

## أثر عدم تماثل المعلومات على إصدار صكوك الاستثمار في الشركات دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EMAS الإسلامي

إعداد: أ.د. عز الدين مصطفى الكور<sup>1</sup>

أ. محمد سليمان الفقيه\*\*

1 عضو هيئة تدريس بقسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة طرابلس.

ORCID -0009-0002-9569-098

\*\* عضو هيئة تدريس بقسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة مصراتة.

ORCID 0009-0007-5265-1680

### الملخص

تهدف الدراسة إلى تقديم منهج علمي يؤطر لأسباب اتخاذ الشركات قرار إصدار صكوك الاستثمار لتغطية احتياجاتها التمويلية، وذلك في إطار أدبيات النظرية المالية، وفيما يتعلق بمشكلة عدم تماثل المعلومات؛ اتبعت الدراسة الأساليب الإحصائية والقياسية لتقديم دليل تجريبي حول قرار الشركات للتمويل بصكوك الاستثمار؛ استناداً على نموذج قياسي طور بالاعتماد على فرض عدم تماثل المعلومات؛ من خلال توظيف هذا المتغير ليعكس مدى وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات في الشركات المصدرة لصكوك الاستثمار المدرجة في بورصة ماليزيا ضمن مؤشر EMAS الإسلامي، للفترة من 2007 إلى 2019، حيث اشتملت عينة الدراسة على 46 شركة.

أظهرت نتائج الدراسة أن قرار التمويل بصكوك الاستثمار يتم في ظرف تماثل معلوماتي بين المصدرين والمستثمرين، كما يعزز التماثل المعلوماتي انتقاء الجاهلة والغرر (من شروط صحة العقود في التمويل الإسلامي) في العقود التي تُصدر على أساسها هياكل صكوك الاستثمار.

أخيراً توصي الدراسة الشركات المتمولة أن تعزز درجة التماثل المعلوماتي بما يدعم كفاءة الأسواق المالية لتسهيل حصولها على تمويل من خلال إصدار صكوك الاستثمار تعزيزاً لمبدأ الإفصاح والحد من المخاطر الأخلاقية الناجمة عن عدم تماثل المعلومات.

كلمات مفتاحية: كفاءة الأسواق، المخاطر الأخلاقية، أدوات التمويل.

### ABSTRACT

### الملخص

The study aims to present a scientific approach that frames the reasons companies decide to issue investment sukuk to meet their financial needs, within the

framework of financial theory literature and concerning the problem of information asymmetry. The study employed statistical and econometric methods to provide empirical evidence on companies' decisions to finance through investment sukuk. This was based on an econometric model developed using the assumption of information asymmetry, by employing this assumption as a variable reflecting the extent of the information asymmetry problem in companies issuing investment sukuk listed on Malaysia's Islamic EMAS index, for the period from 2007 to 2019. The study sample included 46 companies.

The results of the study showed that the decision to finance through investment sukuk occurs in a context of informational symmetry between issuers and investors. Additionally, informational symmetry enhances the absence of ignorance and uncertainty (conditions for the validity of contracts in Islamic finance) in the contracts upon which investment sukuk structures are issued.

Finally, the study recommends that financing companies should enhance the degree of informational symmetry to support the efficiency of financial markets, facilitating their access to financing through the issuance of investment sukuk. This would promote the principle of disclosure and reduce the moral hazards resulting from information asymmetry.

KeyWords: Efficient Market, Moral Hazard, Financing tools.

## المقدمة:

تعتبر صكوك الاستثمار أداة من أدوات التمويل والاستثمار وفق النموذج المالي المستند على الأسواق المالية (الكور، 2020)، حيث وظّفت العديد من الشركات هذه الأداة المالية التي تُصدر وفق هيكلية خاصة تختلف وطبيعة إصدار السندات التقليدية لغرض تلبية احتياجاتها التمويلية، وتخضع هذه الأداة لضوابط وقواعد التمويل الإسلامي التي أهمها انتفاء الربا والغرر في العقود التي تبنى على أساسها هياكل صكوك الاستثمار. وغالباً ما تعزى بعض الإصدارات السيادية لصكوك الاستثمار إلى السياسات الترويجية التي تتبناها الحكومة؛ كتمويل لخطط التنمية، بيد أن الإصدارات من طرف الشركات ظلت أقل تفهماً (Halim et al., 2016) من حيث الدوافع التي أدت بالشركات إلى اختيار هذا المركب التمويلي الحديث نسبياً لتمويل استثماراتها في ظل سوق تتوفر فيه مصادر التمويل التقليدية كالسندات، مما يطرح تساؤلات حول العوامل التي أدت بالشركات إلى اختيار هذا المصدر التمويلي الحديث نسبياً.

وعلى أساس فرض عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بين الأطراف الداخلية (الإدارة) والأطراف الخارجية (المستثمرين) باعتبار أن إدارة الشركة تمتلك معلومات أكثر دقة عن استثماراتها وأفاق نموها؛ ومن ثم فهي تُفضل تمويل هذه الاستثمارات من الأرباح المتولدة من تدوير أصولها كمصدر أولي (بيرلي وآخرون، 2011، 671)، وعند نقطة ما تضطر الإدارة للجوء إلى مصدر تمويل خارجي كالديون؛ وذلك عند المستوى الذي تنخفض فيه تكلفة التمويل بالدين مقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة كسياسية رشيدة تنتهجها الإدارة للزيادة على مستوى التكلفة، أو في حالات تفوق فيها المبالغ المطلوبة لتمويل الاستثمارات الجديدة حجم الأرباح المحتجزة. ومن خلال هذا الطرح تتضح أهمية الوقوف على الأسباب التي تجعل الشركات تُفضل تمويل استثماراتها بالاعتماد على نوع معين من التمويل، أو اختيار مزيج تمويلي لتغطية احتياجاتها التمويلية، ومن ثم ومع دخول صكوك الاستثمار باعتبارها مصدراً من مصادر التمويل في الشركات تأتي أهمية دراسة العوامل المؤثرة في اختيار الشركات لهذا المركب الحديث نسبياً، وبشكل أكثر تحديداً تتقصى الدراسة أثر متغير عدم تماثل المعلومات على قرار إصدار صكوك الاستثمار في الشركات بما يُلبّي احتياجاتها التمويلية.

## مشكلة الدراسة:

يعتبر الهيكل التمويلي للشركات المُصدرة للصكوك وهيكلية الصكوك المعتمدة عند الإصدار هما المحور الرئيسي في قضايا التمويل بصكوك الاستثمار في الشركات، وباعتبار أن المزيج التمويلي لبنية الهيكل المالي للشركات يخضع لمراجحات أدبيات النظرية المالية، ومن ثم فإن تفضيل مصدر تمويلي على آخر لغرض تلبية الاحتياجات التمويلية للشركات يخضع للسؤال التمويلي؛ وبما يعكس أثراً إيجابياً على القيمة السوقية للشركات المتمولة، الأمر الذي ينطبق أيضاً على الشركات التي تُوظف صكوك الاستثمار لتغطية احتياجاتها التمويلية، كما أن ارتباط إصدار صكوك الاستثمار بأصول محددة يمكن أن يسهم في تعويض المستثمرين عن تكاليف عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بحجة دخول الأصول في

ترتيبات إصدار الصكوك (Nagano, 2017)، كملاذ أخير يلجأ إليه حملة الصكوك. وتأسيساً على كل ما سبق تطرح الدراسة التساؤل الرئيسي التالي:

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير عدم تماثل على إصدار صكوك الاستثمار في الشركات؟

#### هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم منهج علمي يؤطر لأسباب اتخاذ الشركات قرار إصدار صكوك الاستثمار لتغطية احتياجاتها التمويلية، وذلك في إطار أدبيات النظرية المالية المتعلقة بعدم تماثل المعلومات، ومدى تقديمها لتفسيرات تدعم قرار إصدار صكوك الاستثمار في الشركات، وذلك من خلال دليل تجريبي يطبق على الشركات المصدرة لصكوك الاستثمار والمدرجة في بورصة ماليزيا ضمن مؤشر EMAS الإسلامي، وبشكل محدد تسعى الدراسة لتحقيق الهدف التالية:

- تحديد مدى تأثير متغير عدم تماثل المعلومات على إصدار صكوك الاستثمار في الشركات.

