

-+ الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR - ANNABA
BADJI MOKHTAR - ANNABA UNIVERSIT



جامعة باجي مختار عنابة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم المالية
مخبر الانتماء: المالية الدولية ودراسة الحوكمة والنهوض الاقتصادي

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

الموضوع:

تسيير المخاطر المالية بين النظرية المالية التقليدية والمالية الإسلامية وتأثيره
على خلق قيمة في المؤسسة - دراسة عينة من المؤسسات المالية-.

تخصص: مالية المؤسسة

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

الطالبة: بلعابد منال

الجامعة: جامعة باجي مختار- عنابة

الدرجة العلمية: أستاذ محاضر- أ -

مدير أطروحة التخرج: غفوري ليلى

أمام أعضاء اللجنة:

الاسم واللقب	الدرجة	الجامعة	الصفة
رقامي محمد	أستاذ محاضر-أ-	جامعة باجي مختار- عنابة	رئيسا
غفوري ليلى	أستاذ محاضر-أ-	جامعة باجي مختار- عنابة	مقررا
بومود ايمان	أستاذ محاضر-أ-	جامعة باجي مختار- عنابة	عضوا
سماعلى فوزي	أستاذ محاضر-أ-	جامعة قالمة	عضوا
حمادي مليكة	أستاذ محاضر-أ-	جامعة سيدي بلعباس	عضوا

السنة الجامعية: 2022/2021

التصريح

أنا الباحثة بلعابد منال، أصرح بأن هذا العمل البحثي المتمثل في أطروحة دكتوراه بعنوان: تسيير المخاطر المالية بين النظرية المالية التقليدية والمالية الاسلامية وتأثيره على خلق القيمة في المؤسسة -دراسة عينة من المؤسسات الماليزية- المقدم لنيل شهادة دكتوراه طور ثالث، تحت مسؤوليتي الكاملة وهو عمل غير مقدم سواء جزء منه أو كله لمؤسسات علمية أخرى لنيل شهادة أكاديمية.

الباحثة:

بلعابد منال

ملخص:

يحتم تطور محيط المؤسسة وتقلبات الأسواق المالية الزامية تسيير المخاطر من أجل ضمان الاستمرارية وتحقيق هدف خلق القيمة. تسعى الدراسة لتحليل أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في كل من النظرية المالية التقليدية والمالية الاسلامية على افتراض كونها نهج بديل للتحوط. من خلال تطبيق الدراسة على السوق المالي الماليزي قمنا بالتحقق أولا من تقلبات العوائد اليومية للمؤشر العام والاسلامي للفترة من 2015/01/02 الى 2021/06/30 باستخدام نموذج (1.1) GARCH، وجدنا أن التقلب على المدى الطويل كان أعلى في المؤشر الاسلامي.

التحليل على المستوى الجزئي للشركات الاقتصادية أبرز اهتمام كل من الشركات التقليدية والاسلامية بتسيير مخاطرها المالية، كما أننا تقنيات وآليات تسيير المخاطر متشابهة في كلا النوعين، لكن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أقل لجوء للتحوط لعدم مشروعية المشتقات وانخفاض الطلب على أدوات التحوط الاسلامية. باعتماد تحليل بيانات البانل على عينة من 116 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا للفترة 2015-2020، وجدنا معامل استخدام المشتقات للتحوط ضعيف على الخطر وموجب قوي على خلق القيمة، حيث تساهم في تقليل تقلبات التدفقات النقدية وتخطيط مالي أفضل لقرارات التمويل والاستثمار. مما يخفض تكلفة رأس المال ويدعم فرص النمو وبالتالي تعزيز عملية خلق القيمة.

أما معامل الامتثال للشريعة كان موجب معنوي على الخطر المالي، وسالب معنوي على خلق القيمة، حيث كانت الشركات الاسلامية أكثر مخاطرة وأقل قدرة على خلق القيمة من خلال تسيير مخاطرها. ان عدم وجود أدوات شرعية فعالة لتغطية المخاطر يضعف قدرة الشركات الإسلامية على تسيير المخاطر وانخفاض قدرتها التنافسية. كما أن أدوات التحوط الاسلامية لا تزال في مرحلة مبكرة، لذلك وجب العمل أكثر على ابتكار أدوات تحوط تتوافق مع مبادئ الشريعة والتخلي عن محاكاة وتقليد الأدوات التقليدية.

الكلمات المفتاحية: خطر مالي، مشتقات، تمويل اسلامي، تحوط، خلق قيمة، تكاليف الوكالة.

Abstract

The evolution of the company environment and the fluctuations of the volatility of financial markets necessitate the management of risks in order to ensure continuity and achieve the goal of value creation. The study aims to analyze the impact of financial risk management on value creation in both traditional financial theory and Islamic finance, assuming it is an alternative approach to hedging. By applying the study on the Malaysian financial market, we first checked the fluctuations in the daily returns of the general and Islamic index for the period from 02/01/2015 to 30/06/2021 using the GARCH (1.1) model. We found that the long-term volatility was higher in the Islamic index.

The micro-level analysis of non-financial companies showed the interest of both traditional and Islamic companies in managing their financial risks, and the techniques and mechanisms of risk management are similar in both types, but Sharia-compliant companies have less recourse to hedging due to the illegality of derivatives and the low demand for Islamic hedging tools. By adopting the analysis of the panel data on a sample of 116 companies listed on the Malaysian Stock Exchange for the period 2015-2020, we found the coefficient of using derivatives to hedge as weak on risk and a strong positive effect on value creation, as it contributes to reducing cash flow volatility and better financial planning for financing and investment decisions, which reduces the cost of capital and supports growth opportunities, thus support the value creation process.

As for the coefficient of Sharia compliance, it was a significant positive on the financial risk, and a significant negative on value creation, as Islamic companies were more risky and less able to create value through managing their risks. The lack of effective Shariah tools to cover risks weakens the ability of Islamic companies to manage risks and reduces their competitiveness. Also, the Islamic hedging tools are still at an early stage, so more work has to be done on creating hedging tools that comply with the principles of Sharia and abandon imitation of traditional tools.

Keywords: financial risk, derivatives, Islamic financing, hedging, value creation, agency costs.

Resumé:

L'évolution de l'environnement de l'entreprise et les fluctuations des marchés financiers nécessitent la gestion des risques afin d'assurer la continuité et d'atteindre l'objectif de création de valeur. L'étude vise à analyser l'impact de la gestion des risques financiers sur la création de valeur à la fois dans la théorie financière traditionnelle et dans la finance islamique, en supposant qu'il s'agit d'une approche alternative à la couverture. En appliquant l'étude au marché financier malaisien, nous avons d'abord vérifié les fluctuations des rendements quotidiens de l'indice général et islamique pour la période du 02/01/2015 au 30/06/2021 à l'aide du modèle GARCH(1.1). On a constaté que la volatilité à long terme était plus élevée dans l'indice islamique.

L'analyse au niveau micro des entreprises non financières a mis en évidence l'intérêt des entreprises traditionnelles et islamiques à gérer leurs risques financiers, et les techniques et mécanismes de gestion des risques sont similaires dans les deux types, mais les entreprises conformes à la charia ont moins recours à la couverture en raison de l'illégalité des produits dérivés et la faible demande d'outils de couverture islamiques. En adoptant l'analyse des données du panel sur un échantillon de 116 sociétés cotées à la bourse malaisienne pour la période 2015-2020, nous avons trouvé le coefficient d'utilisation des dérivés pour se couvrir faible sur le risque et fort positif sur la création de valeur, car elle contribue à réduire la volatilité des flux de trésorerie et à mieux planifier les décisions de financement et d'investissement, ce qui réduit le coût du capital et soutient les opportunités de croissance, ce qui sert à améliorer le processus de création de valeur.

Quant au coefficient de conformité à la charia, il était positif significatif sur le risque financier et négatif significatif sur la création de valeur, car les entreprises islamiques étaient plus risquées et moins capables de créer de la valeur en gérant leurs risques. Le manque d'outils efficaces de la charia pour couvrir les risques affaiblit la capacité des entreprises islamiques à gérer les risques et réduit leur compétitivité. De plus, les outils de couverture islamiques sont encore à un stade précoce, il reste donc beaucoup à faire pour créer des outils de couverture conformes aux principes de la charia et abandonner l'imitation des outils traditionnels.

Mots clés : risque financier, produits dérivés, financement islamique, couverture, création de valeur, coûts d'agence.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

اللهم لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت، نحمدك ربي على جزيل عطائك وجود كرمك،
اللهم علمنا ما ينفعنا وأنفعنا بما علمتنا وأنر دروبنا بالعلم أبدا ما أحييتنا
أشكرك ربي على توفيقك لإتمام هذا العمل المتواضع.
إن أحسنت فمن الله، وإن أسأت أو أخطأت فمن نفسي
ولقوله صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس، لم يشكر الله عز وجل"
وإِعترافا بالجميل أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان
إلى أستاذتي الفاضلة: **الدكتورة غفوري ليلي** على تفضلها بقبول الإشراف على هذه الأطروحة،
وعلى إرشاداتها ونصائحها القيمة
الشكر موصول كذلك إلى لجنة المناقشة على تكرمها بقراءة ومناقشة وتقويم هذا العمل وإظهاره بصورة
علمية لائقة.
إلى كل أستاذتي الذين لم يبخلو علي من جهودهم ووقتهم ولما كان منهم من نصح وتوجيه

بلعابد منال

إهداء

أهدي هذا العمل الى:

أمي الغالية وأبي العزيز.... حفظهما الله.

زوجي رفيق دربي وأولادي قرة عيني

أمل، أنس وإيناس.

أختي الكريمة وابنتها المصونة ياسمين

جدتي أعمامي وعماتي وأولادهم الاحباء .

أهلي وعزوتي، عائلة بلعابد وبن تروش

كل طالب علم باحث عن المعرفة

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول		
الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
25	مزايا وسلبيات طرق تقييم المخاطر	1
57	توزيع المنتجات الإسلامية عبر مختلف الدول	2
62	الفروقات بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي	3
117	أهم نقاط القوة والضعف لمؤشرات خلق القيمة:	4
149	أهم الاختلافات في تسيير المخاطر المالية بين النظرية المالية التقليدية والإسلامية	5
152	أهم الاختلافات في أثر تسيير المخاطر المالية على خلق بين النظرية المالية التقليدية والإسلامية	6
160	تطور القيمة السوقية للأسهم الإسلامية ونسبتها في سوق رأس المال الماليزي	7
167	عدد وتصنيف الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا	8
168	التوزيع القطاع الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق الرئيسي	9
173	الاحصاءات الوصفية لعوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والإسلامي	10
176	اختبار جذر الوحدة لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والإسلامي	11
177	اختبار تجانس التباين اختبار جذر الوحدة لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والإسلامي	12
177	تقدير نموذج GARCH(1.1)	13
182	الاحصاءات الوصفية لمؤشرات الدراسة قبل وبعد أزمة كوفيد 19	14
183	تقلب عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والإسلامي قبل وبعد أزمة كوفيد	15
186	نتائج الاستبيان لكيفية تسيير المخاطر المالية المرسل للشركات الماليزية	16
190	آليات تسيير مخاطر الائتمان في شركات عينة الدراسة	17
191	آليات تسيير مخاطر السيولة في شركات عينة الدراسة	18
193	آليات تسيير مخاطر معدل الفائدة في شركات عينة الدراسة	19
195	آليات تسيير مخاطر سعر الصرف في شركات عينة الدراسة	20
196	آليات تسيير مخاطر سعر الأسهم لشركات عينة الدراسة	21
197	آليات تسيير مخاطر سعر السلع الأساسية لشركات عينة الدراسة	22
208	متغيرات ونماذج الدراسة	23
211	الاحصاءات الوصفية لشركات عينة الدراسة	24

قائمة الجداول والأشكال

212	مقارنة الإحصاءات الوصفية حسب تصنيف الشركات عينة الدراسة	25
215	اختبار جذر الوحدة للمتغيرات التابعة	26
216	الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة	27
217	نتائج معادلة الانحدار للنموذج الأول والثاني	28
218	اختبار F المقيد للنموذج الأول والثاني	29
219	اختبار Hausman للنموذج الأول والثاني	30
219	اختبار تجانس التباين للبواقي للنموذج الأول والثاني	31
220	نتائج معادلة الانحدار للخطر المالي	32
222	قياس عوامل المخاطرة في الشركات الاسلامية والتقليدية	33
223	نتائج معادلة الانحدار للنموذج الثالث والرابع	34
224	اختبار F المقيد للنموذج الثالث والرابع	35
225	اختبار Hausman للنموذج الثالث والرابع	36
225	اختبار ثبات التباين لبواقي للنموذج الثالث والرابع	37
226	نتائج لمعادلة الانحدار خلق القيمة	38
228	قياس عوامل خلق القيمة في الشركات الاسلامية والتقليدية	39

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الأشكال		
الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	تقسيمات المخاطر المالية	10
2	مراحل تسيير المخاطر المالية	18
3	تطور حجم التداول الدولي لعقود المشتقات المالية	46
4	حجم الاصدار الدولي للصكوك من 2001-2020	70
5	نسب استخدام عقود التحوط الاسلامي	101
6	تطور حجم سوق رأس المال الماليزي	159
7	توزيع الشركات في السوق المالي الماليزي	167
8	التمثيل البياني لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي	174
9	التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي:	175
10	التمثيل البياني لعوائد المؤشر العام والاسلامي لبورصة ماليزيا من 2018/005/01-2021/06/30	181

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الرموز والمختصرات		
الرمز	المعنى باللغة الأصلية	المعنى باللغة العربية
CGMA	Chartered Global Management Auditors	مدققو الإدارة المعتمدون دولياً
CAPM	Capital Asset Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
EFQM	European foundation quality management	المؤسسة الأوروبية لإدارة الجودة
PRS	Profit Return Swaps	مقايضة معدل الربح
CCS	Currency Contract swap	المقايضة الإسلامية للعمليات الأجنبية
AAOIFI	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
CPOF	Crude palm oil futures contracts	العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام
ROI	Return on investement	معدل العائد على الاستثمار
RP	residual profit	الربح المتبقي
CFROI	cash flow return on investment	عائد التدفقات النقدية على الاستثمار
CMPC	Weighted average cost of capital	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
AEB	Brut economic asset	القيمة الإجمالية للأصل الاقتصادي
EVA	Economic value added	القيمة الاقتصادية المضافة
MVA	Added market value	القيمة السوقية المضافة
TSR	total shareholder return	إجمالي العائد للمساهمين
QT	Q Tobin	مؤشر توبين
NPV	net present value	صافي القيمة الحالية
SAC	Sharia advisory comission	المجلس الاستشاري الشرعي
SC	Securities Comission	هيئة الأوراق المالية في ماليزيا
KLCI	Kuala Lumpur Composite Index	مؤشر كوالالمبور العام
KLSI	Kuala Lumpur Shariah Index	مؤشر كوالالمبور الإسلامي
FTSE	Financial Times Stock Exchange	بورصة فاينانشيال تايمز
ARCH	Autoregressiv Conditionzed heteroscedasti	نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين
GARCH	Global Autoregressiv Conditionzed heteroscedasti	نموذج الانحدار الذاتي العام المشروط بعدم تجانس التباين

