويات



## فهرس المحتويات:

الإهداء

كلمة شكر

ملخص:

I.....	قائمة المحتويات:
IV .....	قائمة الجداول:
VI .....	قائمة الأشكال:
VIII.....	قائمة الملاحق:
أ - ج .....	المقدمة العامة

### الفصل الأول: إدارة التمويل بين الفكر الإسلامي والفكر الوضعي

01 .....	تمهيد
	<b>المبحث الأول: إدارة التمويل ومكونات الهيكل المالي من منظور إسلامي</b>
03 .....	المطلب الأول: ماهية إدارة التمويل
06 .....	المطلب الثاني: مفاهيم حول الرفع المالي والهيكل المالي
12 .....	المطلب الثالث: مكونات وتكلفة الهيكل المالي
	<b>المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي</b>
31 .....	المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي
32.....	المطلب الثاني: نظرية إنعدام الهيكل المالي الأمثل
35 .....	المطلب الثالث: نظرية التوازن
38 .....	المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال
	<b>المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية</b>
41 .....	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية
44.....	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
46.....	المطلب الثالث: تقييم الدراسات السابقة و إختيار محددات الدراسة
49.....	خلاصة الفصل الأول

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية لأثر محددات التمويل على الرفح المالي للمؤسسات المدرجة في السوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة ( 2018-2019-2020 )

المبحث الأول: سوق الأوراق الماليزي

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزية ..... 52

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في بورصة ماليزيا ..... 57

المطلب الثالث: خصائص سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا ..... 58

المبحث الثاني: الطريقة و الأدوات المستخدمة

المطلب الأول: أدوات الدراسة ..... 60

المطلب الثاني: المنهجية المتبعة و وصف متغيرات الدراسة ..... 63

المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة و إختبار الفرضيات

المطلب الأول: إختبار صلاحية النموذج..... 75

المطلب الثاني: إختبار وتحليل نتائج الفرضيات ..... 79

خلاصة الفصل الثاني: ..... 82

الخاتمة: ..... 83

قائمة المراجع: ..... 86

الملاحق: ..... 92



# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ماعدا الهيكل المالي	34
02	ملخص النظريتان الأسسيتان لإمكانية وجود هيكل مالي أمثل	34
03	أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	54
04	عينات الدراسة	63
05	نسب الرفع المالي للمؤسسات العينة الدراسة	64
06	نسب الربحية للمؤسسات العينة الدراسة	66
07	نسب السيولة للمؤسسات العينة الدراسة	68
08	نسب النشاط للمؤسسات العينة الدراسة	70
09	نسب الحجم للمؤسسات العينة الدراسة	71
10	نسب النمو للمؤسسات العينة الدراسة	73
11	إختبار التوزيع الطبيعي	75
12	إختبار التوزيع الطبيعي بعد التعديل	76
13	إختبار الارتباط الخطي المتعدد	77
14	إختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة	78
15	الوصف الإحصائي للمتغيرات الدراسة	79
16	الإنحدار الخطي المتعدد	80



## قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
31	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي	01
33	استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي	02
35	دالة تكلفة رأس المال المتناقصة	08





## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
94	القوائم المالية لإحدى مؤسسات عينة الدراسة خلال فترة 2018-2020	01
101	اختبار التوزيع الطبيعي	02
102	إختبار معامل تضخم التباين ومعامل السماحية	03
103	الإرتباط بين المتغيرات المستقلة وفق معامل بيرسون	04
104	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	05
105	إختبار الإنحدار الخطي المتعدد	06



### مقدمة :

لقد حظي موضوع تمويل المؤسسات الاقتصادية بوافر الدراسة من قبل باحثي الإدارة المالية، كونه يمثل أحد الدعائم الأساسية لتطور نموها ، إذ يساهم في إمدادها بالأموال اللازمة لتمويل أنشطتها ضمانا لاستمراريتها ، أين تلجأ المؤسسة فيها إلى مصادر تمويلية داخلية تمتلكها ، أو تعتمد في تمويلها على مصادر خارجية، و نظرا لكون عملية اختيار الهياكل التمويلية من أهم العوامل المحددة للإستراتيجية المالية للمؤسسة، فمن اللازم عليها ضرورة اتخاذ قرار تمويلي رشيد من خلال المفاضلة الجيدة بين المصادر التمويلية المتاحة و اختيار أنسبها، و لن يتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة و خصائص كل منها، و نظرا للاختلاف الجوهرى بين الهياكل المالية وبين الاقتصاديات التي تتبنى الفوائد الربوية و بين الاقتصاديات التشاركية ، فمن اللازم بيان البدائل التمويلية بالافتراض في الاقتصاد الإسلامي بما يضمن إعادة صياغة نظرية الإدارة المالية بما يتوافق و أحكام الشريعة الإسلامية و لما كان الهدف الأساسي للإدارة المالية للمؤسسة هو تعظيم قيمتها السوقية،

### 1- إشكالية الدراسة :

ما هو أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الرفع المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي؟

من خلال اشكالية الدراسة يمكن طرح الاسئلة الفرعية التالية:

- ما مدى مشروعية الإعتماد على مصادر التمويل؟
- ما مدى توافق نتائج الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية ؟
- ما طبيعة العلاقة بين محددات الهيكل التمويلي وقيمة الرفع المالي بالمؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي؟

### 3. فرضيات الدراسة:

تقوم الدراسة عدة فرضيات رئيسية هي:

- ✓ مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات مشروعة عامة باستثناء التمويل من خلال الاستدانة من البنوك.
- ✓ من المتوقع اختلاف نتائج الدراسات الحالية على نتائج الدراسات السابقة لإختلاف البيئة المالية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي.
- ✓ من المتوقع وجود علاقة طردية بين محددات القرار التمويلي ومتغير الرفع المالي.

#### 4- أهمية الدراسة :

تستمد الدراسة أهميتها من خلال التعرف على محددات الهيكل المالي وتحديد العوامل المؤثرة عليه، وكذا معرفة علاقة التمويل بقيمة الرفع المالي للمجموعة المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، وهذا راجع لقرار تشكيل الهيكل المالي من أحد القرارات المالية التي توجهها المؤسسة، إستفادة الجزائر والدول النامية خاصة الراغبة في تطوير سوقها المالي.

#### 5- أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى :

- تقديم إطار معرفي نظري يمكن الاعتماد عليه مستقبلا لإعداد دراسات أوسع و أكثر دقة ؛
- توضيح بيان محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي ؛
- التعرف على سوق القيم الماليزية وتحديد اتجاهاتها من خلال تطبيق الدراسة على المؤسسات المدرجة فيها ؛
- دراسة تركيبية الهيكل المالي بين الاقتصاد الوضعي و الإسلامي .

#### 6- إطار البحث:

تمت الدراسة في بورصة ماليزيا وهو سوق مزوج اسلامي وتقليدي.

الإطار المكاني : تمت الدراسة في بورصة القيم الماليزية

الإطار الزمني : تم تطبيق الدراسة خلال الفترة 2018-2020.

#### 7- منهج البحث :

و من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة في الدراسة و الإحاطة بمختلف جوانبه فإن المنهج الذي تم إتباعه في الدراسة يتمثل في :

في الجانب النظري تم استخدام المنهج الوصفي من أجل تكوين المفاهيم الخاصة بالمتغيرين و المنهج التحليلي فيما يخص الأدبيات التطبيقية في الجانب التطبيقي اعتمد المنهج التحليلي من خلال تفسير النتائج المتوصل إليها و تحليل مخرجات spss بالإضافة إلى المنهج المقارن لملائمته لنوع الدراسة فهو يساعد على فحص المعلومات و مقارنتها خلال سنوات الدراسة .

#### 7- مبررات اختيار موضوع الدراسة :

- تم اختيار الموضوع لعدة مبررات نذكر منها :
- يعتبر هذا الموضوع من المواضيع الجديرة بالإهتمام والبحث نظرا لما حظى به من اهتمامات الباحثين والكتاب.
  - الرغبة في استخدام الأساليب الإحصائية في مثل هذه المواضيع.
  - معرفة مدى سعي المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا إلى الإهتمام بالأساليب العلمية والمالية في تنفيذ ودراسة مشاريعها.
  - مقارنة الجانب النظري لما هو موجود على المستوى العملي في المؤسسات المدرجة ببورصة ماليزيا.
  - توافق الموضوع مع طبيعة التخصص مالية المؤسسة.
  - الأهمية الكبيرة التي تكتسبها بورصة القيم الماليزية خاصة في ظل التطورات المالية العالمية الحاصلة.
  - محاولة الترويج و إظهار الإيجابيات التي يتمتع بها الاقتصاد الإسلامي من خلال إحدى أدواته.
  - يعتبر الموضوع من بين المواضيع الحديثة خاصة في ظل التطورات الحاصلة في التمويل الإسلامي.

### 8- هيكل الدراسة:

لملامسة جوانب الدراسة باختلافاتها والإحاطة بمتغيراتها و توضيحها تم هيكلتها كالتالي:

**الفصل الأول:** تمثل في الأدبيات النظرية و التطبيقية حيث تم التعرف في المبحث الأول على إدارة التمويل ومكونات الهيكل المالي من منظور إسلامي و هذا بالتطرق إلى مفهومه و دراسة أهم مكوناته، التطرق إلى مؤشرات فحين اختص المبحث الثاني بالنظريات المفسرة للهيكل المالي ،أما المبحث الثالث فتناول الأدبيات التطبيقية من خلال عرض الدراسات السابقة باللغة العربية و الأجنبية و التعرف على موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة و أهم مميزات.

**الفصل الثاني:** خصص لدراسة تحليلية لأثر محددات تمويل على قيمة الرفع المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق الماليزية حيث تم في المبحث الأول التطرق إلى المعالم الأساسية لسوق الأوراق المالية الماليزية أما المبحث الثاني فشمّل الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة ثم تحديد متغيرات الدراسة و



كيفية قياسها، أما المبحث الثالث تم فيه التطرق إلى اختبار صلاحية النموذج بإضافة إلى اختبار و تحليل نتائج الفرضيات.



الفصل الأول:

إدارة التمويل بين الفكر

الإسلامي والفكر الوضعي

## تمهيد :

تحظى إدارة تمويل المؤسسات الإقتصادية بوافر الدراسة من قبل باحثي الإدارة المالية ، وبما أن المؤسسة الإقتصادية عصب الإقتصاد ومحركه الرئيسي ، والركيزة الأساسية للإقتصاد والمجتمع ، فلا بد للمؤسسة أن تضمن إستمراريتها ونموها ، لذا فهي تعمل على تغطية الإحتياجات المالية لها عن طريق مصادر التمويل الداخلية أو الخارجية من أجل تحقيق مشاريع ذات جدوى إقتصادية .

وقد خصصنا في هذا الفصل للتمويل ، حيث سنحاول تحديد إطار نظري للتمويل ، ضمن ثلاث مباحث

، كالتالي :

المبحث الأول : إدارة التمويل ومكونات الهيكل المالي من منظور إسلامي.

المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الثالث : الأدبيات التطبيقية.

## المبحث الأول : إدارة التمويل ومكونات الهيكل المالي من منظور إسلامي

تمثل الإدارة المالية أعرض مجالات التمويل وأوسعها نطاقا وأكثرها تعددا، وتتميز الإدارة المالية بأهميتها لكافة أشكال المشروعات، وعليه سيتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي على التوالي: المطلب الأول: ماهية إدارة التمويل، المطلب الثاني: مفاهيم حول الرفع المالي والهيكل المالي ، المطلب الثالث: مكونات و تكلفة الهيكل المالي

### المطلب الأول : ماهية إدارة التمويل

يحتل التمويل أهمية بالغة في الأنظمة الإقتصادية وذلك لإرتباطه بتوليد القنوات التمويلية وتعبئتها ، ثم توجيهها نحو مشاريع ذات الجدوى الإقتصادية ، وتظهر الحاجة اليه إما بسبب الحاجة السياسية الإقتصادية للمؤسسة لخلق ثروة جديدة أو توسيع نشاطها حسب الظروف الإقتصادية المحيطة بها بما يوافق إمكانيات المؤسسة .

#### 1. مفهوم التمويل وأهميته

##### 1.1 مفهوم التمويل

ينصرف المعنى العام للتمويل إلى تدبير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الإقتصادي ، وتعتمد المشروعات في الأساس على مواردها الذاتية لتمويل أنشطتها الإقتصادية ، فإذا لم تفِ بذلك إتجهت تلك المشروعات إلى غيرها ممن يملكون فائضا من الأموال لسد هذا العجز ، ولهذا ينصرف المعنى الخاص للتمويل إلى أنه: ( نقل القدرة التمويلية من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز المالي ) .<sup>1</sup>

##### 1.1.1 مفهوم التمويل من منظور الإقتصاد الوضعي

التمويل هو:

التعريف رقم ( 1 ) : مجموع الأعمال و التصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع في أي وقت يكون هناك حاجة إليها ، و يمكن أن يكون هذا التمويل قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل.<sup>2</sup>

التعريف رقم ( 2 ) : يعرف التمويل على أنه توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام ، غير أن إعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال بغرض إستخدامها لتشغيل أو

<sup>1</sup> د. أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، ط 01، 2008 م، ص 200، 201.

<sup>2</sup> جميل محمد سلمان خطاطبه، التمويل اللاربي للمؤسسات الصغيرة في الأردن، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 1992، ص38.

تطوير المشروع يمثل نظرة تقليدية، بينما النظرة الحديثة له تركز على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.<sup>1</sup>

### 2.1.1 مفهوم التمويل من منظور الإقتصاد الإسلامي

التمويل هو :

التعريف رقم ( 1 ) : تقديم ثروة عينية أو نقدية إما على سبيل اللزوم أو التبرع أو التعاون أو الإسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها و يتصرف فيها لقاء عائد معنوي أو مادي تحت عليه أو تبيحه للأحكام الشرعية.<sup>2</sup>

التعريف رقم ( 2 ) : يشمل إطارا شاملا من الأنماط والنماذج والصيغ المختلفة التي تغطي كافة الجوانب الحياتية ، وتعد ضوابط إستثمار المال في الإسلام عنصرا أساسيا لتنظيم العلاقات المالية ، وذلك مع التأكيد بأن المال هو مال الله وأن البشر مستخلفون فيه وذلك وفق أسس وضوابط ومحددات واضحة مثل تنظيم الزكاة والإنفاق وضرورة إستثمار المال وعدم إكتنازه.<sup>3</sup>

مما سبق يمكن تعريف التمويل :

توفير المبالغ النقدية أو عينية اللازمة لتمويل نشاط إستثماري معين في الوقت الحاجة إليها بمقابل ربح معين لمالكها، إلى مؤسسة إقتصادية تغطي بها إحتياجاتها المالية وفق ما تبيحه الشريعة الإسلامية.

### 2.1 أهمية التمويل

تأتي أهمية التمويل من الحاجة إلى الأموال ، فتزداد أهمية وظيفة التمويل بزيادة الحاجة إلى التمويل، وتنقص بنقصان الحاجة ومن ذلك تظهر أهمية التمويل في:

- \* القيام بمشاريع جديدة والتي يترتب عليها توفير مناصب شغل تؤدي إلى القضاء على البطالة .
- \* تشغيل الموارد يؤدي إلى رفع الإنتاج والإنتاجية وهذا ما يساعد على التحكم في التضخم .
- \* يساهم التمويل في إعطاء الحركة والحيوية الضرورية لتحقيق وتيرة تطور اقتصاد الوطن .
- \* يساهم في تفعيل وتنشيط ميكانيزمات الجهاز المصرفي من خلال حركة رأس المال .
- \* مساعدة المؤسسات على تحقيق توازنها المالي .
- \* يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي من خلالها يرتفع الدخل الوطني .

<sup>1</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2008، ص24.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد محم فرحان، التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة، دراسات لأهم مصادر التمويل، دون طبعة، دون تاريخ، ص31.

<sup>3</sup> الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات والرؤى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط 01، 1999، ص97.

- \* يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل إقتناء وإستبدال المعدات.
- \* يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي .
- \* المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية<sup>1</sup>.

## 2. الخطوات التمويلية

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من منشأة لأخرى ، وفقا لإعتبارات كثيرة ، منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها ، وهذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل المنشآت ، لكن على الرغم من هذه الصعوبة ، فإن الخطوات التالية يمكن أن تكون منطقية إلى حد بعيد<sup>2</sup>:

### 1. التعرف على الإحتياجات المالية للمؤسسة : لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الإقتصادية

شيوعا ، هو تخطيط المشروع على أساس الرأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المشروع ، وهذا لا يعتبر سببا في فشل المشروعات الإقتصادية فحسب ، بل يعتبر أيضا أحد أشكال التمويل الخطأ للمشروعات التي يقوم بها المؤسسون ، ولهذا فإن على المنشأة (المؤسسة) أن تتعرف بشكل مستمر على الإحتياجات المالية في الفترة الحالية والمستقبلية القريبة منها والبعيدة ، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الإحتياجات وفق أولويتها وأهميتها ، لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها ، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التغيير .

### 2. تحديد حجم الأموال المطلوبة : بعد أن يتم التعرف على الإحتياجات المالية ، تبدأ عملية تحديد

كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الإحتياجات ، وهذه الخطوة ليست سهلة ، لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق ، فقد يتم تقديرها دون المستوى أو أقل من المستوى المطلوب ، ولهذا لا بد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى ، ومحاولة الإلتزام بهذين الحدين بالإستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية ، وتحديد رأس المال العامل والنفقات الأخرى الضرورية .

### 3. تحديد شكل التمويل المرغوب : قد تلجأ المؤسسة إلى الإعتماد على القروض ، أو إلى إصدار

بعض الأسهم والسندات ، وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية ، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات أو الأسهم، لأن ذلك

<sup>1</sup> كنجو عبود كنجو، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، بدون طبعة، 1997، ص ص 42-43.

<sup>2</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، س 2014، ص 127.



يرتب إلتزامات معينة على المؤسسة (المنشأة) ، وهذا حال القروض أيضا، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل .

4. وضع برنامج زمني للإحتياجات المالية : بعد أن يتم تحديد الإحتياجات ومقدارها ، وشكل التمويل ، فإنه من المفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكي لا تتكدس المؤسسة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة ، وأثناء وضع الجدول الزمني لابد من الأخذ بالإعتبار المدة التي يحتاجها الممول ، لكي يلي طلبات التمويل المقدمة من قبل المؤسسة .

5. وضع وتطوير الخطة التمويلية : تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق بها الأموال ، والعائدات المتوقعة منها ، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة ، وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد وأن هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة الشيء الذي يطمئن المقرضين على منح أموالهم ، عندما يعلمون مواعيد استردادها .

6. تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتمويلها : إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد ، قابل للتطبيق ، كما يتطلب المتابعة المستمرة ، وتصحيح الإنحرافات الناجمة عن التنفيذ الخطأ أو أسباب أخرى ، ولا شك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم ، ولهذا لابد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: مفاهيم حول الرفع المالي والهيكل المالي

### 1. مفاهيم حول الرفع المالي

#### 1.1 تعريف بالرفع المالي

التعريف الأول: يقصد بالرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة (المالية) لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة أو المدينة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي ، المرجع السابق ، ص 129.

<sup>2</sup> عبد العزيز النجار ، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر ، 2007، ص 40.

التعريف الثاني: الرافعة المالية هي الاستخدام للتمويل المقترض في الهيكل المالي بما يؤدي الى تعظيم العائد على حق الملكية ويتضمن التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدوره على القروض قصيرة الأجل والحسابات الدائنة.<sup>1</sup>

مما سبق يمكن تعريف الرفع المالي على أنه هو الاعتماد على اموال الغير في رفع وتعظيم ارباح الشركات ويكون إما ديون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

### 2.1 مضمون (نسب) الرافعة المالية

تحمل الرافعة في طياتها ثلاثة مضامين هامة، يتعرض كل من المضمونين الأول والثاني لوجهة نظر المساهمين والمؤسسة، بينما يتعرض المضمون الثالث لوجهة نظر الدائنين.<sup>2</sup>

المضمون الأول: يستطيع المساهمون المحافظة على استمرار عمل مؤسساتهم عن طريق استئانة الأموال اللازمة لتمويل أنشطتهم، وذلك دون اللجوء لأموالهم الخاصة وزيادة حجم استثماراتهم. المضمون الثاني: عندما تستطيع المؤسسة تحقيق معدل عائد على الاستثمارات الممولة بالدين أكبر من معدل تكلفة التمويل المدفوعة لهذا الدين فإن المساهمين يحصلون على عائد أعلى ولكن بالمقابل تزداد مخاطرتهم.

المضمون الثالث: إن الدائنين ينظرون إلى حقوق الملكية للمؤسسة طالبة التمويل لكي يحددوا هامشاً للأمان، فكلما ازدادت نسبة تمويل المؤسسة من حقوق الملكية كلما انخفض مستوى المخاطرة التي يواجهها الدائنون لهذه المؤسسة.

### 3.1 مخاطر الرفع المالي

قبل التحدث عن مخاطر الرفع المالي لا بد من التحدث بداية عن المخاطر المالية، حيث تمثل المخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتاح للملاك (حملة الأسهم العادية)، بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة، فالمنشأة التي تتحمل قدراً كبيراً من التكاليف المالية الثابتة، تتعرض لتغير بمعدل أكبر في العائد المتاح للملاك نتيجة تغير بمعدل أقل في صافي ربح العمليات، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ويطلق على هذه الظاهرة بالرفع المالي، وكما هو الحال بالنسبة للتكاليف الثابتة للأعمال

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص ص 169، 171.

<sup>2</sup> سامر مظهر قنطنجي، مرجع سابق، ص 322.

التي تسبب الرفع التشغيلي، فإن التكاليف التي تسبب الرفع المالي، هي الأخرى سلاح ذو حدين، فبمجرد وجود تلك التكاليف يعني أن زيادة صافي الربح العمليات بنسبة معينة، يصحبها زيادة في العائد المتاح للملاك بنسبة أكبر.

#### 4.1 أهمية الرفع المالي:

تُعتبر هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية، وتساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ مُحدّد، من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل خارجية كانت أو داخلية. وبشكل عام نرى أنّه كلما انخفض اعتماد الشركة على القروض لتمويل أصولها، كانت هذه الشركة أقلّ تعرضاً للمخاطر بأنواعها، لأنّ خدمة القروض، والفوائد المترتبة عليها، يُؤدّي إلى استنزاف موارد الشركة من سيولة نقدية لازمة لتمويل وتشغيل مشروعاتها<sup>1</sup>.

#### 2. مفاهيم حول الهيكل المالي

##### 1.2 التعريف بالهيكل المالي

التعريف الأول: يعرف على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة بجانب الخصوم وحقوق الملكية"<sup>2</sup>، وحسب هذا التعريف الهيكل المالي هو: مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر من الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية .

العرف الثاني: الهيكل المالي "يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر قصيرة أو طويلة الأجل"<sup>3</sup>، وبالتالي عرف هنا على أساس المصادر التي تمول المؤسسة بها نشاطها من أموال قصيرة وطويلة الأجل وأموال مقترضة ومملوكة .

العرف الثالث: يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة (مساهمين) أو من الغير على شكل قروض بكافة

<sup>1</sup> إسلام عتوم سبتمبر 3، 2019، الرفع المالي <https://e3arabi.com/?p=5526>

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، 2009، ص349.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2007، ص128.

أنواعها ، وأيضا مجموعة قنوات لإستخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة<sup>1</sup>.

يمكننا استخلاص تعريف الهيكل المالي ( البنية المالية ) للمؤسسة بأنها الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها.

وتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة ، فإذا كان المصدر هو الإقتراض فإن المؤسسة في وضع مخاطرة لأنها ملزمة بدفع تكاليف الأموال التي حازت عليها على سبيل الإستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال ، عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الإستدانة ، بينما إذا كان المصدر هو التمويل الذاتي فإن المؤسسة أمام ما يعرف بإسم تكلفة الأموال الخاصة .

يتضح مما سبق أن لكل نمط من التمويل درجة مخاطرة وتكلفة تمويل معينين ، وعليه يتوجب على المؤسسة اختيار هيكلها المالي في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله الذي يندرج ضمن السياسة المالية للمؤسسة<sup>2</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن هناك فرق بين المصطلحين التاليين : الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بأصولها المختلفة ، والثاني هيكل رأس المال الذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ، ويستبعد جميع أنواع الإئتمان قصير الأجل وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة .

### 2.2 محددات الهيكل المالي

#### 1.3.2 المحددات الكمية للهيكل المالي

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية التي تؤثر في قرارها المالي ، هذه المحددات تتمثل في العناصر التالية :

**أولا الربحية :** هي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بإرتفاع هذه الكفاءة من

<sup>1</sup> علي بن الضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة (دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006/2008) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة ورقلة ، 2009 ، ص75.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي ، مرجع سبق ذكره ، ص360.

مراقبتها ، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين المقترضين والعاملين<sup>1</sup>.

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها وإستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الإستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحققه على الإستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر<sup>2</sup>.

**ثانيا السيولة :** تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند إستحقاقها من خلال التدفق النقدي المالي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها في الدرجة الأولى ، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية<sup>3</sup>.

تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها ، وتمكنها من الوفاء بتسديد إلتزاماتها ، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في إختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو ، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها، ويمكن الحصول على السيولة عن طريق بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقدا ، بيع أصل من الأصول نقدا ، تحويل الأصول المتداولة إلى نقد ، إستعمال المصادر الخارجية للنقد كالإقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق الإحتفاظ بالأرباح<sup>4</sup>.

**ثالثا المردودية :** تعرف المردودية على أنها ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال وإستثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرتها هذه الأخيرة على تحقيق أرباح من خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل الموظفة<sup>5</sup>.

قسم المحللون الإقتصاديون المردودية إلى الأقسام التالية<sup>1</sup> :

<sup>1</sup> عبد الحليم وأخرون ، الإدارة والتحليل المالي ، أسس مفاهيم تطبيقات ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة ، عمان ، الأردن ، 2006، ص26 .

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشنة ، مرجع سبق ذكره ، ص 36 .

<sup>3</sup> حمد سعيد عبد الهادي ، الإدارة المالية والتمويل ، التحليل المالي الأسواق المالية الدولية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2008 ، ص158 .

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي ، أساسيات الإدارة المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2001 ، ص 86 .

<sup>5</sup> يوسف حسن يوسف ، التمويل في المؤسسة الاقتصادية ، دار التعليم الجامعي ، بدون رقم طبعة ، الإسكندرية مصر ، 2012 ، ص 104 .

❖ **المردودية الإقتصادية** : هي الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة الممارسة لنشاطها وتستخدم لقياس الفاعلية في استخدام الموجودات الموضوعة تحت تصرف المؤسسة .

❖ **المردودية المالية** : وهي الموارد المالية الخاصة بصاحب المؤسسات وتعتبر المردودية المالية بمثابة الأموال الخاصة على تحقيق الأرباح الصافية.

يمكن أن نميز بين ثلاث حالات تتعرض لها المؤسسة<sup>2</sup> :

✓ **حالة المردودية الإقتصادية أقل من سعر الفائدة** : في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة ، أي بزيادة الإعتماد على القروض تتخفض المردودية المالية .

✓ **حالة المردودية الإقتصادية يساوي سعر الفائدة** : في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية .

✓ **حالة المردودية أكبر من سعر الفائدة** : في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة فالمؤسسات تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظرا الإيجابي للديون على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) لان المردودية الإقتصادية تغطي أعباء الإقتراض .

**رابعا معدل النمو** : تكمن قيمة المؤسسة و ثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تشملها الأصول الموظفة من جهة ونموها من جهة أخرى ، فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها إحتياجات تمويل كبيرة يدفعها للجوء إلى الإستدانة بالمقام الأول خاصة مصادر التمويل الأقل تأثيرا بظاهرة عدم التناظر في المعلومات مثل القروض القصيرة الأجل ، وهذا ما يتفق مع نظرية الإلتقاط التدريجي للتمويل كما أنه حسب نظرية الإشارة يعتبر معدل النمو مؤشر على الصحة المالية للمؤسسة.

**خامسا حجم المؤسسة** : يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الإقتراض في تشكيلة الهيكل المالي ، حيث تتخفض إحتتمالات الإفلاس في المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم .

إن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرتها على الإقتراض أو الإعتماد على المصادر الداخلية ، فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الإستدانة وهو السبب الذي يجعل المؤسسة الصغيرة تتجه أكثر إلى الإقتراض قصير الأجل.

<sup>1</sup> زغيب مليكة و بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثانية ، الجزائر ، 2011 ، ص87 .

<sup>2</sup> مفيدة يحيوي ، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد الثالث ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، أكتوبر 2002 ، ص02.

سادسا هيكل الأصول : يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عديدة فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة ، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة ( المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة ) .

### المطلب الثالث : مكونات و تكلفة الهيكل المالي

فيما يلي بيان لأهم مكونات الهيكل المالي وتكلفته ما بين الإقتصاد الوضعي والإسلامي، كالتالي:

#### 1. مشروعية إعتداد مصادر التمويل في الهيكل المالي

من أهم العناصر التمويلية المتاحة كهياكل التمويلية للمؤسسات التي تعتمد عليها الأحكام الإسلامية في تعاملاتها المالية الأول الملكية والإعتداد على الإستدانة، وهي كالتالي:

#### 1.1 مشروعية إعتداد أموال الملكية في الهيكل المالي

تعتبر أموال الملكية من أهم الموارد المالية التي تمول بها المؤسسة عملياتها الجارية، من دون اللجوء إلى الإستدانة، وفي ما يلي مشروعية الإعتداد عليها:

#### 1.1.1 التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي بأنه: " مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة المستعمل في نشاطها الخاص، ويتكون هذا المصدر من الإهلاكات، المؤونات والأرباح غير الموزعة دون اللجوء إلى الاقتراض، كما يعرف على أنه: " إمكانية المؤسسة من تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، وهذه النتيجة يضاف إليها موردين داخليين للمؤسسة هما: الإهلاكات والمؤونات " .<sup>1</sup>

يعتبر التمويل الداخلي أو الإدخار من الأدوات الإسلامية الفاعلة في توزيع الثروة والدخل في المجتمع عن طريق استخدام الأموال المدخرة في الاستثمار وتحسين الإنتاج، وجاء تشجيع الإسلام على الادخار عن طريق العديد من القواعد الشرعية الواردة في القرآن الكريم، ومنها قوله تعالى: ﴿ ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوماً محسوراً ﴾ .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، نفس المرجع، ص 193.

<sup>2</sup> القرآن الكريم، سورة الإسراء، ص 29.

## دور التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة

إن تحقيق مستوى معين ومرتفع من التمويل الذاتي، يمكن للمؤسسة من اكتساب عدة إيجابيات أهمها تحقيق الاستقلالية المالية والاستقرار في التمويل، وذلك بالرغم من توفر عدة مصادر التمويل، كرفع رأس المال والاستدانة متوسطة وطويلة الأجل حيث يلعب التمويل الذاتي دور مزدوج من خلال :

✓ مساهمته في استبعاد المخاطر المتعلقة بالبيئة المالية، كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي أين تكون المؤسسة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية، وتكلفة أرباح محتجزة قليلة تتمثل في تكلفة فرصة بديلة.

✓ يعتبر الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل، وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي معين يتضمن قدرة المؤسسة على السداد، ويحقق الفاعلية الاقتصادية للنشاط، أما في حالة ضعف التمويل الذاتي تلجأ المؤسسة إلى الزيادة في رأس المال من خلال الزيادة في عدد المساهمين الجدد.

وتعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء والنمو من خلال العناصر المكونة لرصيد التمويل الذاتي، إذ تضمن المؤسسة بقاء واستمرار نشاطها بواسطة مخصصات الاهتلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات، وبالتالي ضمان الموارد الضرورية للاستثمار في النشاط الأساسي، أما مخصصات تدني الأصول الجارية ومؤونات الأخطار والتكاليف فهي اعتمادات مالية تحتفظ بها لمواجهة تدهور الأصول الجارية.

### 2.1.1 التمويل بالأسهم

تمثل الأسهم حصة في موجودات الشركة في شكل سهم، يُترجم تقسيماً متساوياً لرأسمال الشركة بين حملة تلك الأسهم، فالحكم الشرعي للأسهم في أصل معناها العام الجواز شرعاً، فليس في ذلك ما يخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا ما نجده ضمن القواعد الفقهية في المعاملات الإسلامية، منها: "الأصل في الأشياء الإباحة حتى يدل الدليل على التحريم، والأصل في العقود الصحة، والأصل في الشروط الجواز"، وقوله صلى الله عليه وسلم: ((ما أحل الله في كتابه فهو حلال وما حَرَّمَ فهو حرام، وما سَكَتَ عنه فهو عَفْوٌ، فَاقْبَلُوا من الله عَافِيَتَهُ ، فَإِنَّ اللهَ لم يكن لِيَتَسَى شَيْئاً))، ثم تلا هذه الآية: ﴿وَمَا كَانَ رَبُّكَ نَسِيًّا﴾ [سورة مريم/ الآية 64].

لكن، هل هذا الحكم الجائز شرعاً شاملاً لكل أنواع الأسهم وكل مناحي استثمارها؟ والجواب، إن الحكم المطلق بجواز التعامل بالأسهم دون تمييز لم يصادف الصواب، ذلك أن من الأسهم ما هو صحيح جائز



لا شبهة فيه، ومنها ما هو حرام لا يجوز التعامل به. وطالما أن الأحكام الشرعية تسقط على ما تمثله الأوراق المالية من حقوق وليست الأوراق المالية في حد ذاتها، لذا فالأحكام الفقهية الواردة في موضوع تداول الأسهم تختلف باختلاف أنواع الأسهم.<sup>1</sup>

وتتمثل مصادر التمويل بالأسهم فيما يلي:

#### أولاً: الأسهم العادية

##### أ. التعريف بالأسهم العادية

**التعريف الأول:** السهم العادي هو وثيقة ذات إسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق للدفع في تاريخ محدد، ويعتبر التمويل بالأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل الطويل الأجل.<sup>2</sup>

**التعريف الثاني:** يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة الحقوق الملكية -التي لا تتضمن الأسهم الممتازة-، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية.<sup>3</sup>

##### ب. مزايا وعيوب الأسهم العادية

##### ❖ مزايا الأسهم العادية

1. لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ إستحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.
2. ان الشركة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعطي مرونة للمشروع بعدم الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.
3. ان التمويل بإصدار الأسهم العادية يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفف من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي.<sup>4</sup>
4. أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملةها.

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 193.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 201.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 533.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 205.

5. تمثل الأسهم العادية مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المنشأة التي أصدرتها.

6. إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.<sup>1</sup>

#### ❖ عيوب الأسهم العادية

1. يؤدي التمويل بالأسهم العادية إلى توسيع القاعدة الملكية ومما ينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحياناً السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجيهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

2. إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدامى، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقاً.

3. عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة سوف لا تضاف إلى مصاريف الشركة لأغراض الاحتساب الضريبي عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضرائب.

4. ان إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها الشركات المصدرة.

5. إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال أي أنها تحد من قدرة المشروع على المتاجرة بالملكية.<sup>2</sup>

#### ثانياً: الأسهم الممتازة

##### أ. التعريف بالأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك السهم العادي، وتحسب القيمة الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في الميزانية على عدد الأسهم المصدرة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 534.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 206.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 541.

### ب. حالات إصدار الأسهم الممتازة<sup>1</sup>

1. في حالة عدم إمكانية حصول الشركة على القروض من المؤسسات المالية نظرا لارتفاع مديونتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية.
2. الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من كلفة إصدار الأسهم العادية.
3. في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض.
4. إن معظم إصدارات الأسهم الممتازة ينص في شروط إصدارها على عدم مشاركة حامليها في إدارة الشركة، أو انتخابات مجلس الإدارة أو في التصويت في الجمعية العمومية وبالتالي تكون الشركة حرة في الإدارة في حالة حصولها على التمويل بالأسهم الممتازة أي لا يوجد خطر فقدان السيطرة على المشروع.

### ج. مزايا وعيوب الأسهم الممتازة<sup>2</sup>

#### ❖ مزايا الأسهم الممتازة

1. ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات، وأن التوزيعات محددة بمقدار معين.
2. لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل عويصة.
3. الإصدار مزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.
4. أن قرار إصدار الأسهم الممتازة قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها، وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الإسمية.

#### ❖ عيوب الأسهم الممتازة

1. ارتفاع تكلفتها نسبيا، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة.
2. أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر.
3. ليس هناك ضمان لحصول حملة الأسهم على عائد دوري.
4. ليس لهم الحق في مطالبة نصيبهم من الأرباح الموزعة إلا إذا قررت المنشأة إجراء توزيعات.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع، 208.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 542.

### 3.1.1 صيغ التمويل الإسلامية الأخرى القائمة على الملكية

#### 1.3.1.1 التمويل بالمضاربة (القراض)

قال عز وجل : ﴿ وَ آخِرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ ﴾<sup>1</sup>

أولاً: شرعية التمويل بالمضاربة

لقد عُرِفَت المضاربة اصطلاحاً بأنها: "أن يشترك مأل وبدن، وتسمى قراضاً أيضاً ومعناها أن يدفع رجل ماله إلى آخر يتجر له فيه على أن ما حصل من الربح بينهما حسب ما يشترطانه"، كما عُرِفَت بأنها: "الحالة التي يُعطي فيها أحد لآخر مالا معلوماً يتجر فيه، وأن يكون الربح بينهما على ما اشترطاه، والخسارة تكون من رأس المال فقط، إذ أن العامل تكفيه خسارة جهده"، قد أجمع فقهاء الأمة على جواز المضاربة كصيغة تمويلية مستتدين في ذلك على الأدلة الشرعية، من الكتاب، والسنة، والإجماع، والقياس؛ إذ نجد في الكتاب قول الله تعالى: ﴿ وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَقْصُرُوا مِنَ الصَّلَاةِ ﴾<sup>2</sup>

ثانياً : تعريف التمويل بالمضاربة

التعريف الأول :

لغة : المضاربة في اللغة مفاعلة من الضرب : و هو السير في الأرض.

اصطلاحاً : تعني المضاربة في الفقه الإسلامي بأنها " شركة في الربح بمال من جانب ( رب المال ) و عمل من جانب آخر ( المضارب ).

التعريف الثاني : عقد على المشاركة في الإلتجار بين مالك لرأس المال ، و عامل يقوم بالاستثمار بما لديه من الخبرة ، و يوزع الربح بينهما في نهاية كل صفقة بحسب النسبة المتفق عليها ، أما الخسارة إذا وقعت فيتحملها رب المال وحده ، و يخسر المضارب جهده أو عمله ، أي إن رأس المال من طرف ، و الإدارة و التصرف فيه من طرف آخر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> القرآن الكريم، سورة الزمل، ص 20.

<sup>2</sup> دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة شمال إفريقيا، المجلد 14 / العدد (19) 2018، ص 193.

<sup>3</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مطبعة: دار الفكر، دمشق، سوريا، بدون طبعة، 2002، ص 438.

التعريف الثالث : هي نوع خاص من المشاركة ، يعطي الشريك فيها المال لشريك آخر ، لاستثماره في مشروع تجاري ، و يأتي المال من الشريك الأول الذي يدعى «رب المال» ، وتكون الإدارة و العمل حصرياً من مسؤولية الشريك الآخر الذي يُدعى المضارب .<sup>1</sup>

و انطلاقاً من التعاريف السابقة يتضح أن المضاربة هي: اتفاق بين طرفين الأول يساهم بماله و الثاني بمجهوده و نشاطه الشخصي في التجارة بهذا المال ، و يوزع الربح حسب الاتفاق إما بالنصف أو ثلث ..... الخ ، و أما بالنسبة للخسارة يتحملها رب المال وحده و يخسر المضارب مجهوده و نشاطه.

### ثالثاً : شروط المضاربة

1. أن يكون رأس المال من النقود ، لا من العروض التجارية ، أو السلع و الأعيان، و أجاز جمهور الفقهاء غير الشافعية المضاربة بالعروض على أن تقوم عند التعاقد ، و تجعل قيمتها رأس المال المضاربة.

2. أن يكون رأس المال معلوماً مقداره عند العقد لا مجهولاً ، حتى يوزع الربح بموجبه ، فإن كان مجهولاً، أدى ذلك الى جهالة الربح الذي هو زيادة عن رأس المال.

3. أن يكون رأس المال معيناً حاضراً ، لا ديناً في الذمة و لا غائباً، و إذا كان الدين في ذمة المضارب فلا يبرأ منه إلا بتسليمه الى صاحبه ، فإن قبض المضارب الدين فعلاً من المدين بإذن الدائن ، جاز جعله رأس المال المضاربة ، وكذلك إذا قبض الوديعة من الوديع.

4. أن يتم تسليم رأس المال للمضارب ليتمكن من العمل فيه ، بمقتضى المتاجرة ، و هذا اتجاه الجمهور، و أجاز الحنابلة إبقاء رأس المال عند صاحبه ودفعه تدريجياً بحسب الحاجة ، لأن المضاربة تقتضي إطلاق التصرف في المال ، و ليس تسليمه.

5. أن يتفق العاقدان على نسبة معلومة لكل منهما من الربح ، قليلة أو كثيرة، و لا يتحمل المضارب منها شيئاً ، لأنها نقصان رأس المال ، و هو مملوك لصاحبه و هو رب المال..

6. أن يكون الربح معلوم المقدار ، لأنه هو المعقود عليه ، و جهالته تقسد العقد ، و أن يكون نصيب كل من المتعاقدين جزءاً شائعاً متفقاً عليه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عمر أحمد كشكار، مرجع سابق، 39.

<sup>2</sup> وهبة الزحيلي، المرجع السابق، ص 440.

### 2.3.1.1: المزارعة

إن أصل كلمة "مزارعة" في اللسان العربي على وزن مفاعلة، هي مأخوذة من الزرع، زرع الحَبِ يزرعه زرعاً و زراعة، و قيل الزرع طرح البذر، كما تُعبر المزارعة على: " العملية التي يدفع فيها رجلٌ أرضاً يزرعها على جزءٍ معينٍ مشاعٍ فيها "، ورد مصطلح المزارعة في قول الله تعالى: ﴿ أَفَرَأَيْتُمْ مَا تَحْرُثُونَ أَأَنْتُمْ تَزْرَعُونَهُ أَمْ نَحْنُ الزَّارِعُونَ ﴾ (سورة الواقعة/ الآية 64)، أما من السنة النبوية، فعن أنس رضي الله عنه أن النبي قال: " ما من مسلم يَغرس غرساً أو يَزْرَعُ زَرْعاً فَيَأْكُلُ مِنْهُ طَيْرٌ أو إنسان أو بهيمة إلا كان له به صدقةٌ ". (رواه النسائي).<sup>1</sup>

#### أولاً : تعريف المزارعة

لغة : المزارعة لغة مفاعلة من الزرع وهو الإثبات.

اصطلاحاً : هي دفع أرض وحب لمن يزرعها أو يعمل عليها ، والزرع بينهما وحكمتها واضحة : أنها تحقق مصلحة كل الطرفين المتعاقدين .

دليل مشروعية المزارعة : تثبت المزارعة بالسنة و الإجماع ، فقد روي عن ابن عمر (رضي الله عنهما) أن النبي صلى الله عليه وسلم: "عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج من ثمر أو زرع".<sup>2</sup>

#### ثانياً : شروط المزارعة<sup>3</sup>

1. توفر أهلية المتعاقدين وأقلها العقل مع التمييز .
2. تحديد الأرض محل الزراعة و تسليمها لمن عليه واجب العمل .
3. أن يكون البدر من صاحب الأرض حتى يكون رأس المال كله من أحدهما قياساً على المضاربة
4. الإتفاق على الشيء المزروع مالم يفوض الزارع تعويضاً شاملاً .
5. الإتفاق على كيفية توزيع العائد و أن يكون نصيب كل منها جزءاً شائعاً من الغلة كالنصف أو الثلث أو الربع.
6. الإتفاق على أجل انتهاء العقد أي مدة المزارعة .

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 194.

<sup>2</sup> وهبة زحيلي ، مرجع سابق ، ص 453 .

<sup>3</sup> الجمعية العلمية نادي الدراسات الاقتصادية ، مفهوم التمويل ومصادره في الاقتصاد الإسلامي ، كلية العلوم الاقتصادية ، خروبة ، الجزائر ، ص 19 .