#### أهمية الدراسة:

تكتسب قرارات التمويل والاستثمار في الشركات أهمية خاصة للأثر الذي تعكسه على القيمة السوقية للشركات، حيث تعطي الشركات أهمية خاصة لمصادر التمويل بغرض تكوين أفضل هيكل تمويلي يحقق الكفاءة على مستوى التكلفة ويعزز الحصة السوقية، وفي هذا السياق تحاول عديد الدراسات تقديم أدلة تجريبية تدعم وجهات النظر المتنافسة في أدبيات النظرية المالية، وتأتي هذه الدراسة لتقديم منطق علمي ودليل تجريبي يفسر قرار الشركات إصدار صكوك الاستثمار.

ومن ناحية أخرى تستمد الدراسة أهمية خاصة من حيث إنها الدراسة العربية الأولى (حسب علم الباحثين) التي تتناول أثر عدم تماثل المعلومات على إصدار الصكوك؛ باعتبارها أداة من أدوات التمويل والاستثمار وفق النموذج المالي المستند على الأسواق المالية بشكل عام، ومن وجهة نظر تمويل الشركات بشكل خاص، وبما يحقق قيمة مضافة لأدبيات تمويل الشركات والتمويل بصكوك الاستثمار؛ باعتبارها منهج علمي نظري ودليل تجريبي عملي.

#### الاطار النظري للدراسة:

##### عدم تماثل المعلومات:

يستند مفهوم عدم تماثل المعلومات (ASY) على فرضية مفادها أن المديرين لديهم معلومات عن فرص الاستثمار المستقبلية للشركة ومخاطرها وقيمتها أكثر مما يعرفه المستثمرون الخارجيون (بيرلي وآخرون، 2011، 670)، وتوصل Myres & Majluf (1984) إلى هذا الفرض من خلال تحليل التفسيرات المتنافسة لنظريتي التبادل (TOT) ونظرية الالتقاط التدريجي (POT) حيث أسقطا فرض تماثل التوقعات للمستثمرين (إحدى افتراضات نظرية المنشأة لـ (M & M (1958)؛ الذي يفترض أن كلاً من المستثمرين والإدارة يشتركون في رؤية واحدة لمستقبل الشركة، كذلك أسقط فرض تماثل المعلومات بين المتعاملين داخل

السوق (أحد فروض السوق الكاملة – Perfect Market) ليدل كل من (M & M 1984) على فرضية واقعية تكمن في أن الإدارة أكثر طرف في أطراف علاقة الوكالة لديه معلومات حول مستقبل الشركة، وفي حال قيامها باستغلال هذه المعلومات لصالحها سيحدث بالضرورة تعارض مع أهداف الشركة بشكل يؤثر على ثقة المستثمرين وانخفاض قيمة الشركة السوقية، ومن ثم هذا يُحتم على الإدارة أن تراعي حالة اللاتماثل المعلوماتي عند اختيار مصادر التمويل بما يخدم مصلحة الملاك الحاليين (الطرف الأصيل في علاقة الوكالة) (هندي، 2011، 229).

يرتبط مفهوم عدم تماثل المعلومات ارتباطاً وثيقاً بنظرية الوكالة التي قدمها (Jensen & Meckling 1976) وتعرف الشركة على كونها: مجموعة علاقات تعاقدية تقوم في الأساس على علاقة توكيل من الأصيل (الملاك) إلى الوكيل (المديرين) بهدف تعظيم منفعة الأصيل؛ وتتعدى التزامات الإدارة في هذه العلاقة إلى مراعاة مصالح الأطراف كافة من ذوي العلاقة بالشركة (تلعّب دور مدير الفريق) كالدائنين وتسعى لتعظيم منفعتهم. بيد أن حالة عدم تماثل المعلومات تؤثر على منفعة الأطراف ذات العلاقة بالشركة بحسب مساهمة (Stiglitz & Weiss 1981)، وتنشأ عنها مشكلتان تحدان من فاعلية الإدارة في تحقيق منفعة الأطراف ذوي العلاقة بالشركة وهما: مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard)؛ والاختيار العكسي (Adverse Selection) (علي، 2009).

#### ● الخطر الأخلاقي:

يدفع تضارب المصالح بين الملاك والمديرين إلى تبني الإدارة سياسات تخدم مصالحهم على حساب مصالح الملاك، هذه الحالة من تعارض المصالح تنشئ ما يعرف بمشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard Problem) الذي تسعى في ظله الإدارة إلى تعظيم منافعها على حساب الأطراف الأخرى في علاقة الوكالة للاعتقاد السائد لدى الإدارة أنها لا تحصل على مقابل مكافئ لجهودها المبذولة لرفع قيمة الشركة، هذا الاعتقاد ناشئ عن قصور في ضبط العلاقة التعاقدية بين الإدارة والأطراف ذات العلاقة بالشركة مما ينتج تضارباً في المصالح، وترجع خلفية القصور في ضبط هذه العلاقة بسبب عدم تماثل المعلومات؛ وتباين السلوك الاستثماري تجاه المخاطر؛ كذلك تكاليف التعاقد (Kotowitz, 1987). وبناء على تحليل العلاقة بين الأطراف المعنية بعملية التمويل بصكوك الاستثمار فإنه يمكن القول أن البناء الهيكلي لصكوك الاستثمار يعزز من مفهوم الكفاءة في الأسواق المالية الذي يدفع بمبدأ التماثل المعلوماتي للحد من الخطر الأخلاقي الناتج عن عدم تماثل المعلومات، وبما يحد من تضارب المصالح ويدفع نحو تمويل الأنشطة الاستثمارية الحقيقية.

#### ● الاختيار العكسي:

ترتكز التفسيرات المتعلقة بمشكلة الاختيار العكسي (Adverse Selection) على أساس فرض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة، حيث يقوم فرض عدم تماثل المعلومات على فكرة أن الإدارة هي أكثر طرف يمتلك معلومات حول الأنشطة المستقبلية للشركة والمخاطر التي تحيط بها مقارنة بالأطراف الأخرى، بما فيهم الملاك الحاليون للشركة، هذا الفرض ينتج عنه أيضاً ما يعرف بمشكلة الاختيار العكسي

من قبل المستثمرين، وتعتبر مساهمة (Akerlof 1970) التي سلطت الضوء على مشكلة الاختيار العكسي، حيث بحثت في جودة السلع المعروضة من البائعين وحالة عدم التأكد من جودتها لدى الأطراف المتعاملة في السوق كتدليل على مفهوم الاختيار العكسي، هذا التباين في المعلومات حول هذه السلع يعطي حافزاً للبائعين إلى تسويق سلع ذات جودة متدنية من ناحية؛ ورد فعل عكسي لدى المشتريين يؤثر حتى على السلع ذات الجودة الجيدة نظراً للتكلفة التي يمكن أن يتعرض لها الطرفان والتي تنشأ في ظرف ترتفع معه المخاطر الأخلاقية.