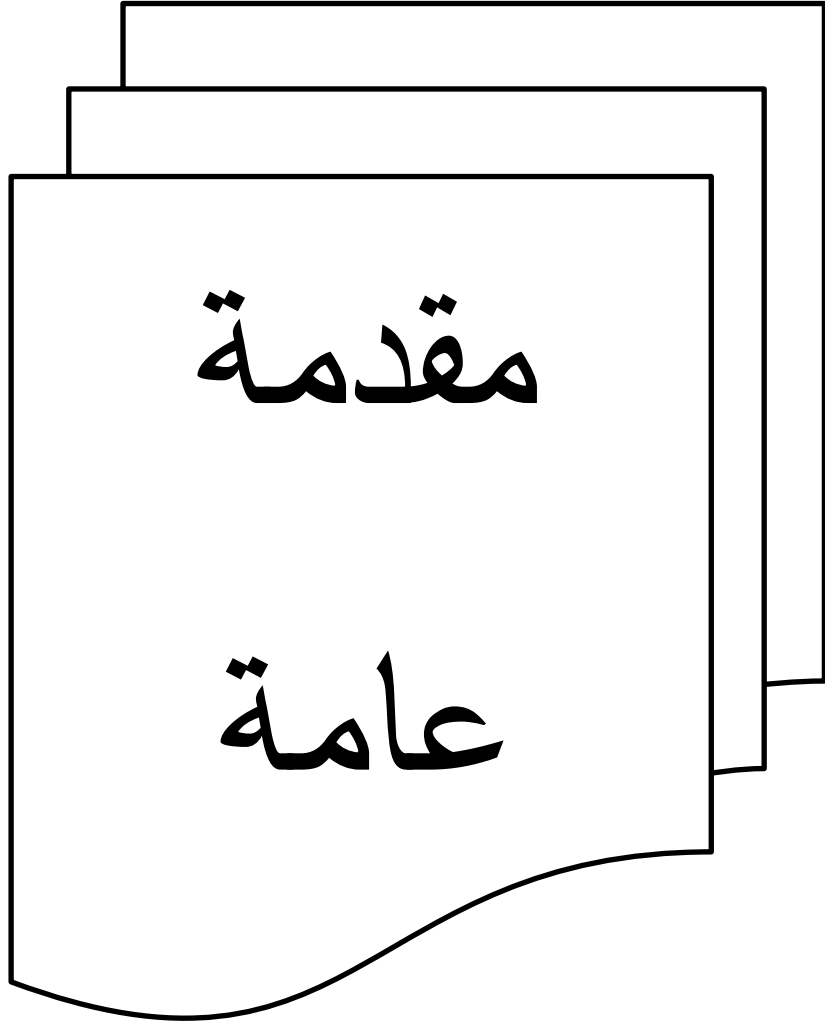
فهرس المحتويات	
الصفحة	التعيين
	التصريح
	الملخص باللغة العربية
	الملخص باللغة الفرنسية
	الملخص باللغة الانجليزية
	الإهداء
	التشكرات
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الرموز والمختصرات
أ- س	المقدمة
52-02	الفصل الأول: أساسيات تسيير المخاطر المالية
11-03	المبحث الأول: تعريف وأنواع المخاطر المالية
03	المطلب الأول: مفهوم الخطر
05	المطلب الثاني: مفهوم الخطر المالي
07	المطلب الثاني: أنواع المخاطر المالية
17-12	المبحث الثاني: تعريف وتاريخ تسيير المخاطر المالية
12	المطلب الأول: التعريف
15	المطلب الثاني: الأهمية والأهداف
17	المطلب الثالث: تاريخ تسيير المخاطر المالية
39-18	المبحث الثالث: مراحل تسيير المخاطر المالية
18	المطلب الأول: تحديد المخاطر
20	المطلب الثاني: قياس المخاطر
26	المطلب الثالث: تحديد استراتيجية التعامل مع المخاطر المالية
28	المطلب الرابع: اختيار البدائل المناسبة
38	المطلب الخامس: تنفيذ ومتابعة القرار

51-40	المبحث الرابع: تحليل أثر استخدام المشتقات للتحوط
40	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية
41	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية
47	المطلب الثالث: أثر المشتقات المالية
103-54	الفصل الثاني: تسيير المخاطر في النظرية المالية الإسلامية
73-55	المبحث الأول: أسس النظرية المالية الإسلامية
55	المطلب الأول: النشأة والتطور
58	المطلب الثاني: مبادئ المالية الإسلامية
63	المطلب الثالث: المنتجات المالية الإسلامية
79-74	المبحث الثاني: المخاطرة في المالية الإسلامية
74	المطلب الأول: تحرير معاني الخطر في الاقتصاد الإسلامي
76	المطلب الثاني: أنواع المخاطر في المالية الإسلامية
78	المطلب الثالث: مفهوم المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية
87-80	المبحث الثالث: تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية
80	المطلب الأول: آراء وحكم العلماء والشرع حول تسيير المخاطر
82	المطلب الثاني: استراتيجية التعامل مع المخاطر
83	المطلب الثالث: تقييم البدائل المناسبة لتسيير الخطر المالي
102-88	المبحث الرابع: أدوات التحوط الإسلامية
88	المطلب الأول: الموقف الشرعي من المشتقات التقليدية
90	المطلب الثاني: البدائل الشرعية
92	المطلب الثالث: المشتقات المالية الإسلامية
101	المطلب الرابع: أسباب انخفاض اللجوء لأدوات التحوط الإسلامي
154-106	الفصل الثالث: التأصيل النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة
118-107	المبحث الأول: مفهوم ومؤشرات قياس خلق القيمة
108	المطلب الأول: مفهوم خلق القيمة
110	المطلب الثاني: مؤشرات نماذج خلق القيمة
118	المطلب الثالث: مزايا وعيوب اعتماد مؤشرات خلق القيمة
135-119	المبحث الثاني: تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية التقليدية:
119	المطلب الأول: النظريات المفسرة للأثر السلبي

124	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأثر الايجابي
145-136	المبحث الثالث: تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية الاسلامية
136	المطلب الاول: تأثير النظرية المالية الاسلامية على المخاطر المالية
140	المطلب الثاني: قيمة الشركة في اطار النظرية المالية الاسلامية
153-146	المبحث الرابع: مقارنة أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية التقليدية والمالية الاسلامية
146	المطلب الأول : مقارنة تسيير المخاطر المالية بين النظريتين
150	المطلب الثاني : مقارنة تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة بين النظريتين
234-156	الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من المؤسسات الماليزية
168-157	المبحث الأول: التعريف بمجتمع وعينة الدراسة
157	المطلب الأول: التعريف بسوق رأس المال الماليزي
162	المطلب الثاني: مؤشرات بورصة ماليزيا
164	المطلب الثالث: الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية
184-169	المبحث الثاني : تقدير التقلب والمخاطر باستعمال نماذج GARCH
169	المطلب الأول: نماذج GARCH-ARCH
172	المطلب الثاني: قياس تقلب مؤشر بورصة ماليزيا التقليدي والاسلامي باستخدام نموذج GARCH
180	المطلب الثالث : دراسة أثر أزمة كوفيد-19 على المؤشر التقليدي والاسلامي
198-185	المبحث الثالث:مقارنة اليات تسيير المخاطر المالية بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية
188	المطلب الأول: تسيير مخاطر الائتمان
191	المطلب الثاني: تسيير مخاطر السيولة
192	المطلب الثالث: تسيير مخاطر السوق
233-199	المبحث الرابع: تحليل بيانات البائل لعينة من الشركات الماليزية
199	المطلب الأول : الأساليب الاحصائية المعتمدة
207	المطلب الثاني: منهجية ونموذج الدارسة

فهرس المحتويات

215	المطلب الثالث: خطوات تقدير النموذج
229	المطلب الرابع: تحليل نتائج الدراسة
235	الخاتمة العامة
244	المراجع
260	الملاحق



ان التطور الاقتصادي وترابط الأسواق المالية مع النمو المتسارع لتكنولوجيا المعلومات والاتصال أدى لتعقد محيط الشركة، وجعل منها غير قادرة على اتخاذ قرارات في حالة تأكد نتيجة تقلبات المتغيرات الاقتصادية والمالية، مما أدى لارتفاع احتمالية تحقيق خسائر أو حتى تهديد استمرارية الشركة. يتطلب الأمر من الشركات تبني استراتيجيات تسيير مخاطر نشطة لحماية نفسها من النتائج غير المتوقعة، واتخاذ استراتيجية دفاعية لحماية نفسها.

يتم التمييز في الاقتصاد والتمويل بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية، تعود مخاطر الأعمال إلى عدم التأكد الناشئ عن طبيعة النشاط الأساسي الشركة، حيث يتعلق الأمر بالعوامل التي تؤثر على سوق المبيعات، أي عدم التأكد من تكلفة المدخلات أو المبيعات المستقبلية. بينما المخاطر المالية تنشأ من عدم التأكد حول الخسائر المحتملة في الأسواق المالية بسبب تحركات المتغيرات المالية، أي عدم التأكد من أسعار السلع، الأسهم، الصرف والفائدة، والتي أصبحت تشكل خطر أكبر بعد انهيار نظام بريتن وودز وتحرير الأسواق المالية. لذلك تم البحث عن أدوات تغطية المخاطر المالية تمثلت في المشتقات المالية التي تعد أهم ابتكارات الهندسة المالية. خلال الثمانينيات والتسعينيات أدى تطبيق منتجات التحوط هذه إلى زيادة وعي المشاركين في السوق للمخاطر التي يتعرضون لها في أنشطتهم اليومية والاستثمارية. تساهم تغطية المخاطر من خلال المشتقات في التحديد المستمر لسعر السوق العادل، كما تعزز إدارة السيولة، وتكمل الأسواق النقدية بتمويل أقل التكلفة، وضمان التحويل الفعال للأموال من المقرض إلى المقترض، مع تعزيز التخطيط المالي السليم.

ينظر لتسيير المخاطر المالية عامة واستخدام المشتقات للتحوط خاصة كقرارات مالية يتم تقييمها بناءً على تأثيرها على قيمة الشركة. تزخر النظرية المالية التقليدية بدراسة أثر تسيير المخاطر على المساهمة في خلق القيمة، ففي الدراسات القائمة على فرضية كفاءة الأسواق المالية ترى أن المستثمرين يمتلكون معلومات كافية لتسيير مخاطرهم من خلال تشكيل محفظة متنوعة جيداً يتم من خلالها إلغاء المخاطر الخاصة بالشركات، مما يجعل المستثمرين لا يهتمون أنشطة تسيير المخاطر. تعود أهم الأعمال لهاري ماركويتز Markowitz مؤسس نظرية المحفظة الحديثة، ونظرية مودجلياني ميلر Modigliani & Miller الشهيرة التي تفترض أن قيمة الشركة مستقلة عن هيكل المخاطر الخاص بها، ويجب عليها الاهتمام بتعظيم أرباحها فقط لرفع قيمتها بغض النظر عن المخاطر التي تنطوي عليه.

لكن في ظل التخلي عن فرضية كفاءة الأسواق المالية تظهر النفاص التي تسمح لأنشطة تسيير المخاطر المالية بخلق القيمة من خلال تخفيض حجم التقلبات وتكاليف المعاملات. الشركة التي لديها تدفقات نقدية متقلبة بشكل عشوائي وعالية الاستدانة قد تواجه خطر الإفلاس، الذي تشأ عنه تكاليف تتحملها الشركة عندما تحتاج إلى دفع رواتب المحامين ونفقات المحاكم، القيمة الحالية لهذه التكاليف من شأنها أن تقلل من قيمة الشركة. لذلك للتخلص من تكاليف الإفلاس تقوم الشركة باعتماد برنامج تسيير المخاطر الذي يمكنه تثبيت التدفق النقدي وتحديد القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس إلى الصفر، وبالتالي زيادة قيمة الشركة. تمتد نفس الحجة لتشمل تكاليف العسر المالي، عادة ما تواجه الشركة صعوبة في جمع الأموال للاستثمار أو تسديد التزاماتها في تاريخها مما يزيد من حجم الخطر، وقد يجعل الشركات غير قادرة على التفاوض مع أصحاب المصالح بشروط مناسبة كطلب الدائنين عوائد أعلى، أو صعوبة إبرام صفقات آجلة مع موردين، مما يضطرها لتحمل تكاليف من شأنها تخفيض قيمة الشركة.

تعود الأعمال الأساسية لكل Myers وStulz سنة 1985 الذي بين أن التحوط من المخاطر المالية باستخدام المشتقات يساهم في خلق قيمة من خلال تقليل تقلبات التدفقات النقدية مما يخفض احتمالية عدم السداد، وتكاليف العسر المالي المرتبط به، بالإضافة لتخفيض تكاليف الوكالة. وقد وافقت الدراسات اللاحقة أهمية المشتقات المالية في تخفيض حجم الخطر، لكن مع تزايد استخدام المشتقات للمضاربة وتحقيق أرباح خيالية من خلالها أدى إلى ظهور مخاطر أخرى بشكل متزايد أكثر صعوبة في السيطرة عليها أو إدارتها. مما جعل تقييم المخاطر الكلية للشركات صعب للغاية

بعد الأزمة المالية العالمية (2007-2009) وأزمة الديون السيادية الأوروبية سنة 2011 وفضائح الشركات في جميع أنحاء العالم، بدءًا من انهيار شركة إنرون وتلاها سلسلة من الكوارث المالية الهائلة، أصبح ظاهر للعيان أن المشتقات المالية تشكل خطر على النظام المالي ككل، خاصة عند استخدامها لأغراض المضاربة، وقد كشفت عن الثغرات الموجودة في النظام المالي، فأصبح البحث عن بديل أخلاقي مبني على أسس اقتصادية متينة أمر حتمي. تحولت الأضواء إلى النظام الإسلامي كنظام مالي قائم على العقيدة وملتزم بالشريعة الإسلامية يقوم على أساس فلسفي وديني وأخلاقي، يمكن اعتباره بديل مالي للمستثمرين الذين يهدفون إلى تقليل المخاطر النظامية وبالتالي آثار عدم التأكد.