### 3.3.1.1: التمويل بصيغة المساقاة

عرفت المساقاة على أنها: " معاقدة على أن يدفع شخص أرضاً مع شجر غير مغروس إلى شخص آخر ليغرسه فيها، و يتعهد بالسقي و الحفظ مقابل جزء شائع معلوم من الشجر أو الثمر أو منهما ".  
 لقد أجمع الفقهاء على مشروعية صيغة المساقاة للحاجة إليها، على خلاف أبا حنيفة الذي رأى أنها لا تجوز، و يُستدل على جوازها مما ورد في السنة النبوية أن الرسول صلى الله عليه وسلم قد تعامل بها و عمل بها أصحابه من بعده، فعن ابن عباس رضي الله عنه أن: "رسول الله عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج من زرع أو ثمر".<sup>1</sup>

### 4.3.1.1: التمويل بصيغة المغارسة

تعرف المغارسة بأنها: " صيغة من صيغ استغلال الثروة الزراعية تجمع مالك الأرض الزراعية و العامل الزراعي، بحيث يُقدم الأول الأرض على أن يقوم الثاني بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المُبرم بينهما، ويكون الشجر و الإنتاج بينهما؛ وبذلك فالمغارسة هي إعطاء الأرض الصالحة للزراعة لشخص كي يغرس فيها شجراً، على أن يتم اقتسام الشجر و الثمار.  
 يرى الجمهور عدم جواز عقد المغارسة لكثرة الجهالة الناتجة عن انتظار الشجر و للاشتراك في الأرض، أما المالكية فقد أجازوها شريطة: أن يغرس فيها أشجاراً ثابتة الأصول، كالزيتون أو الرمان أو التين، ولا يجوز زراعة الأشجار غير الثابتة، مثل: دوار الشمس أو البقول وأمثالها، وأن تتفق أصناف الأشجار في مدة ثمرها، و ذلك ليصبح بالإمكان حصول كل طرف على حصته، وأن لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة فوق الإثمار وأن لا تكون الأرض موقوفة، على أن يكون نصيب العامل من الأرض و الشجر".<sup>2</sup>

### 5.3.1.1: التمويل بالمشاركة

قال تعالى: ﴿ فَإِنْ كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثَّلَثِ مِنْ بَعْدِ وَصِيَّةٍ يُوصَىٰ بِهَا أَوْ دَيْنٍ غَيْرِ مُضَارٍ وَصِيَّةً مِنَ اللَّهِ وَ اللَّهِ عَلِيمٌ حَلِيمٌ ﴾.<sup>3</sup>

### أولاً: شرعية التمويل بالمشاركة

تُعرف المشاركة على أنها: "تتضمن اشتراك شخصين فأكثر بحصص من المال أو العمل أو منهما معا بهدف تحقيق الربح الذي سيوزع بينهما وفق ما هو متفق عليه، وفي حالة الخسارة فتُحمل على كل طرف

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 194.

<sup>2</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 194.

<sup>3</sup> القرآن الكريم، سورة النساء، الآية 12.

بقدر حصة كل طرف في رأس المال، أجمع علماء الأمة على مشروعية المشاركة بالكتاب و السنة و الإجماع، حيث وردت كلمة مشاركة في قول الله تعالى: ﴿فَإِنْ كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثَّلَاثِ، مِنْ بَعْدِ وَصِيَّةٍ يُوصَىٰ بِهَا أَوْ دَيْنٍ غَيْرِ مُضَارٍ..﴾ (سورة النساء/ الآية 12)، أما من السنة فما ورد عن أبي هريرة أنه قال، قال رسول الله في الحديث القدسي أن الله عز وجل قال: ((أنا ثالث الشريكين ما يُخْنَأُ حُدُومًا صَاحِبُهُ، فَإِذَا خَانَا خَرَجْتَ مِنْ بَيْنَهُمَا)) (أخرجه أبو داود و صححه الحاكم).<sup>1</sup>

### ثانيا : تعريف التمويل بالمشاركة

التعريف الأول :

❖ لغة : لفظ مشتق من الشركة.

❖ اصطلاحا : يعرف الفقهاء المسلمون الشركة بأنها تعاقد بين إثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأعمال أو الأموال ، ليكون الربح بينهم حسب الاتفاق.

التعريف الثاني: المشاركة تعني التشارك، وفي سياق الأعمال والتجارة تعني مشروعاً مشتركاً، يشترك فيه جميع الشركاء في الربح والخسارة، وهو بديل مثالي للتمويل الربوي، بآثاره البعيدة على كل من الإنتاج والتوزيع. يُعد الربا، في الاقتصاد الرأسمالي الحالي، الأداة الوحيدة التي تستخدم في تمويل كل شيء، وقد حرم الإسلام الربا، وحرّم استخدامه في تقديم التمويل، من أي نوع كان، لذلك يبرز دور المشاركة في القيام بدور أساسي في اقتصاد قائم على المبادئ الإسلامية.<sup>2</sup>

التعريف الثالث: ما وقع فيه الاشتراك بمقتضى عقد بين اثنين أو أكثر على القيام بعمل أو نشاط استثماري وفق مقاصد الشرع الإسلامي، يشتركان فيه بأموالهما وأعمالهما أو جاههما، أو بالمال من أحد الطرفين والعمل من الطرف الآخر، وما ربحاه أو حصلاه من الثمر والزرع فبينهما على ما شرطاه وما غرماه فيحسب رأس المال إن كان من الجانبين أو بالمال من جانب والعمل من الآخر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 194.

<sup>2</sup> د عمر أحمد كشكار، مقدمة في التمويل الإسلامي، دار الرواد للنشر، سوريا، ط 01، 2019 م، ص 27.

<sup>3</sup> د قادري محد الطاهر، المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، مكتبة حسن العصرية، لبنان، بدون طبعة، 2014 م، ص 39.



## 2.1 مشروعية اعتماد الاستدانة في الهيكل المالي

### 1.2.1 القروض المصرفية

يعرف القرض المصرفي على أنه: "تسليف المال لاستثماره في الإنتاج والاستهلاك وهو يقوم على عنصرين هما: الثقة والمدة"، وطالما أن القروض المصرفية تكون العوائد المترتبة عنها من قبيل أيجار النقد بالنقد على أساس الفوائد الربوية المحرمة شرعاً، فإنه لا يجوز التمويل بها.<sup>1</sup>

### 2.2.1 التمويل بالقروض السندية

يعرف السند بأنه: "مستند مديونية طويل الأجل تصدره المنشآت، وتعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في سعر فائدة دوري يتمثل في نسبة مئوية من قيمته. وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية؛ فحامل السند له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية، كما قد يمتد بخسائر رأسمالية".

و طالما أن السند هو قرض جَر نفعاً، فهي محرمة في الشريعة الإسلامية، لأن كل قرض جَر نفعاً فهو ربا، و هو محرم شرعاً؛ لذلك لا يجوز إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المُقترض مع زيادةٍ على أي وجه كانت سواء دُفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض، أو دُفعت على أقساط شهرية أو سنوية، أكانت في شكل نسبة من قيمة السند كما في أغلب السندات، أو في شكل خصم منها كما في السندات ذات الكوبونات الصفرية.<sup>2</sup>

يمكن اعتبار السندات على أنها عقد بين الشركة وبين حامل السند ويترتب بموجب هذا العقد حقوق والتزامات على طرفي العقد وهي:

- ✓ حق حامل السند في معدل فائدة دوري.
- ✓ تاريخ استحقاق الفوائد.
- ✓ تحديد القيمة الدفترية للسند.
- ✓ تاريخ استحقاق قيمة السند.
- ✓ أولوية أصحاب السندات في المطالبة بحقوقهم في حالة التصفية.
- ✓ تحديد الضمانات إن وجدت لاسيما التي تكفل السند في حالة السندات المضمونة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 195.

<sup>2</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 195.

<sup>3</sup> محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية، دار المستقبل، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 147.

طالما أن السند هو قرض جر نفعاً، فهي محرمة في الشريعة الإسلامية، لأن كل قرض جر نفعاً فهو ربا، وهو محرم شرعاً، لذلك لا يجوز إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقرض مع زيادة على أي وجه كانت سواء دفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض، أو دفعت على أقساط شهرية أو سنوية، أكانت في شكل نسبة من قيمة السند كما في أغلب السندات، أو في شكل خصم منها كما في السندات ذات الكوبونات الصفرية.<sup>1</sup>

### 3.2.1 التمويل بالمرابحة

#### أولاً: شرعية التمويل بالمرابحة

تعتبر المرابحة جائزةً عند العلماء بنص القرآن، والحديث، والإجماع، كونها من بيوع الأمانة التي يكون فيها البائع مؤتمناً على الإخبار بالثمن الأول الذي اشترى به السلعة؛ فمن القرآن ما قاله الله تعالى: ﴿لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلاً مِّن رِّبِكُمْ﴾ (سورة البقرة/ الآية: 198) طالما أن المرابحة تمثل ابتغاء للفضل، وكما أنها تدخل ضمن عقود البيع المشروع لقوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ (سورة البقرة / الآية: 275).<sup>2</sup>

#### ثانياً: تعريف المرابحة

التعريف الأول: المقصود بالمرابحة في اصطلاح الفقهاء هو: بيع ما ملكه بالعقد الأول بالثمن الذي قامت به السلع على البائع مع زيادة ربح معلوم يتفق عليه الطرفان.<sup>3</sup>

التعريف الثاني: تعتبر لغة مشتقة من ربح أي النماء أي ما معناه الفرق بين كلفة السلعة وسعر بيعها ويعتبر بيع المرابحة هو الغالب بين أنواع البيوع في التجارة، وهي نقل ما ملك بالعقد الأول مع زيادة ربح.<sup>4</sup>

التعريف الثالث: المرابحة هي أن يعرف صاحب السلعة المشتري بكم اشتراها، ويأخذ منها ربحاً، إما في الجملة مثل أن يقول: اشتريتها بعشرة وتربحني ديناراً أو دينارين، وإما بالتفصيل وهو أن يقول: تربحني

<sup>1</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 195.

<sup>2</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 195.

<sup>3</sup> عبد الحميد محمود البعلبي، أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الكويت، من دون سنة النشر، ص 77.

<sup>4</sup> صادق راشد حسين الشمري، أساسيات الصناعة المصرفية الإسلامية أنشطتها. التطلعات المستقبلية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 61.

درهما لكل دينار أو غير ذلك، وبعبارة موجزة هي بيع السلعة بالثمن الذي اشتراها به وزيادة ربح معلوم للعاقدين.<sup>1</sup>

### ثالثاً: شروط المربحة

- \* العلم بالثمن الأول: على البائع أن يبين للمشتري وقت بيع أصل الثمن وجميع ما غرمه على السلعة.
- \* العلم بالربح: على أن يبين الربح الذي يطلبه.
- \* العلم بأحوال المبيع المميزة له أو المكروهة.
- \* العلم بأوصاف الثمن: ينبغي على البائع تبين ما نقده، وما عقد عليه إن اختلف النقد والعقد.<sup>2</sup>
- \* أن يكون العقد الأول صحيحاً لا فاسداً.
- \* أن يكون رأس المال من ذوات الأمثال وهو شرط جواز المربحة على الإطلاق.
- \* ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا، وهذا شرط متفق عليه.

### 4.2.1 مشروعية التمويل بالسلم

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

ومن الحديث ما ورد في السنة النبوية، فعن عباس أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قدم المدينة والناس يسلفون في التمر السنتين والثلاث، فقال النبي: ((من أسلف في شيء فليُسلف في كَيْلٍ معلومٍ ووزنٍ معلومٍ إلى أجلٍ معلومٍ)) [رواه البخاري ومسلم]، فدل الحديث بذلك على إباحة السلف والسلم وبين بعض شروطه، كما أجمع فقهاء المذاهب على أن السلم جائز.<sup>3</sup>

### أولاً: تعريف السلم

السلم في لغة العرب الإعطاء وتسليف.

السلم في اصطلاح الفقهاء:

<sup>1</sup> قادري محمد طاهر، مرجع سابق، ص 43.

<sup>2</sup> قادري محمد طاهر، مرجع سابق، ص 43.

<sup>3</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 195.

➤ عقد على موصوف في الذمة ببذل يعطى عاجلاً: وهذا تعريف الشافعية الذين شرطوا لصحة السلم قبض رأس المال في المجلس وأجازوا كون السلم حالاً ومؤجلاً.

➤ عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض في مجلس العقد: وهو تعريف الحنفية والحنابلة الذين شرطوا لصحة السلم قبض رأس المال في مجلس العقد وتأجيل المسلم فيه احترازاً من السلم الحال.

➤ بيع معلوم في الذمة محصور بالصفة بعين حاضرة أو ما هو في حكمها إلى أجل معلوم: وهذا تعريف المالكية الذين منعوا السلم الحال ولم يتشروطوا تسليم رأس المال في مجلس العقد وأجازوا تأجيله اليومين والثلاثة لأنه أي التأجيل يعتبر في حكم التعجيل بناء على أن ما قارب الشيء يعطي حكمه.

➤ ويسمى الفقهاء المشتري في هذا العقد " رب السلم " أو " المسلم "

والبائع " المسلم إليه " .

والمبيع " المسلم فيه " .

والثمن " رأس مال السلم " .<sup>1</sup>

السلم بيع يتعهد فيه البائع بتقديم سلعة محددة، في موعد مستقبلي محدد، مقابل ثمن مقدم يدفع سلفاً وقت العقد، ويكون الثمن كما تقدم حالاً غير مؤجل، وتكون السلعة مؤجلة، ويسمى المشتري " رب السلم"، والبائع "مسلم إليه"، والمال الحال "رأس المال" والسلعة المشتريات "مسلم فيه".<sup>2</sup>

**ثانياً: شروط صحة السلم**

\* شروط رأس المال

1. ذهب جمهور الفقهاء في أنه يشترط في رأس المال أن يكون معلوماً لأنه بدل في عقد معاوضة مالية فإذا قبل الطرف الآخر وجب تعيين رأس المال في مجلس العقد وتسليمه إليه وفاء بالعقد.

2. تسليم رأس المال في مجلس العقد: ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة إلى أن من

شروط صحة السلم تسليم رأس المال السلم في مجلس العقد فلو تفرقا قبله بطل العقد واستدلوا على ذلك

بما يأتي: قوله صلى الله عليه وسلم: " من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم،

والتسليف هو الإعطاء فإن لم يدفع إليه رأس المال فإنه يكون غير مسلف شيئاً بل واعداً بأن يسلف ".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص 101.

<sup>2</sup> عمر أحمد كشكار، مرجع سابق، ص 128.

<sup>3</sup> عبد الحميد محمود البعلي، نفس المرجع، ص 105.

\* شروط المسلم فيه:

1. أن يكون مؤخرا إلى أجل معلوم.
2. أن يكون ثابتا في الذمة.
3. أن يكون جنس المسلم فيه موجودا عند حلول الأجل أي تسليم المسلم فيه.
4. أن يكون المسلم فيه قابلا للضبط بالصفات بحسب العادة والعرف أو بالحمل أو الجُرزة.

\* الشروط المشتركة بين رأس المال والمسلم فيه:

1. أن يكون كل واحد منهما مما يصح تملكه وبيعه فلا يصح السلم في الخمر والخنزير ونحوهما.
2. أن يكون مختلفين جنسا، تجوز المسيئة بينهما.
3. أن يكونا كل واحد منهما معدوم الجنس والصفة والمقدار.<sup>1</sup>

### ثالثا: استخدام السلم أداة للتمويل

\* بعد شراء السلع بالسلم، يمكن للمؤسسات المالية أن تبيع هذه السلع بالسلم الموازي، باستخدام موعد التسليم نفسه. ولأن الفترة في السلم الموازي أقصر، يمكن للثمن أن يكون أعلى قليلاً من ثمن السلم الأول. ويكون فرق الثمن بين البيعين مريحاً خالصاً للمؤسسة أو للممول.

\* إذا تعذر إجراء السلم الموازي لسبب أو لآخر، فيمكن للمؤسسات الحصول على وعد بالشراء من طرف ثالث. ويجب أن يكون هذا الوعد من طرف المشتري فقط.<sup>2</sup>

### 5.2.1 مشروعية الإستصناع

يعرف الاستصناع لغة بأنه طلب الصنعة، وهو اصطلاحاً، بأن يطلب من الصانع أن يصنع شيئاً بثمن معلوم، علماً بأن مادة الصنع والعمل من الصانع، ويعتبر لدى مذاهب: المالكية والشافعية والحنابلة، نوعاً من السلم يسمى "السلم في الصناعات"، على خلاف ما ذهب إليه الحنفية فيكونه عقد مستقل بذاته.<sup>3</sup>

#### أولاً: تعريف الإستصناع

الإستصناع في اللغة: مصدر استصنع الشيء أي دعا إلى صنعه وطلبها.

الإستصناع في اصطلاح الفقهاء: التعريف الذي رجحه الإمام الكاساني واختارته الموسوعة الفقهية الكويتية هو: "إن الإستصناع عقد على المبيع في الذمة شرط فيه العمل".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> قادري محمد الطاهر، مرجع سابق، ص 50.

<sup>2</sup> عمر أحمد كشكار، مرجع سابق، ص 133.

<sup>3</sup> دلفوف سفيان، مرجع سابق، ص 196.

<sup>4</sup> عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص 116.

ويشترط لصحة عقد الإستصناع تحديد الثمن بموافقة الطرفين، وتبيين مواصفات السلعة (المقصودة في العقد) بشكل كامل بين الطرفين<sup>1</sup>.

### ثالثاً: أركان عقد الإستصناع

\* المستصنع (المشتري).

\* الصانع (البائع)، وينبغي أن تكون العين والعمل من الصانع حتى يصح العقد.

\* أما الشيء المطلوب فهو (مصنوعاً).

\* والمقابل الذي يدفع (ثمناً)، كما لا يجب تعجيل رأس المال وليس بالضرورة تحديد الأجل.

\* وأن شروط جواز عقد الإستصناع طالما يعني أنه عين موصوفة في الذمة فلا بد من وصفه وتحديده بأوصاف قاطعة.

\* بيان توضيح نوع المصنوع.

\* بيان قدره أو حجمه أو مقاساته.

\* تحديد البذل (الثمن) ولا يلزم دفعه حالاً (وقت العد).

\* أن يحدد أجلاً لصنع المصنوع.

\* أن يتم وصفه معلوماً ينفي الجهالة.

\* أن تكون هذه الأشياء مطلوبة مما يحتاجها البشر.<sup>2</sup>

## 2. تكلفة مصادر التمويل المشروعة من المنظور الإسلامي

### 1.2 تكلفة أموال الملكية

#### 1.1.2 تكلفة الأسهم

#### أولاً: تكلفة الأسهم العادية

يتم إصدارها بقيمة اسمية تثبت على كوبون السهم العادي، ولأسهم العادية العديد من القيم التي تتكون نتيجة لظروف مختلفة، فالقيمة السوقية للسهم تتكون نتيجة للتداول في السوق المالي وتختلف عن القيمة الإسمية وخاصة الشركات قديمة التأسيس، وهناك قيمة إصدار للسهم يعبر عنها سعر إصدار السهم الواحد والذي يكون عادة أقل من سعر السوق وأكثر من قيمة الإسمية وبذلك فإنه يختلف عن القيمة الاسمية والقيمة السوقية له.

<sup>1</sup> عمر أحمد كشكار، مرجع سابق، ص 135.

<sup>2</sup> صادق راشد حسين الشمري، مرجع سابق، ص ص 69، 70.

وتعتمد كلفة الأسهم العادية على العناصر الآتية:

- ✓ حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الاستثمار الرأسمالي المقترح.
  - ✓ سعر الإصدار للسهم الواحد.
  - ✓ سعر السهم في السوق.
  - ✓ الأرباح المتوقعة لكل سهم.
  - ✓ الزيادة المتوقعة الحصول عليها من الأرباح بعد تنفيذ الاستثمار الممول بالأسهم العادية.
  - ✓ إضافة إلى كلفة الإصدار والعمولات المترتبة على المشروع وعدد الأسهم المصدرة.
- ويمكن استخدام طريقتين لحساب تكلفة الأسهم العادية، وهما:

أ. طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم:

تقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح الموزعة لكل سهم عادي على القيمة الصافية التي يتم استخراجها بضرب القيمة السوقية للسهم بكلفة الإصدار للسهم الواحد مضاف إلى الناتج الزيادة المتوقعة في الأرباح لكل سهم.

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام العلاقة الآتية:

$$Ke = \frac{D1}{P0 (1 - F0)} + G$$

حيث أن:

**Ke** = تكلفة السهم العادي

**D1** = الأرباح المتوقعة لكل سهم

**P<sub>0</sub>** = القيمة السوقية للسهم

**F<sub>0</sub>** = كلفة إصدار السهم

**G** = الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم الواحد

ب. طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم:

تقيس هذه الطريقة كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها الشركة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن كلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضاً بمقدار أرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الإستثمارات الجديدة.

ويمكن احتسابها بالطريقة الآتية:

$$\frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}} = \text{كلفة الأسهم العادية}$$

القيمة الصافية للسهم = سعر البيع - (كلفة الإصدار + كلفة الخصم).

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة<sup>1</sup>

تعرف بأنها " معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز، فهي نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى الصافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم. يتم حساب تكلفة الأسهم بموجب المعادلة التالية:

$$\frac{\text{حصّة السهم من الربح}}{\text{(سعر بيع السهم - كلف الإصدار)}} = \text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة}$$

$$\frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة على حملة الأسهم الممتازة}}{\text{سعر بيع السهم الممتاز (1 - كلف الإصدار)}} = \text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة}$$

## 2.1.2 تكلفة التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة)

الأرباح المحتجزة مصدر تمويل ذو تكلفة تكاد تكون معدومة إذا خصمت من الوعاء الضريبي وخاصة إذا حظي أصحابها بميزة ضريبية، وعليه<sup>2</sup>:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{(التوزيع المتوقع للسهم - الضريبة على الأرباح)}}{\text{القيمة الحالية للسهم}} + \text{معدل النمو المتوقع للتوزيعات}$$

إما إذا كانت تشجيع خاص من الدولة لبعض المؤسسات واعتبار العائد على الأرباح المحتجزة كأى عبء من أعباء المؤسسة:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة للتوزيع} = \frac{\text{(التوزيع المتوقع للسهم - الضريبة على الأرباح)}}{\text{القيمة الحالية للسهم}} + \text{معدل النمو المتوقع}$$

1- علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 171.

2- سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 297.



### 3.1.2 تكلفة التمويل بالمشاركة

تكلفة التمويل في حالة المشاركة المستمرة تتمثل في نصيب الشريك سنوياً؛ ويتبلور ذلك في تشغيل أموال الغير مشاركة لفترات محدودة، حيث تستفيد المؤسسة من أموال الشريك تمويلاً مقابل دفع حصة الشريك من الأرباح.

### 4.1.2 تكلفة التمويل بالمضاربة

يكون الربح مشتركاً بينهما بحسب الاتفاق. أما الخسارة فهي على رب المال وحده، ويكفي العامل أنه خسر جهده وعمله؛ شرط ألا يقصر العامل أو يتعدى، وتكون تكلفة الأموال من وجهة نظر المضارب بالعمل معادلة لما يدفعه لشريكه رب المال لقاء استخدامه لماله. وتظهر هذه الصيغة بصورة واضحة في تشغيل أموال أصحاب حسابات الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية، ويعبر عن تكلفة تلك الأموال بما يتم سداده لأصحاب محافظ تلك الحسابات كل حسب مساهمته.

### 2.2 تكلفة أموال الاستدانة

#### 1.2.2 تكلفة التمويل بالمرابحة

يتوجب على المؤسسة الإفصاح للعميل عن تكلفة السلعة وتفاصيل المصروفات المباشرة التي ستدخل في الثمن، ولا تعتبر المصاريف غير المباشرة من تكاليف المرابحة، كالمصاريف الإدارية الخاصة بالمؤسسة.