وفي سياق التدليل على مشكلة الاختيار العكسي القائم على فرض عدم تماثل المعلومات الذي تنطلق منه نظرية الالتقاط التدريجي (POT) التي تقترح سلماً تمويلياً لتغطية الاحتياجات المالية للشركة بدءاً بالمصادر الداخلية ثم الخارجية، وتقدم الديون على إصدارات الأسهم، هذا السلم التمويلي ناتج عن تأثير التباين المعلوماتي بين الإدارة والمستثمرين، حالة اللاتماثل المعلوماتي هذه تجعل المستثمرين يلتقطون قرار الشركة بتفضيل مصدر تمويلي عن آخر هو انعكاس لفرصها الاستثمارية المستقبلية والمخاطر المتعلقة بها، كذلك يعتبر بمثابة تقييم الإدارة للقيمة الحقيقية لسهم الشركة.

حيث يلتقط المستثمرون قرار الشركة للتمويل بالدين بردة فعل إيجابية تعكس المركز المالي الجيد للشركة، وثقة الإدارة في القدرة على تحقيق عوائد تغطي تكلفة التمويل بالدين، كذلك مؤشراً على أن الشركة تقيم سعر سهمها في السوق عند مستوى أقل من قيمته الحقيقية، في المقابل يلتقط المستثمرون قرار الشركة التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة كمعلومات غير سارة ينتج عنها ردة فعل عكسية تعبر عن قناعة المستثمرين أن سعر السهم السوقي أعلى من سعره الحقيقي وفق تقديرات الإدارة، أو من زاوية أخرى تعكس عدم قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية تغطي من خلالها تكلفة التمويل بالدين إذا ما اعتمدت عليه في تمويل فرصها الاستثمارية المتاحة، ما يرفع من معدل العائد المطلوب لدى المستثمرين للاستثمار في الشركة كنتيجة للعلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة، ويترك أثراً سلبياً على أسعار الأسهم في السوق (بيرلي وآخرون، 2011، 672-71).

يتضح من السياق السابق أن لفرض عدم تماثل المعلومات تأثير على الأطراف ذات العلاقة بالشركة، ويعتمد الأثر المترتب على هذا الفرض بمدى التباين المعلوماتي الذي تتوقف عليه حدة التعارض في المصالح بين الأطراف ذوي العلاقة بالشركة. كما أن مشكلتي الخطر الأخلاقي (Moral Hazard) ومشكلة الاختيار العكسي (Adverse Selection) هما بشكل أوضح يتعلقان بمدى وجود الإجراءات الخفية والمعرفة الخفية في العلاقات التعاقدية (Eatwell et al., 1989, 121)، أي استغلال المعلومات المتاحة لأحد الأطراف في علاقة الوكالة على حساب الأطراف الأخرى وهذا ما تنص عليه الأدبيات بمشكلة الخطر الأخلاقي، أو ردة الفعل التي تتأثر بتباين المعلومات بين الأطراف ذات العلاقة وهي ما تعرف في الأدبيات بمشكلة الاختيار المعاكس.

#### الدراسات السابقة:

بالنظر لأدبيات التمويل الإسلامي أشارت دراسة (Aggarwal and Yousef, 2000) إلى أن المصارف الإسلامية تفضل أدوات التمويل بالدين عندما تظهر مشكلة الوكالة حيث تزداد احتمالية ظهور مشكلة الخطر

الأخلاقي في عقود المشاركات، ومن ثم تفضل المصارف انتهاز أساليب تمويل شبيه بالديون للحد من مشكلة الوكالة. كما أظهرت أيضا نتائج دراسة الكور وسالم (2008) وجود مشكلة الوكالة بالمصارف الإسلامية، وأوعزت ذلك إلى الخصائص المميزة للمصارف الإسلامية التي أهمها اعتماد مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، مما يدل على تدني مستوى الرفع المالي؛ كذلك تشير إلى أن ارتفاع مشكلة الوكالة ينشأ أيضا نتيجة لعدم تماثل المعلومات، وأجريت دراسة الكور وسالم (2008) على المصارف التجارية الأردنية الإسلامية والتقليدية في الفترة ما بين 1993 إلى 2006 بتوظيف مؤشري الملكية الإدارية والتدفق النقدي الحر مع معدل العائد على حقوق الملكية.

ومن زاوية أخرى قدمت بعض الدراسات أدلة غير مباشرة حول مبررات اختيار الشركات للصكوك كمصدر تمويل من خلال البحث في ردة فعل سوق الأسهم لإعلان الشركات إصدار الصكوك، حيث بحثت دراسة Ibrahim & Minai (2009) باستخدام عينة من 81 و 69 من الصكوك والسندات على التوالي التي أصدرتها الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزي في الفترة ما بين 2000 إلى 2006، وبتوظيف منهجية دراسة الحدث ونموذج السوق لقياس رد الفعل المبدئي لأسعار الأسهم تجاه إعلان إصدارات الصكوك. وتوصلت الدراسة إلى وجود رد فعل إيجابي بشكل كبير للسوق خلال نوافذ الحدث (0-3)، و(3-3)، (3-3) المحيطة بإعلانات إصدار الصكوك، وأن رد فعل السوق الإيجابي حول إعلان الصكوك يتأثر بشكل كبير بحجم الشركة وفرص الاستثمار.

أما دراسة Nagano (2010) فقد هدفت إلى معرفة ما إذا كان هناك تسلسل هرمي للتمويل يختار فيه الصكوك قبل الأسهم العادية وبعد السندات التقليدية وفقا لفلسفة نظرية الانقطة التدريجي (POT) باستخدام عينة من 76 إصدارات صكوك مدرجة في السوق الماليزي في الفترة ما بين 2001 إلى 2007، وتشير النتائج وخلافا للمنتوق أن الصكوك تُختار قبل السندات ومستقلة عن مصدر التمويل الداخلي (الربحية)، وأن المحددين الهامين اللذان يفسران إصدار الشركات للصكوك هما حجم الشركة والخبرات السابقة في عمليات إصدار الصكوك.

كما بحثت دراسة Shahida & Saharah (2013) تأثير الرافعة المالية والوفر الضريبي على قرار الشركات إصدار الصكوك؛ كتطوير لدراسة Nagano (2010)، واستناداً إلى التفسير الذي قدمه Jensen (1976) & Meckling أن الدين له أثر موجب في الحد من تعارض المصالح بين الأطراف ذات العلاقة بالشركة. والتي طبقت على عينة من 79 شركة أصدرت صكوكا في الفترة من 2001 إلى 2010 في السوق الماليزي. وأشارت نتائج هذه الدراسة أن الحوافز الضريبية تؤثر إيجابا على إصدار الصكوك النتيجة التي تتسق مع الإطار النظري لنظرية التبادل (TOT)، بالإضافة إلى حجم الشركة والإصدارات السابقة التي تدعم بها نتائج Nagano (2010)، غير أن توفر التمويل الداخلي والربحية والرافعة المالية لا تفسر بشكل جوهري قرار الشركات لإصدار الصكوك.