تطور التمويل الإسلامي بسرعة كبيرة وهو يتطور من صناعة ناشئة إلى سوق عالمية، ولم يعد مجرد وسيلة للسماح للمسلمين باستغلال الخدمات المالية، فهو نظام مالي منظم وواسع النطاق، يتعايش جنبًا إلى جنب مع

النظام التقليدي. ولم يعد يقتصر على البنوك الإسلامية فقط. في السنوات الأخيرة برزت الأوراق المالية الإسلامية أو المعروفة باسم الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كاستراتيجيات استثمار جديدة للمستثمر، تعمل الأدوات المالية الإسلامية على تعزيز تقاسم المخاطر وتقليل الرافعة المالية مع كونها مرنة في أوقات الانكماش الاقتصادي، حيث تم وصفها بالملاذ الآمن لكونها أقل مخاطرة.

بالنسبة للشركات فإن الإدراج كأسهم إسلامية بالإضافة إلى مكاسب مالية يعد محاولة للتطبيق أخلاقيات العمل وتعزيز القيم الاجتماعية. تخضع الشركات القائمة على الشريعة لقيود مختلفة، تشمل هذه القيود تحديد الأنشطة المسموح بها، بالإضافة لتسقيف نسب مالية كالمديونية والنقدية، مما يؤثر على قرارات التمويل والاستثمار بما فيها ممارسات تسيير المخاطر التي لا تخضع لها الشركات غير الشرعية. على الرغم من شعبية التمويل الإسلامي، لم يتم دراسة آثار الامتثال للشريعة على عمليات الشركات غير المالية إلا من طرف العدد القليل من الباحثين. تقدم متطلبات التوافق مع الشريعة شروطاً فريدة لفحص كيفية أداء الشركات في ظل سياسة مالية مقيدة، وكيف يتم تسيير مخاطرها.

إن مفهوم المخاطرة وفقاً لفقهاء المسلمين يكاد يكون مشابهاً لما هو موجود في النظام التقليدي، تتطلب فلسفة التمويل الإسلامي قبول المخاطر لتبرير العوائد، كما تتطلب الشريعة من أتباعها تجنب مجازفة لا داعي لها، وهو في جوهره دعوة للإدارة الحكيمة للمخاطرة .

يتجسد المنظور الواسع لإدارة المخاطر في الأهداف الجوهرية للشريعة الإسلامية التي تؤكد على حماية الثروة، ومع ذلك في ضوء المبدأ الشرعي الخراج بالضمان " و" الغنم بالغرم" اللذان ينصان على أن عنصر المخاطرة والمسؤولية ضروريان لشرعية استحقاق الربح، كما أن المداخل يجب أن تنشأ بناءً على أنشطة اقتصادية حقيقية. من ناحية أخرى، التعريض المفرط للخطر لا يهدد الاستثمار فحسب، بل يهدد النظام الاقتصادي ككل، والذي قد يكون ضد مقاصد الشريعة. سوق تسيير المخاطر المالية الإسلامية لا يزال في مرحلة مبكرة ، كما أن استخدام أدوات التحوط محدود نوعاً ما، هذا يرجع بشكل أساسي إلى عدم توافق المشتقات التقليدية مع المبادئ الأساسية للشريعة الإسلامية. على الرغم من التحفظات الموجودة، فإن العلماء والممارسين على حد سواء يقرون بأهمية فوائد أدوات التحوط والإقرار بتكلفة الفرصة البديلة التي يفرضها الافتقار إلى أدوات التحوط الإسلامية. عدم وجود آليات مناسبة لتحويل المخاطر بموجب الشريعة الإسلامية، تحرم المؤسسات الإسلامية من هذه المزايا وفرص خلق القيمة. فعلى الرغم من الاعتراف بالأصول الإسلامية كأدوات أقل مخاطرة إلا أنها قد تكون أيضاً أقل قيمة، وفي ظل ترجيح الثنائية عائد مخاطرة يبقى القرار صعب.

التحدي الذي يواجه إدارة الشركة التقليدية أو القائمة وفق معايير الشريعة هو تعظيم المعادلة من خلال محاولة زيادة التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية (خاصة من خلال استغلال فرص النمو)، مع الحفاظ على المخاطر دون تغيير نسبي، نظرًا لأن المخاطرة جزء لا يتجزأ من أعمال المؤسسة، فمن الواضح أن العلاقة بين المخاطر والهدف من تسييرها والهدف العام لتعظيم القيمة بحاجة إلى تمحيص دقيق، لكن الرابط الإيجابي بين قيمة الشركة وتسيير المخاطر لا يزال موضوعًا نظريًا أكثر من كونه حقيقة تجريبية صلبة، لأن الدليل التجريبي لمثل هذا الارتباط غير حاسم، كما أن دراسة الموضوع في ظل بيئة مالية اسلامية، لم يتم معالجته الا من القلة القليلة من الأكاديميين.

مما سبق سنحاول في بحثنا هذا معالجة الاشكالية التالية:

ما هو تأثير تسيير المخاطر المالية في اطار النظرية المالية التقليدية والمالية الاسلامية على خلق قيمة

في المؤسسة؟

الأسئلة الفرعية:

يمكن إدراك مشكلة الدراسة من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

- كيف يتم تسيير المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية؟
- ماهي الاختلافات في النظرية المالية الاسلامية لتسيير المخاطر المالية؟
- كيف يساهم تسيير المخاطر في خلق قيمة في المؤسسة؟
- أيهما أفضل لتقليل المخاطر المالية وخلق قيمة اعتماد التمويل التقليدي أو الاسلامي؟

فرضيات الدراسة:

- الأصول الاسلامية أقل مخاطرة وأكثر متانة خاصة في فترة الأزمات
- تختلف آليات وتقنيات تسيير المخاطر المالية بين المؤسسات التقليدية والمؤسسات الاسلامية
- وجود معامل موجب معنوي لاستخدام المشتقات للتحوط على المخاطر المالية وخلق قيمة في المؤسسة
- وجود معامل سالب معنوي لاعتماد مبادئ المالية الاسلامية في المؤسسة على المخاطر المالية وخلق قيمة

أهمية الدراسة وأهدافها :

انعكس فشل بعض الشركات في تسيير مخاطرها المالية والمحافظة على ثبات تدفقاتها للإضرار بقيمة الشركة وتهديد وجودها، كما أن المنتجات المالية الإسلامية المعروفة بصلابتها واستقرارها لم تأخذ حقيها في اختبار قدرتها على تخفيض حجم المخاطر وخلق قيمة في الشركات، لذلك نحاول كشف وتقييم طرق تسيير المخاطر المالية وكيف تساهم في خلق قيمة مع المقارنة في بيئة تقليدية وإسلامية لتحديد الأفضل، وتأخذ هذه الدراسة أهميتها من الأسباب التالية :

- التعرف على الوسائل المتخذة من قبل المؤسسات لتجنب أو التخفيف من المخاطر المالية
- البحث عن أفضل طرق لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق قيمة في المؤسسة
- التعرف على الطرق والوسائل المشروعة التي يمكن استخدامها للتعامل مع المخاطر المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية
- اظهار المالية الإسلامية كبديل لتخفيض حجم المخاطرة
- تقدم الدراسة قيمة كبيرة للشركات التي تتطلع إلى الاستفادة من التمويل الإسلامي مع مزيد من التبصر حول تعقيدات الامتثال للشريعة.
- جذب انتباه المستثمر لإمكانية تخصيص نسبة من أصوله للأسهم الإسلامية .
- إن نتائج هذه الدراسة سوف تلقي إضاءة على أوجه القصور في تسيير المخاطر المالية في كلا المقاربتين التقليدية والإسلامية.

أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار الموضوع للأسباب التالية:

- ميل شخصي في البحث في تسيير المخاطر والمالية الإسلامية من زاوية أخرى
- توجه الجزائر لاعتماد النوافذ الإسلامية في البنوك لجذب المدخرات، فلما لا تسليط الضوء على الأسهم الإسلامية ودراستها من ناحية الخطر والقيمة مع ابراز أهميتها في تنشيط السوق المالي
- تسليط الضوء على الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث أغلب البحوث في المالية الإسلامية كانت على البنوك الإسلامية
- تزويد المكتبة الجزائرية بصفة خاصة والعربية بصفة عامة بدراسة في التمويل الإسلامي للشركات

حدود الدراسة:

- **الحدود المكانية:** تم اختيار سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال مقارنة ثقل المؤشر العام للسوق والمؤشر الاسلامي للحكم على حجم المخاطرة على المستوى الكلي، أما على المستوى الجزئي فقد تم مقارنة عينة من 116 شركة ما بين التقليدية والمصنفة كمتوافقة مع الشريعة الاسلامية. تم اختيار العينة على أساس أكثر الشركات نشاط في البورصة وفي القطاعات الأكثر تصنيفا للشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، وبالتأكيد التي تتوفر على البيانات في تقاريرها السنوية خلال فترة الدراسة.
- **الحدود الزمنية:** غطت الدراسة على مستوى المؤشر الفترة من 2015/01/02 الى غاية 2021/06/30 لاعتماد تحيين الدراسات أما على المستوى الشركات فقد اعتمدت الدراسات على البيانات المالية المستخرجة من القوائم المالية لمدة سنوات من 2015-2020

منهج البحث:

لمعالجة اشكالية البحث وتحقيق أهداف الدراسة تم تقسيم البحث الى جزئين: نظري وتطبيقي بالاعتماد على:

- **المنهج الوصفي والتحليلي:** المناسب للجزء النظري بتحليل مختلف المراجع من الدراسات السابقة العربية والأجنبية التي ترتبط بالموضوع بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أجل استخراج العوامل المؤثرة على تسيير المخاطر المالية وخلق القيمة مع التفسير النظري للعلاقة بين المتغيرات
- **المنهج المقارن:** تقوم دراستنا على تحليل أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في نظريتين ماليتين مختلفتين فكان لابد من اعتماد المنهج المقارن لتحديد أوجه التشابه والاختلاف في كلا المقاربتين

الدراسات السابقة

من خلال البحث والاستطلاع الضمني لم تصادف الباحثة دراسة تعالج الموضوع بكل جوانبها بشكل موسع، وانما دراسات تتناول جانب معين تم الجمع بينها والبناء على أساسها للوصول للمقارنة، ويمكن الاشارة لأهم البحوث وأطروحات الدكتوراه القريبة من موضوع الدراسة:

1- الدراسات التي تعالج أثر تسيير المخاطر على خلق القيمة:

- دراسة (Allayannis & Weston, 2001) بعنوان:

«The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value» مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف لدراسة أثر تسيير الخطر وأدوات التغطية على قيمة الشركة، حيث تمت على عينة من 720 شركة أمريكية اقتصادية بين عامي 1990 و 1995. أظهرت نتائج الدراسة أن العلاقة بين قيمة الشركة المقاسة بواسطة Q توبين واستخدام مشتقات العملات إيجابية بشكل كبير، حيث أن الشركات التي تواجه مخاطر العملة وتستخدم المشتقات للتحوط لها قيمة أعلى بنسبة 4.87% من الشركات الأخرى.

- دراسة (shi & Pëng, 2011) بعنوان «Financial risk management and enterprise value creation» مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف لدراسة أثر تسيير الخطر على قيمة الشركة، تمت على عينة من 217 شركة معادن مدرجة في بورصة شنغهاي للفترة من 2002-2008 لتحديد أثر استخدام المشتقات لتغطية المخاطر المالية على قيمة المؤسسة وقد أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بينهما

- دراسة (Panaretou, 2014) بعنوان «Corporate risk management and firm value: evidence from the UK market»

مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف لدراسة أثر التحوط من تقلبات أسعار الفائدة والصراف على قيمة الشركة، تمت على عينة من شركات المملكة المتحدة غير المالية من 8 قطاعات مختلفة للفترة من 2003-2010 بمعدل 1372 ملاحظة وجدت أثر معنوي للتحوط من أسعار الصراف على القيمة، في حين أن كان الدليل ضعيف للتحوط من أسعار الفائدة على قيمة الشركة.

- دراسة (Augusto Cesar, 2017) بعنوان «Financial hedging with derivatives and its impact on the Colombian market value for listed companies»

مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف لدراسة عوامل الخطر وأثره على قيمة الشركة، تمت على عينة من 39 شركة اقتصادية مدرجة في بورصة كولومبيا من 2008-2014، أثبتت وجود أثر إيجابي للمشتقات، الرفع المالي، سعر السوق والربحية على خلق القيمة

- دراسة (Bendima & others, 2019) بعنوان «Does the usage of financial derivatives decrease the systemic risks in the GCC banks? An empirical study»

مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف هذه الدراسة إلى التحقق بشكل أساسي مما إذا كان استخدام المشتقات المالية يجعل البنوك تقلل من المخاطر النظامية. باستخدام بيانات 19 مصرفاً تجارياً من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 2000 إلى 2013، كشفت النتائج الرئيسية أن استخدام المشتقات المالية يقلل من المخاطر النظامية للبنوك، في حين أن تأثير مؤشرات الأداء غير واضح، فهو يختلف بين الأثر السلبي والإيجابي.

دراسة (Hadian & Adgolu, 2020) بعنوان "The effects of financial and operational hedging on company value"

مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف لدراسة أثر تسيير الخطر على قيمة الشركة، تمت على عينة من 257 شركة مالية مدرجة في بورصة ماليزيا من 2004-2018. كانت الشركات التي تستخدم المشتقات بنسبة 51% ويقتصر التعامل على العقود الآجلة والمبادلات. وجدت الدراسة أن التحوط التشغيلي لا يؤثر على القيمة، لكن التحوط المالي يخلق قيمة.

2- الدراسات المقارنة بين الأدوات المالية التقليدية والاسلامية

دراسة (Anwar & Norli, 2014) بعنوان "Performance Measurement Analysis: Shariah-compliant vs. Non Shariah-compliant Securities"

مقدمة في شكل مقال علمي، تهدف لمقارنة أداء الشركات التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الاسلامية لعينة من 107 شركة ماليزية للفترة ما بين 1990-2011، أوجدت اختلاف كبير بين أداء الشركات خاصة في ظل الأزمات، حيث أثبتت الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أنها أكثر متانة في فترات الركود، وأنها تمثل فرص استثمارية لتحقيق التنويع في المحفظة.