أما إذا لم تُفصل تلك المصروفات فليس للمؤسسة أن تُدخل إلا ما جرى العرف على اعتباره من التكلفة كمصروفات النقل، والتخزين، ورسوم الاعتماد المستندي، وأقساط التأمين. ولا يجوز ربط السعر بمؤشرات عامة كالليبور أو بالزمن. وإن كل حسم تحصل عليه المؤسسة من البائع بخصوص السلعة المباعة نفسها ولو بعد العقد فهي تخص العميل حصرياً.

#### 2.2.2 تكلفة التمويل بالسلم

تكلفة أموال السلم من وجهة نظر المسلم إليه (البائع) وهو المتمول تكون بنقص السعر المسلم فيه عن الأسعار الجارية مقابل استفادته من الحصول على تلك الأموال مقدماً.

#### 2.2.2 تكلفة التمويل بالاستصناع

تكلفة أموال الإستصناع فنتشابه مع تكلفة أموال السلم لتشابه البيعين؛ فمن وجهة نظر الصانع وهو المتمول تكون بنقص السعر المستصنع فيه عن الأسعار الجارية مقابل استفادته من الحصول على تلك الأموال مقدماً.

## المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف بالنظرية التقليدية للهيكل المالي ، ثم تلتها باقي النظريات ، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي، سوف يتم التطرق فيما يلي بشيء من التفصيل لكل هذه النظريات.

### المطلب الأول : النظرية التقليدية

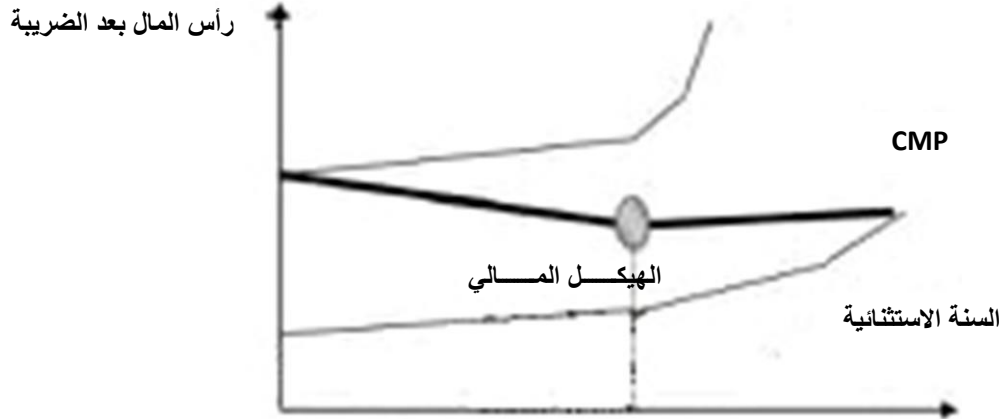
يرى الكلاسيكيون بأنه يوجد هيكل مالي أمثل لأن تكلفة الأموال الخاصة؟ أعلى من تكلفة الإقتراض ، إذ أن المخاطر المتأتية من التمويل الثاني أعلى من المخاطر الناجمة عن الإستدانة ، ومن جهة أخرى تكلفة الإقتراض التي تندرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الإقتصاد في الضريبة ، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة وبالتالي فإنه على عكس الاستعانة بالتمويل الذاتي كمورد مالي معتبر فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية.<sup>1</sup>

وقد بنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها:

- 1- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة .
  - 2- خطر الإستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام بإستثمارات جديدة
  - 3- تماثل التوقعات الخاصة بالمساهمين الحاليين أو المرتقبين بالنسبة لإيرادات المؤسسة أو المخاطر الخاصة بها.
  - 4- في حالة تغير نسبة الأموال المقترضة / الأموال الخاصة ، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر.
  - 5- المؤسسة تعمل في محيط تتعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات.
- ويمكن توضيح النظرية الكلاسيكية بيانيا كما يلي :

1- عبد الوهاب دادر، تحليل المقاربات النظرية حول الهيكل المالي ، الإسهامات النظرية الأساسية ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 04 ، 2006 ، ص108 .

الشكل رقم (06) الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي



وما يلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال (CMP) تتناقص طالما أن تكلفة الإئستدانة في تزايد وهذا ما يفسر الوفورات الضريبية، وتصل إلى حد معين تميل فيه إلى الثبات ، ثم تزايد بعد اختفاء الوفور الضريبي أين يصبح المساهمون يطالبون بمعدل مردودية أعلى للأموال الخاصة ، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال.

**المطلب الثاني : نظرية انعدام هيكل تمويلي أمثل (Modiglianni et Miller):**

تعتبر نظرية "Modiglianni Franco et Miller Merton" من أهم المداخل المفسرة لأمتلية الهيكل المالي في المؤسسة<sup>1</sup>. ومن أبرز الإنجازات في دراسات التمويل ، إذ تلقى هذه النظرية أي علاقة للهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة ، وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ، ظهر أولهما عام 195 م وظهر الثاني عام 1963 م<sup>2</sup>.

تميز هذه النظرية بين حالتين : حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية<sup>3</sup>.

**أولا : حالة عدم وجود الضرائب :**

يقوم هذا المقترح على مجموعة من الفرضيات أهمها :

1- كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق والكفاء بمعنى أن المعلومات متاحة للجميع .

1- عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص198.

2- عبد الوهاب دادر ، مرجع سبق ذكره ، ص109.

3- Jeun Barreaux

2- غياب الضرائب ، عدم وجود تكاليف للصفقات والمعاملات ، وعدم وجود خطر الإفلاس .

3- تماثل توقعات المستثمرين .

4- يمكن للمؤسسات الإقراض أو الإقتراض بمعدل ثابت دون حدود .

5- توزع المؤسسات كل أرباحها بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال .

وقد استخلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية الى أن المؤسسات التي تتماثل في كل أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها تتساوى في القيمة السوقية وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة كما ذهب إليه النظرية التقليدية .

تكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرفع المالية كما يلي<sup>1</sup> :

$$R_1 = R_1 + (R_1 - i) D/CP$$

حيث أن معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين ، وبالتالي فيه عبارة عن

تكلفة الأموال الخاصة :

فعلما أن

$$CMP = R_1 [CP/(CP+D) + i [D/(CP+D)]$$

فعلما أن CMP وبما أن هي تكلفة رأس المال ، فإنه يمكننا تعويض بقيمتها حسب العلاقة في

$$CMP = R_1 \text{ (2) فنحصل على المعادلة :}$$

وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى فهي إذن مستقلة عن

الهيكل المالي .

وتجدر الإشارة إلى أن الباحثان قاما بإجراء دراسة على مؤسستين متماثلتين ولهما نفس البيانات

المالية ، إلا أنهما مختلفتان من حيث الهيكل المالي لكنهما متماثلتين ولهما نفس البيانات المالية ، إلا

أنهما مختلفتان من حيث الهيكل المالي لكنهما متماثلتين فيما يتعلق بمجموع الديون والأموال الخاصة أي

لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية .

فيبرهن على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي ، فإذا كان هناك اختلاف في قيمتي

المؤسستين محل الدراسة ، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون أنه من

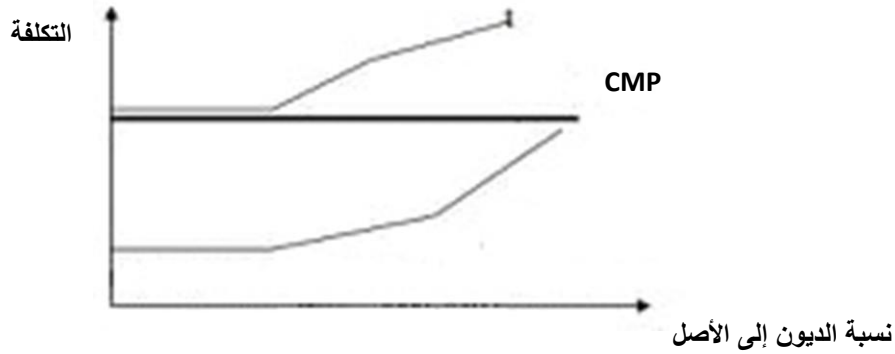
فائدتهم بيع أسهمهم واستبدالها باسم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد الاستدانة ، مما يؤدي بالضرورة في

الآخير الى التماثل في قيمتهما .

1- عبد الوهاب دادر ، مرجع سبق ذكره ، ص109.

وهذا ما أدى فعلا الى استخلاص النتيجة الاتية : لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها ، كما ان التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي .  
والمنحنى البياني يبين ذلك<sup>1</sup> :

الشكل رقم (07) استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



ثانيا : حالة وجود الضرائب :

يبني الاقصاديان إجابتهما دائما على تجربة المؤسستين السابقة ، ويضيفان هذه المرة فكرة حساب التدفقات السنوية التي يستفيد منها الأشخاص الممولون او المقرضون لكنتا المؤسستين ، والجدول التالي يوضح ذلك :

الجدول 01 مقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ماعدا الهيكل المالي

العناصر	المؤسسة E <sub>1</sub>	المؤسسة E <sub>2</sub>
النتيجة الإقتصادية	R	R
المصاريف المالية (الفوائد)	0	D
النتيجة قبل الضريبة IS ذات المعدل	R(1-0)	(R-D1K1-0)
0		

الأرباح القابلة للتوزيع	R (1-0)	(R-DK1-0)
• للمساهمين		

1- عبد الوهاب دادر ، مرجع سبق ذكره ، ص109.

$D_0 / [R(1-0)] + D_1 + 0$	0	• للمقرضين
----------------------------	---	------------

يمكننا تلخيص النظريتين السابقتين في الجدول التالي :

الجدول رقم (02) ملخص النظريتان الأسسيتان لإمكانية وجود هيكل مالي أمثل

النتيجة	النظرية	
- يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن ويعمل على تعظيم قيمة المؤسسة	الكلاسيكية	
- لا وجود لهيكل مالي	انعدام الضرائب	Modigliani et Miller
• قيمة المؤسسة المعتمدة للإستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد الاستدانة • لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة	وجود الضرائب	

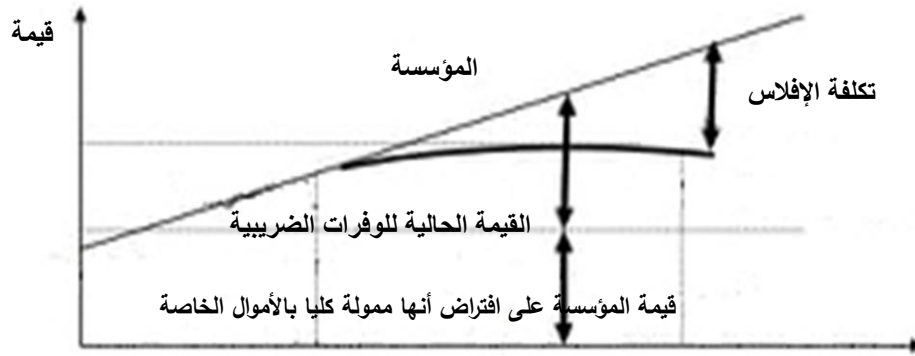
المطلب الثالث: نظرية التوازن :

تنطلق هذه النظرية من أعمال سنة 1984 م ، فجاءت بفكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ، وقد عرفت في إعدادها مرحلتين كما يلي<sup>1</sup> :

أولا : تكلفة الإفلاس :

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس ، على عكس مؤسسة هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط ، والسبب هو فشلها في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها لأجل الحصول على القروض ، هذه الأخيرة ترفع من الخطر المالي لها ، ويترتب على الإفلاس تكاليف، فإذا أخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تبدأ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع<sup>2</sup> . وذلك ما يبينه الشكل الآتي :

1- مليكة زعيب ، نظرية قلادي ، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة (حالة مؤسسة سيجيكو SUJCO بسكيكدة) المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية ، العدد 01 ديسمبر 2014 ، ص103.  
2 إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، ص379.



نسبة الاستدانة إلى الأموال

من خلال الشكل السابق نرى أنه عندما كانت نسبة الاستدانة اقل من لم تكن هناك تكلفة للإفلاس ، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة<sup>1</sup> .

#### ثانيا : تكلفة الوكالة :

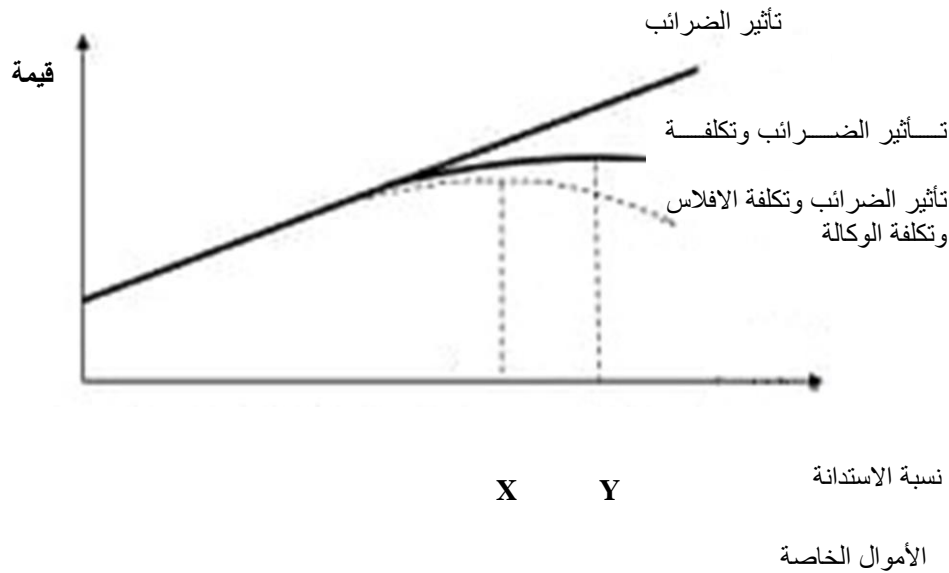
حسب "Compeland et Weston" سنة 1988 م فإن المؤسسات الأمريكية اعتمدت في تمويلها على الاستدانة قبل إدخال نظام الإخضاع الضريبي ، وهو ما قادهما إلى الجزم بأنه إلى جانب التحكيم بين الأثر الجبائي وتكاليف الإفلاس ، توجد عوامل أخرى تفسر الهيكل المالي المختار من قبل المؤسسات ، وحسب ما ورد في الأبحاث بخصوص هذه الإشكالية فإن العامل الأكثر شيوعا هو طبيعة العلاقات بين الملاك ، المسيرين والمستثمرين الخارجيين والمعروف بمصطلح "علاقة الوكالة"<sup>2</sup> تهدف نظرية الوكالة الى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة ما يؤدي الى ظهور تعارض وتناقض .

ينجم عن علاقة الوكالة تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين من جهة ، وبين المساهمين والمدنيين من جهة أخرى هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة يمكن تصنيفها كالاتي :

1- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، ص380.

2- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 07 / 2009-2010 ، ص317.

- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة** : تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والمسييرين بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات الميسرين ، والحد من انحرافات التسيير مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك
  - **تكاليف وكالة الديون** : تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين ، وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم .
- إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس يؤثر على الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة لكون هاتين التكلفةتين تؤديان إلى تخفيض نسبة القروض داخل الهيكل المالي ، وهو ما يوضحه الشكل الآتي :



يشير الشكل إلى أن النسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من إلى على براعي أن النقطة هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناتجة عن الاستدانة مع تكلفة الوكالة ، وقبل أن ابلغ نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف ، أما بعدها فيحدث العكس .



## المطلب الرابع: النظريات متعددة الأشكال

تعتبر من النظريات الحديثة التي درست الهيكل المالي في المؤسسة وقد ظهرت في منتصف السبعينات ، وتتمثل أساسا في نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل .

أولا: نظرية الإشارة أو الاستدلال (La théorie de signal):

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب "Ross" عام 1977م تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو التناظر المعلوماتي الذي يتصف به السوق المالي . والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقة وصادقة، خاصة وفعالة ، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف المؤسسات ضعيفة ، إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما<sup>1</sup> :

1- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين .

2- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة .

الإشارات المستخدمة كثيرة نذكر منها على سبيل المثال : هيكل رأس المال ، سياسة مكافآت رأس المال ، أو اللجوء إلى الأوراق المالية المعقدة (المركبة).... إلخ.

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي ، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين : A و b المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة D فنرى النظرية ان المؤسسات ذات أداء جيد لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D والعكس بالعكس<sup>2</sup> .

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة او إشارة فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك ،وعليه لايد من الإشارة إلى أنه:

1- عبد الوهاب دادن ، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مرجع سبق ذكره ،

- ✓ يتساءل المستثمر أولاً عن الفائدة التي تهدف عليها جهة الإشارة
  - ✓ يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الإتصال
  - ✓ يراعي مراقبة وحكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة
- تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الجدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلاً من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، ويرجع الاختلاف بين تكلفتي نوعي التمويل إلى تكلفة الإصدار من ناحية ومن ناحية أخرى يحدث أيضاً زيادة في تكلفة الأموال إذا ترتب على الإصدار انخفاض في سعر السهم مما يؤثر في تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي.<sup>1</sup>

#### ثانياً : نظرية الإلتقاط التدريجي للتمويل :

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات تتعلق بتصنيف وترتيب مصادرها التمويل حسب أفضليتها.

**1/ نموذج Mvers Myers et majluf (1984):** حسب هذا النموذج يفترض أن المؤسسة تلجأ عند تمويل الإستثمارات الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي) ، ثم الديون الأقل مخاطرة ، وفي النهاية إصدار الأسهم العادية وخلص إلى أسباب إتباع المؤسسة للإلتقاط التدريجي لمصادر التمويل الآتية<sup>2</sup> :

- إصدار أسهم عادية من قبل المؤسسات خاصة الكبيرة منها ، يتم تفسيره من قبل المستثمرين في السوق كأخبار سيئة ولذا يصاحب ذلك انخفاض في أسعار الأسهم الحالية
- ✓ أي زيادة أو نقص في توزيعات الأرباح له محتوى إعلامي في السوق المالي ولذلك لا يمكن استخدام أموال التوزيعات في تمويل الإحتياجات المالية في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي
- ✓ عدم وجود مصاريف إصدار للتمويل الذاتي وإنخفاض مصاريف إصدار السندات مقارنة بمصاريف إصدار الأسهم العادية
- ✓ إصدار أسهم عادية جديدة من شأنه زيادة العبء الضريبي الذي يتحمله حمله الأسهم العادية في حين أن إصدار السندات يؤدي إلى وفر ضريبي للمؤسسة

1- منير ابراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص371

2- لير زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية (دراسة ميدانية لجملة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2009 ، ص106.

✓ إصدار ملكية جديدة يؤدي إلى فقدان المساهمين الحاليين السيطرة على المؤسسة من خلال تغيير شكل الملكية وحقوق التصويت

**2/ نموذج Williamson (1988):** افترض هذا النموذج أن مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة (المساهمين المسيرين الدائنين) لهم رشادة محدودة ، وإنتهازيون وأن الأصول تتميز بدرجة خصوصية حيث أن درجة الخصوصية تلعب دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص فإن اللجوء إلى الرفع من رأس المال أكثر فعالية من الإستدانة <sup>1</sup> .

**3/ نموذج Myers: (1990):** افترض "Myers" أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة ، و يتحقق ذلك من خلال زيادة الأموال الخاصة و الفوائض التنظيمية، أي أن الزيادة في رأس المال تكون أفضل من الاستدانة إذا كان اللجوء إلى التمويل الخارجي ضروري، و في حالة ما إذا كان التمويل الخارجي غير ضروري فإن المؤسسة تفضل الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، و بالتالي يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال.<sup>2</sup>

و منه ترتب المؤسسة مصادر التمويل حسب "Myers" كما يلي: التمويل الذاتي أولا ثم اللجوء إلى الاقتراض و أخيرا الرفع من رأس المال. سبب ذلك ان اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم و تكاليف الوكالة، و حرية التصرف في أي استثمار، و عند عدم كفاية التمويل الذاتي فان المؤسسة تلجا إلى القروض لأن المسيرين على علم بقيمة السهم و كذا المعلومات المتوفرة في السوق المالي، و إن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، و بالتالي انتقال الثروة إلى مساهمين جدد ، و عليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية المؤسسة المالية و من ثم يترتب على المؤسسة حجز الإرباح و تأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال، الذي يترتب على هذا الأخير إلزامها بدفع الإرباح للمساهمين الجدد.

1- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 393-394 (بتصرف)

2- عمر زغود، مرجع سبق ذكره ، ص108 (بتصرف)

### المبحث الثالث : الأدبيات التطبيقية

من أجل تكوين إطار مفاهيمي تستند إليه الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها، فقد قام الباحث بمسح الدراسات السابقة حول موضوع هذه الدراسة، وقد تمت الاستعانة و الاستفادة من الدراسات التي لها علاقة بموضوع الدراسة وتخدم متغيراتها ومن هذه الدراسات ما يلي:

#### المطلب الأول : الدراسات باللغة العربية

1. دراسة رسلان ديرانيه 1992: تحت عنوان: " محددات الهيكل التمويلي في الشركات الصناعية

##### الأردنية "

اكتسبت هذه الدراسة أهميتها لكونها الأولى حسب علمنا التي تمت على الشركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية، وتتبع أهميتها من أنها تساعد في التعرف على أهم العوامل التي تحدد الهيكل التمويلي لشركات القطاع الخاص الذي تعول عليه الدولة كثيراً في دفع عجلة التنمية، وذلك في ظل عوامل الانفتاح الاقتصادي، وثورة المعلومات، وتطور الأسواق المالية.

ويتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في التعرف على العوامل المحددة للهيكل التمويلي، ومدى تأثير كل عامل منها على مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل، وبالتالي العمل على الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً حتى تتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل المختلفة، وعلاوة على ذلك فإن التعرف على تلك العوامل من شأنه تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت ومعرفة مدى قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية.

وقد تبين من خلال نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون باعتباره المتغير التابع، وكل من نسبة الديون السابقة وحجم المنشأة، كما تبين من الدراسة وجود علاقة سالبة بين نسبة الديون وكل من الربحية وفرص النمو، وغير معنوية بالنسبة للسيولة والضمانات، وتبين أن نتائج العلاقة بين نسبة الديون وحجم المنشأة وربحيته يتوافق مع فرضيات الدراسة، في حين أن النتائج المتعلقة بالعلاقة بين نسبة الديون ونسبة الديون السابقة وحجم الضمانات وفرص النمو تتناقض مع فرضيات الدراسة.