وباستخدام منهجية دراسة الحدث أيضا توصلت دراسة Godlewski & Weill (2013) إلى نتائج مغايرة لما توصلت له دراسة Ibrahim & Minai (2009)، حيث اكتشفت وجود رد فعل سلبي وهام في سوق الأسهم تجاه إصدارات الصكوك، وتعزو الدراسة هذه النتيجة إلى تفسيرات مشكلة الاختيار العكسي؛ نتيجة

لتوقعات المستثمرين إلى أن الشركات ذات الملاءة المالية المتدنية تفضل إصدار الصكوك على السندات للخصائص التي تتمتع بها الصكوك من حيث مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ومن ثم لا يستجيب سوق الأسهم بإيجابية لإصدارات الصكوك، وأجريت الدراسة على عينة من 77 إصدار للصكوك و93 إصدار للسندات بين عامي 2002 و2009.

وبهذا تدعم هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة Alam et al., (2013) وذلك أن سوق الأسهم يلتقط إشارة سلبية على إعلان إصدار الصكوك وتتبع هذه الإشارة في متوسط العائد التراكمي غير العادي السلبي خلال نوافذ الحدث قبل وأثناء الأزمة (الأزمة المالية العالمية) التي قدرتها الدراسة بتوظيف منهجية دراسة الحدث التي طبقت على عينة من 79 إصدار للصكوك و87 إصدار للسندات خلال الفترة من: 2004 إلى 2012 في ستة أسواق مالية إسلامية، وتعزو الدراسة نتائجها أيضاً إلى مشكلة الاختيار العكسي فيما يتعلق برد فعل السوق السلبي تجاه إصدار الصكوك خلافاً لرد فعل السوق الإيجابي تجاه إعلان السندات. وباستخدام نموذج انحدار متعدد أظهرت نتائج الدراسة أن رد فعل السوق لإصدار الصكوك يرتبط سلباً مع التدفق النقدي الحر كنتيجة لعدم تماثل المعلومات، بينما يرتبط بشكل موجب مع حجم الإصدار لقراءة السوق أن الشركة المُصدرة تتمتع بإمكانات استثمارية عالية، ويظهر ذلك في ارتفاع العائد غير العادي.

وفي سياق آخر قدمت دراسة Halim et al., (2016) تبريرات حول دوافع اختيار الشركات إصدار الصكوك بدلا عن السندات التقليدية استناداً على التفسيرات التي تقدمها نظرية الوكالة التي قدمها Jensen (1976) & Meckling وبالتطبيق على عينة من 230 إصدار بين صكوك وسندات تقليدية منها 128 إصدار من الصكوك بماليزيا في الفترة ما بين 2001 إلى 2014 حيث أظهرت نتائج الدراسة أن إصدار الشركات للصكوك يخفف من حدة تكاليف الوكالة من التدفق النقدي الحر ومشكلة نقص الاستثمار مما تعتبره أساساً منطقياً يبرر اعتماد الشركات على هذا المركب التمويلي القائم على الأصول. وخلافاً للنتائج التي توصلت إليها دراسة Nagano (2010) وكذلك دراسة Shahida & Saharah (2013) ودراسة Mohamed et al., (2015) بأن الربحية غير هامة في تفسير إصدار الشركات للصكوك وجدت دراسة Halim et al., (2016) أن ارتفاع معدل الربحية يفسر إصدار الشركات للصكوك، وكذلك وجود علاقة موجبة بين إصدارات الشركات للصكوك وفرص النمو مقاسة بمؤشر القيمة السوقية للشركة إلى الدفترية وإهلاك الأصول كمؤشر عكسي؛ النتيجة التي تعزز ما توصل إليه Mohamed et al., (2015).

وبإدخالها لمتغيرات ضابطة لإعطاء أكثر مصداقية في نموذجها أوضحت أن ارتفاع درجة عدم التماثل في المعلومات لا تقس بشكل رئيسي اختيار الشركات هذا النوع من التمويل غير أن نتائج Nagano, (2017) تظهر أن العامل الهام المميز لإصدار الصكوك كخيار بديل عن السندات التقليدية هو عدم تماثل المعلومات بين المطلعين الداخليين والخارجيين.

أما دراسة Nagano, (2017) وتطبيقها على عينة من الشركات في ماليزيا واندونيسيا في الفترة من 2000 إلى 2014 بهدف استكشاف ما يشجع الشركات على اللجوء إلى سوق الصكوك وتقتض أن إصدار الصكوك هو منهج تمويل وسيط بين الاقتراض المصرفي وإصدار الديون التقليدية من حيث حجم التمويل النسبي ودرجة عدم تماثل المعلومات في الشركات المُصدرة على أساس أن الزيادة في حجم التمويل تحد من

قدرة البنوك على منح القروض، وأن طبيعة هيكلية الصكوك التي تصمم وفق علاقات تعاقدية دقيقة تسهم في الحد من عدم التماثل في المعلومات بين المصدر والمستثمرين إضافة إلى الأصول التي تدعم هيكل الصكوك تعوض المستثمرين عن تكلفة المعلومات.

وباستخدامها لنموذج Probit متعدد الحدود لاختبار نموذج الدراسة وأيضاً دراسة الحدث لتقدير العوائد غير العادية للأسهم في فترات محيطة بإعلانات إصدار الصكوك لمعرفة رد فعل السوق على إعلان الشركات إصدار الصكوك أظهرت نتائج دراسة Nagano, (2017) أنه كلما انخفضت درجة القيد المالي المقاسه بمؤشر KZ Index ارتفعت احتمالية إصدار الصكوك، وكذلك نمو حجم التمويل يدفع بالشركات إلى الاقتراب من سوق الصكوك وتقييم مرتفع للشركة في السوق. ووفقاً لهذه النتائج فإن العامل الرئيسي لتمييز إصدار الصكوك هو ارتفاع درجة عدم التماثل في المعلومات التي تدفع بالشركات إلى هذه السوق الأمر الذي تدعمه جزئياً دراسة كل من (Halim et al., 2016)، وباعتبار أن أغلب إصدارات الصكوك تعتمد على هيكل المربحة والإجارة؛ فهي تسهم في الحد من عدم التماثل في المعلومات. كذلك أظهرت نتائجها أن التقييم المرتفع للشركة مقاساً بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية مع نمو حجم تمويلها ستختار الشركات سوق الصكوك لتغطية تمويلاتها.

وفي ختام سرد الأدبيات ذات العلاقة، بالدراسة وباعتبار الأساس البحثي الذي تناولته هذه الدراسة والمتعلق بأداة من أهم أدوات السوق المالية الإسلامية وهي صكوك الاستثمار التي لاقت رواجاً في مختلف الأسواق المالية، ركزت على الأدبيات ذات العلاقة بهذه الأداة الحديثة نسبياً من زاوية التقصي عن الدوافع والخلفيات التي أدت بالشركات لاختيار صكوك الاستثمار من وجهة نظر أدبيات تمويل الشركات، وتوصلت هذه الأدبيات إلى نتائج مختلفة تُعزى أحياناً لاختلاف الأساليب الإحصائية المستخدمة أو لاختلاف مجتمع الدراسة أو الظرف المحيطة بالشركات المُصدرة، وتتقصى هذه الدراسة بشكل أساسي حول خلفيات اختيار الشركات التمويل بصكوك الاستثمار على أساس تفسيرات عدم تماثل المعلومات التي يعزى أساسها لمساهمة (Myres & Majluf (1984) والنظر في تفسيرها لإصدارات الشركات للصكوك.