أظهرت دراسة (Chidami, 2015) بعنوان « La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière »

عبارة عند رسالة مقدمة لتحصيل شهادة الدكتوراه. تقوم الدراسة على تتبع تقلب العوائد اليومية للمؤشرات الإسلامية (DJIMI و S&P Sharia و FTSE Sharia و MSCI Islamic) في سياق الأزمة المالية الأخيرة (2007-2008) وقد بينت أنها كانت أكثر ثباتاً. لكن المؤشرين الإسلاميين (الماليزي والإندونيسي) كانا أكثر تقلباً من نظرائهما التقليديين. وعلى الرغم من أن الأسواق الإسلامية تجنبت التعرض لأزمة الرهن العقاري، إلا أنها كانت عرضة لتأثير الجولة الثانية من الأزمة، نظراً لتأثير العدوى

المالية التي تفاقمت بسبب ترابط الأسواق، فقد انتهى الأمر بالأزمة المالية إلى التأثير على المجال الحقيقي للاقتصاد.

قام (Sadeghi, 2015) بعنوان "Is Shariah-compliant investment universally sustainable? A comparative study

عبارة عند مداخلة مقدمة في ملتقى دولي، تهدف لتحليل متانة وكفاءة الاستثمار المتوافق مع الشريعة الاسلامية من المنظور العالمي وعبر البلدان، بأخذ أسعار الاغلاق اليومية لمؤشر داوجونز التقليدي والاسلامي من 2006- 2011 ووجد أن الأسهم الاسلامية كانت أفضل أداء قليلا خلال فترة أزمة الرهن العقاري، فقد كانت أكثر مرونة ومتانة من نظيراتها على المدى الطويل وهذا لتعزيز مبادئ المالية الاسلامية أساسيات النظام وعدم الفصل بين الاستثمار المالي والاقتصادي، وقد كان الأداء أفضل في الدول ذات الأغلبية المسلمة لتوفر التنويع والسيولة من خلال ارتفاع الطلب على الاستثمارات الشرعية.

قام (Miglietta & Batissi, 2015) بعنوان "A Comparative Study on Beta in Islamic Finance: Evidence from Malaysian Stock Exchange

عبارة عن دراسة مقدمة في شكل مقال علمي لمقارنة حجم المخاطر السوقية المشار لها، تمت الدراسة على عينة من 789 شركة ماليزية من 8 قطاعات منها 569 اسلامية و210 تقليدية بالمقارنة بين معامل بيتا لعينة من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا، مصنفة وفقاً لمبادئ التمويل الإسلامي كان لديها في المتوسط مستوى من المخاطر المنتظمة (مقاس بالبيتا) أعلى من الشركات المدرجة غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

دراسة (Ahmed & Farooq, 2017) بعنوان "Does the degree of Shari'ah compliance affect the volatility? Evidence from the MENA region

قدمت في شكل مقال علمي تهدف لمقارنة أداء المحافظ قبل وبعد الأزمة، طبقت على منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الفترة بين عامي 2003 و2013، قام فيها بدراسة سلوك ثلاثة محافظ ما قبل الأزمة المالية وبعدها، ووجد تأثير غير متماثل لسلوك التقلب بين المحافظ الثلاثة في ما قبل الأزمة المالية في مقابل ما بعد الأزمة المالية. وقد كانت المحفظة الأكثر توافقاً مع الشريعة الاسلامية الأكثر انخفاضاً في تأثير الصدمات على المدى القصير وتلاشي الأثر على المدى الطويل.

تقدم دراسة (Azmat & others, 2018) بعنوان "Sailing With the Non-Conventional Stocks When There Is No Place to Hide

عبارة عن مقال علمي يهدف لمقارنة أداء الشركات من خلال التقلبات المختلفة (يومية وأسبوعية وشهرية) لمؤشر داو جونز الإسلامي ومقارنتها مع تقلبات المؤشر التقليدي في الأسواق المتقدمة والناشئة بما في ذلك أستراليا والبرازيل، اليونان، فرنسا وألمانيا وهونغ كونغ واليابان وروسيا وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة لمدة 15 سنة، العينة تشكل 4166 ملاحظة للبيانات اليومية و 886 بيانات أسبوعية و 192 بيانات شهرية، خلصت أنه خلال الاقتصادية والمالية، يمكن للمستثمرين استخدام الأسهم الإسلامية للتنوع وتقليل المخاطر كما تشكل الدراسة دعمًا قويًا للأسهم الإسلامية وبينت أنها توفر ملاذًا آمنًا خلال الأزمات الاقتصادية والمالية، ويمكن للمستثمرين استخدامها لتنوع المحفظة

دراسة كل من (Ben Rejeb & Arfaoui, 2019) بعنوان Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A state space modeling approach مقدمة في شكل مقال علمي تمت على عشرة مؤشرات للأسهم الإسلامية للفترة من 1996 الى 2016 بينت أن أسواق الأسهم الإسلامية أكثر تقلباً من نظيراتها التقليدية. حيث أظهرت المؤشرات الإسلامية درجة أكبر من المخاطر مقارنة بالمؤشرات التقليدية. وقد وجد أن المؤشرات الإسلامية تستفيد من عائد إضافي مرتبط بخطر أكبر من نقص التنوع مقارنة بالمؤشرات التقليدية. كما توصلت الدراسة لوجود ترابط قوي بين الأسواق في كل نوع من أنواع المؤشرات وأيضاً بين أسواق الأسهم التقليدية والإسلامية، خاصة أثناء أزمة الرهن العقاري. وهذا يدل على أن تأثيرات الأزمة قابل للانتقال بين أسواق الأسهم، وحتى أسواق الأسهم الإسلامية ليست محصنة بالكامل ضد تلك الآثار.

أظهر (Khaw & others, 2019) بعنوان Firm risk and corporate policies: from the shariah certification perspective عبارة عن مقال علمي يدرس أثر مزايا الرفع المالي على دراسة عينة من 729 شركة ماليزية للفترة من 200-2016 بين ان اعتماد مبادئ الشريعة يؤدي لتخفيض المخاطرة من خلال تدني مستوى الرفع المالي، وحظر الأنشطة التي تنطوي على مخاطر عالية، حيث تكون الشركات الشرعية انتقائية في قراراتها الاستثمارية والتمويلية..

كما وجدت دراسة (Karimov, Balli & others 2020) بعنوان Shari'ah compliance requirements and the cost of equity capital عبارة عن مقال علمي يدرس أثر الأدرج كأسهم شرعية على استجابة المستثمرين، على أكثر من 100 سهم لشركات أمريكية للفترة من 2006-2016 كانت في البداية أسهم عادية، ثم تم قبولها لاحقاً كمتوافقة مع الشريعة واستمرت مع الوضع على مدار ما يقارب عشر سنوات حيث كان لديها بيتا أقل بالمقارنة مع

الشركات غير الشرعية. أولاً أدت حالة التوافق في البداية إلى حدوث تقلبات عنيفة لكن مع تخفيف نسب القيود التي كانت في الحدود القصوى سمح الاسترخاء بتعزيز مركز المخاطر.

تشابه دراستنا في محتواه النظري مع الدراسات السابقة الذي يبرز أهمية وفوائد تسيير المخاطر المالية من جهة واعتماد مبادئ الشريعة الإسلامية في الشركات من جهة أخرى، إلا أن حاولنا الجمع بين عدة دراسات التي عالجت أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة إلا أنها لم تأخذ بعين الاعتبار البديل التمويل الإسلامي، والدراسات التي قارنت بين أداء وتسيير المخاطر في الشركات التقليدية والإسلامية لكنها كانت بصفة عامة، في حين ركزت دراستنا على المخاطر المالية التي تعد المشتقات المالية أهم الأدوات المستخدمة لتغطيتها في النظرية التقليدية، لكنها تعد محظورة أو مقيدة في النظرية الإسلامية، فقد حاولنا المزج بين الجميع لدراسة ومقارنة أثر تسيير الخطر المالي على خلق القيمة لكن في بيئتين مختلفتين أحدهما تكون سياستها المالية مقيدة فهو ما يشكل الجديد في الدراسة.

هيكل البحث:

تم تقديم الأطروحة بالمقدمة العامة التي تتناول إشكالية وفرضيات الدراسة، الأهداف، أسباب اختيار الموضوع، منهج وعينة الدراسة، الدراسات السابقة وتحديد الهيكل ثم حدود والصعوبات التي واجهت الباحثة، من تم كان تقسيم الفصول إلى أربعة منها ثلاثة تتعلق بالجزء النظري وواحد للجزء التطبيقي، وبينها كالتالي:

- يتضمن **الفصل الأول** المعنون "أساسيات تسيير المخاطر المالية" أربعة مباحث، المبحث الأول يعرف الخطر بصفة عامة والمخاطر المالية وأنواعها بصفة خاصة، المبحث الثاني يعرف تسيير المخاطر الكلية بصفة عامة وتسيير المخاطر المالية بصفة خاصة، المبحث الثالث يتناول مراحل تسيير المخاطر المالية والمبحث الرابع يحلل أثر استخدام المشتقات للتحوط
- يتضمن **الفصل الثاني** المعنون بتسيير المخاطر في النظرية المالية الإسلامية أربعة مباحث الأول يتعلق بأسس النظرية المالية الإسلامية، المبحث الثاني يخص المنتجات المالية الإسلامية، المبحث الثالث المخاطرة في المفهوم الشرعي والمبحث الرابع أدوات التحوط الإسلامي
- يتضمن **الفصل الثالث** المعنون "التأصيل النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة" مقدم في أربعة مباحث الأول يخص مفهوم وقياس خلق القيمة، المبحث الثاني أثر تسيير الخطر المالي على خلق القيمة في النظرية المالية التقليدية، المبحث الثالث الثاني أثر تسيير الخطر المالي على خلق

القيمة في النظرية المالية الاسلامية والمبحث الرابع مقارنة بين الأثر تسيير المخاطر المالية في النظريتين.

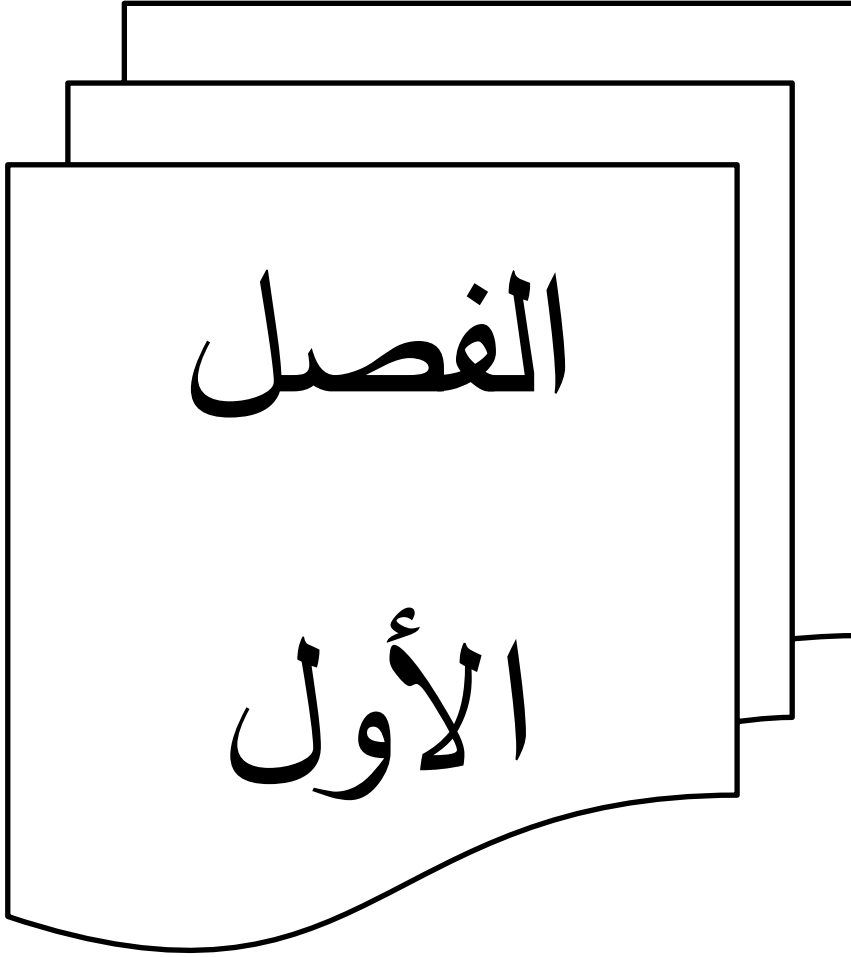
- **عالج الفصل الرابع** الجزء التطبيقي تضمن أربعة مباحث، الأول تعريف لسوق رأس المال الماليزي، المبحث الثاني قياس ومقارنة تقلب في مؤشر السوق العام والاسلامي، المبحث الثالث مقارنة تسيير المخاطر المالية في الشركات التقليدية والاسلامية، والمبحث الرابع دراسة قياسية لأثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة باستخدام نماذج البانل.

- تضمنت **خاتمة الدراسة** أهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة بالاضافة الى بعض التوصيات وآفاق الدراسة.

حدود الدراسة:

تتمثل إحدى الصعوبات الرئيسية التي واجهتنا في أن البيانات اللازمة لقياس تعرض الشركة للمخاطر والافصاح عن أنشطة التحوط غير متاحة بشكل عام. وقد جعل هذا النقص في قواعد البيانات العمل التجريبي صعباً للغاية.

بالإضافة لقلة المراجع التي تناولت الموضوع بجميع جوانبها وخاصة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية



الفصل

الأول

تمهيد

ان تقلبات الأسواق المالية وتغيرات أسعار الصرف والفائدة تجعل تسيير المخاطر المالية ضرورة أساسية في الادارة المالية، حيث أصبحت تقارير المخاطر والكشف عنها ذات أهمية متزايدة، اذ يرغب أصحاب المصلحة في معرفة المزيد عن المخاطر التي تتعرض لها مؤسساتهم وآلية تسييرها، كما أن نجاعتها مؤشر على كفاءة القائمين على التسيير. لكن الخسائر الكبيرة التي حدثت في السنوات الماضية تشير إلى أن العديد من الشركات لا تزال بعيدة عن تسيير مخاطرها المالية بشكل فعال.