وتوصلت نتائج الدراسة أن هنالك خمسة متغيرات مستقلة من أصل سبعة متغيرات: (الأصول القابلة للرهن، والتذبذب بالدخل، النمو، والربحية، والتميز، والحجم، والإعفاءات، والوفورات الضريبية) لها علاقة

هامة إحصائياً مع مقياس أو أكثر للمتغير التابع في الدراسة، وهو الهيكل المالي، و حسب نتائج الدراسة تبين ان:

- ✓ هنالك علاقة عكسية هامة إحصائياً بين نسبة الأصول القابلة للرهن ونسبة المطلوبات قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية؛
- ✓ هنالك علاقة طردية هامة إحصائياً بين التذبذب بالدخل ونسبة المطلوبات قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية؛
- ✓ هنالك علاقة عكسية هامة إحصائياً بين ربحية الشركات ونسبة إجمالي المطلوبات إلى حقوق الملكية؛
- ✓ هنالك علاقة طردية هامة إحصائياً بين حجم الشركة ونسبة المطلوبات طويلة الأجل إلى حقوق الملكية؛
- ✓ هنالك علاقة طردية هامة إحصائياً بين تميز الشركة (نسبة مصاريف المبيعات إلى المبيعات) ونسبة المطلوبات طويلة الأجل إلى حقوق الملكية؛
- ✓ هنالك علاقة عكسية غير هامة إحصائياً بين النمو (نسبة التغير بالموجودات الكلية) ومقاييس الهيكل المالية؛
- ✓ هنالك علاقة عكسية غير هامة إحصائياً بين الإعفاءات، والوفورات الضريبية ومقاييس الهيكل المالي.

## 2. دراسة عبد الله الصديق 2003 تحت عنوان: "العوامل المحددة للهيكل التمويلي للشركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية".

اكتسبت هذه الدراسة أهميتها لكونها الأولى حسب علمنا التي تمت على الشركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية، وتتبع أهميتها من أنها تساعد في التعرف على أهم العوامل التي تحدد الهيكل التمويلي لشركات القطاع الخاص الذي تعول عليه الدولة كثيراً في دفع عجلة التنمية، وذلك في ظل عوامل الانفتاح الاقتصادي، وثورة المعلومات، وتطور الأسواق المالية.

ويتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في التعرف على العوامل المحددة للهيكل التمويلي، ومدى تأثير كل عامل منها على مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل، وبالتالي العمل على الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً حتى تتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل المختلفة، وعلاوة على ذلك فإن التعرف على تلك

العوامل من شأنه تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المنشآت ومعرفة مدى قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويلية.

وقد تبين من خلال نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون باعتباره المتغير التابع، وكل من نسبة الديون السابقة وحجم المنشأة، كما تبين من الدراسة وجود علاقة سالبة بين نسبة الديون وكل من الربحية وفرص النمو، وغير معنوية بالنسبة للسيولة والضمانات، وتبين أن نتائج العلاقة بين نسبة الديون وحجم المنشأة وربحياتها يتوافق مع فرضيات الدراسة، في حين أن النتائج المتعلقة بالعلاقة بين نسبة الديون ونسبة الديون السابقة وحجم الضمانات وفرص النمو تتناقض مع فرضيات الدراسة.

و حسب نتائج الدراسة تبين ان:

✓ هنالك علاقة عكسية هامة إحصائياً بين نسبة الأصول القابلة للرهن ونسبة المطلوبات قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية؛

✓ هنالك علاقة طردية هامة إحصائياً بين التذبذب بالدخل ونسبة المطلوبات قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية؛

✓ هنالك علاقة عكسية هامة إحصائياً بين ربحية الشركات ونسبة إجمالي المطلوبات إلى حقوق الملكية؛

✓ هنالك علاقة طردية هامة إحصائياً بين حجم الشركة ونسبة المطلوبات طويلة الأجل إلى حقوق الملكية؛

✓ هنالك علاقة طردية هامة إحصائياً بين تميز الشركة (نسبة مصاريف المبيعات إلى المبيعات) ونسبة المطلوبات طويلة الأجل إلى حقوق الملكية؛

✓ هنالك علاقة عكسية غير هامة إحصائياً بين النمو (نسبة التغير بالموجودات الكلية) ومقاييس الهيكل المالي؛

✓ هنالك علاقة عكسية غير هامة إحصائياً بين الإعفاءات، والوفورات الضريبية ومقاييس الهيكل المالي.

3. دراسة هاجر عدوي 2011 مذكرة ماجستير بعنوان: "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المحدد للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، ومؤسسة سونلغاز بصفة خاصة و قياس المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على الهيكل المالي . حيث استخدمت الباحثة المنهج الوصفي في الجانب النظري أما في الجانب النظري اعتمدت على نموذج الانحدار لاختبار تأثير محددات الدراسة على المتغير التابع (الهيكل المالي) مقاسا بمجموعة القروض إلى مجموعة الأصول ،الديون المتوسطة وطويلة الأجل إلى الأموال الخاصة ،ومجموعة الديون إلى الأموال الخاصة ، والمتغيرات المستقلة : حجم المؤسسة ،المردودية ،هيكل الأصول ،تكلفة الاقتراض معدل النمو .

من بين النتائج التي تم التوصل إليها استبعاد النموذج لثلاث متغيرات مستقلة هي: متغير هيكل الأصول، معدل النمو، وتكلفة الاقتراض، حيث كشف التحليل أن الاختبار ليس له دلالة إحصائية وهو ما يعني أن المتغيرات لا تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع. وإن المتغيرين الذين يحددان الهيكل المالي للمؤسسة هما حجم المؤسسة بتأثير إيجابي ومعدل المردودية بتأثير سلبي.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

1. دراسة TITMAN AND WESSLE, 1988

تحت عنوان: « [The determinants of capital structure choice](#) »

بين الباحثان من خلال الدراسة محددات الهيكل المالي في شركات الولايات المتحدة الأمريكية، و تم الاعتماد على معلومات عن الشركات الأمريكية لفترة أربع سنوات، وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين محددات الهيكل المالي (حجم المنشأة والوفر الضريبي، والربحية) و نسبة الرفع المالي، ووجدوا أن العلاقة بين نسبة الرفع المالي، وحجم الشركة موجبة، في حين أن العلاقة مع الوفر الضريبي موجبة أيضا، وكانت العلاقة سلبية مع الربحية.

2. دراسة Berk, 2005:

تحت عنوان : « Drivers of Leverage in Slovenian Blue-Chip Firms Stock and Performance Following Substantial Debt Increases »

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الربحية ومعدل نمو الفرص الاستثمارية المستقبلية والأصول الملموسة وحجم الشركة ومعدل النمو للشركة والتذبذب في عوائد الشركة والدرع الضريبي للاقتراض على هيكل رأس المال عينة من الشركات السلوفينية خلال فترتين هما (2001 - 2000) و (2002 - 2003) فقد وجدت تأثيرا سلبيا ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 للربحية على نسبة المديونية وتأثيرا سلبيا لنسبة الأصول الملموسة وإيجابيا لمعدل نمو الفرص الاستثمارية المستقبلية على نسبة المديونية عند مستوى 0.1 خلال الفترة الأولى، أما خلال الفترة الثانية، فقد خلصت الدراسة إلى أن نسبة الأصول الملموسة هي العامل الوحيد ذو التأثير على نسبة المديونية، وأن هذا التأثير سلبى بدلالة إحصائية عند مستوى 0.1.

3. دراسة Song, Hon-Suck, 2005

تحت عنوان : "العوامل المحددة لهيكل التمويل الشركات السويدية للفترة (1992-2000)"

فقد هدفت إلى تحليل القوة التفسيرية لنظريات هيكل رأس المال التي تم اقتراحها في أدبيات الإدارة المالية وذلك لتفسير الاختلافات في هيكل التمويل في الشركات السويدية، وبالاعتماد على بيانات للفترة 1992 إلى 2000 واشتمال الدراسة على 6000 شركة سويدية، وباستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة للمديونية هي: نسبة المديونية قصيرة الأجل ونسبة المديونية طويلة الأجل ونسبة المديونية الكلية، فقد أظهرت النتائج وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية للعوامل المحددة لهيكل التمويل عند التعبير عنها بالطرق الثلاثة المختلفة، فقد توصلت الدراسة إلى أن المقاييس الثلاثة المختلفة للمديونية كانت تتأثر بدلالة إحصائية بكل من الربحية وحجم الشركة والتذبذب في الدخل كمحددات لهيكل المالي، وإن الدرع الضريبي من غير الاقتراض كان له تأثير ذو دلالة إحصائية على نسبة الاقتراض معبرا عنها بنسبة الاقتراض قصير الأجل ونسبة الاقتراض طويل الأجل. ولم تتوصل الدراسة إلى أي أدلة إحصائية على أن معدل النمو وخاصة الشركة بكونها وحيدة أو غير وحيدة تؤثر بدلالة إحصائية على هيكل التمويل للشركات السويدية. كما توصلت الدراسة إلى وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية قصيرة الأجل ونسبة المديونية طويلة الأجل ففي حين أظهرت النتائج أن حجم الشركة يؤثر طرديا وبدلالة إحصائية على نسبة المديونية طويلة الأجل، فإنه يؤثر عكسياً وبدلالة إحصائية على نسبة المديونية قصيرة الأجل. وكذلك فإن



الدرع الضريبي من غير الافتراض يؤثر طرديا على نسبة المديونية قصيرة الأجل بدلالة إحصائية وعكسيا على نسبة الافتراض طويل الأجل وبدلالة إحصائية أيضا.

4. دراسة Sheikh, 2011

تحت عنوان : « **Determinants of Capital structure : An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan** »

هدفت الدراسة التطبيقية إلى استكشاف العوامل التي تؤثر على هيكل التمويل في الشركات الصناعية، و التحقق في ما إذا كانت نماذج هيكل التمويل تقدم تفسيرات لاتخاذ قرارات هيكل التمويل في الشركات الباكستانية. حيث تم استخدام تحليل البيانات المقطعية عبر الزمن و شملت عينة الدراسة 160 شركة في بورصة كراتشي خلال الفترة (2003-2007).

و خلصت الدراسة إلى أن الربحية، و السيولة، و هيكل الأصول ترتبط بشكل سلبي مع نسبة الديون. كما توجد علاقة إيجابية بين حجم الشركة و نسبة الديون، و لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الدرع الضريبي و فرص النمو و نسبة الديون، و تتفق نتائج هذه الدراسة مع تنبؤات نظرية المفاضلة.

المطلب الثالث: تقييم الدراسات السابقة و اختيار محددات الدراسة

أولا : تقييم الدراسات السابقة :

1. تعقيب على الدراسات العربية :

المتغيرات التي كانت لها دلالة إحصائية تقريبا في كل الدراسات العربية السابقة هي متغير حجم المؤسسة و متغير المردودية و هيكل الأصول، في حين أن المتغير الوحيد الذي كان له دلالة إحصائية في كل الدراسات العربية السابقة هو متغير المردودية كما أن العلاقة بين هذا المتغير و المتغير التابع كانت علاقة عكسية في كل الدراسات العربية السابقة.

2. تعقيب على الدراسات الأجنبية:

يتضح لنا انه هناك اختلاف لنتائج الدراسات السابقة و هذا راجع إلى اختلاف البيئة المالية، وهذا التباين بين الدراسات، وكذلك خصوصية البيئة الماليزية يستدعيان القيام بدراسة تسلط الضوء على محددات هيكل رأس مال المؤسسات الماليزية ومقارنة نتائجها بالنتائج التي تم التوصل إليها في الدراسات السابقة.

## ثانياً: اختيار محددات الدراسة

تكشف مراجعة الإطار النظري و الدراسات السابقة لموضوع محددات هيكل رأس المال عن وجود العديد من المتغيرات التي ينبغي مراعاتها عند دراسة هيكل رأس المال. أما المتغيرات التي وردت في دراسات سابقة و تم استبعادها في الدراسة الحالية، فإننا نذكر منها على سبيل المثال و ليس على سبيل الحصر: الوفرة الضريبية للاقتراض، تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الاقتراض، تكلفة الوكالة، قرض المورد، درجة التقلب في نتيجة الاستغلال، درجة التقلب في المبيعات، مخاطر الاستغلال، نسبة المديونية في القطاع، المردودية المالية، نسبة المخصصات، الاعتمادات البنكية الجارية.

الدراسة الحالية لن تكون ملمة بجميع المتغيرات التي وردت في الدراسات السابقة، فبعض هذه المتغيرات قد لا تؤثر تأثيراً ملموساً على نسبة الاقتراض بالهيكل رأس المال للمؤسسات الماليزية نظراً لاختلاف البيئة في بعض الخصائص و التي من شأنها أن تضعف من تأثير بعض المتغيرات التي قد تلعب دوراً في تحديد نسبة الاقتراض في بيئات أخرى.

تتمة لما تم البحث فيه في مثل هذه المواضيع المتعلقة بتأثير القرار التمويلي على قيمة المؤسسة ، و بعد تفحص ما أتيج لي من أبحاث في هذا الصدد ، أجد أن ما يميز هذا البحث خلافاً لما سبق طرحه و الإطلاع عليه ، هو الدراسة التركيبية لأنواع القرارات المالية مجتمعة في قرارات التمويل و الاستثمار ، و توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، هذا من جهة ،وما يميزه كذلك أنه عالج إحدى الإشكاليات المالية السلوكية الحديثة وفق مدخل مقارنة بين الفكر المالي الوضعي و بين الفكر المالي الإسلامي . من خلال ما يلي يتم التطرق إلى أهم المزايا و الإضافات التي تحملها الدراسة الحالية والتي تميزها عن الدراسات السابقة و الجوانب التي تساهم في إضافة علمية الموضوع .

- ✓ اعتماد المنهج الوصفي التحليلي لتسهيل العملية ؛
  - ✓ دراسة الموضوع بطريقة مختلفة عن الدراسات السابقة من خلال تناوله بطريقة تحليلية إضافة إلى اعتماد أساليب رياضية إحصائية ؛
  - ✓ العمل بأحد أهم الأساليب الإحصائية SPSS من خلال العمل بانحدار الخطي المتعدد وهذا من أجل الوصول لنتائج بدقة وتحقق هدف الدراسة ،وهذا ما لوحظ غيابه في جميع الدراسات .
- انطلاقاً مما تقدم طرحه تم التعرف على أوجه التشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة و استخراج القيمة المضافة للدراسة، وذلك من أجل التوصل إلى نتائج وتوصيات بإتباع أساليب عملية ومنظمة

وخطوات منطقية و إضافة معلومات جديدة تكون بمثابة الركيزة للموضوع بإسقاط الدراسة على أهم الأسواق المالية العالمية وفقا لمتطلبات الحداثة البحثية .

## خلاصة الفصل:

تلجأ المؤسسة عادة لمصادر مختلفة لتمويل نشاطها، ويعتبر اختيار التمويل المناسب من محددات الإستراتيجية المالية، وحتى يكون هذا الإختيار سليما يجب أن تكون المؤسسة على دراية كافية بمجموع مصادر التمويل المتاحة حتى يتسنى لها المفاضلة بينهما كما أن تنوعها وتعددتها يعطي للمؤسسة فرصة إختيار مصادر التمويل الأفضل من حيث التوقيت والشروط .

ولمواجهة احتياج تمويلي معين وغير مغطى بموارد داخلية فإن المؤسسة مخيرة للجوء إلى التمويل الخارجي، وتلعب التكلفة هنا دورا أساسيا في تحديد المصادر التي يمكن للمؤسسة ان تعتمد عليها، فالمزيج التمويلي الذي تهدف المؤسسة إلى تكوينه لا يد أن تكون تكلفته أدنى مما يمكن مما يسمح لها بتنظيم فوائدها.

## الفصل الثاني:

دراسة تحليلية لأثر محددات التمويل  
على الرفع المالي للمؤسسات المدرجة  
في السوق الأوراق المالية الماليزية

**تمهيد :**

يتناول هذا الفصل وصفا للطريقة التي تم إتباعها في تنفيذ الدراسة الميدانية للتحقق من أثر المتغيرات المستقلة على الرافعة المالية ووصف المنهج المتبع في الدراسة، حيث يشمل وصفا لمجتمع الدراسة وعينته، وطريقة إعداد أدلة الدراسة والإجراءات التي اتخذت للتأكد من صدق وثبات عينة الدراسة، والطرق الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واستخراج النتائج، وسيعرض هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول : سوق الأوراق المالي الماليزي .
- المبحث الثاني : الطريقة و الأدوات المستخدمة .
- المبحث الثالث : عرض نتائج الدراسة و إختبار الفرضيات .

## المبحث الأول : سوق الأوراق المالي الماليزي

إن سوق الأوراق المالية في ماليزيا هو السوق الذي تتوفر فيه فرص استثمار وتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوافرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

### المطلب الأول : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأت صناعة الأوراق المالية بماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، ويعود تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا إلى سنة 1930 عندما أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية.<sup>1</sup>

وحيثما تم الانفصال بين دولة ماليزيا وسنغافورة في 1964 أسست بورصة خاصة مستقلة بكل بلد ففي ماليزيا تأسست "بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهارد"، وهي بورصة قابضة تأسست في 1976 وأدرجت في واحدة من أكبر البورصات في آسيا، تساعد بورصة ماليزيا أكثر من 900 شركة في جمع رأس المال عبر 50 نشاطاً اقتصادياً سواء من خلال السوق الرئيسي للشركات الكبيرة الراسخة، ACE سوق للشركات الناشئة من جميع الأحجام، أو سوق LEAP للشركات الصغيرة والمتوسطة الصاعدة. و بصفتها سوقاً شاملاً، فهي توفر وصولاً سهلاً إلى العديد من المنتجات والخدمات الاستثمارية، وربط المشاركين في السوق المحلية والأجنبية بجميع أنواع الفرص لمساعدتهم على التوسع أو الاستثمار مع التأثير.

تشمل مجموعة منتجاتها المتنوعة الأسهم والمشتقات والأصول الخارجية والإسلامية بالإضافة إلى الصناديق المتداولة في البورصة (ETFs) وصناديق الاستثمار العقاري (REITs) والسندات والصكوك المتداولة في البورصة (ETBS).

تعتبر بأنها أفضل بورصة وأكثرها إبداعاً في الاستثمار الشرعي، وهو امتياز حصلت عليها من زيادة الابتكارات المختلفة في التمويل الإسلامي، مثل بورصة ماليزيا أول منصة استثمار شرعي شاملة في العالم، وبورصة سوق السلع أول منصة تداول للسلع متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في العالم.

<sup>1</sup> نبييل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 84.

بورصة ماليزيا هي أيضًا أكبر مركز تداول للعقود الآجلة لزيت النخيل في العالم، لطالما تم الاعتراف بعقودها الآجلة لزيت النخيل الخام (FCPO) والإشارة إليها على أنها معيار السعر العالمي لصناعة زيت النخيل.

و في عام 2014 قدمت مؤشر (FTSE4-Good-Bursa-Malaysia) القياسي عالميًا والذي يقيس أداء الشركات التي تظهر ممارسات بيئية واجتماعية وحوكمة جيدة (ESG)، في عام 2015 تم الانضمام إلى مبادرة الأمم المتحدة لبورصات الأوراق المالية المستدامة (SSE)، مما عزز الالتزام بتعزيز الاستراتيجيات المستدامة بين جهات الإصدار والسوق.<sup>1</sup>

وفي 04 أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى بورصة ماليزيا برهاد، وتم تسجيلها في 18 مارس 2005 الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد.<sup>2</sup>

ومن أهم القوانين التي يخضع لها سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أم التقليدي بهدف الرقابة والتطور للأفضل هي ما يلي:

➤ قانون الشركات لعام 1965 م

➤ قانون الشركات الخارجية لعام 1990 م

➤ قانون الصناعة للأوراق المالية "قانون الإيداع المركزي" لعام 1991 م

➤ قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993م

➤ قانون أسواق وخدمات رأس المال لعام 2007 م

➤ قانون لابوان للخدمات المالية والأوراق المالية لعام 2010 م

تطورت بورصة ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1994م و عام 2005م بعد تغيير اسمها من بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد إلى بورصة ماليزيا و تسجيلها في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد، وفي ما يلي أهم محطات التطور التاريخي لبورصة ماليزيا :

<sup>1</sup> [https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/who\\_we\\_are](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/who_we_are)

<sup>2</sup> <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history>



جدول رقم 03 يوضح أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.<sup>1</sup>

السنة	تطورات أهم الأحداث والوقائع في سوق المال الماليزي
1930	تم إنشاء أول منظمة رسمية لأعمال الأوراق المالية في ماليزيا - جمعية سماسرة الأوراق المالية في سنغافورة.
1937	أعيد تسجيلها بصفتها جمعية الملايو لسماسرة الأوراق المالية.
1960	تم إنشاء بورصة الملايو وبدأ التداول العام للأسهم، كان لنظام المجالس غرف تجارية في سنغافورة وكوالالمبور، مرتبطة بخطوط هاتفية مباشرة.
1964	تم إنشاء بورصة ماليزيا.
1965	أصبحت بورصة ماليزيا بورصة ماليزيا وسنغافورة ، مع انفصال سنغافورة عن ماليزيا في عام 1965.
1973	تم تقسيم بورصة ماليزيا وسنغافورة إلى بورصة كوالالمبور بيرهاد وبورصة سنغافورة مع وقف تبادل العملات بين ماليزيا وسنغافورة.
1976	تم تأسيس بورصة كوالالمبور كشركة محدودة بالضمان وتولت عمليات بورصة كوالالمبور بيرهاد في نفس العام.
1980	تم إطلاق العقود الآجلة لزيت النخيل الخام (FCPO) لتزويد المشاركين في السوق بما أصبح معيارًا عالميًا للأسعار لزيت النخيل الخام ؛ للمتداولين في صناعات زيوت الطعام المادية وأسواق تداول طاقة الديزل الحيوي والعقود الآجلة للسلع.
1986	تم إطلاق مؤشر KLSE المركب.
1988	تم إطلاق مجلس الإدارة الثاني لبورصة الكويت للأوراق المالية لتمكين الشركات الأصغر القابلة للاستمرار والتي تتمتع بإمكانيات نمو قوية ليتم إدراجها.
1989	تنفيذ نظام SCORE (نظام توجيه وتنفيذ الأوامر المحوسب) ليحل

<sup>1</sup> [https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/corporate\\_history](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_history)

محل نظام الاحتجاج المفتوح.	
تم إنشاء مركز الإيداع المركزي المالي Bhd*Sdn لتنفيذ وتشغيل نظام الإيداع المركزي (CDS) بعد إدخال نظام التسليم والتسوية الثابت (FDSS) من أجل نظام مقاصة وتسوية أكثر كفاءة.	1990
تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى "بورصة كوالالمبور".	1994
تم تقديم قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في يونيو من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) التابع لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC) الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية هي أوراق مالية يتم فحصها وفقاً لمجموعة واضحة من المبادئ التوجيهية.	1997
تم إطلاق مؤشر كوالالمبور الشرعي (KLSI) في أبريل لتلبية مطالب المستثمرين الباحثين عن استثمارات متوافقة مع الشريعة الإسلامية. يعمل كمعيار لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.	1999
إطلاق سوق MESDAQ في KLSE .	2002
غيرت بورصة كوالالمبور اسمها إلى بورصة ماليزيا بيرهاد ، بعد تمرين تغيير الوضع ، كان الغرض منه تعزيز المركز التنافسي والاستجابة للاتجاهات العالمية في قطاع الصرف من خلال جعل البورصة أكثر توجهاً نحو العملاء وموجهة نحو السوق.	2004
في 18 مارس 2005 ، تم إدراج بورصة ماليزيا في المجلس الرئيسي لبورصة ماليزيا للأوراق المالية بيرهاد.	2005
تم إطلاق مؤشر (FBM) FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah (Emas Shariah) في يناير أصبح FBM Emas Shariah المؤشر المعياري للاستثمارات الماليزية المتوافقة مع الشريعة بعد إلغاء تنشيط KLSI في نوفمبر 2007.	2007
تم إطلاق مؤشر (FBM) FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah (Hijrah Shariah) في مايو تم تصميم FBM Hijrah Shariah ليتم	

<p>استخدامه كأساس للمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تلبى متطلبات الفحص للمستثمرين الإسلاميين الدوليين.</p>	
<p>تم إطلاق Bursa Trade Securities ، وهي منصة تداول جديدة لسوق الأوراق المالية. توفر هذه المنصة إمكانية وصول أكبر لكل من المستثمرين المحليين والمؤسسيين مع تعزيز كفاءة التداول والشفافية في السوق.</p>	<p>2008</p>
<p>تم تنفيذ هيكل مجلس إدارة جديد يتكون من Main و ACE Markets رسمياً. تم دمج المجالس الرئيسية والثانية بشكل أساسي لتشكيل السوق الرئيسية ، بينما تم تجديد سوق MESDAQ ليصبح سوقاً بديلاً يعرف باسم سوق ACE (الوصول ، اليقين والكفاءة) .</p> <p>تم إطلاق سوق بورصة ، منصة تداول السلع الإلكترونية المستندة إلى الشريعة الإسلامية. تم تصميم هذه المنصة ، وهي أول منصة تداول للسلع متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الشاملة في العالم لتسهيل المعاملات المالية والاستثمارية الإسلامية القائمة على السلع بموجب مبادئ الشريعة الإسلامية مثل المرابحة والتورق والمساومة.</p> <p>تم رفع مؤشر بورصة KLCI إلى مستوى جديد مع اعتماد منهجية مؤشر FTSE الدولي. يعتمد KLCI المحسن ، المعروف الآن باسم FBM KLCI ، على معايير مقبولة عالمياً لقابلية تداول واستثمار المكونات ، بالإضافة إلى شفافية المنهجية.</p>	<p>2009</p>
<p>تم إطلاق برنامج استدامة الأعمال الافتتاحي لبورصة ، تماشياً مع دعوة بورصة ماليزيا للشركات الماليزية المدرجة لدمج عناصر الاستدامة في استراتيجيات أعمالها. هذا البرنامج يخدم</p>	<p>2010</p>

المصدر : من إعداد الطالبين بالرجوع إلى موقع بورصة ماليزيا الإلكتروني<sup>1</sup>

و يتكون الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا من :<sup>2</sup>

➤ بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة.