#### منهجية الدراسة:

تسعى هذه الدراسة لتقديم دليل تجريبي حول قرار الشركات للتمويل بصكوك الاستثمار؛ استناداً على نموذج قياسي طور بالاعتماد على متغير عدم تماثل المعلومات من خلال توظيفه كمتغير يعكس مدى وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات في الشركات المُصدرة لصكوك الاستثمار، والعلاقة بين متغير مشكلة عدم تماثل المعلومات وقرار الشركات إصدار صكوك الاستثمار للوقوف على العوامل التي تدفع لاختيار هذا المركب التمويلي الحديث نسبياً والأهم في سوق التمويل الإسلامي.

#### مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ضمن مؤشر FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah Ind؛ الذي يعتبر من أهم المؤشرات في سوق الأوراق المالية الماليزي؛ والذي يضم عدد 180 شركة كما هي بتاريخ 31.12.2019؛ بحسب البيانات التي تم الحصول عليها من FTSE Russell (FTSE)، ومن ضمن 180 شركة أصدرت 56 شركة صكوكاً خلال فترة

الدراسة والممتدة من 2007 إلى 2019 (حددت نهاية الفترة بسنة 2019 لاستبعاد آثار جائحة كورونا على الأسواق المالية العالمية)، وتم الحصول على البيانات المالية والنوعية لإصدارات صكوك الاستثمار والبيانات المالية الأساسية للشركات المُصدرة للصكوك من موقع وكالة Bloomberg Professional Services (Bloomberg) وقد تضمنت عينة الدراسة 46 شركة تنطبق عليها شروط الدراسة وهي كالتالي:

- 1- أن تكون الشركة مدرجة في مؤشر EMAS الإسلامي خلال فترة الدراسة.
- 2- أن تكون البيانات الأساسية للشركة متوفرة خلال فترة الدراسة.
- 3- أن تكون الشركة أصدرت صكوكا خلال فترة الدراسة لمرة واحدة على الأقل.

### فرضية الدراسة:

وبالأخذ في الاعتبار أن الإدارة هي الطرف الأكثر اطلاعاً على المعلومات المتعلقة بالشركة من بين الأطراف ذات العلاقة وفق فرض عدم تماثل المعلومات بين المطلعين الداخليين والخارجيين، وبذلك فإن قرار الإدارة في المفاضلة بين مصادر التمويل له أثر على القيمة السوقية للشركة، مما يحث الإدارة الرشيدة على انتهاز تسلسل هرمي لمصادر تمويلها، تفاضل فيه بين أدوات التمويل المتاحة بتوليفة تؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة دون الإضرار بمصالح أي من المستثمرين في الشركة على حساب الأطراف الأخرى، وباعتبار أن الصكوك تعتمد على توريق الأصول في إصداراتها أو تمويل المشاريع، وكذلك الترتيبات الدقيقة في عقودها لتنظيم التدفقات النقدية والممارسات الإدارية، ومطلب الفصل بين أصول الصكوك والشركات المُصدرة فإنه يفترض أن تسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات من زاوية ضبط المخاطر الأخلاقية والحد من مشكلة الاختيار العكسي، وبناءً على ما سبق تصاغ فرضية الدراسة بالصورة العدمية على النحو الآتي:

$H_{01}$ : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدم تماثل المعلومات على إصدار صكوك الاستثمار في الشركات.

### النموذج القياسي للدراسة:

تهدف الدراسة إلى اختبار النموذج القياسي التالي الذي يُنمط العلاقة بين المتغير المستقل والتابع بناءً على عرض ومناقشة أدبيات الدراسة ذات العلاقة، وبما يخدم فرضية الدراسة للإجابة على تساؤل المشكلة البحثية لموضوع الدراسة، وتعتمد الدراسة على نماذج البيانات التجميعية (Pooled data) وذلك لغرض اختبار فرضية الدراسة من خلال اختبار أثر عدم تماثل المعلومات على إصدار صكوك الاستثمار في الشركات، باستخدام نماذج الانحدار المجمع (Multiple Regression)، حيث صيغ النموذج القياسي للدراسة على النحو التالي:

$$H_{01}: Sukuk_{it} = \alpha + \beta' ASY_{it} + \gamma' Control_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$Sukuk_{it}$ : حجم التمويل بصكوك الاستثمار الصادرة عن الشركات.

$ASY_{it}$  : مؤشرات قياس عدم تماثل المعلومات (ASY) في نموذج الدراسة،  
 $Control_{it}$ : المتغيرات الضابطة في نموذج الدراسة، وتتمثل في التالي:  
 حجم الشركة (LNSize)، الأصول الثابتة (Tangibility).  
 $\alpha$ : المقطع الثابت لنموذج الدراسة.  
 $\beta, \gamma$ : معاملات الميل لنموذج الدراسة.  
 $\varepsilon_{it}$ : يمثل مجعاً للأخطاء القياسية بالنموذج.

التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة:

- المتغير التابع (حجم الإصدار لصكوك الاستثمار  $Sukuk_{it}$ )  
 $Sukuk_{it}$ : حجم التمويل بصكوك الاستثمار إلى إجمالي الأصول للشركة المُصدرة لكل سنة من سنوات الدراسة.  
 حيث تم تمييز العلاقة في المتغير التابع للدراسة استناداً إلى الأدبيات ذات العلاقة، حيث اعتمدت دراسة Nagano (2010) تمييز العلاقة للمتغير التابع (صكوك الاستثمار) بقسمة حجم الإصدار للصكوك على إجمالي الأصول، وهو ما اعتمدت عليه الدراسة نظراً لأن إجمالي الأصول يعكس استثمارات الشركة ككل سواء ديون أو ملكية.

- المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات  $ASY_{it}$ ):  
 يُحتسب عدم تماثل المعلومات من خلال ما يعرف بالهامش (الفرق بين أفضل عرض بيع يومي وأفضل طلب شراء يومي – Bid-Ask Spread)، ووظفت هذا المقياس عديد الدراسات لقياس عدم تماثل المعلومات منها دراسة (Lee et al., 1993) ودراسة (Leuz & Verrecchia, 2000) ودراسة (علي، 2009).  
 واعتمدت الدراسة في قياس مؤشر عدم تماثل المعلومات ذات المنهجية التي وظفتها دراسة (علي، 2009) من خلال قسمة الهامش السعري على متوسط السعر اليومي للسهم وهي مُبينة على النحو التالي:

$$ASY_{it} = \frac{Bid_{it} - Ask_{it}}{\left[ \frac{Open_{it} + Close_{it}}{2} \right]}$$

حيث:

$ASY_{it}$ : عدم تماثل المعلومات.  
 $Bid_{it}$ : سعر أفضل عرض بيع.  
 $Ask_{it}$ : سعر أفضل طلب شراء.  
 $Open_{it}$ : سعر الافتتاح.  
 $Close_{it}$ : سعر الإغلاق.