تعد عملية تسيير المخاطر جزءًا من الأنشطة الاستراتيجية والتشغيلية لأي مؤسسة، تتعلق المخاطر المالية بالنشاط المالي للشركة، وتأخذ العديد من الأشكال المختلفة. يندرج تسيير المخاطر المالية ضمن الوظيفة المالية للمؤسسة، وهي فرع ثانوي لوظيفة أوسع لتسيير المخاطر وتطبيق للنظرية والممارسة المالية الحديثة. تشكل تسيير المخاطر المالية تحدي متصاعد على المؤسسات في ظل تعقد محيطها وتطور الوسائل والأدوات المستخدمة. قد تم تخصيص الفصل الأول لعرض الاطار النظري لأساسيات المخاطر المالية وكيفية تسييرها في المؤسسة، وقد قمنا بتقسيم الفصل كما يلي:

المبحث الأول: تعريف وأنواع المخاطر المالية

المبحث الثاني: تعريف وتاريخ تسيير المخاطر المالية

المبحث الثالث: مراحل تسيير المخاطر المالية

المبحث الرابع: تحليل أثر استخدام المشتقات للتحوط

المبحث الأول: تعريف وأنواع المخاطر المالية:

ان الخطر وليد الفطرة لأنه مرتبط بحالة عدم التأكد في الأحداث والعمليات المستقبلية، والتي يمكن أن يؤدي تحقيقها إلى خسائر كبيرة بدلاً من المكاسب، يتعدد تعريف مفهوم الخطر حسب وجهة نظر كل تخصص معين بشكل مختلف بناءً على خلفيته ومجال تخصصه. في هذا الصدد، قد نجد تعريفات مختلفة وفقاً لمجال المعرفة مثل الاقتصاد أو التمويل أو غيرهما. في النشاط الاقتصادي تتعرض الشركات لجملة من المخاطر التي تلازم نشاطها، والتي تتزايد مع تعقد محيطها الخارجي. إن المخاطرة بشكل موضوعي هي عنصر حتمي في اتخاذ أي قرارات اقتصادية بسبب حقيقة أن عدم التأكد هو سمة حتمية للبيئة.¹

من أهم تصنيف للمخاطر التمييز بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية، ترتبط الأول بحالة عدم التأكد من نتائج النشاط الاستغلالي للشركة، بينما المخاطر المالية ترتبط بأثر تقلب المتغيرات المالية في الأسواق المالية. تتطلب المخاطر المتزايدة من المؤسسة اعتماد استراتيجية لتسيير مخاطر للتحكم فيها والتقليل من أثرها.

المطلب الأول: مفهوم الخطر

لا يوجد إجماع في الأدبيات على أصل الكلمة الدقيق للمصطلح، الذي يعود للكلمة اللاتينية (resicum, risicum, riscus) تعني القدر أو الصدفة مستمد من مصطلح ملاحى يوناني (rhiza, rhizikon)، كان يستخدم كتشبيه للخطر المحتمل في البحر. غالباً ما يستخدم هذا المصطلح في العقود البحرية. منذ القرن الثالث عشر، أدرجت الكلمة في السجل القانوني لتدخل المفردات الإيطالية الحالية (rischiare, riscare, risco). ثم انتشر المفهوم في أوروبا كمرادف للمغامرة، الحظ، الخطر، الثروة، الصدفة، ويأخذ إما دلالة إيجابية (إذا كان المرء يسعى لاغتنام فرصته عن طريق المخاطرة) أو سلبياً (للمخاطر المحتملة عند مجابهة مواقف معينة). لكن مع تطور المنهج العلمي وظهور الأدوات الرياضية (الاحتمالات والإحصاء) حصر مفهوم الخطر للمدلول السلبي مشيراً لاحتمالية وقوع حدث غير مرغوب فيه ينتج عنه خسائر أو ضرر في حالة تحققه.²

هناك آراء مختلفة في الأدبيات حول مفهوم الخطر، ولكن من بين العديد من التعريفات نذكر منها:

¹ Pashchenko Svetlana, Pashchenko Nikolay, Krioni Olga (2017): Financial risk management, Advances in Economics, Business and Management Research, (volume 38) 512-518 P512

² Louati Houda, (2017) : Analyse des Déterminants de la Qualité de la Gestion Intégrée des Risques d'Entreprise et Impact sur la Valeur des Entreprises Canadiennes , thèse doctorat non publier, Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises, Université Menouba, Tunis, P48

- "الخطر هو وجود احتمال حدوث انحراف سلبي عن النتيجة المتوقعة".
- "تقلب النتائج غير المتوقعة، والتي تعكس قيمة الأصول أو حقوق الملكية أو الأرباح"¹.
- حسب تعريف معيار الايزو ISO 31000: "الخطر ناتج من حالة عدم التأكد من تحقيق الأهداف، يكمن في الانحراف عن المتوقع اما إيجابيا أو سلبيا أو كليهما، ويمكن أن يخفض أو يخلق أو يتيح فرص وتهديدات".
- ورد تعريف الخطر في قاموس أكسفورد الحديث بأنه امكانية حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه، وفي نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه. فهو احتمال اختلاف العائد المتوقع عن المحقق نتيجة حالة عدم التأكد.²
- تعريف معهد المدققين الداخليين الأمريكيين: "المخاطر هي مفهوم يستخدم لقياس حالات عدم التأكد في عمليات التشغيل والتي تؤثر على قدرة المؤسسة في تحقيق أهدافها، ويمكن أن يكون الأثر ايجابي أو سلبي، فاذا كان التأثير سلبي يطلق عليه خطر (تهديد)، واذا كان ايجابيا يطلق عليه فرص".³

في الأدبيات الاقتصادية، يتم التعامل مع المخاطر باعتبارها مشكلة معيارية للندرة، فهي مجرد مورد يجب تخصيصه وتوزيعه، وبالتالي تظل المخاطر مكوناً من مكونات السياسة النقدية، أو نظريات القيمة أو المنفعة، والتي تُعرّف بأنها ظاهرة قابلة للقياس علمياً (حتى لو لم تكن قيمتها دقيقة). المفهوم العام للمخاطر في الاقتصاد هو مزيج من الفرص والتهديدات، وتعكس هذه المخاطرة والمكافأة الاحتمال المعتمد للحث على تحمل الخطر. لذلك يجب مكافأة المخاطرة برأس المال، بينما يجب تغطية المخاطر غير المرغوبة التي تهدد الأعمال.

يتميز كل من Knight و Keynes بين حالة المخاطرة (التي يمكن قياسها بالاحتمالات) وحالة عدم التأكد (غير قابل للقياس). حيث يضيف Ellsberg فكرة الغموض (حالة يكون فيها جزء فقط من المعلومات محتملاً). وفقاً لKnight، فإن المخاطرة تميز النشاط، في حين أن العائد الناتج يرتبط بعدم التأكد. من ناحية أخرى، يوضح كينز أن عدم التأكد يعكس العالم الحقيقي بشكل أفضل من حسابات الاحتمالات، لأن المستقبل (المجهول) يمثل أفضل سلوك للأعوان الاقتصاديين من النماذج الرياضية المبنية على البيانات السابقة.⁴

¹ Lahsasna Ahcene , (2014): Shariah Non Compliance Risk Management and Legal Documentation in Islamic Finance, Wiley Finance Series, Solaris South Tower, Singapore P11

² قندوز عبد الكريم، (2016): التحوط وتسيير المخاطر في التمويل الاسلامي، طبعة 1، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن ص 28
³ معنوق جمال، (2016): تسيير المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر ص 159

⁴ Pierandrei Laurent, (2015) : Gestion des risques en entreprise, banque et assurance, DUNOD, Paris , France P4-7

المطلب الثاني: مفهوم الخطر المالي:

تتعرض المؤسسة لعدة أنواع من المخاطر والتي يجب عليها دراستها وتسييرها، ومن أهمها المخاطر المالية التي تعد كمصدر للخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية وتكون في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة حيث تكون المؤسسة في وضع لا تستطيع مقابلة التزاماتها المالية. يعود مصدر الخطر لحالة عدم التأكد من العوائد المتوقعة في الأسواق المالية التي قد تنتج عنها خسائر في حال انخفاض العوائد المحققة عن المتوقعة، مما قد يجعل المؤسسة غير قادرة على تلبية التزاماتها ويزيد الخطر مع ارتفاع نسبة الرفع المالي

وهناك عدة تعريفات للخطر المالي نذكر منها:

- " احتمال أن يخسر المساهمون أموالهم عندما الاستثمار في شركة مشبعة بالديون، إذا ثبت أن التدفق النقدي للشركة غير كافٍ للوفاء بالتزاماتها المالية¹
- "احتمال تحمل المؤسسة لخسائر مباشرة أو غير مباشرة نتيجة فشلها في تحقيق العائد المناسب على أنشطتها الاستثمارية أو الاستغلالية، وتعد من أهم المخاطر التي من الممكن أن تواجه المؤسسة لارتباطها بباقي المخاطر الأخرى".²
- " مقياس نسبي لمدى التقلب في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً".
- "الفقد الجزئي أو الكلي في قيمة ثروة المساهمين بالمنشأة".³
- "التعرض للخطر المالي ينشأ عند تعهد الشركة بدفع التزامات أو منح للغير كمستحقات نهاية الخدمة ومنح التعاقد المسبق، التي قد تؤدي لاختلال الخزينة في حال خروج التسديدات في وقت واحد ودفعة واحدة، مما قد ينجر عنه انخفاض قيمة المؤسسة التي لم تخطط لهذه التدفقات السالبة".⁴

¹ Valaskova Katarina, Kliestik Tomas, Svabova Lucia and Adamko Peter, (2018): Financial Risk Measurement and Prediction Modelling for Sustainable Development of Business Entities Using Regression Analysis, Sustainability, (10), 2144, P 2

² بوهالي فاطمة، (2017): تسيير المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد الاقتصادي، المجلد 35 (العدد01)، ص416

³ محمد علي محمد علي، (2005): تسيير المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية -مدخل لتعظيم القيمة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر ص35.

⁴ Louisot Jean-Paul, (2014) : Gestion des risques, afnor édition, 2 em édition, Paris, France, P39

- "المخاطر المالية للمؤسسة هي نتيجة اختيارات الملاك أو المسيرين لحل مالي بديل، يهدف لتحقيق النتيجة المستهدفة المرغوبة للنشاط المالي مع احتمال تكبد خسائر مالية بسبب عدم التأكد من شروط تنفيذه. "

تنشأ المخاطر المالية في سياق علاقات العمل مع المؤسسات المالية (المالية، الاستثمارية، التأمينات، البنوك، والبورصات). تتنوع أسباب المخاطر المالية، من عوامل التضخم، وأسعار الفائدة المصرفية، وانخفاض قيمة الأوراق المالية.¹

من خلال التعريفات السابقة نجد أن المخاطر المالية تتعلق بهيكل رأس المال وقدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات والمصاريف الثابتة، وتتعلق بعوامل السيولة القصيرة والقدرة على سداد الالتزامات الطويلة الأجل. تنشأ المخاطر المالية من عدد لا يحصى من المعاملات المالية التي تقوم بها المؤسسة بما فيها المبيعات، المشتريات، الاستثمارات، القروض وأنشطة الاستغلال الأخرى. كما يمكن أن تنشأ نتيجة المعاملات القانونية، المشاريع الجديدة، عمليات الاندماج والاستحواذ، الاستدانة. أو من جهة أخرى قد تعود لأخطاء بشرية من جانب المسيرين، أصحاب المصالح، المنافسين. ان تغير الأسعار المالية بشكل كبير يؤدي لرفع تكاليف المؤسسة وتخفيض إيراداتها مما يقلل من الربحية ويساهم في رفع التقلبات النقدية، ويصعب عملية تخطيط المشاريع، تسعير السلع والخدمات وتخصيص رأسمال.²

من خلال ما سبق يمكننا صياغة التعريف التالي للمخاطر المالية:

"احتمال الانحراف السلبي للعوائد المحققة عن العوائد المتوقعة، نتيجة تقلبات الأسواق المالية والتي قد تجعل المؤسسة غير قادرة على تسوية التزاماته في تاريخ استحقاقها مما قد ينشأ عنه تكاليف قد تؤدي لانخفاض قيمة التدفقات النقدية التي تؤثر على قيمة المؤسسة ككل"

¹ Pashchenko Svetlana, Pashchenko Nikolay, Krioni Olga, Op. cit P512

² Horcher Karen, (2005): Essentials of financial risk , Wiley edition, ,Hoboken, New Jersey , USA P8

المطلب الثالث: أنواع المخاطر المالية

تنطوي التعاملات في الأسواق المالية على مجموعة متنوعة من المخاطر المالية التي تواجه المتعاملين ومختلف المؤسسات، قد تخلق المخاطر المالية من إمكانية حدوث خسائر ناجمة عن مخاطر الائتمان المتعلقة بالعملاء والموردين والشركاء، ومخاطر التمويل والسيولة، ومخاطر السوق المتعلقة بتقلبات أسعار الأسهم، أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع. هذه المخاطر المالية ليست بالضرورة مستقلة عن بعضها البعض. على سبيل المثال، أسعار الصرف والفائدة غالباً ما ترتبط ارتباطاً وثيقاً.¹ هناك العديد من التصنيفات لأنواع المخاطر المالية، غير أننا اقتصرنا على التصنيفات الأكثر شيوعاً.

1. التصنيف الأول:

التقسيم الموالي للمخاطر المالية حسب جمعية المدققين المهنيين الدوليين (CGMA)² و كل من

Michael B Miller و Margaret Woods and Kevin Dowd

من أهمها:

1. مخاطر السيولة:

يمكن تعريف مخاطر السيولة على أنها عدم قدرة المؤسسة على بيع أو شراء أصل، أو عدم قدرتها على بيع وشراء أصول بالكمية المطلوبة وبالسعر الحالي في السوق، فهو يرتبط بسيولة الأسواق المالية. يصعب وضع تقدير كمي لهذا الخطر من الناحية الرياضية. ان خطر السيولة يجعل المؤسسة في وضعية صعبة لتوفير الأموال اللازمة لمقابلة التزاماتها، وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية التزاماتها بمدفوعاتهما في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة، أي تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية.

¹ CGMA TOOL, (2015): FINANCIAL RISK MANAGEMENT: MARKET RISK TOOLS AND TECHNIQUES , (<https://www.cgma.org/content/dam/cgma/resources/tools/downloadabledocuments/finance-risk-tool.pdf> 12/01/2020

² تم تأسيسها في عام 2012 من قبل المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) ومعهد تشارترد للمحاسبين الإداريين (CIMA) للتعرف على مجموعة من المحاسبين الإداريين الذين وصلوا إلى أعلى معايير الجودة والكفاءة.

يتم تعيين CGMA من قبل أكبر شبكة من المتخصصين في المحاسبة والمالية. من خلال رابطة المحاسبين المحترفين المعتمدين الدوليين، التي تمثل AICPA و CIMA، يتمتع حاملو التصنيف CGMA بوضع أفضل لتحليل المعلومات وتقديم المشورة بشأن الاستراتيجية ودفع نجاح الأعمال.