<sup>1</sup> [https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/corporate\\_history](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_history)

<sup>2</sup> [https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/our\\_organisation/regulatory\\_structure](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/our_organisation/regulatory_structure)

➤ بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة.

➤ بورصة الإيداع المحدودة.

➤ بورصة المشتقات المحدودة.

➤ بورصة الأوراق المالية المحدودة.

### المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في بورصة ماليزيا

توفر بورصة ماليزيا المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات المالية مثل الأسهم، و وحدات الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء أكانت تقليدية أم إسلامية. وكل الشؤون المتعلقة بالأدوات المالية التي يتم تداولها في البورصة الماليزية، وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة فيها :

1. الأسهم العادية: السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة إسمية محددة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة تعود إلى أسباب وتقديرات متباينة.

2. الأسهم الممتازة: و هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتعتبر الأسهم الممتازة خليطاً من الأسهم العاد والسندات .

3. وحدات الاستثمار العقاري: وهي وحدات الاستثمار في العقارات.

4. شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة: وهي شهادة تصدرها شركة المساهمة لبعض الأشخاص، تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء الأسهم العادية الجديدة بسعر معين خلال مدة محددة. والغرض منها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

5. شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة: وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقاً. ولها مدة استحقاق محددة (عشر سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق " المستثمرون" خلال فترة الاستحقاق، يفقد حقه في الاكتتاب للأسهم الجديدة، وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر، تلحق هذه الشهادات بإصدار السهم من قبل الشركة ذاتها.

وتعتبر البورصة الماليزية للأوراق المالية سوقاً من التداول تلك الأوراق المالية، وتحتوي على:  
أ. القائمة الرئيسية: وهي عبارة عن قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي تملك كل منها رأس مال لا يقل عن 60 مليون رينجيت ماليزي.

ب. القائمة الثانوية: وهي عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي.

البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة: عبارة عن إدراج أسهم الشركات المتعلقة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجية المتقدمة، والتي لم تدرج في اللوحتين الرئيسية والثانوية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: خصائص سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا

لتحقيق مشروعية المعاملات المالية في البورصة وفق النهج الإسلامي، وتحقيقاً لمصالح المستثمرين في تعاملاتهم المالية بصفة خاصة والمسلمين بصفة عامة المتوافقة مع شريعتهم الإسلامية، خصص السوق الرأس المالي الإسلامي بماليزيا جوانب متنوعة ومختلفة عن السوق الرأس المالي التقليدي، ومن أهم خصائص السوق الماليزي الإسلامي مايلي:

#### 1) الإشراف والرقابة الشرعية

تعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع هذا السوق لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشرعية وضوابطها التزاماً تاماً؛ ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة، باعتبارها هي الجهة المختصة بدراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة .

#### 2) العمليات و الخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي

وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمه هو إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أحياناً أو عطاء لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص ص 86، 87 .

استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمور، والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية .

### (3) اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية

يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة وعقود الشراء من الأسهم المشتقة وعقود المستقبلات، ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها .<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص ص 104، 105 .

## المبحث الثاني: الطريقة و الأدوات المستخدمة

يتناول هذا البحث أدوات الدراسة ومنهجية إجراء الدراسة وكيفية تنفيذها ووصف المنهجية المتبعة ووصف المتغيرات.

### المطلب الأول: أدوات الدراسة

خصصنا في هذا المطلب على أساليب جمع البيانات من المصادر الأولية والثانوية، كما تم توضيح الأدوات الإحصائية المعتمد عليها في هذه الدراسة.

### أولاً: أساليب جمع المعلومات

1. المصادر الثانوية: معالجة الإطار النظري للدراسة إلى مصادر البيانات الثانوية والتي تتمثل في الكتب والمقالات والتقارير والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة.

2. المصادر الأولية: تم معالجة الجوانب التحليلية لموضوع الدراسة، حيث تم جمع البيانات الأولية من خلال القوائم المالية التي تنشرها المؤسسات في بورصة ماليزيا كل سنة، وتجميعها وأخذ البيانات اللازمة منها، وكذلك التقارير المالية السنوية والمرحلية، تم أخذ عينة من 15 مؤسسة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا وتم أخذ قطاعين: القطاع الأول قطاع منتجات الاستهلاكية والخدمات والثاني قطاع المنتجات الصناعية والخدمات، قمنا بتحليل شامل لجميع القوائم المالية للمؤسسات العينة الدراسة المدرجة في بورصة ماليزيا، وأخذ كافة البيانات للسنتين 2018 - 2020 .

### ثانياً: الأدوات الإحصائية المعتمدة في الدراسة

إحصائية **t-statistic** : يعبر هذا المؤشر عن إختيار قيمة معامل من معاملات، أي هل المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، بصفة عامة إذا كان  $t$  أكبر من 2 فإن احتمالاً قدره 95 أكبر من 2 فإن احتمالاً قدره 95% بأن تقبل الفرضية الأولى وترفض الفرضية الثانية، أي أن المتغير المفسر له دور في تفسير تغيرات المتغير التابع.

الإحتمال **probabilty** : وهي درجة الاحتمال الذي نرفض به فرضية العدم عندما تكون صحيحة أو هو احتمال الوقوع في الخطأ من النوع الأول ويرمز له بالرمز  $\alpha$  وهي يحددها الباحث لنفسه منذ البداية وفي معظم العلوم التطبيقية نختار  $\alpha$  مساوية 1% أو 5% على الأكثر.

- يظهر النموذج الخطي العام المقترح لدراسة على شكل معادلة إنحدار متعدد بخمس متغيرات مستقلة كما يلي:

$$Y = \alpha + \beta_1 * PROF + \beta_2 * LQDT + \beta_3 * ACT + \beta_4 * SIZE + \beta_5 * GROW + \mu$$

حيث:

Y : المتغير التابع وهو الرفع المالي.

$\alpha$  و  $\mu$  : معاملات الإنحدار.

$\beta_1$  .....  $\beta_5$  : معاملات تأثير.

PROF : الربحية.

LQDT : السيولة.

ACT : النشاط.

SIZE : حجم المؤسسة.

GROW : النمو.

معامل الإنحدار **R** : هذا المؤشر يقيس جودة النموذج، فيما يخص مدى إرتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج، فكلما إقترب من 1 كان النموذج ذو دقة عالية وإذا كان R أقل من 0.6 فالنموذج جيد.

معامل الإنحدار المعدل **R2** : هذا المؤشر يستعمل إذا كانت عدد المقدرات أكبر أو تساوي، 2 فهو في هذه الحالة يكون أدق من معامل الإنحدار البسيط لأنه يأخذ بعين الإعتبار درجات الحرية.

إختبار التوزيع الطبيعي:

قبل الشروع في تطبيق الإختبارات المختلفة يجب تحديد ما إذا كان المتغير العشوائي الذي يتم دراسته يتبع التوزيع الطبيعي أم غيره من التوزيعات الاحتمالية المتصلة أو المنفصلة، معظم التوزيعات الاحتمالية يكون توزيعها مشابها للتوزيع الطبيعي خاصة إذا كان حجم العينة كبيراً، هناك نوعان من الطرق الإحصائية التي تستخدم في إختبار الفرضيات:



أ. الاختبارات المعلمية **Parametric Tests**: وتستخدم في حالة البيانات الرقمية التي توزيعها يتبع التوزيع الطبيعي.

ب. الاختبارات غير المعلمية **Non-Parametric Tests**: وتستخدم في حالة البيانات الرقمية التي توزيعها لا يتبع التوزيع الطبيعي وكذلك في حالة البيانات النوعية ( الترتيبية والاسمية ).  
إستخدم في هذا الصدد نوعان من الإختبارات للتأكد من الإختبارات هما kolmogorov-smirnov و shapiro-wilk للذان يعتبران من أهم الإختبارات لمعرفة ما إذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، حيث أن القاعدة تنص على أن المتغير يتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة sig أكبر من 5% ويتم الإختبار وفق الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية: البيانات تتبع التوزيع الطبيعي

الفرضية البديلة: البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي

**إختبار الإرتباط الخطي المتعدد**: إستخدم معامل الإرتباط بيرسون الذي يصف العلاقة بين المتغيرين وتتحصر قيمته بين -1 و +1 فإذا كانت قيمة معامل الإرتباط تساوي (+1) وهذا يعني الإرتباط بين المتغيرين طردي تام، وإذا كانت قيمة معامل الإرتباط تساوي (-1) فهذا يدل أن الإرتباط بين المتغيرين عكسي.

بإضافة إلى استعمال معامل تضخم التباين vif ومعامل السماحية Tolerance والذان يدلان على مقدار تباين المتغير المستقل المحدد عن الذي لا تفسره المتغيرات المستقلة الأخرى في النموذج، فإذا كانت قيمة Tolerance صغيرة جدا أقل من 0,10 فهذا يشير إلى الإرتباط الخطي المتعدد المرتفع مع المتغيرات الأخرى أما قيمة vif وهي عكس قيمة Tolerance فتزيد عن قيمة العدد.

المطلب الثاني: المنهجية المتبعة ووصف متغيرات الدراسة

1.1 المنهجية المتبعة

تقوم هذه الدراسة على النهج الوصفي التحليلي والاستعانة بالأساليب الإحصائية لتحليل نتائج الدراسة بالإضافة إلى الاطلاع على المراجع والمصادر العلمية ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة.

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

- مجتمع الدراسة: المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا
- عينة الدراسة: عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا. عينة المحل الدراسة تتكون من 16 مؤسسة، وهي كالتالي:

جدول رقم 04 مؤسسات عينة الدراسة

رقم المؤسسة	قطاع الذي تنتمي اليه المؤسسة	اسم المؤسسة
1	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD
2	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD
3	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD
4	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD
5	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD
6	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD
7	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD
8	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD
9	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	AJIYA BERHAD
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD
11	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	EITA RESOURCES BERHAD
12	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD
13	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD
14	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD
15	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	WELLCALL HOLDINGS BERHAD

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على المعلومات المستخرجة من تقارير المالية للمؤسسة

ثانيا: متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

وفقا لنموذج الدراسة وفرضياتها فهي تهتم بست متغيرات أساسية تتمثل بالرافعة المالية، الربحية، السيولة، النشاط، الحجم، النمو، ويتطلب الأمر عرض هذه المتغيرات وبيان الكيفية التي احتسبت بها، وذلك تمهيدا لتحليل وتفسير نتائج الفرضيات التي تسعى الدراسة للتحقق منها .

1. المتغير التابع

معظم الدراسات تعتبر أن الرافعة المالية عبارة عن مجموع (الإلتزامات طويلة الأجل وقصيرة الأجل) إلى مجموع الأصول.

المتغير	طريقة القياس
الرفع المالي	$\frac{\text{اجمالي الديون (القصيرة الأجل + طويلة الأجل)}}{\text{إجمالي الأصول}}$

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات الرفع المالي للمؤسسات المحل الدراسة:

جدول رقم 05 نسب الرفع المالي للمؤسسات المدروسة

رقم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	نسبة الرفع المالي			المتوسط
			2018	2019	2020	
01	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD	40,30%	48,82%	58,12%	49,08%
02	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD	4,74%	4,89%	5,86%	5,16%
03	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD	60,13%	55,41%	49,92%	55,15%
04	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD	2,27%	2,41%	1,94%	2,21%
05	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD	1,63%	0,00%	0,00%	0,54%
06	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD	0,60%	3,34%	2,13%	2,02%
07	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD	4,29%	2,60%	1,50%	2,80%

08	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD	32,57%	35,66%	38,10%	35,44%
09	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	AJIYA BERHAD	0,38%	1,10%	0,91%	0,80%
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	EITA RESOURCES BERHAD	6,25%	9,98%	10,09%	8,77%
12	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD	3,36%	9,58%	8,03%	6,99%
13	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD	5,55%	4,82%	5,50%	5,29%
14	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
15	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	WELLCALL HOLDINGS BERHAD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على التقارير لمالية المستخرجة من المؤسسة

يوضح الجدول رقم نتائج تحليل الرافعة المالية في مؤسسات عينة الدراسة خلال الفترة (2018-2019-2020) حيث تم احتساب مجموع الإلتزامات لكل شركة خلال السنوات الثلاث وقسمتها على مجموع الأصول لنفس الشركة في نفس السنة. بمقارنة نسب الرافعة المالية حسب نتائج هذه الدراسة بين المؤسسات المدروسة نلاحظ التالي:

- متوسط المعدل العام للرافعة المالية للمؤسسات العينة الدراسة في بورصة ماليزيا (حسب نتائج هذه الدراسة) 10,89% .
- يلاحظ الإختلاف الكبير في نسب الرافع المالي على نطاق الشركات ككل، حيث أن أعلى نسب للرفع المالي في قطاع منتجات استهلاكية وخدماتية حيث إنحصر متوسط نسبة الرفع المالي بين 0.54% و 55.15% وذلك لإعتمادها على المديونية في تمويل أصولها، وبالنسبة لقطاع منتجات صناعية وخدماتية فكان متوسط الرفع المالي للمؤسسات ككل بين 0.00% و

8.77% ويعود سبب إنخفاض نسب الرفع المالي إلى إعتماد المؤسسات على

تمويل أصولها من حقوق الملكية.

## 2. المتغيرات المستقلة

للدراسة خمس متغيرات مستقلة، سيتم توضيحها فيما يلي:

### 1.2 الربحية

توجد العديد من مقاييس الربحية، كل منها ترتبط بعلاقة العائد الذي تحققه المنشأة ومبيعاتها أو أصولها أو حقوق الملكية بها، وبالتعامل مع هذه النسب كمجموعة يستطيع المحلل المالي أن يحدد موقف ربحية المنشأة من خلال تقييم عائداتها في ضوء مستوى معين للمبيعات، ومستوى معين للأصول أو مستوى معين لاستثمارات الملاك .

المتغير	طريقة القياس
الربحية	$100 * \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات الربحية للمؤسسات المحل الدراسة:

### جدول رقم 06 نسبة الربحية للمؤسسات المدروسة

رقم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	نسبة الربحية			المتوسط
			2018	2019	2020	
01	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD	-4,86%	0,53%	-5,13%	-3,15%
02	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD	-8,94%	-5,75%	2,42%	-4,09%
03	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD	-1,48%	1,92%	0,61%	0,35%
04	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD	-8,30%	8,23%	-10,61%	-3,56%
05	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD	-17,75%	-4,16%	13,42%	-2,83%

06	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD	2,86%	2,76%	1,46%	2,36%
07	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD	7,60%	7,26%	7,87%	7,58%
08	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD	1,74%	0,23%	-0,66%	0,44%
09	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	AJIYA BERHAD	7,17%	1,31%	0,16%	2,88%
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD	-23,89%	-1,92%	4,27%	-7,18%
11	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	EITA RESOURCES BERHAD	7,78%	7,17%	6,45%	7,13%
12	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD	14,51%	14,85%	13,13%	14,16%
13	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD	25,84%	17,07%	11,04%	17,98%
14	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD	6,84%	3,15%	2,41%	4,13%
15	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	WELLCALL HOLDINGS BERHAD	18,49%	21,63%	21,76%	20,63%

**المصدر: من إعداد الطالبين بناء على التقارير لمالية المستخرجة من المؤسسة**

يوضح الجدول نتائج حساب نسبة الربحية للمؤسسات المدروسة تبين النتائج تباين ملحوظ بين القطاعين، فقد تراوحت نسبة الربحية الصافية بين أعلى قيمة كمتوسط (25.84%) لتعبر بذلك عن مساهمة الإيرادات في تحقيق الربح الصافي لهذه المؤسسة كمتوسط خلال مدة البحث مقارنة بباقي الشركات المدروسة، لاسيما بعد تحقيقها أعلى نسبة ربح صافي قياسا بالمؤسسات المدروسة الأخرى، أما أدنى متوسط لهذه النسبة فقد بلغ (-23.89%) لتعكس بذلك تراجعاً نسبياً في هذا الخصوص بعد تراجع أدائها بدلالة الربح الصافي إلى أدنى مستوى مقارنة بباقي المؤسسات، وبخصوص متوسط نسب الربحية لبقية المؤسسات عينة البحث، فقد تراوح تباين هذين المستويين مختلفة من شركة لأخرى ومن قطاع اقتصادي لآخر.

## 2.2 السيولة

تعرف السيولة المالية على أنها القدرة على تحويل الأصول المتداولة إلى سيولة نقدية للوفاء على سداد الديون قصيرة الأجل وتحديد إلى أي درجة توفر الجاهزية النقدية في الوقت المناسب، من خلال مقارنة احتياجات المنظمة في الأجل القصير بأصولها الشديدة السيولة.

المتغير	طريقة القياس
السيولة	الأصول المتداولة
	الخصوم المتداولة

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات السيولة للمؤسسات المحل الدراسة:

### جدول رقم 07 نسبة السيولة للمؤسسات المدروسة

رقم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	نسبة السيولة			المتوسط
			2018	2019	2020	
01	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD	1.06	1.09	0.71	0,95
02	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD	3,37	4.21	3.82	3,8
03	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD	1,16	1,17	1,22	1,18
04	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD	3,57	2.56	0.94	2,36
05	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD	3.78	2.69	2.30	2,92
06	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD	1.75	1.58	1.74	1,69
07	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD	2.16	2.42	2.88	2,49
08	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD	0.98	0.99	0.99	0,99
09	قطاع خدماتي و	AJIYA BERHAD	4.78	5.69	6.21	5,56

	صناعة انتاجية					
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD	15.29	10.20	10.13	11,87
11	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	EITA RESOURCES BERHAD	3.10	2.23	2.55	2,63
12	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD	4.32	1.68	1.19	2,4
13	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD	3.28	4.90	5.09	4,42
14	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD	9.29	11.16	12.29	10,91
15	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	WELLCALL HOLDINGS BERHAD	3.83	4.66	5.26	4,58

المصدر: من إعداد الطالبين بناءً على التقارير لمالية المستخرجة من المؤسسة

يوضح الجدول الخاص بنتائج حساب نسبة السيولة للمؤسسات المدروسة، أن المؤسسات تسعى جاهدة لتحقيق توازن فعال بين الربحية والسيولة في آن واح، بحيث تحافظ حوالي 75% من المؤسسات المدروسة على نسبة تداول أعلى من 2.36 مرة، لتغطية التزاماتها المتداولة، بالتالي فإن قدرة المؤسسات على سداد التزاماتها المتداولة مناسب خلال السنوات، فقد حققت نسب أعلى من المعيار النمطي (1:2) مرة، وإذا ذهبنا إلى معدل المتوسط العام نجده 3.92 مرة، وبالتالي على المؤسسات التي حققت نسبة أقل من النمطي أن تهتم أكثر بزيادة أصولها المتداولة بنسبة أكبر من زيادة الخصوم المتداولة مستقبلاً

### 3.2 النشاط

تم الإعتماد على مؤشر دوران الأصول لمعرفة قدرة المؤسسة على استغلال أصولها لتوليد المبيعات، ويدل معدل دوران الأصول عال إلى استغلال المؤسسة لأصولها بكفاءة وفعالية وهذا ينعكس بشكل إيجابي على حجم المبيعات.

المتغير	طريقة القياس
النشاط	$\text{صافي مبيعات} \div \text{إجمالي الأصول} = \text{مرة}$

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات النشاط للمؤسسات المحل الدراسة:



جدول رقم 08 نسبة النشاط للمؤسسات المدروسة

رقم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	نسب النشاط			المتوسط
			2018	2019	2020	
01	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD	4,09	6,38	5,92	5,46
02	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD	1,17	0,96	0,93	1,02
03	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD	1,44	1,70	1,83	1,66
04	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD	0,81	0,83	0,82	0,82
05	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD	0,86	1,33	1,27	1,15
06	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD	3,28	3,03	2,24	2,85
07	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD	1,44	1,46	1,16	1,35
08	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD	1,40	1,33	1,22	1,32
09	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	AJIYA BERHAD	0,80	0,68	0,55	0,68
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD	0,44	0,38	0,51	0,45
11	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	EITA RESOURCES BERHAD	1,10	1,01	4,24	2,11
12	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD	0,65	0,20	0,15	0,33
13	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD	0,52	0,42	0,36	0,44
14	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD	0,49	0,40	0,33	0,41
15	قطاع خدماتي و	WELLCALL	1,31	1,23	0,96	1,17

	صناعة انتاجية	HOLDINGS BERHAD				
--	---------------	-----------------	--	--	--	--

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على التقارير لمالية المستخرجة من المؤسسة

نلاحظ من الجدول تراوح معدل متوسط لنسبة النشاط فهناك تفاوت في نشاط المؤسسات (عينة الدراسة) النمو بين القطاعين، كان أعلى معدل متوسط لنسبة النمو حيث النسبة 6.38% في حي كانت أدنى نسبة في قطاع منتجات صناعية وإستهلاكية 0.20%، مما يؤكد أن قطاع خدمات إنتاجية إستهلاكية أكثر من القطاع الثاني.