**المتغيرات الضابطة:****• حجم الشركة:**

تعتبر الشركات الكبيرة أكثر تنوعاً من حيث مصادر تمويلها مما يقلل من احتمالية تعرضها لمخاطر العسر المالي ومن ثم مركز مالي مستقر يسمح لها الوصول إلى سوق رأس المال بسهولة أكبر (Shahida & Saharah., 2013) ومن ثم قدرتها على تغطية فرصها الاستثمارية من خلال مصادر تمويل خارجية، مما يحد من اعتمادها على مصادر التمويل الداخلية (Al Najjar., 2005)، وأظهرت نتائج دراسة Shahida (2013) & Saharah (2010) ودراسة Nagano (2010) علاقة إيجابية مع حجم الصكوك خلافاً لدراسة Mohamed et al., (2015)، وقيس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

**• الأصول الثابتة:**

يعزز ارتفاع حجم الأصول الثابتة للشركات من مركزها المالي وفق نظرية التبادل (TOT)؛ ومن ثم تكون أكثر قدرة على توظيف مصادر التمويل بالدين باعتبار دخول الأصول الثابتة كضمان للديون مما يعكس علاقة إيجابية متوقعة بينهما (Harris and Raviv, 1991; Rajan and Zingales, 1995 and Hovakimian and Li, 2011)، وكذلك في هياكل الصكوك التي تبنى على أساس عقود المداينات على الخصوص، تستلزم وجود أصول ثابتة وفق ما جاء في معيار الصكوك الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAIOFI)، ومن ناحية ثانية فإن الشركات ذات الأصول الثابتة المنخفضة تكون أكثر حساسية لعدم تماثل المعلومات بحسب نظرية الالتقاط التدريجي (POT)؛ مما يلجئ هذه الشركات إلى التمويل بالدين بدلاً من حقوق الملكية عند توظيف مصادر التمويل الخارجية، ومن ثم علاقة عكسية متوقعة بين التمويل بالدين والأصول الثابتة (Titman and Wessels., 1988)، ويُقاس متغير الأصول الثابتة من خلال قسمة الأصول الثابتة على إجمالي الأصول.

**التمهيد لاختبار فرضيات الدراسة:**

يفترض قبل الشروع في اختبار فرضية الدراسة التحقق من شرط التوزيع الطبيعي لبيانات متغيرات الدراسة، كذلك التحقق من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى مشكلة الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين في بواقي النموذج القياسي للدراسة، ومما يسبق أيضاً عملية اختبار فرضية الدراسة تحليل السلاسل الزمنية التي تحتوي على بيانات متغيرات الدراسة من حيث السكون (Stationary) لضمان وجود العلاقة الخطية بين متغيرات الدراسة، لكي تتعزز مصداقية نتائج الاختبارات لنموذج الدراسة القياسي وقوته التفسيرية للعلاقة التي تربط متغيراتها.

**• مدى توافر خاصية التوزيع الطبيعي:**

استناداً إلى نظرية الحد المركزي (The Central Limit Theory) فإنه يمكن اعتبار بيانات الدراسة التي تبلغ 171 مشاهدة لكل متغيرات الدراسة الموظفة في النماذج القياسية؛ تتبع التوزيع الطبيعي (الكور، وسالم، 2008).

#### • سكون السلاسل الزمنية:

سنتم عملية فحص سكون السلاسل الزمنية على كل من المتغيرات المستقلة والتابعة التي ستوظف في النموذج القياسي لاختبار فرضية الدراسة، وبالنظر إلى النتائج المبينة في الجدول رقم (1) يظهر أن السلاسل الزمنية للمتغير التابع والمتغير المستقل، وكذلك المتغيرات الضابطة ساكنة (عدم وجود جذر الوحدة)، الأمر الذي يعزز الوثوق بالقوة التفسيرية لنموذج الدراسة القياسي، كذلك تشير نتائج اختبار Durbin-Watson (DW) إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) في السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

جدول (1) اختبار Augmented Dickey-Fuller Unit Root على السلاسل الزمنية لمتغيرات نماذج الدراسة القياسية

| متغيرات الدراسة | Level | Critical values | t-Statistic | Prob.* | لا يوجد جذر الوحدة | D-W    |
|-----------------|-------|-----------------|-------------|--------|--------------------|--------|
| SUKUK           | 1%    | -4.0129         | -118455     | 0.0000 | √                  | 1.9799 |
| ASY             | 1%    | -4.0129         | -11.7031    | 0.0000 | √                  | 1.9887 |
| LNSIZE          | 1%    | -4.0129         | -11.0467    | 0.0000 | √                  | 1.9418 |
| Tangible        | 1%    | -4.0129         | -13.1302    | 0.0000 | √                  | 1.3957 |

حيث: SUKUK: تشير إلى المتغير التابع في نموذج الدراسة القياسي.

ASY: عدم تماثل المعلومات. SIZE: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

Tangible: هيكل الأصول الثابتة.

\* Mankinnon (1996) one-sided p-values.

#### اختبار وتحليل معنوية نماذج الدراسة القياسية وقوتها التفسيرية:

لفحص واختبار معنوية نموذج الدراسة القياسي واختبار الأداء العام للنموذج القياسي (الموظف لاختبار فرضية الدراسة) وقوتها التفسيرية، وُظفت اختبار إحصائية (F) عند مستوى معنوية أقل من (1%) ، وبالنظر إلى النتائج

الظاهرة في الجدول رقم (2) يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة لنموذج الدراسة القياسي التي تنص على أن النموذج القياسي المستخدم لاختبار فرضية الدراسة له معنوية إحصائية في شرح وتفسير سلوك المتغير التابع عند مستوى معنوية أقل من (1%).

أما فيما يتعلق بالقوة التفسيرية الموضحة في الجدول رقم (2) لنموذج الدراسة كانت عند (38.94%)، وهي تعكس نسبة التغيرات المفسرة إلى التغيرات الكلية؛ وتعبر عن إسهام المتغير المستقل في التغير الحاصل للمتغير التابع لنموذج الدراسة القياسي.

وبالنظر إلى الفرضيات المتعلقة بنموذج الدراسة القياسي وليبيان مصداقية هذا النموذج تم التحقق من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) في بواقي النموذج القياسي، التي يؤثر وجودها على دقة المعاملات المقدرة وتحيزها، ومن خلال توظيف اختبار (Durbin-Watson (DW واختبار Breach-Godfrey Serial Correlation (LM Test) أظهرت نتائج اختبار (DW) الموضحة في الجدول رقم (2) لنموذج الدراسة القياسي أن قيمة الاختبار تقع في منطقة القبول، والذي تعزز بنتائج اختبار (LM Test) عند مستوى معنوية أكبر من (5%). وبهذا تشير النتائج إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي لنموذج الدراسة القياسي. كما يوضح الجدول (2) سلامة بواقي نموذج الدراسة القياسي من مشكلة عدم تجانس التباين، وذلك باستخدام اختبار Heteroskedasticity Test: (ARCH) حيث كانت معنوية الاختبار عند مستوى أعلى من (5%) ما يعني تجانس التباين لبواقي نموذج الدراسة القياسي.