2. مخاطر الائتمان:

هي المخاطر المرتبطة بإمكانية التقصير من قبل الطرف المقابل للوفاء بالتزاماته جزئياً أو كلياً في التاريخ المتوقع عليه. وبالتالي، فإن مخاطر الائتمان لا تتكون فقط من مخاطر تخلف الطرف المقابل تماماً عن الوفاء بالتزاماته، ولكن أيضاً أنه التخلف عن سداد جزء من الدين أو عدم الالتزام بالبنود المتفق عليها.

يزداد التعرض لمخاطر الائتمان بشكل كبير عندما تعتمد الشركة بشكل كبير على عدد صغير من العملاء الكبار الذين تم منحهم حق الوصول إلى مبلغ كبير من الائتمان حيث يزداد خطر الائتمان مع ارتفاع قيمة التركيز على عدد قليل من العملاء أو تركيز نسبة كبيرة من المبيعات لدى عميل واحد.¹

3. مخاطر السوق:

تتمثل في خطر تحقيق خسارة نتيجة حركات متغيرات الأسواق المالية، اما لتغير معدل الفائدة، معدل الصرف، أسعار الأوراق المالية أو السلع الأساسية. فهو يعكس خطر تقلب قيمة المحفظة² نتيجة تغير اتجاهات سوق رأس المال صعوداً أو نزولاً حسب الأوضاع الاقتصادية، الاجتماعية أو السياسية في دولة أو في أخرى، وتشمل:

• مخاطر معدل الصرف:

يفسر هذا الخطر باحتمال تأثير تغيرات أسعار العملات على المعاملات الآجلة، ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فان ذلك يترتب عليه خسارة بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر الصرف تظهر أيضاً عند اصدار الأوراق المالية بعملة معينة أو الاستثمار بعملة أخرى. كما قد يتعرض المقترض بالعملة الأجنبية الى احتمال زيادة في قيمة العملة التي المقوم بها القرض مقابل عملة المقترض المحلية، مما يزيد في أعباء خدمة الدين. أما بالنسبة للمستثمر فاذا انخفضت قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية تنخفض القيمة السوقية للاستثمار بالعملة المحلية ويعاني من خسارة.³

¹ Woods Margeret, Dowd Kevin, (2008): Financial Risk Management for Management Accountants , The Society of Management Accountants, Canada P 7

² Dun & Bradstreet, (2006), Financial Risk Management, Tata McGraw-Hill Education, New Delhi, India, P15

³ كويل بريان، (2007)، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، ص151

• مخاطر معدل الفائدة:

يتعلق هذا الخطر بعمليات الاقراض والاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة لتحمل خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تقويت فرص لتخفيضها أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة. يكمن الخطر في أن المؤسسة لا يمكنها توقع التغيرات سواء اعتمدت على معدل فائدة ثابت أو متغير، فإذا أقدمت على الاستدانة بمعدل متغير فهي بذلك معرضة للخطر عند ارتفاع المعدل، حيث ترتفع تكاليف الاستدانة مما يتسبب في انخفاض الأرباح أو تحقيق الخسائر، وان استدانة بمعدل ثابت فقد تفقد فرص الاستفادة من أي انخفاض في معدل الفائدة.¹

• مخاطر أسعار الأسهم:

تنشأ مخاطر أسعار الأسهم من التقلبات في قيمة الاستثمارات أو الأوراق المالية التي تحتفظ بها الشركة والتي ترتبط بتقلبات السوق لعوامل اقتصادية أو سياسية. يكمن الخطر في ارتفاع قيمة الاسهم لأكثر من قيمتها الحقيقية مما يشكل خطر انهيار الفقاعة، أو العكس انخفاض الأسعار لأقل من القيمة الحقيقية.

• مخاطر أسعار السلع الأساسية:

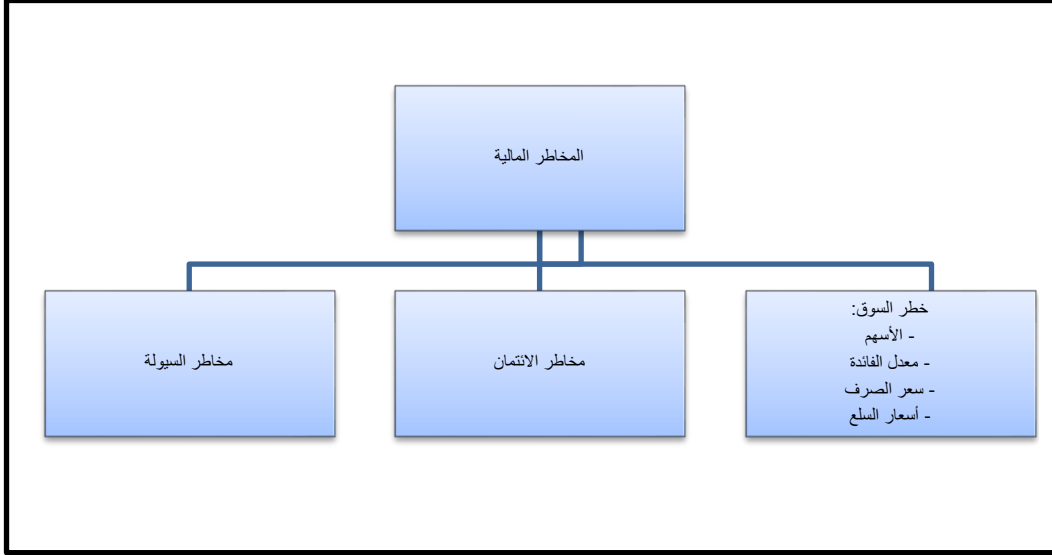
تحدث هذه المخاطر عندما يكون هناك احتمال لحدوث تغييرات في سعر سلعة ما يجب شراؤها أو بيعها. يمكن أن ينشأ التعرض للسلع أيضاً من الأعمال غير السلعية إذا كانت المدخلات أو المنتجات والخدمات تحتوي على مكون سلعي. تؤثر مخاطر أسعار السلع الأساسية على المستهلكين والمستخدمين النهائيين كما تؤثر على المصنعين والحكومات وتجار الجملة. إذا ارتفعت أسعار السلع المستخدمة كمواد أولية ترتفع كلفة شراءها مما يقلل من هامش الربح. كما تؤثر مخاطر الأسعار أيضاً على منتجي السلع، فإذا انخفضت أسعار السلع الأساسية (المباعة) فإن الإيرادات تنخفض أيضاً، مما يؤدي إلى انخفاض رقم الأعمال²

¹بوهالي فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 413

² Horcher Karen, Op. Cit. P30

يمكن توضيح تقسيمات أنواع المخاطر المالية في الشكل التالي:

الشكل 1: تقسيمات المخاطر المالية



المصدر: من اعداد الباحثة

II. التصنيف الثاني:

كما يظهر تصنيف آخر مهم للمخاطر المالية حسب نموذج تقييم الأصول المالية CAPM لويليام شارب، الذي يقسمها لمخاطر نظامية (عامة) ومخاطر غير نظامية (خاصة)، حيث لكل منهما معالجة مالية كمية خاصة تساعد في اتخاذ القرار، ويعرف كل منها كما يلي:

■ **المخاطر النظامية:** (مخاطر السوق أو المخاطر العامة) تعكس طبيعة النظام تنتج عن تغير عوامل السوق تكتسب صفة العمومية حيث لا يقتصر أثرها على شركة واحدة أو قطاع واحد مما يصعب التخلص منها عن طريق التنويع. ترتبط بالظروف الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية التي تؤثر على المتغيرات المالية.

ويشير Francis, J. , 1986 إلى أن الشركات التي تتسم بارتفاع المخاطر المنتظمة لعائد أسهمها، هي تلك المنشآت التي تنتج سلعاً أساسية، مثل شركات إنتاج المعدات، شركات مقاولات وإنشاء الطرقات، والشركات التي يتميز هيكلها المالي بارتفاع نسبة الاقتراض، في الوقت الذي تتسم فيه مبيعاتها بالموسمية، مثل شركات الطيران. إضافة إلى الشركات الصغيرة نسبياً التي تنتج سلعاً يحتمل أن تتعرض بسرعة للتقادم مثل شركات إنتاج الكمبيوتر، في مثل هذه الشركات تكون المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم مسايرة للمستوى العام للنشاط الاقتصادي لذلك ترتفع نسبة المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها.

■ **المخاطر غير النظامية:** هي جميع المخاطر التي ترتبط بنوع معين من الاستثمار عن غيره، وهي ناتجة عن عوامل خاصة بشركة معينة أو قطاع معين، وقد تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، مثل حدوث اضطراب عمالي في الشركة أو في قطاع اقتصادي معين أو بعض الأخطاء الإدارية وظهور اختراعات جديدة، وتغير في الحملات الاعلانية أو أذواق المستهلكين، أو ظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات.

الشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر الغير منتظمة هي تلك الشركات التي تنتج سلع استهلاكية أو غير معمرة، حيث لا تعتمد مبيعاتها على مستوى النشاط الاقتصادي. تتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة أو بدرجة الاعتماد على الاقتراض كمصدر للتمويل. وتتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة أو حدوث تغير أساسي في الإدارة.¹

¹ محمد عبد الله شاهين محمد، (2017): محافظ الأوراق المالية، دار حميترا للنشر والتوزيع، الطبعة 1، القاهرة، مصر، ص-142

المبحث الثاني: تعريف وأهمية تسيير المخاطر المالية:

تتعرض المؤسسة لجملة من المخاطر ولضمان استمراريتها ومكانتها في ظل المنافسة المتزايدة لابد على المؤسسات ادارة وتسيير هذه المخاطر بطريقة فعالة تتماشى مع أهداف المؤسسة من خلال اتباع مجموعة من الخطوات.

المطلب الأول: التعريف

نستعرض أولاً تعريف عملية تسيير المخاطر الكلية، ثم نتطرق لتعريف عملية تسيير المخاطر المالية باعتبارها جزء من تسيير المخاطر الكلية.

1- تعريف تسيير المخاطر

حدد الباحثون والمؤلفون مفهوم تسيير المخاطر بطرق مختلفة، نذكر منها:

- حسب Njogo2012، تسيير المخاطر " هي عملية تحديد وتقييم وتحديد أولويات المخاطر التي تتم مراقبتها من خلال الاستخدام المنظم والفعال للموارد من أجل تقليل ومراقبة والتحكم في احتمالية أو تأثير الأحداث الكارثية ".

- حددت "المؤسسة الأوروبية لإدارة الجودة" (EFQM) تسيير المخاطر هي " الاستخدام المنتظم للعمليات على مستوى المؤسسة لتحديد وتقييم وإدارة ومراقبة المخاطر بحيث يمكن الاستفادة من التغذية العكسية للمعلومات المتراكمة من تسيير المخاطر السابقة لضمان مزيد من الحماية وخلق قيمة للشركة¹

- حسب ISO 31000: "الأنشطة المنسقة لتوجيه ومراقبة الأخطار التي تتعرض لها المؤسسة ."²

يفرق Damodaran بين تسيير المخاطر وتقليل المخاطر، يرتبط تسيير المخاطر باستراتيجية الشركة في التعامل مع حالة عدم التأكد، واعتماد سياسات استباقية لخلق القيمة. من ناحية أخرى، يعد تقليل المخاطر عملية دفاعية لحماية المنظمة من المخاطر باستخدام التأمين أو المشتقات.

¹ Muhammad Anwar , (2017): Financial Risk Management Practices in Financial and Non-Financial Firms; Survey of Pakistani Firms , SSRN Electronic Journal, P2

² <https://www.iso.org/iso-31000-risk-management.html> 30/9/2021

- تسيير المخاطر عبارة عن تنظيم متكامل يهدف الى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف، وذلك عن طريق اكتشاف الخطر ثم تحليله وقياسه وبالتالي تحديد وسائل مواجهته لاختيار الأنسب.¹

هناك تباين كبير في مستوى الموارد المخصصة لتسيير المخاطر عبر المؤسسات ذات الأحجام المختلفة. قد نجد في بعض المؤسسات أن تنفيذ وظيفة تسيير المخاطر تتم من قبل شخص واحد أو مدير مخاطر، وفي مؤسسات أخرى قد نجد قسم مخصص لتسيير المخاطر يرأسه مدير المخاطر، والذي يكون له مقعد في مجلس الإدارة. ولكن بغض النظر عن مدى صغر أو حجم وظيفة تسيير المخاطر المخصصة للمؤسسة، فإن النظرة الحالية لتسيير المخاطر هي أن كل فرد في المؤسسة يتحمل بعض المسؤولية لتسيير المخاطر التي تتعرض لها والسيطرة عليها. كما يتحمل مجلس الإدارة المسؤولية النهائية، فهو من يحدد استراتيجية تسيير المخاطر في المؤسسة ويكون مسؤولاً عن وضع إطار العمل. غالباً ما يرتبط تسيير المخاطر بوحدة تنظيمية وهي وظيفة مستقلة تقدم تقاريرها مباشرة إلى مجلس الإدارة، مما يجعل تسيير المخاطر مسؤولية مجلس الإدارة. ومع ذلك لا يمكن لمجلس الإدارة تسيير المخاطر بمفرده. يجب أن يتبع المبادئ التوجيهية المفوضة مركزياً، ويضمن تحقيق الأهداف المسطرة.²

2- تعريف تسيير المخاطر المالية

تعد عملية تسيير المخاطر المالية جزء من استراتيجية تسيير المخاطر الكلية، وهي تمثل تحدياً طالما كان هناك تقلب في الأسواق والأسعار، تتناول تسيير المخاطر المالية العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر التي تصاحبه، وهي تطبيق لرؤية نظرية التمويل والإدارة المالية التي تتم في المؤسسة علي أنها ممارسات يجب تقييمها في ضوء تأثيرها على القيمة السوقية للشركة. يكمن الهدف الرئيسي لتسيير المخاطر المالية في ضمان الأمن المالي للمؤسسة في عملية تطويرها ومنع التخفيض المحتمل في قيمتها السوقية. وبشكل عام، يمكن توضيح ما يعنيه مصطلح تسيير المخاطر المالية من خلال مراجعة بعض التعريفات، كما يلي:

¹ مزيان محمد توفيق، (2017): قياس وتسيير المخاطرة في الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، ص77

² Schroeck, Gerhard (2002) : Risk management and value creation in financial institutions, John Wiley & Sons, Inc. , Hoboken, New Jersey USA P32

- "القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، وقياسها، والتعامل مع مسيبتها، والآثار المترتبة عليها. وأن الغرض الرئيسي لتسيير المخاطر المالية بالشركة يتمثل في تمكين الشركة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة".
 - "تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعملاء والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية"
 - "استخدام أساليب التحليل المالي وكذلك الأدوات المالية المختلفة من أجل السيطرة على مخاطر معينة وتدنية أثارها غير المرغوبة على المؤسسة". كما يمكن تسمية هذه العملية إدارة الخسائر المحتملة
 - "هي التعامل مع حالة عدم التأكد الناتجة عن الأسواق المالية، بحيث تنطوي على تقييم المخاطر المالية وتطوير استراتيجيات لتسييرها بما يتوافق مع السياسة الداخلية للمؤسسة، ويساهم في خلق ميزة تنافسية".
- تشمل مزايا تسيير المخاطر المالية في حماية التدفقات النقدية وتقليل تقلبات الأرباح ما يمكن أن يساهم في انخفاض تكلفة رأس المال وزيادة قدرة الشركة على الوصول إلى التمويل واستغلال الفرص الأخرى.