#### 4.2 الحجم

تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وذلك للتقليل من التفاوت بين القيم داخل النموذج.

الحجم	(إجمالي الأصول) LOG
-------	---------------------

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات الحجم للمؤسسات المحل الدراسة:

#### جدول رقم 08 نسب الحجم للمؤسسات المدروسة

رقم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	نسب الحجم			المتوسط
			2018	2019	2020	
01	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD	7,58	7,75	7,57	7,63
02	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD	6,08	6,03	6,06	6,06
03	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD	8,50	8,57	8,54	8,54
04	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD	7,86	7,82	7,80	7,83
05	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD	4,76	4,80	4,71	4,76
06	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD	6,96	6,96	6,89	6,94

07	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD	8,63	8,68	8,75	8,69
08	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD	9,10	9,12	9,14	9,12
09	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	AJIYA BERHAD	8,68	8,68	8,67	8,68
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD	8,22	8,23	8,24	8,23
11	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	EITA RESOURCES BERHAD	5,38	5,48	5,48	5,45
12	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD	8,03	8,06	8,10	8,06
13	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD	4,57	4,59	4,60	4,59
14	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD	8,24	8,23	8,24	8,24
15	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	WELLCALL HOLDINGS BERHAD	8,12	8,14	8,15	8,14

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على التقارير لمالية المستخرجة من المؤسسة

## 5.2 النمو

قياس المتغير التابع:

المتغير	طريقة القياس
النمو	$\frac{\text{الأصول الثابتة } N - \text{الأصول الثابتة } N - 1}{\text{الأصول الثابتة } N - 1}$

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات النشاط للمؤسسات المحل الدراسة:

### جدول رقم 08 نسبة النمو للمؤسسات المدروسة

رقم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	نسبة النمو			المتوسط
			2018	2019	2020	
01	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD	7,00%	5,12%	1,91%	4,68%
02	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	JCY International BERHAD	- 22,18%	- 43,70%	65,90%	0,01%
03	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	KIM TECK CHEONG CONSOLIDATED BERHAD	-0,82%	-3,81%	-10,68%	-5,10%
04	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	OVERSEA ENTERPRISE BERHAD	2,56%	7,68%	-3,76%	2,16%
05	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	STERLING PROGRESS BERHAD	69,53%	86,01%	103,76%	86,43%
06	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	PETRONAS DAGANGAN BERHAD	0,03%	8,13%	6,31%	4,82%
07	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	POH HUAT RESOURCES HOLDINGS BERHAD	14,76%	20,89%	25,32%	20,32%
08	قطاع خدماتي وإنتاج استهلاكي	CAB CAKARAN CORPORATION BERHAD	27,02%	38,31%	27,02%	30,78%
09	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	AJIYA BERHAD	-1,10%	- 10,02%	-7,78%	-6,30%
10	قطاع خدماتي و صناعة انتاجية	APB RESOURCES BERHAD	- 20,20%	- 23,89%	25,90%	-6,06%

11	قطاع خدماتي و صناعة إنتاجية	EITA RESOURCES BERHAD	8,06%	56,70%	75,04%	46,60%
12	قطاع خدماتي و صناعة إنتاجية	KUMPULAN H & L HIGH-TECH BERHAD	3,21%	3,41%	16,25%	7,62%
13	قطاع خدماتي و صناعة إنتاجية	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERHAD	-8,17%	2,92%	3,96%	-0,43%
14	قطاع خدماتي و صناعة إنتاجية	UMS HOLDINGS BERHAD	7,77%	10,51%	-4,86%	4,47%
15	قطاع خدماتي و صناعة إنتاجية	WELLCALL HOLDINGS BERHAD	1,92%	2,43%	8,50%	4,28%

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على التقارير لمالية المستخرجة من المؤسسة

ويلاحظ من الجدول الإختلاف الكبير في نسب النمو على نطاق الشركات ككل، حيث أن أعلى نسب للرفع المالي في قطاع منتجات استهلاكية وخدماتية حيث إنحصر متوسط نسبة النمو بين 86.43% و -5.10%، وبالنسبة لقطاع منتجات صناعية وخدماتية فكان متوسط النمو للمؤسسات ككل بين 46.60% و -6.06%.

### المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة وإختبار الفرضيات

يتناول هذا المبحث تقييم أدوات القياس للتأكد من صلاحيتها بالإضافة إلى الأساليب الإحصائية التي تم بموجبها تحليل البيانات وإختبار فروض الدراسة.

#### \* تحليل بيانات عينة الدراسة

وفقا لنموذج الدراسة وفرضياتها فهي تهتم بستة متغيرات أساسية تتمثل بالرافعة المالية وهي المتغير التابع، الربحية، السيولة، النشاط، الحجم، النمو وهي المتغيرات المستقلة، ويتطلب الأمر عرض هذه المتغيرات وبيان الكيفية التي احتسبت بها، وذلك تمهيدا لتحليل وتفسير نتائج الفرضيات التي تسعى الدراسة للتحقق منها.

#### المطلب الأول : إختبار صلاحية النموذج

تم إجراء اختبار صلاحية النموذج من خلال فحص بيانات هذا النموذج للتحقق من نموذج الخطي العام.

#### أولاً: تحديد نوع توزيع المجتمع

#### جدول رقم 09 اختبار التوزيع الطبيعي

##### Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PROF	0.150	15	0.200*	.916	15	0.165
LQDT	0.221	15	0.047	.776	15	0.002
ACT	0.253	15	0.011	.740	15	0.001
SIZE	0.229	15	0.033	.858	15	0.023
GROW	0.318	15	0.000	.720	15	0.000

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

#### المصدر: مخرجات الاختبار من برنامج SPSS

من النتائج السابقة يمكن استنتاج ما يلي:

1. النتيجة الموضحة في الجدول السابق تبين أن  $Sig = 0.200^*$  للربحية وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية القائلة بأن نسب الربحية تتبع التوزيع الطبيعي .
2. بالنسبة لباقي المتغيرات بينت النتائج أن قيمة الدلالة Sig أقل من 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تقول أن النسب ( السيولة، النشاط، الحجم، و النمو ) لا تتبع التوزيع الطبيعي .

قبل الشروع في تطبيق الإختبارات المختلفة قمنا بإختبار طبيعة البيانات هل تتبع التوزيع الطبيعي فإذا كانت تتبع التوزيع الطبيعي فإن الإختبارات المعلمية سوف تستخدم وتطبق، أما إذا كانت البيانات تتبع توزيع غير طبيعي فإن الإختبارات غير المعلمية هي المستخدمة .  
والجدول الموالي يوضح نتائج الإختبار بعد معالجة التوزيع الغير الطبيعي للنسب (السيولة، النشاط، الحجم، والنمو)، قصد تعديل البيانات لتصبح ذات التوزيع الطبيعي .

### جدول رقم اختبار التوزيع الطبيعي بعد التصحيح

#### Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PROF	.150	15	.200*	.916	15	.165
LQDT1	.204	15	.094	.854	15	.020
ACT1	.219	15	.051	.904	15	.111
SIZE1	.155	15	.200*	.958	15	.654
GROW1	.325	15	.000	.699	15	.000

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

#### المصدر: من مخرجات برنامج STATA

1. بقراءة نتائج التحليل الإحصائي لإختبار ( كلومجروف سيمنروف) تبين أن قيمة الدلالة لبيانات (الربحية، السيولة، النشاط، و الحجم) أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص بأن بيانات العينة تتبع التوزيع الطبيعي .  
باستثناء بيانات المتغير النمو بينت النتائج لإختبار ( كلومجروف سيمنروف و شيبورو ) أن قيمة الدلالة Sig أقل من 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي وهذا تعتبر كقيمة متطرفة تؤثر في النموذج ضمن العينة .

### ثانياً: إختبار الإرتباط الخطي المتعدد

تم إستخدام معامل إرتباط بيرسون ومعامل تضخم التباين vif ومعامل السماحية Tolérance لمعرفة معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة .

جدول رقم نتائج إختبار معامل تضخم التباين ومعامل السماحية

Coefficients <sup>a</sup>			
Collinearity Statistics			
	Model	Tolerance	VIF
1	PROF	0.845	1.183
	LQDT1	0.685	1.459
	ACT1	0.620	1.612
	SIZE1	0.778	1.285
	GROW	0.680	1.470

a. Dependent Variable: DFL

المصدر: من مخرجات برنامج STATA

تبين نتائج الجدول أن قيمة Tolérance في النموذج جميعها أكبر من 0,10 وأقل من 1 صحيح وهذا دليل على عدم وجود مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد بين القيم وهذا ما أبدته قيم VIF التي تقل جميعها عن 10، لذا يتم الجزم أن النموذج يخلو من خاصية الإرتباط الخطي المتعدد.

- والجدول الموالي يوضح الإرتباط بين المتغيرات المستقلة وفق معامل بيرسون



جدول رقم الإرتباط بين المتغيرات المستقلة وفق معامل بيرسون

		Correlations				
		PROF	LQDT1	ACT1	SIZE1	GROW1
PROF	Pearson Correlation	1	-.026	-.326	-.015	-.092
	Sig. (2-tailed)		.928	.236	.957	.744
	N	15	15	15	15	15
LQDT1	Pearson Correlation	-.026	1	-.495	.141	-.319
	Sig. (2-tailed)	.928		.061	.616	.246
	N	15	15	15	15	15
ACT1	Pearson Correlation	-.326	-.495	1	-.091	.315
	Sig. (2-tailed)	.236	.061		.747	.253
	N	15	15	15	15	15
SIZE1	Pearson Correlation	-.015	.141	-.091	1	-.471
	Sig. (2-tailed)	.957	.616	.747		.076
	N	15	15	15	15	15
GROW1	Pearson Correlation	-.092	-.319	.315	-.471	1
	Sig. (2-tailed)	.744	.246	.253	.076	
	N	15	15	15	15	15

المصدر: من مخرجات برنامج STATA

من خلال الجدول أعلاه تبين فيما يخص علاقة المتغيرات المستقلة: دلالة الإرتباط الإحصائي لمتغيرات الدراسة، وفقا لمستويات بين المتغيرات المستقلة فقد بلغت من خلال معامل بيرسون إلى أعلى قيمة إرتباط بين المتغيرات المستقلة ب: 8% وهذا يدل على وجود إرتباط ذاتي متعدد بين المتغيرات المستقلة، حيث يعتبر الإرتباط الذي يصل إلى أعلى من 0,80 مؤشرا لوجود مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد، لذا نقول أن العينة تخلو من مشكلة الإرتباط الخطي العالي المتعدد .

### المطلب الثاني: إختبار وتحليل نتائج الفرضيات

سيتم من خلال هذا المطلب عرض نتائج إختبار فرضيات الدراسة وتحليلها، ويتم هذا التحليل بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي spss  
أولاً: الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

#### جدول رقم الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

##### Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PROF	15	-7.18%	20.63%	3.7887%	8.33499%
LQDT	15	.95	11.87	3.9167	3.32514
ACT	15	.33	5.46	1.4147	1.31549
SIZE	15	4.59	9.12	7.3973	1.48447
GROW	15	-6.30%	86.43%	12.9520%	24.97781%
DFL	15	0.00%	55.15%	11.6167%	18.67060%
Valid N (listwise)	15				

#### المصدر: من مخرجات برنامج STATA

يعرض الجدول أعلاه الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة المرتبطة بالقيم الوسيطة والانحراف المعياري والمدى لكل متغير:

1. نجد أن القيمة الوسيطة للرفع المالي (DFL) بلغت 11.6173% بمدى يتراوح بين 0% إلى 60.13%، وهو ما يعني أن معظم المؤسسات تعتمد في تمويلاتها على أموال الملكية، وهذا كدليل على عدم الإعتماد على آلية الرافعة المالية في الهياكل المالية لمؤسسات عينة الدراسة .

2. يلاحظ أن مستوى الربحية منخفض حيث بلغت القيمة الوسيطة للربحية (PROF) 3.7887% بمدى يتراوح بين -23.89% إلى 25.84%، و أما بالنسبة للسيولة بلغت القيمة الوسيطة (LQDT) 3.917111 فافتت المعدل المتعارف عليه (2:1) وهو مؤشر جيد للمؤسسات العينة الدراسة، و بمدى يتراوح بين -7.3181 إلى 18.7052 مرة.

كما نلاحظ أن معظم مؤسسات عينة الدراسة تتمتع بمستوى نشاط عالي حيث بلغت القيمة الوسيطة للنشاط (ACT) 1.4140 ومدى يتراوح بين 0.1486 إلى 6.3843، وتميزت بكونها كبيرة الحجم، وهذا ما ظهر جليا من خلال القيمة الوسيطة لمتغير حجم المؤسسة (SIZE) 7.3953 ومدى يتراوح بين 4.57 إلى 9.14 .

مما سبق تحليله بشأن المتغيرات الوصفية، نجد أن مؤسسات عينة الدراسة تتمتع بوضعية مالية مريحة تأهلتها لاستغلال التمويل الذاتي في تحديد هياكلها المالية .

### ثانياً: إختبار وتحليل فرضيات الدراسة

تنص فرضيات هذه الدراسة:

- من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا.
- من المنتظر وجود علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا.

### التحليل بواسطة الإنحدار الخطي المتعدد

باستخدام برنامج SPSS ومن خلال الإنحدار الخطي المتعدد يتم إختبار هاتين الفرضيتين كالتالي:

يوضح الجدول التالي نتائج نموذج الدراسة خلال الفترة (2018-2019-2020)

### جدول رقم 16 يوضح إختبار الإنحدار الخطي المتعدد

<b>DFL</b>	0.652 + (-0.193) PROF + (-1.391) LQDT + 7.868 ACT + 1.181 SIZE + (-0.245) GROW				
<b>R</b>	0.735				
<b>SIG ANOVA</b>	0.155				100%
<b>SIG</b>	0.734	0.372	0.073	0.676	0.261
<b>t</b>	-0.350	-0.940	2.027	0.433	-1.199
<b>f</b>	2.117				
<b>β</b>	-0.086	-0.256	0.582	0.111	-0.328

### المصدر: من مخرجات برنامج SPSS

بالنسبة لاختبار الدلالة الاحصائية للمعلمات المقدرة للنموذج انطلاقاً من حساب الإحصائية (t) لـ Student لكل معلمة على حدى ، نجد أن معدل حجم النشاط معنوي إحصائياً و ذلك لان  $t=2.027$  اكبر من 2 ، و طبيعة التأثير ايجابي لان بيتا موجب بقيمة 0.582 و بالتالي يؤثر بنسبة 58.2% في المتغير التابع .

في حين لم يكن لباقي المتغيرات المفسرة للنموذج ( الربحية، معدل النمو، حجم السيولة، حجم المؤسسة) دلالة إحصائية في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع و المتمثل في الرفح المالي، حيث أظهرت

نتائج الانحدار أعلاه ان الإحصائية (t) بالنسبة لهذه المتغيرات اقل من 2 . و بالتالي ليس لها تأثير في الرفع المالي حسب هذا النموذج.

### خلاصة الفصل الثاني:

من خلال ماتم تقديمه في هذا الفصل من دراسة أدوات المتبعة في التحليل و إختبار وتحليل الفرضيات، يمكن إستخلاص من تحليلاته ونتائجه استخلصنا بان بورصة ماليزيا تتسم بنشاط عالي في المعاملات المالية، و إتضح كذلك من خلال دراسة الهيكل المالي و الإستراتيجيات المتبعة خلال تلك الفترة أن المؤسسات تتسم بالإستقرار المالي و تركيزها على التمويل عن طريق رأس المال و القروض قصيرة الأجل، و إبتعادها عن الديون المتوسطة و الطويلة الأجل، بالإضافة إلى تسديدها هذا النوع من القروض و ذلك من أجل التمتع بالإستقلالية المالية

كما أظهر الفصل، وجود تأثير ذو دلالة إحصائية ل: نسبة النشاط على الرفع المالي المعبر عليه بصافي المبيعات على اجمالي الأصول، ولم يظهر أي تأثير لكل من الربحية، السيولة، الحجم والنمو على الرفع المالي .



الخاتمة العامة

### الخاتمة العامة

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة لكل المستثمرين المسلمين، فهي تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، فيمكن من لأصحاب الأموال السائلة من الإستثمار فيها دون الوقوع في الربا، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية، وتعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة ضخ أموال الحلال وتمويل المشروعات البنائة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الإقتصادي.

وكإسقاط على واقع المؤسسات المدرجة في بورصة ماليزيا قمنا بمحاولة تشخيص هذا الواقع من خلال معالجة أهم المؤشرات الإحصائية التي تتعلق بالقطاع، ثم اسقطنا ما تم تناوله في الفصل النظري على التطبيقي حيث تم اجراء مختلف الاختبارات والنماذج الإحصائية من اجل معرفة أثر محددات القرار التمويلي على الرفع المالي.

### 1- نتائج الدراسة

بعد عرض واختبار الفرضيات يمكن إستخلاص النتائج التالية:

- الدراسة الحالية غير ملمة بجميع المتغيرات التي وردت في الدراسات السابقة وهذا راجع للإختلاف البيئة المالية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، فهي لا تؤثر تأثيرا ملموسا بل تضعف من تأثير بعض المتغيرات.
- هناك علاقة طردية بين المتغير حجم النشاط مع الرفع المالي.
- عدم وجود علاقة مؤثرة بين الربحية والسيولة والنمو والحجم مع الرافعة المالية.
- تختلف نتائج الدراسات السابقة باختلاف الفترة الزمنية للمؤسسات محل الدراسة.
- ان المعاملات المالية الإسلامية تعتبر جزء مهم في النظام الماليزي، حيث تفتح اقتصادها على المستثمرين الذين يودون الاستثمار وفق الشرع الإسلامي.
- اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية لا يتم بطريقة عشوائية وإنما وفق المحددات الكمية والكيفية بالإضافة على محددات أخرى قد تؤثر على هيكلها المالي.
- لتحديد السياسة المالية للمؤسسة يجب على المسير المالي حصر مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والتعرف على مزايا وعيوب كل مصدر وكيفية الحصول عليه.

- لقد تعددت المصادر التمويلية التمويلية للمؤسسة بالنظر الى الأحكام الشرعية الواردة في المعاملات المالية نجد أنها حرمت بعض المعاملات التي تتوافق وتلك الأحكام.
- اختيار تشكيلة تمويلية تتواءم ومتطلبات الإقتصاد الإسلامي الذي يقر بمبدأ التكافل والتشارك في التعاملات المالية.

## 2- التوصيات

تتمثل التوصيات فيما يلي:

- من المستحسن أن تحاول البلدان الاستفادة من تجربة ماليزيا للحصول على معدلات فائدة عالية في معاملاتها المالية الإسلامية.
- التخطيط إلى إنشاء بورصة إسلامية محلية خاضعة للشريعة ، كخطوة أولى في إنشاء بورصة عالمية بفضل الفقه الراسخ وإعادة إنشاء المديرين التنفيذيين والخبراء في هذا المجال ، لا سيما لمواجهة العقبات، ويشرحون بالتفصيل بدائل الشريعة الإسلامية ، بما في ذلك آليات إنفاذها.
- ضرورة تعاون هيئة الأوراق المالية الماليزية مع هيئات البورصة في مختلف الدول لضمان تطوير وتعزيز سوق رأس المال الإسلامي العالمي في المستقبل.
- يوصى بإجراء البحوث والأبحاث حول مجالات المعاملات المعاصرة في الأسواق المالية العالمية ، وتقييمها من حيث الشرعية وفق الشريعة الإسلامية للاستفادة وتعديل المحتوى الذي يمكن تغييره من المعاملات أو إيجاد بديل قانوني بديل. أدوات تمكنهم من تعميق فهمهم للتمويل فهم الأدوات القانونية للسوق وتعريف طلاب الإقتصاد ببحوث المعاملات في الفقه لصياغة طرق استثمار شاملة وعلمية ونظرية في الأسواق المالية.





## قائمة المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية

1- الكتب

- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2008 .
- أحمد عبد الله اللحج ، جلال الدين المرسي ، الإدارة المالية ، المكتب الجامعي الحديث ، القاهرة ، 2009 .
- أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، ط 01، 2008 م .
- جميل محمد سلمان خطاطبه، التمويل اللاربيوي للمؤسسات الصغيرة في الأردن، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 1992.
- حمد سعيد عبد الهادي ، الإدارة المالية والتمويل التحليل المالي الأسواق المالية الدولية ، دار حامد للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2008.
- حمزة محمود الزبيدي ، أساسيات الإدارة المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2001.
- خبابه عبدا لله، آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية، الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي، جامعة قسنطينة، الجزائر، ماي 2009.
- عمر أحمد كشكار، مقدمة في التمويل الإسلامي، دار الرواد للنشر، سوريا، ط 01، 2019 م.
- قادري محد الطاهر، المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، مكتبة حسن العصرية، لبنان، بدون طبعة، 2014 م.
- دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- رشاد العصار وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي ، دار البركة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان الأردن ، 2001.
- زغيب مليكة و بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثانية ، الجزائر ، 2011.

- شرايبي باية كENZE ، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة الجزائر 3 ، 2013/2011.
- شعيب شنوف ، محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية ، الجزء الأول ، مكتبة الشركة الجزائرية بوداود ، الجزائر ، 2008.
- صادق راشد حسين الشمري، أساسيات الصناعة المصرفية الإسلامية أنشطتها. التطلعات المستقبلية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- صديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات والرؤى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط 01، 1999 .
- طارق عبد العال حماد ، التقارير المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2005.
- عبد الحليم وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي ، أسس مفاهيم تطبيقات ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة ، عمان ، الأردن ، 2006.
- عبد الحميد محمود البعلي، أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الكويت، من دون سنة النشر.
- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 2007.
- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان ، التمويل والإدارة المالية ، جامعة السودان المفتوحة ، السودان ، من دون طبعة ، 2005 .
- عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية ، القاهرة ، 2007 ،
- عدنان تايه النعيمي وآخرون ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار اليازوري ، عمان ، 2009.
- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط 01، 2007.
- علي بن الضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة (دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة

- بسوق الكويت لأوراق المالية خلال الفترة 2006/2008) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة ورقلة ، 2009 .
- فؤاد السرطاوي: التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، دار المسيرة، عمان، ط 01، 1999.
- كنجو عبود كنجو، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، بدون طبعة، 1997 .
- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، ط 01، س 2014.
- محمد شاهين ، سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2019 .
- محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية، دار المستقبل، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- محمد عبد الحميد محم فرحان، التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة، دراسات لأهم مصادر التمويل، دون طبعة، دون تاريخ.
- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، دار أجنادين للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان الأردن ، 2006 .
- منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي واقتصادي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط 01، جدة، 1991 م.
- منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث - الإسكندرية ، مصر ، ط 06 ، 2007.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، بدون طبعة، 1998.

- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مطبعة: دار الفكر، دمشق، سوريا، بدون طبعة، 2002،
- يوسف حسن يوسف ، التمويل في المؤسسة الاقتصادية ، دار التعليم الجامعي ، بدون رقم طبعة ، الإسكندرية مصر ، 2012 ، ص104.
- 2- المجلات والمؤتمرات**
- الجمعية العلمية نادي الدراسات الاقتصادية ، مفهوم التمويل ومصادره في الاقتصاد الإسلامي ، كلية العلوم الاقتصادية ، خروبة ، الجزائر.
- دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على الرفح المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة شمال إفريقيا، المجلد 14/العدد (19) 2018.
- مفيدة يحيى اوي ، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد الثالث ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، أكتوبر 2002.

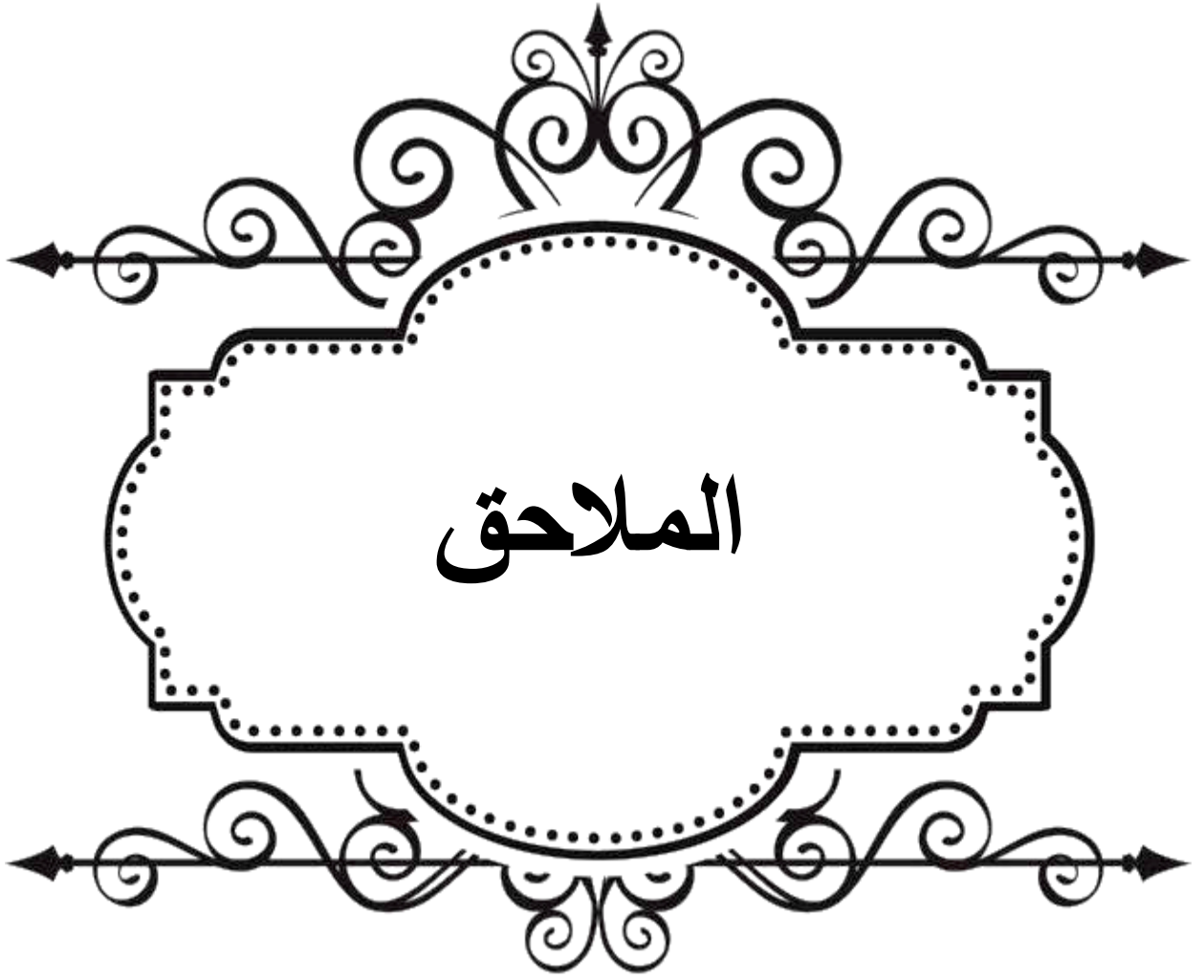
ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1- مواقع الانترنت

- <https://e3arabi.com/?p=5526> سبتمبر 3, 2019، الرفع المالي إسلام عتوم
- [https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/who\\_we\\_are](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/who_we_are)
- <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history>

[https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/our\\_organisation/regulatory\\_structure](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/our_organisation/regulatory_structure)

- [https://www.bursamalaysia.com/about\\_bursa/about\\_us/corporate\\_history](https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_history)



الملحق رقم 01 القوائم المالية لمؤسسة من المؤسسات المدروسة

FINANCIAL STATEMENTS



- 29 Report of the Directors
- 34 Independent Auditors' Report to the members of Green Ocean Corporation Berhad
- 38 Statements of Profit or Loss and Other Comprehensive Income
- 39 Statements of Financial Position
- 40 Statements of Changes In Equity
- 41 Statements of Cash Flows
- 43 Notes to The Financial Statements
- 81 Statement By Directors
- 81 Statutory Declaration



## STATEMENTS OF PROFIT OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE INCOME

for the year ended 31 March 2018

	Note	The Group		The Company	
		2018 RM	2017 RM	2018 RM	2017 RM
Revenue	5 & 6	154,671,747	200,959,724	-	-
Cost of sales		(159,305,193)	(199,458,256)	-	-
Gross (loss)/profit		(4,633,446)	1,501,468	-	-
Other income		156,583	160,942	-	-
Administrative expenses		(33,197)	(19,257)	(2,514)	(617)
Selling and distribution costs		(1,300)	(1,660)	-	-
Other expenses		(2,628,424)	(1,348,595)	(407,937)	(519,489)
Finance costs	7	(371,337)	(156,709)	(8,959)	(8,959)
<b>(Loss)/Profit before tax</b>	8	<b>(7,511,121)</b>	<b>136,189</b>	<b>(419,410)</b>	<b>(529,065)</b>
Income tax expense	10	-	-	-	-
<b>(Loss)/Profit for the year</b>		<b>(7,511,121)</b>	<b>136,189</b>	<b>(419,410)</b>	<b>(529,065)</b>
<b>Other comprehensive income, net of tax:</b>					
<i>Items that will not be reclassified subsequently to profit or loss:</i>					
Revaluation surplus on property, plant and equipment		3,135,000	-	-	-
<b>Other comprehensive income for the year, net of tax</b>		<b>3,135,000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total comprehensive (loss)/income for the year</b>		<b>(4,376,121)</b>	<b>136,189</b>	<b>(419,410)</b>	<b>(529,065)</b>
<b>(Loss)/Earnings per share</b>	11	<b>(2.75)</b>	<b>0.05</b>		

The accompanying Notes form an integral part of the Financial Statements.



## STATEMENTS OF FINANCIAL POSITION

as of 31 March 2018

	Note	The Group		The Company	
		2018 RM	2017 RM	2018 RM	2017 RM
<b>ASSETS</b>					
<b>Non-current Assets</b>					
Property, plant and equipment	12	19,900,132	18,559,392	15,363	100,721
Investment in subsidiary company	13	-	-	9,549,330	9,549,330
Goodwill	14	-	-	-	-
<b>Total Non-current Assets</b>		<b>19,900,132</b>	<b>18,559,392</b>	<b>9,564,693</b>	<b>9,650,051</b>
<b>Current Assets</b>					
Inventories	15	10,073,705	1,180,905	-	-
Trade receivables	16	1,713,865	25,483,813	-	-
Other receivables, refundable deposits and prepaid expenses	17	3,663,452	463,407	20,152	133
Amount owing by subsidiary company	13	-	-	16,504,509	13,391,268
Tax recoverable		4,983	2,220	-	-
Cash and bank balances	29	2,499,275	680,278	91,458	11,415
<b>Total Current Assets</b>		<b>17,955,280</b>	<b>27,810,623</b>	<b>16,616,119</b>	<b>13,402,816</b>
<b>Total Assets</b>		<b>37,855,412</b>	<b>46,370,015</b>	<b>26,180,812</b>	<b>23,052,867</b>
<b>EQUITY AND LIABILITIES</b>					
<b>Capital and Reserves</b>					
Issued capital	18	34,189,276	30,246,539	34,189,276	30,246,539
Revaluation reserve	19	8,930,000	5,795,000	-	-
Accumulated losses		(23,052,141)	(15,541,020)	(8,308,460)	(7,889,050)
<b>Total Equity</b>		<b>20,067,135</b>	<b>20,500,519</b>	<b>25,880,816</b>	<b>22,357,489</b>
<b>Non-current Liabilities</b>					
Deferred revenue	20	93,885	254,827	-	-
Hire-purchase payables	21	77,216	120,728	77,216	120,728
Deferred tax liability	22	608,750	443,750	-	-
<b>Total Non-current Liabilities</b>		<b>779,851</b>	<b>819,305</b>	<b>77,216</b>	<b>120,728</b>
<b>Current Liabilities</b>					
Trade payables	23	451,954	17,446,981	-	-
Other payables and accrued expenses	24	1,024,674	464,771	108,030	160,153
Deferred revenue	20	160,942	160,942	-	-
Amount owing to directors	25	61,000	360,747	61,000	360,747
Hire-purchase payables	21	53,750	53,750	53,750	53,750
Bank borrowings	26	15,256,106	6,563,000	-	-
<b>Total Current Liabilities</b>		<b>17,008,426</b>	<b>25,050,191</b>	<b>222,780</b>	<b>574,650</b>
<b>Total Liabilities</b>		<b>17,788,277</b>	<b>25,869,496</b>	<b>299,996</b>	<b>695,378</b>
<b>Total Equity and Liabilities</b>		<b>37,855,412</b>	<b>46,370,015</b>	<b>26,180,812</b>	<b>23,052,867</b>

The accompanying Notes form an integral part of the Financial Statements.

## STATEMENTS OF PROFIT OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE INCOME

For the Financial Year Ended 31 March 2019

	Note	Group		Company	
		2019 RM	2018 RM	2019 RM	2018 RM
Revenue	22	361,476,505	154,671,747	-	-
Cost of sales		(355,888,826)	(159,305,193)	-	-
Gross profit/(loss)		5,587,679	(4,633,446)	-	-
Other income		370,879	156,583	108,559	-
Administrative expenses		(2,355,192)	(1,448,914)	(382,587)	(410,451)
Selling and distribution costs		(347,007)	(49,644)	-	-
Other expenses		(55,495)	(1,164,363)	-	-
Finance costs	23	(1,271,794)	(371,337)	(747)	(8,959)
Profit/(Loss) before tax	24	1,929,070	(7,511,121)	(274,775)	(419,410)
Tax expense	25	(3,606)	-	-	-
Net profit/(loss) for the financial year		1,925,464	(7,511,121)	(274,775)	(419,410)
Other comprehensive income, net of tax:					
<u>Items that will not be reclassified subsequently to profit or loss:</u>					
Revaluation surplus on property, plant and equipment		-	3,135,000	-	-
Total comprehensive income/(loss) for the financial year		1,925,464	(4,376,121)	(274,775)	(419,410)
<u>Net profit/(loss) attributable to:</u>					
Owners of the Company		1,925,464	(7,511,121)	(274,775)	(419,410)
<u>Total comprehensive income/(loss) attributable to:</u>					
Owners of the Company		1,925,464	(4,376,121)	(274,775)	(419,410)
Earnings per share ("EPS")					
- Basic (sen)	26	0.66	(2.75)		

The notes to the financial statements form an integral part of the financial statements.

## STATEMENTS OF FINANCIAL POSITION

As at 31 March 2019

	Note	Group		Company	
		2019 RM	2018 RM	2019 RM	2018 RM
<b>Assets</b>					
<b>Non-current assets</b>					
Property, plant and equipment	5	19,509,085	19,900,132	77,703	15,363
Investment in subsidiaries	6	-	-	9,599,330	9,549,330
Goodwill	7	-	-	-	-
		19,509,085	19,900,132	9,677,033	9,564,693
<b>Current assets</b>					
Inventories	8	13,132,014	10,073,705	-	-
Trade receivables	9	18,123,426	1,713,865	-	-
Other receivables, deposits and prepayments	10	3,363,501	3,000,038	10,755	20,152
Amount owing by subsidiaries	11	-	-	15,920,612	16,504,509
Amount owing by a related party	12	-	663,414	-	-
Tax recoverable		1,035	4,983	-	-
Cash and bank balances		2,490,835	2,499,275	95,922	91,458
		37,110,811	17,955,280	16,027,289	16,616,119
<b>Total assets</b>		<b>56,619,896</b>	<b>37,855,412</b>	<b>25,704,322</b>	<b>26,180,812</b>
<b>Equity and liabilities</b>					
<b>Equity</b>					
Share capital	13	34,189,276	34,189,276	34,189,276	34,189,276
Revaluation reserve	14	8,930,000	8,930,000	-	-
Accumulated losses		(21,126,677)	(23,052,141)	(8,583,235)	(8,308,460)
<b>Total equity</b>		<b>21,992,599</b>	<b>20,067,135</b>	<b>25,606,041</b>	<b>25,880,816</b>
<b>Non-current liabilities</b>					
Deferred income	15	-	93,885	-	-
Finance lease liabilities	16	-	77,216	-	77,216
Deferred tax liabilities	17	608,750	608,750	-	-
		608,750	779,851	-	77,216
<b>Current liabilities</b>					
Trade payables	18	2,906,144	451,954	-	-
Other payables and accruals	19	2,171,336	1,024,674	71,281	108,030
Deferred income	15	-	160,942	-	-
Amount owing to Directors	20	27,000	61,000	27,000	61,000
Amount owing to a related party	12	1,273,574	-	-	-
Finance lease liabilities	16	-	53,750	-	53,750
Bank borrowings	21	27,640,493	15,256,106	-	-
		34,018,547	17,008,426	98,281	222,780
<b>Total liabilities</b>		<b>34,627,297</b>	<b>17,788,277</b>	<b>98,281</b>	<b>299,996</b>
<b>Total equity and liabilities</b>		<b>56,619,896</b>	<b>37,855,412</b>	<b>25,704,322</b>	<b>26,180,812</b>

The notes to the financial statements form an integral part of the financial statements.

## STATEMENTS OF FINANCIAL POSITION AS AT 30 JUNE 2020

	Note	Group		Company	
		30.06.2020 RM	31.03.2019 RM	30.06.2020 RM	31.03.2019 RM
<b>Non-current assets</b>					
Property, plant and equipment	5	18,832,320	19,509,085	52,903	77,703
Investment in subsidiaries	6	-	-	50,000	9,599,330
Investment in a joint venture	7	81,288	-	-	-
Goodwill	8	-	-	-	-
		<u>18,913,608</u>	<u>19,509,085</u>	<u>102,903</u>	<u>9,677,033</u>
<b>Current assets</b>					
Inventories	9	3,294,066	13,132,014	-	-
Trade receivables	10	10,173,546	18,123,426	-	-
Other receivables, deposits and prepayments	11	1,672,712	3,363,501	8,751	10,755
Amount owing by subsidiaries	12	-	-	274,164	15,920,612
Tax recoverable		14,366	1,035	1,800	-
Cash and bank balances		3,399,340	2,490,835	95,922	95,922
		<u>18,554,030</u>	<u>37,110,811</u>	<u>380,637</u>	<u>16,027,289</u>
<b>Total assets</b>		<u>37,467,638</u>	<u>56,619,896</u>	<u>483,540</u>	<u>25,704,322</u>
<b>Equity and liabilities</b>					
<b>Equity</b>					
Share capital	13	34,189,276	34,189,276	34,189,276	34,189,276
Revaluation reserve	14	8,930,000	8,930,000	-	-
Accumulated losses		(32,556,618)	(21,126,677)	(33,810,671)	(8,583,235)
<b>Total equity</b>		<u>10,562,658</u>	<u>21,992,599</u>	<u>378,605</u>	<u>25,606,041</u>
<b>Non-current liability</b>					
Deferred tax liabilities	15	608,750	608,750	-	-
<b>Current liabilities</b>					
Trade payables	16	4,218,187	2,906,144	-	-
Other payables and accruals	17	274,567	2,171,336	77,935	71,281
Amount owing to Directors	18	27,000	27,000	27,000	27,000
Amount owing to a related party	19	-	1,273,574	-	-
Bank borrowings	20	21,776,476	27,640,493	-	-
		<u>26,296,230</u>	<u>34,018,547</u>	<u>104,935</u>	<u>98,281</u>
<b>Total liabilities</b>		<u>26,904,980</u>	<u>34,627,297</u>	<u>104,935</u>	<u>98,281</u>
<b>Total equity and liabilities</b>		<u>37,467,638</u>	<u>56,619,896</u>	<u>483,540</u>	<u>25,704,322</u>

The notes to the financial statements form an integral part of the financial statements.



**GREEN OCEAN CORPORATION BERHAD**  
Registration No. 200901029847 (632267-P)  
(Incorporated in Malaysia)

## STATEMENTS OF PROFIT OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE INCOME

FOR THE FINANCIAL PERIOD ENDED 30 JUNE 2020

	Note	Group		Company	
		01.04.2019 to 30.06.2020 RM	01.04.2018 to 31.03.2019 RM	01.04.2019 to 30.06.2020 RM	01.04.2018 to 31.03.2019 RM
Revenue	21	222,844,405	361,476,505	-	-
Cost of sales		(229,426,713)	(355,888,826)	-	-
Gross (loss)/profit		(6,582,308)	5,587,679	-	-
Other income	22	57,612	370,879	-	108,559
Administrative expenses		(3,106,606)	(2,355,192)	(816,600)	(382,587)
Selling and distribution costs		(525,087)	(347,007)	-	-
Other expenses		(28)	(55,495)	(24,409,671)	-
(Loss)/Profit from operations		(10,156,417)	3,200,864	(25,226,271)	(274,028)
Finance costs	23	(1,299,934)	(1,271,794)	-	(747)
Share of result of joint venture		30,287	-	-	-
(Loss)/Profit before tax	24	(11,426,064)	1,929,070	(25,226,271)	(274,775)
Tax expense	25	(3,877)	(3,606)	(1,165)	-
Net (loss)/profit for the financial year		(11,429,941)	1,925,464	(25,227,436)	(274,775)
<u>Net (loss)/profit attributable income attributable to:</u>					
Owners of the Company		(11,429,941)	1,925,464	(25,227,436)	(274,775)
<u>Total comprehensive (loss)/ income attributable to:</u>					
Owners of the Company		(11,429,941)	1,925,464	(25,227,436)	(274,775)
(Loss)/Earnings per ordinary share ("EPS")					
- Basic/diluted (sen)	26	(3.95)	0.66		

The notes to the financial statements form an integral part of the financial statements.

## الملحق رقم 02 اختبار التوزيع الطبيعي

### Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PROF	.150	15	.200*	.916	15	.165
LQDT	.221	15	.047	.776	15	.002
ACT	.253	15	.011	.740	15	.001
SIZE	.229	15	.033	.858	15	.023
GROW	.318	15	.000	.720	15	.000

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

### Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PROF	.150	15	.200*	.916	15	.165
LQDT1	.204	15	.094	.854	15	.020
ACT1	.219	15	.051	.904	15	.111
SIZE1	.155	15	.200*	.958	15	.654
GROW1	.325	15	.000	.699	15	.000

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

الملحق رقم 03 إختبار معامل تضخم التباين ومعامل السماحية

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	PROF	.845	1.183
	LQDT1	.685	1.459
	ACT1	.620	1.612
	SIZE1	.778	1.285
	GROW	.680	1.470

a. Dependent Variable: DFL



الملحق رقم 04 الإرتباط بين المتغيرات المستقلة وفق معامل بيرسون

		Correlations				
		PROF	LQDT1	ACT1	SIZE1	GROW1
PROF	Pearson Correlation	1	-.026	-.326	-.015	-.092
	Sig. (2-tailed)		.928	.236	.957	.744
	N	15	15	15	15	15
LQDT1	Pearson Correlation	-.026	1	-.495	.141	-.319
	Sig. (2-tailed)	.928		.061	.616	.246
	N	15	15	15	15	15
ACT1	Pearson Correlation	-.326	-.495	1	-.091	.315
	Sig. (2-tailed)	.236	.061		.747	.253
	N	15	15	15	15	15
SIZE1	Pearson Correlation	-.015	.141	-.091	1	-.471
	Sig. (2-tailed)	.957	.616	.747		.076
	N	15	15	15	15	15
GROW1	Pearson Correlation	-.092	-.319	.315	-.471	1
	Sig. (2-tailed)	.744	.246	.253	.076	
	N	15	15	15	15	15

الملحق رقم 05 الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PROF	15	-7.18%	20.63%	3.7887%	8.33499%
LQDT	15	.95	11.87	3.9167	3.32514
ACT	15	.33	5.46	1.4147	1.31549
SIZE	15	4.59	9.12	7.3973	1.48447
GROW	15	-6.30%	86.43%	12.9520%	24.97781%
DFL	15	0.00%	55.15%	11.6167%	18.67060%
Valid N (listwise)	15				

الملحق رقم 06 إختبار الإنحدار الخطي المتعدد

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.735 <sup>a</sup>	.540	.285	15.78582%

a. Predictors: (Constant), GROW, PROF, LQDT1, SIZE1, ACT1

b. Dependent Variable: DFL

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2637.547	5	527.509	2.117	.155 <sup>b</sup>
	Residual	2242.730	9	249.192		
	Total	4880.277	14			

a. Dependent Variable: DFL

b. Predictors: (Constant), GROW, PROF, LQDT1, SIZE1, ACT1

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.652	23.848		.027	.979
	PROF	-.193	.551	-.086	-.350	.734
	LQDT1	-1.391	1.481	-.256	-.940	.372
	ACT1	7.868	3.881	.582	2.027	.073
	SIZE1	1.181	2.731	.111	.433	.676
	GROW	-.245	.205	-.328	-1.199	.261

a. Dependent Variable: DFL

95,0% Confidence Interval for B

	Lower Bound	Upper Bound
	-53.297	54.601
	-1.438	1.053
	-4.741	1.958
	-.912	16.648
	-4.997	7.359
	-.709	.218