وفي ما يتعلق بمشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة القياسي نُفذ اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF للتأكد من انتفاء مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد (Multicollinearity)، وكقاعدة عامة إذا كانت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) أكبر من (10) وبدرجة أكثر تحفظا إذا كانت قيمة معامل (VIF) أكبر من (5) فإن هذا دليل على وجود ارتباط خطي في النموذج المقدّر، مما يعني زيادة عدم استقرار المعاملات المقدرة (362, 2003, Gujarati)، وبهذا أظهرت النتائج الموضحة في الجدول رقم (2) أن قيمة معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة تراوحت بين (1.071-1.609)، وحيث إن قيمة (VIF) أقل من (5)؛ تُستبعد مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة القياسي.

جدول (2) اختبار معنوية نموذج الدراسة القياسي

| H01: $Sukuk_{it} = \alpha + \beta_2 ASY_{it} + \beta_5 LNSize_{it} + \beta_6 Tangible_{it} + \varepsilon_{it}$ |                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| H01                                                                                                            |                    |
| F                                                                                                              | 35.5050<br>0.0000* |
| R2                                                                                                             | 0.3894             |
| D.W                                                                                                            | 1.9504             |
| LM Test**                                                                                                      | 0.1002             |

|                                                                    |         |
|--------------------------------------------------------------------|---------|
|                                                                    | 0.7498* |
| ARCH***                                                            | 0.0236  |
|                                                                    | 0.8778* |
| VIF (ASY)                                                          | 1.5363  |
| VIF<br>(LNSIZE)                                                    | 1.4560  |
| VIF<br>(Tangible)                                                  | 1.0714  |
| * Probability.                                                     |         |
| ** Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test<br>(P=0, Prob > 5%). |         |
| *** Heteroskedasticity Test: ARCH (P=0, Prob > 5%).                |         |

## النتائج:

## • نتائج اختبار وتحليل معنوية متغيرات فرضية الدراسة وقوتها التفسيرية:

من خلال الإدخال المتتابع للمتغير المستقل في النموذج القياسي لاختبار فرضية الدراسة، يظهر كما في الجدول رقم (3) أن متغير عدم تماثل المعلومات (ASY) يرتبط بعلاقة اتجاهية سالبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من (1%) مع المتغير التابع (التمويل بصكوك الاستثمار). وتشير القوة التفسيرية ( $R^2$ ) للنموذج إلى تفسيرات كلية للتغيرات الحادثة في المتغير التابع في حدود (38%)، وتظهر نتائج اختبار (t) للمتغير المستقل في نموذج الدراسة أن متغير عدم تماثل المعلومات ذا أهمية إحصائية عند مستوى معنوية أقل من (1%)؛ عليه تُرفض الفرضية العدمية لنموذج الدراسة لمتغير عدم تماثل المعلومات وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمتغير عدم تماثل المعلومات في تفسير وفهم قرار إصدار صكوك الاستثمار في الشركات (المتغير التابع)، وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة (حجم الشركة وهيكل الأصول الثابتة) ضمن نموذج الدراسة كانت ذات علاقة اتجاهية سالبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 1% و 5% على التوالي.

جدول (3) معنوية متغيرات نموذج اختبار فرضية الدراسة

$$H_{01}: Sukuk_{it} = \alpha + \beta_2 ASY_{it} + \beta_5 LNSize_{it} + \beta_6 Tangible_{it} + \varepsilon_{it}$$

|                                                                                           | H <sub>01</sub>                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| ASY                                                                                       | -28.6530<br>(-4.9624)<br>(.0000***) |
| LNSIZE                                                                                    | -0.1009<br>(-4.0675)<br>(.0001***)  |
| Tangible                                                                                  | -0.4962<br>(-2.0774)<br>(.0393**)   |
| R <sup>2</sup>                                                                            | 0.3784                              |
| *** '*** تشير إلى أن القيمة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5%، 1% على التوالي. |                                     |

### مناقشة النتائج:

أظهرت نتائج الدراسة أن متغير عدم تماثل المعلومات يفسر قرار التمويل بصكوك الاستثمار؛ في الشركات بعلاقة اتجاهية سالبة، وتبين نتائج الدراسة أن قرار التمويل بصكوك الاستثمار يتم في ظرف تماثل معلوماتي بين المصدرين (الشركات) والمستثمرين، النتيجة التي يمكن قراءتها أنها تعزز مفهوم الكفاءة للأسواق المالية، كما يعزز فرض التماثل المعلوماتي (وفق مفهوم الكفاءة للأسواق المالية) انتفاء الجهالة والغرر (من شروط صحة العقود في التمويل الإسلامي) في العقود التي تُصدر على أساسها هياكل صكوك الاستثمار.

والعلاقة الاتجاهية السالبة التي أظهرتها نتائج الدراسة بين صكوك الاستثمار ومتغير عدم تماثل المعلومات (النموذج القياسي للدراسة) يمكن تفسيرها وفق أدبيات نظرية التمويل عند الأخذ في الاعتبار تشابه هياكل صكوك الاستثمار الشبيهة بالديون مع خصائص الأسهم بحسب دراسة (Uddin et al., 2020)، حيث تكون نظرة المستثمرين تجاه الشركة التي تُصدر صكوك استثمار أنها لا تُفصح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركة، مما يترتب عليه توقع المستثمرين أن هذه المعلومات تؤثر على سعر السهم ما يؤثر في النهاية عكسياً على قيمة الشركة في السوق، الأمر الذي يمكن من خلاله تفسير نتيجة العلاقة الاتجاهية السالبة بين عدم تماثل المعلومات وقرار التمويل بصكوك الاستثمار.

كذلك فإن التمويل بصكوك الاستثمار من الأهمية أن يتم من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) تكون هي المنظم للعلاقات التعاقدية (وفق نشرة اكتتاب صكوك الاستثمار) بين الإدارة في الشركة المُصدرة (كوكيل عن حملة الأسهم) والمكتتبين في صكوك الاستثمار، حيث ينشأ عنها الفصل بين

موجودات صكوك الاستثمار وموجودات الشركة، ويترتب عن هذه الحوكمة في إدارة العلاقة بين حملة صكوك الاستثمار وإدارة الشركة المُصدرة الفصل في التدفقات النقدية للمشروع الممول عن التدفقات النقدية الخاصة بالشركة المُصدرة، وهذه النتيجة تتسجم مع ما توصلت إليه دراسة (Brealey et al., 1996) التي تُوضح أن شبكة الترتيبات التعاقدية في تمويل المشروعات يمكن أن تخفف من مشكلة الوكالة عموماً وتعمل كأداة لإدارة المخاطر والحد من تعارض المصالح وتحمل مخاطر المشروع المتنوعة من قبل أطراف التعاقد.

وأخيراً وبخصوص المتغيرات الضابطة في نماذج الدراسة القياسية (متغير حجم الشركة ومتغير الأصول الثابتة) أظهرت نتائج الدراسة علاقة اتجاهية سالبة ومعنوية مع المتغير التابع (التمويل بصكوك الاستثمار)، في نموذج الدراسة القياسي، وقد يرجع تفسير هذه العلاقة الاتجاهية السالبة لمتغيري الحجم والأصول لطبيعة الصياغة الدقيقة لعقود التمويل الإسلامي التي تُصدر على أساسها هياكل صكوك الاستثمار، كذلك دخول الأصول في ترتيبات بعض إصدارات صكوك الاستثمار.