3- الفرق بين تسيير المخاطر التشغيلية والمخاطر المالية:

الاختلافات الرئيسية بين تسيير المخاطر التشغيلية والمخاطر المالية يتمثل في النقاط التالية:

- ترتفع وتيرة المخاطر ذات الطبيعة المالية (يوميًا أو أسبوعيًا في مقابل وتيرة أطول بمعدل كل ثلاثي أو سداسي في المخاطر التشغيلية)
- المخاطر التشغيلية أثارها طويل الأجل ويتم تبني إستراتيجية لتسييرها في حين المخاطر المالية أثارها يكون على العوائد الجارية. يمكن أن يتم تسييرها على مستوى الإدارة المالية.
- التحوط وإدارة مخاطر الأعمال التجارية، مختلفة ومتنوعة و(أحيانًا) غامضة، حيث طبيعتها غير مباشرة كما في حالة المخاطر المالية (من الصعب جدًا العثور على مشتقات للمخاطر المتعلقة بدورات المبيعات مقارنة بأسعار الفائدة، على سبيل المثال)¹ كما أنه يصعب قياس عوامل الخطر وتحديد حجم الخسارة المتوقعة.

¹ Gonzalez Jorge Arturo Martinez, Salgado Roberto Joaquin Santillan, (2006): Measuring Business Risk through Cash flow at risk ; Modeling and Hedging choices in a multinational company based in an emerging country , conger annual administrativas, AV Sans Luis Potosi, Mexique, may 3-5, P5

ان تسيير المخاطر المالية التي تواجهه المؤسسة يضمن لها تقليل تقلبات مدخلات ومخرجات الخزينة وتثبيت التدفقات النقدية، مما يسمح للمؤسسة بالتركيز بعدها على تسيير المخاطر التشغيلية والتفرغ لرسم استراتيجيات تعزز نشاطها.

المطلب الثاني: الأهمية والأهداف

يمكن للشركات الاستفادة من تسيير المخاطر المالية بعدة طرق مختلفة، ولكن ربما تكون الميزة الأكثر أهمية هي حماية قدرة الشركة على الاهتمام بأعمالها الأساسية وتحقيق أهدافها الاستراتيجية. من خلال جعل أصحاب المصلحة أكثر أمانًا، تساعد سياسة تسيير المخاطر الجيدة في تشجيع المستثمرين في الأسهم والدائنين والمديرين والعاملين والموردين والعملاء على البقاء مخلصين للشركة. الهدف الأساسي لجهود تسيير المخاطر هو الحد من تقلب التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وأرباحها، يؤدي هذا إلى مجموعة متنوعة من الفوائد الإضافية نذكر منها:¹

- تعزيز سمعة الشركة أو علامتها التجارية، حيث يُنظر إلى الشركة على أنها ناجحة ويُنظر إلى إدارتها على أنها تتمتع بالكفاءة والمصداقية.
- الحد من تقلب الدخل التشغيلي (على المدى القصير) يجب على الشركات أن تضمن النقد المتاح المطلوب من أجل القيام باستثمارات تعزز القيمة.
- زيادة استقرار الأرباح يميل أيضًا إلى تقليل متوسط الالتزامات الضريبية من خلال ميزة ترحيل الخسائر السابقة يتم توزيع الدخل قبل الضريبة على سنوات مما يخفض من مستحقات الضريبة.
- المسؤولية الاجتماعية من خلال المحافظة على أهداف أصحاب المصالح.
- يمكن لأنشطة تسيير المخاطر أن تقلل من تكلفة رأس المال، وبالتالي تزيد من القيمة الاقتصادية المضافة المحتملة.
- تحسين التصنيف الائتماني، تسهيل الحصول على التمويل بتكلفة أقل مما يمكن لاستغلال الفرص الاستثمارية.
- الحد من التقلب في القيمة السوقية للشركة (سعر السهم) من خلال تخفيض أثر تقلبات المتغيرات الاقتصادية والمالية على سعر السهم.

¹ Woods Margeret, Dowd Kevin, Op. Cit, P 5

- تجعل الشركة في وضع أقوى للتعامل مع قضايا الاندماج والاستحواذ. كما أنها تجعلها في وضع أقوى للبقاء على مضمار المنافسة.

المطلب الثالث تاريخ تسيير المخاطر المالية:

ان البحث عن أصول وأولى مظاهر تسيير المخاطر يرتبط بنشاط التأمين باعتباره الشكل الأول لتسيير المخاطر على أساس تعاقدية. أوائل الخمسينيات تم تغيير اسم وظيفة "مدير التأمين" الموجودة في الشركات، لتوسيع مهام مدير التأمين المخصص بشكل أساسي للاكتتاب في التأمين وتسميته بـ "مدير المخاطر"، وأصبح الهدف من تسيير المخاطر تعظيم الكفاءة الإنتاجية للشركة. من هنا بدأت تتشكل الخطوط العريضة لتسيير المخاطر، غير أن المخاطر المالية في هذه المرحلة لم تشكل مصدر قلق للشركات مع استقرار أسعار الصرف والفائدة.

الا أن المخاطر بدأت في التزايد نتيجة التطور الصناعي والتكنولوجي وأبدت شركات التأمين إحصاءً واضحاً عن تحملها هذه المخاطر، تجسد ذلك من خلال اشتراط أقساط أعلى وضمانات عالية. لذلك كان من الضروري التفكير في تقليل هذه التكاليف.

مع بداية السبعينيات، فرضت ظروف جديدة نفسها لتطورين رئيسيين، بعد الحرب العالمية كان انهيار اتفاقية بريتون وودز بعد القرار الذي اتخذته الولايات المتحدة في 15 أوت 1971 لوقف تبادل الدولار مقابل الذهب بسعر ثابت قدره 35 دولاراً للأونصة. منذ تلك اللحظة، أصبحت أسواق الصرف الأجنبي أكثر تقلباً، مما أثر بشكل مباشر على أسعار الفائدة، وبشكل غير مباشر على الأصول الأخرى مثل السلع، والتي يتم تسعير العديد منها وتداولها بالدولار. كان انهيار نظام سعر الصرف الثابت أولاً ثم تلتها أول صدمة نفطية، عندما تضاعف سعر النفط أربع مرات في شتاء 1973¹. صعب هذا الأمر على الشركات التي تتعامل بالعملات الأجنبية تحديد تكاليفها ولم يتمكنوا من حماية أنفسهم من تقلبات أسعار السوق وانعكاساتها على أدائها. إن عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار، وتقلب الأسواق وعدم اليقين بشأن التدفقات النقدية لم يبق الجهات الفاعلة المختلفة على الساحة الاقتصادية دون حيلة، فقد أضيف خطر جديد إلى المخاطر التقليدية، متمثل في المخاطر المالية. عين السوق المالي لنفسه وظيفة جديدة تمثلت في إعادة توزيع المخاطر من خلال ابتكارات أدوات الهندسة

¹Moles Peter, (2016) : Financial Risk Management, Edinburgh Business School Heriot-Watt University Edinburgh , United Kingdom P 4

المالية "المشتقات" التي أصبح لها سوق مالي خاص، لم يكن الهدف فيه التفاوض على الأصول أو سندات الملكية ولكن المخاطرة نفسها، أدى هذا التغيير في الوزن إلى نشأة سوق المخاطر المالية.¹

بالرغم من بروز المشتقات المالية في فترة الثمانينات إلا أن أول استخدام لها يعود لقرون سابقة من طرف ملاك الأرض من منتجي الأرز في اليابان، وذلك في شكل عقود آجلة يتم تداولها في أسواق غير منظمة، إذا أنهم طوروا أسلوبا يسمح بموجبه بتداول ايصالات انتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية.

إلا أن القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم ومؤطر في شكل قائمة وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1860، إذا تم صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربيين والمستهلكين. ومنذ ذلك الوقت وحتى ستينات القرن العشرين شكلت المواد الأولية الزراعية وحدها موضوع الصفقات لأجل على مستوى مختلف البورصات في شيكاغو، نيويورك ولندن.

مع بداية السبعينات ظهرت العقود المستقبلية والعقود الآجلة على العملات بعد الأحداث المذكورة سابقا كأدوات تغطية المخاطر المالية، ثم ظهرت فيما بعد منتجات أخرى تتمثل في عقود المبادلة وعقود الخيارات.²

ساعد التطور التكنولوجي في تطوير أنظمة تسيير المخاطر وخاصة أدوات قياس المخاطر المالية التي تعتمد على طرق احصائية وتقنيات عالية، بالإضافة لكم هائل من المعلومات الواجب تحليلها.

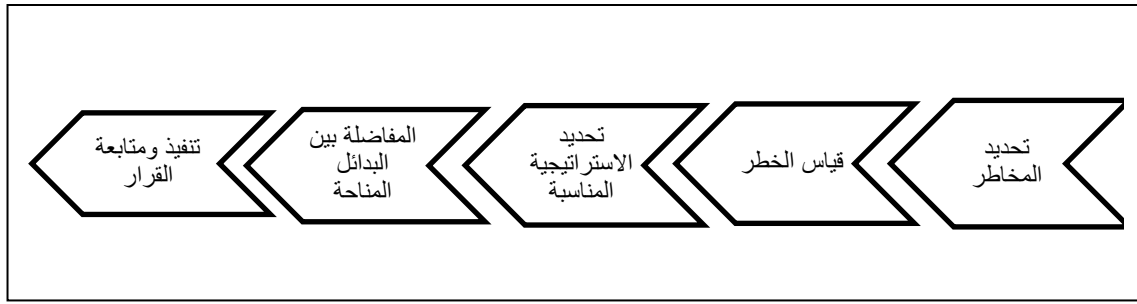
¹ Louati Houda, Op. Cit. P 56

² Moles Peter, Op.Cit, P44

المبحث الثالث: مراحل تسيير المخاطر المالية

ان تسيير المخاطر المالية بالمؤسسة يتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها، قياسها، والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها، من خلال تحديد مستوى مقبول من المخاطر المحتملة وتطوير استراتيجية لتسييرها. ان الغرض الرئيسي لتسيير المخاطر المالية بالمؤسسة يتمثل في تدنية الخسائر المحتملة وتمكين المؤسسة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة.¹ ويتم تسيير الخطر من خلال المراحل التالية:

الشكل 2: مراحل تسيير المخاطر المالية



المصدر: من اعداد الباحثة

المطلب الاول: تحديد المخاطر

يجب على المؤسسات تحديد وفهم المخاطر المالية التي تتعرض لها، لم تتفق الدراسات على وجود طريقة واضحة لإدراك المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة أو تحديدها. ستكون بعض المخاطر معروفة أو لها تجربة سابقة في تسييرها، بحيث يكون لدى الإدارة وعي مسبق في تقدير آثارها واحتمالية حدوثها، كما ستظهر مخاطر أخرى جديدة نتيجة لتغير الظروف.²

يقترح دومينيك كاسيرلي (1993) ثلاثة مستويات من الوعي بالمخاطر:³

- مخاطر غير معروفة وغير قابلة للقياس (لم يتم إدراكها). ومن الأمثلة على ذلك الأحداث العالمية التي أثرت على البنوك والمؤسسات المالية الأخرى في أعقاب انهيار سوق العقار في الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ بوهالي فاطمة، مرجع سبق ذكره ص420

² Woods Margeret, Dowd Kevin, Op. Cit, P9

³ Moles Peter, Op. Cit, P37

- مخاطر معروفة ولكنها لا تزال غير قابلة للقياس (لا توجد بيانات كافية يمكن على أساسها تقييم النتائج المحتملة أو تحديد مقدار التعرض). مثل: آثار الأزمة اليونانية في أواخر عام 2009
- المخاطر المعروفة والقابلة للقياس: (في مثل هذه الحالات، هناك العديد من الملاحظات التي يمكن بناء نموذج إحصائي عليها من أجل التنبؤ بالسلوك المستقبلي). هذا هو الموقف الذي يتعين على عملية تسيير المخاطر التعامل معه عادةً

يجب أن يكون تحديد المخاطر منهجيًا، وأن يتعامل مع الأنشطة الرئيسية للمؤسسة والمخاطر المرتبطة بها. يمكن تحديد المخاطر من خلال الاستبيانات أو الدراسات الاستقصائية أو مجموعة من التقنيات الأخرى مثل التحقيق في الخسائر السابقة أو التدقيق أو تحليل السبب الجذري أو المقابلات. والهدف من ذلك هو استخدام خبرة الموظفين لتحديد ووصف جميع المخاطر المالية المحتملة التي قد تتعرض لها المؤسسة. ثم يتم تقدير حجم كل خطر تم تحديده باستخدام مزيج من التقنيات النوعية والكمية.

بعد تحديد المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة يتم وضع خريطة للمخاطر المقدره مقابل مصفوفة الاحتمالية / الأثر، مثل تلك الموضحة أدناه. يتم تصنيف كل من الاحتمالية والأثر إلى مرتفع، متوسط أو منخفض. وكلما زادت احتمالية النتيجة، وكلما زاد الأثر، زادت أهمية المخاطرة¹

الأثر / الاحتمال	منخفض	متوسط	مرتفع
ضعيف			
متوسط			
قوي			

تحدد المرحلة الأولى عوامل الخطر المرتبطة بالأداء المالي للمؤسسة ككل، والتي تنقسم خلالها العوامل إلى خارجية وداخلية. تتمثل العوامل الخارجية في المخاطر النظامية، والمخاطر المالية الداخلية الملازمة لأنواع منفصلة من الأنشطة أو المعاملات المالية للمؤسسة (مخاطر الإفلاس، مخاطر الائتمان، وما إلى ذلك).