#### التوصيات:

- 1- توصي الدراسة الشركات التي تهدف إلى تضمين صكوك الاستثمار في هيكلها المالي إلى تعزيز درجة التماثل المعلوماتي بما يدعم كفاءة الأسواق المالية؛ باعتبار أن فرص تمويل استثمارات الشركة من خلال إصدار صكوك الاستثمار تتعزز في حالات التماثل المعلوماتي بين المُصدرين والمستثمرين.
- 2- توصي الدراسة المستثمرين الذين يهدفون إلى تنويع محافظهم الاستثمارية بإدخال صكوك الاستثمار أن يوجهوا استثماراتهم في صكوك الاستثمار التي تُدار من طرف شركة ذات غرض خاص (SPV) للحد من تضارب المصالح، كذلك أن تكون الشركات المُصدرة لصكوك الاستثمار تعتمد مبدأ الإفصاح المالي تعزيزاً للتماثل المعلوماتي بين المُصدرين والمستثمرين؛ للتقليل من مشكلة الاختيار العكسي.
- 3- توصي الدراسة الجهات الإشرافية والرقابية التي تعنى بأدوات التمويل التي تستند على الأسواق المالية عند إصدار صكوك الاستثمار أن تكون آلية إصدارها من خلال شركة ذات غرض خاص (SPV) للحد من المخاطر الأخلاقية والشرعية.
- 4- توصي الدراسة أيضاً الجهات الإشرافية والرقابية ذات العلاقة بتنظيم ومتابعة إصدارات صكوك الاستثمار أن تُلزم المُصدرين بالإفصاح الكامل عن المعلومات كافة وخاصةً الجوهرية منها التي تؤثر على القيمة السوقية للشركات المُصدرة خصوصاً تلك المشروعات التي يهدف المُصدرون إلى تمويلها عن طريق صكوك الاستثمار للحد من تعارض المصالح وردود الفعل العكسية من المستثمرين (مشكلة الاختيار العكسي) تعزيزاً لكفاءة الأسواق المالية.

## المصادر والمراجع

## المراجع العربية:

## الكتب:

- 1- الكور، عز الدين مصطفى (2020). صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي. ليبيا، طرابلس: شركة آفاق ليبيا.
- 2- يرغام، أجين (2010). الإدارة المالية. (ترجمة: فتوح، محمود، وعبدالكريم، محمد. (ج2). (ط1). حلب: شعاع للنشر والتوزيع.
- 3- بيرلي، ريتشارد، وميرز، وستيوارت، وآلين، وفرانكلين (2011). أساسيات تمويل المنشأة. (ترجمة: سرور، سرور علي إبراهيم، وعبدالخير، أحمد يوسف). (ج1). (ط1). الرياض: دار المريخ للنشر.
- 4- هندي، منير إبراهيم (2011). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر. مصر، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- 5- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2017). المعايير الشرعية. البحرين، المنامة.
- 6- ويستون، فرد، وبرجام، يوجين (2001). التمويل الإداري. (ترجمة: بيله، عبدالرحمن دعالة، والنعماني، عبدالفتاح السيد سعد). (ج2). (ط1). الرياض: دار المريخ للنشر.

## المجلات العلمية:

- 1- الكور، عز الدين مصطفى، وسالم، عبدالرزاق حسين (2008). أثر تكاليف الوكالة على أداء المصارف التجارية: دراسة تطبيقية مقارنة على المصارف الإسلامية والتقليدية الأردنية. مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، أكاديمية الدراسات العليا، 284-298، ليبيا: طرابلس.

## الرسائل العلمية:

- 1- علي، هيثم يوسف ذيب (2009). أثر عدم تماثل المعلومات على معد العائد السوقي للسهم في ظل التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة لفترة 2002-2007، أطروحة دكتوراة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن.

## المراجع الأجنبية:

## Books:

- 1- Eatwell, J., Milgate, M., & Newman, P. (Eds.). (1989). Allocation, information and markets.

- 2- Gujarati Damodar (2003). Basic Econometrics. 4th Edition, New York McGraw – Hill.
- 3- Securities Commission (2006). Resolutions Of The Securities Ommission Shariah Advisory Council. Malaysia: Kuala Lumpur.

### Journals:

- 1- Aggarwal, R., Yousef, T., 2000. Islamic banks and investment financing. J. Money Credit Bank. 32 (1), 93–120.
- 2- Alam, Z., (2010). An Empirical Analysis of the Determinants of Project Finance: Cash Flow Volatility and Correlation (Dissertation) Georgia State University.
- 3- Alam, N., Hassan, M.K., Haque, M.A., 2013. Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests. Borsa Istanbul Rev. 13 (3), 22–29.
- 4- Al-Najjar Basil (2005). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data, Bristol business School, University of the west of England, 1-22.
- 5- Akerlof, G.A., 1970. The market for lemon: quality uncertainty and the market mechanism. Q. J. Econ. 84 (3), 488–500.
- 6- Brealey, R. a, Cooper, I. a, & Habib, M. a. (1996). Using project finance to fund infrastructure investments. Journal of Applied Corporate Finance, 9(3), 25–39.
- 7- Godlewski, C.J., Turk-Ariss, R., Weill, L., (2013). Sukuk vs. conventional bonds: a stock market perspective. J. Comp. Econ. 41 (3), 745–761.
- 8- Halim, Z.A., How, J., Verhoeven, P. (2016). Agency costs and corporate sukuk issuance. Pac. Basin Finance. J. (42). 83-95.
- 9- Harris, M., Raviv, A., 1991. The theory of capital structure. J. Financ. 46, 297–356.
- 10- Ibrahim, Y., Minai, M.S., 2009. Islamic bonds and the wealth effects : evidence from Malaysia. Invest. Manag. Financ. Innov. 6 (1), 184–191.

- 
- 11- Jensen, M., Meckling, W., (1976). The theory of the firm: management behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No.1, pp. 305–360.
  - 12- Lee, C. M., Mucklow, B., & Ready, M. J. (1993). Spreads, depths, and the impact of earnings information: An intraday analysis. *The Review of Financial Studies*, 6(2), 345-374.
  - 13- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.
  - 14- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment, *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261–297.
  - 15- Mohamed, H.H., Masih, M., Bacha, O.I. (2015). Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models. *Pac. Basin Financ. J.* 34 (C), 233–252.
  - 16- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have. *J. Financ. Econ.* 13, 187–221.
  - 17- Nagano, M. (2010). Islamic finance and the theory of capital structure. MPRA Paper No. 24567.
  - 18- Nagano, M. (2017). Sukuk issuance and information asymmetry: why do firms issue sukuk?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 42, 142-157.
  - 19- Nagano, M. (2018). Does islamic finance follow a financial hierarchy?: Evidence from the sukuk primary market. Evidence from the Sukuk Primary Market (January 14, 2018).
  - 20- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *J. Financ.* 50, 1421–1461.
  - 21- Shahida, S., Saharah, S. (2013). Why do firms issue sukuk over bonds? Malaysian evidence. *Proceeding of the 15th Malaysian Finance Association Conference 2013 (MFA)*, 2–4 June 2013, Kuala Lumpur, Malaysia.
  - 22- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
  - 23- Titman, S., Wessels, R., 1988. The determinants of capital structure choice. *J. Financ.* 43, 1–19.
-

- 24- Uddin, M. H., Kabir, S. H., Hossain, M. S., Wahab, N. S. A., & Liu, J. (2020). Which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms. *Emerging Markets Review*, 44, 100712.