بعد تكوين إجمالي المحفظة من المخاطر المالية المرتبطة بالنشاط المالي، يتم تحديد مجالات الأنواع الأكثر خطورة على المؤسسة.

¹ Woods Margeret, Dowd Kevin, Op. Cit, P 9

لكن المرحلة الأكثر صعوبة هي تقييم الخطر، حيث تتطلب استخدام أدوات منهجية حديثة ومستوى عالٍ من المعدات التقنية والبرمجية وإشراك الخبراء المؤهلين المناسبين.

المطلب الثاني : قياس المخاطر:

تقييم المخاطر هو عملية منهجية لتحديد عوامل وأنواع المخاطر وتقييمها الكمي، أي أن منهجية تحليل المخاطر تجمع بين النهج الكمي والنوعي. مصادر المعلومات المخصصة لتحليل المخاطر هي: تقارير محاسبة المؤسسة، الهيكل التنظيمي وموظفي المؤسسة، المعاهدات والعقود ، الخطط المالية والإنتاجية للمشروع. الطرق الأكثر انتشارًا للتحليل الكمي للمخاطر هي الأساليب الساكنة والتحليلية لتقييم الخبراء. من الناحية العملية، يعتمد ذلك على طبيعة الخطر ولكن يوصى عادةً باستخدام أكثر من طريقة.

أ- **الأساليب الساكنة:** يتمثل جوهر الأساليب الساكنة لتقييم المخاطر في تحديد احتمال حدوث الخسائر على أساس البيانات التاريخية للفترة السابقة وإنشاء منطقة الخطر، وعامل الخطر، وما إلى ذلك. تتمثل مزايا الأساليب الإحصائية في القدرة على تحليل وتقييم المتغيرات المختلفة لتطور الأحداث ومراعاة عوامل الخطر المختلفة في إطار نهج واحد. العيب الرئيسي لهذه الأساليب هو الحاجة إلى استخدام الخصائص الاحتمالية فيها:¹

- **الانحراف المعياري:** يعد المقياس الأكثر استخدامًا للمخاطر، ويعود أصوله إلى أعمال ماركويتز (1952) الذي يقيس مخاطر الاستثمار بالتشتت لقيم العوائد المتوقعة، من خلال وضع توزيع احتمالي لتوقعات الخسارة أو الربح المحتمل. كلما زاد تباين عوائد الأصل، زاد حجم المخاطرة. تكمن الميزة الرئيسية لهذه الطريقة في بساطتها، بحيث تسمح لأي مستثمر بالحصول على مؤشر كمي دقيق إلى حد ما للمخاطر. ومع ذلك، وجهت له انتقادات كثيرة بسبب افتراض التوزيع الطبيعي للعوائد، في حين لا تقترب العوائد المحققة في كثير من الأحيان من التوزيع الغوسي الذي يخلق مشكلة تتعلق بانحراف التوزيعات عن المتوسط. كانت هذه المشكلة النقد الجوهرية للانحراف المعياري كمقياس للمخاطر.²

¹ Pashchenko Svetlana, Pashchenko Nikolay, Krioni Olga, Op. Cit P514

² Louati Houda, Op. Cit , P52

• **طريقة الانحدار:** مقياس إحصائي يحاول تحديد قوة العلاقة بين متغير تابع واحد (يُشار إليه عادةً بـ"Y" وسلسلة من المتغيرات المتغيرة الأخرى (المعروفة باسم المتغيرات المستقلة). النوعان الأساسيان للانحدار هما الانحدار الخطي البسيط والانحدار المتعدد. يستخدم الانحدار الخطي البسيط متغيراً مستقلاً واحداً، بينما يستخدم الانحدار المتعدد متغيرين مستقلين أو أكثر للتنبؤ بالنتيجة. يكون المتغير التابع هو قيمة الخطر محددًا بجملة من العوامل المتسببة في ظهوره.

يعد تحليل الانحدار إحدى طرق قياس تعرض الشركة لعوامل الخطر المختلفة. يتم ذلك عن طريق عكس التغييرات في التدفقات النقدية للشركة أو سعر السهم (كمتغير تابع) مقابل عوامل الخطر المختلفة (المتغيرات المستقلة). تشمل عوامل المخاطرة التغييرات في أسعار الفائدة، والتغييرات في سعر صرف العملة أو سلة العملات، أو التغييرات في سلعة (مثل الذهب أو النفط).

ب- تحليل المحاكاة:

تعد نمذجة المحاكاة من أقوى طرق تحليل النظام الاقتصادي، بشكل عام يعرف على أنه عملية تجريب الكمبيوتر مع النماذج الرياضية لأنظمة العالم الحقيقي المعقدة. تُستخدم نمذجة المحاكاة في تلك الحالات عندما تكون التجارب الحقيقية، على سبيل المثال، مع الأنظمة الاقتصادية غير معقولة وتتطلب نفقات كبيرة. بالإضافة إلى ذلك، غالبًا ما يكون من المستحيل أو من الضروري جمع المعلومات الضرورية لاتخاذ القرار، وفي مثل هذه الحالات، يتم استبدال البيانات الفعلية المفقودة بالقيم التي تم الحصول عليها أثناء المحاكاة أي التي تم إنشاؤها بواسطة الكمبيوتر. يتم تطبيق توزيعات احتمالية وأرقام عشوائية محددة مسبقًا من أجل تقدير نواتج تحمل درجة معينة من الخطر مثل تجميع مكونات التدفق النقدي المتعلقة بمشروع معين ضمن نموذج رياضي ومن تم تكرير العملية لعدة مرات من أجل تطوير توزيع احتمالي لعوائد المشروع.

تم تطوير تقنية "مقاييس المخاطر" من قبل شركة جي بي مورجان لتقييم مخاطر سوق الأوراق المالية. تتضمن التقنية تحديد درجة تأثير المخاطر على حدث ما من خلال حساب مقياس الخطر، وتعد القيمة المعرضة للخطر أهم ابتكارات المقاييس المالية لشركة مورجان¹

¹ Pashchenko Svetlana, Pashchenko Nikolay, Krioni Olga, Op. Cit, P514

القيمة المعرضة للخطر VAR

تعد مؤشر لقياس خطر السوق، تم تطويرها من طرف JP Morgan في التسعينات، تمثل مقدار الخسارة المحتملة عند مستوى ثقة معين وخلال مدة محددة، عموماً احتمال 95% ومدة 10 أيام. على سبيل المثال، قد تمتلك الشركة محفظة استثمارية يقدر فيها مدير المخاطر القيمة المعرضة للمخاطر بـ 14 مليون دولار، بمستوى ثقة 95% على مدى فترة الاحتفاظ لمدة عشرة أيام. هذا يعني أنه إذا لم يتم شراء أو بيع أي استثمارات خلال فترة عشرة أيام، فهناك فرصة بنسبة 95% لخسارة 14 مليون دولار. هناك عدة طرق لتقديرها نوضح كيفية حساب كل منها كما يلي:

○ المحاكاة التاريخية: تعتمد على المشاهدات الماضية لتغيرات عوامل السوق الدائمة، فهي تفرض أن الماضي يعيد نفسه، القيم المتحصل عليها ترتب ترتيباً تصاعدياً من الخسارة الأعلى إلى الريح الأقصى.

تعد طريقة سهلة وبسيطة ولا تفرض فرضيات بخصوص توزيع تغيرات أسعار المتغيرات الأساسية. لكن حتى تكون أكثر دقة يجب أن تكون السلسلة طويلة لتقليل الأخطاء المعيارية

○ طريقة التباين المشترك: تقوم على فرضية اتباع قانون التوزيع الطبيعي للعوائد، بحيث يتم حساب متوسط العوائد والانحراف المعياري لمعطيات سنة مالية، وتأخذ أكبر قيمة للانحراف المعياري كمقياس للقيمة المعرضة للخطر.

بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، هناك الآلاف من مصادر المخاطرة. يجب تسجيل التقلبات والارتباطات بين هذه المصادر المتنوعة للمخاطر وتوحيدها في تقلب واحد للمحفظة. هذا يتطلب كميات هائلة من المعلومات. لحسن الحظ، هذه المعلومات متاحة بسهولة. الميزة والعيوب الأساسية لهذه الطريقة هي اعتمادها على افتراض التوزيع الطبيعي¹

○ محاكاة مونت كارلو: Monte Carlo

يتم وضع توزيع لتغير العوامل المسببة للخطر تتم من خلالها المحاكاة باستخدام نموذج رياضي لأعداد عشوائية وبعتماد اختبارات احصائية ملائمة بافتراض عدد كبير من السيناريوهات لتقدير توزيع

¹ Dragana S. Labović, Aleksandar M. Damjanović, (2008): TECHNIQUES FOR MANAGING FINANCIAL RISK Dragana "International Conference " International Conference on Research and Development in Mechanical Industry" RaDMI, Serbia 14-17 Sep 2008, P484

الإيرادات، وتكون القيمة المعرضة للخطر التي تحقق أكبر خسارة محتملة.¹ عمود النتائج قد يشمل 5000 خسارة وربح على عكس المحاكاة التاريخية تكتفي بـ100 خسارة وربح. تتطلب المحاكاة مدخلات حول العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية والارتباطات لكل أداة مالية. ربما تكون محاكاة مونت كارلو هي الطريقة الأكثر استخدامًا من قبل الشركات المتطورة. إنها الطريقة الأكثر مرونة، لأنها تسمح للمستخدم بتحمل أي توزيع احتمالي معروف ويمكنه التعامل مع محافظ معقدة نسبيًا² إلا أنها جد مكلفة بخصوص الزمن اللازم للحساب وتتطلب معرفة واسعة بالسيرورة العشوائية المستعملة؟

تعد VAR من أهم مقاييس المخاطر المالية في السوق، وأفضل مؤشر لتحديد مصدر الخطر. تمكن من احصاء الأحداث الغير مرغوبة حسب عدة متغيرات ومقارنة الاستراتيجيات من خلال تحديد الخطر لكل منها. إلا أنه ما يعاب عنها اعتمادها على فرضية التوزيع الطبيعي للعوائد في حين يكمن الخطر في الحالات الشاذة التي قد يسوء تقديرها خاصة الأزمات التي تتسم بطابع البغته. كما أنها لا تأخذ الخسائر التي قد تحدث بعد المدة المحددة بعين الاعتبار.³

تعد القيمة المعرضة للخطر مقياس يخص أكثر المؤسسات المالية التي تعد مخاطرها مالية بحثة، في حين المؤسسات الاقتصادية يكون أكثر تعقيدا لأنها معرضة لعدة مخاطر مرتبطة بنشاطها. كما تهتم المؤسسات المالية بالمقياس قصير الأجل لتحقيق أرباح في حين تركز المؤسسات الاقتصادية على الأجل الطويل للتدفقات النقدية وليس مؤشرات الأسواق المالية.⁴

ت- الطرق التحليلية:

تسمح الطرق التحليلية بتحديد احتمالية الخسائر على أساس النماذج الرياضية وتستخدم بشكل أساسي لتحليل مخاطر المشاريع الاستثمارية. من الممكن استخدام طرق مثل تحليل الحساسية وطريقة السيناريو وغيرها.

¹مقدم ليلي، دراسة حجم المخاطر على عوائد الأسهم بين سوق الأوراق المالية السوداني الأردني باعتماد طريقة VAR، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية (02)04، ص1-10

² Ibidem, P 485

³Barneto Pascal, Gregorid Georges, (2009) : Finance : manuel et application, 2em edition, Dunod, Paris France, P 522

⁴ Frantz Maurer, (2005): L'impact du risque de marché sur le résultat d'entreprise , Revue française de gestion, (157), P 75

• تحليل الحساسية: هي تلك العملية التي يتم من خلالها تحديد أثر أي تغيرات محتملة في مختلف المتغيرات الأساسية (كسعر السلعة، معدل الفائدة)، وتحديد المتغيرات التي يكون لها أكبر أثر على النتيجة.¹

تسمح هذه الطريقة بالحصول على إجابات لأسئلة النموذج: ماذا سيحدث للقيمة الناتجة إذا تغيرت قيمة متغير واحد في ظل ثبات المتغيرات الأخرى؟

• طريقة السيناريو: تتيح إمكانية الجمع بين دراسة الحساسية للمؤشر الناتج وتحليل التقديرات الاحتمالية لانحرافاتهما. باستخدام هذه الطريقة، يمكن للمرء الحصول على صورة واضحة إلى حد ما لمختلف المتغيرات للأحداث. تمثل طريقة السيناريوهات تطوير لتقنية تحليل الحساسية، لأنه يتضمن التعديل المتزامن لعدة عوامل من خلال الأخذ بعين الاعتبار درجة الحساسية لمتغير معين والتوزيع الاحتمالي² تعد تحليلات السيناريوهات مناسبة تمامًا لقياس تعرض الشركة لعوامل الاقتصاد الكلي مثل التغيرات المفاجئة في أسعار الصرف، والحالة الاقتصادية لبلد معين، مع الأخذ في الاعتبار الظروف غير العادية كالأزمات.

على الرغم من أن المبادئ الكامنة وراء تحليلات السيناريو واضحة ومباشرة، إلا أن السيناريوهات قد تختلف وفقًا لنوع الحدث ونوع الخطر الذي ينطوي عليه والبلد أو المنطقة والأدوات المستخدمة، ومتطلبات البيانات، ومدى تعقيد المحفظة. وبالتالي، فإن تحليل السيناريو بسيط من حيث المبدأ ولكنه معقد من الناحية العملية.³ تأتي أدوات قياس المخاطر مع العديد من حزم البرامج. على سبيل المثال، يحتوي Microsoft Excel على تطبيقات تحسب تلقائيًا القيمة المتوقعة والانحراف المعياري، وتطبيقات لإجراء المحاكاة وتحليل الانحدار

ث- طريقة تقييم الخبراء :

وهي عبارة عن مجموعة من الأساليب والإجراءات المنطقية والرياضية والإحصائية لمعالجة نتائج دراسة استقصائية لمجموعة من الخبراء. ونتائج الاستطلاع هي المصدر الوحيد للمعلومات. في هذه الحالة، يصبح من الممكن استخدام الحدس والخبرة المهنية للمشاركين في الاستطلاع. يتم استخدام الطريقة عند نقص أو

¹ لومايزية عفاف، خيارى زهية، (2018): استخدام أسلوب تحليل التعادل في تحليل حساسية ربحية المشاريع الاستثمارية دراسة حالة مشروع انتاج زيت الزيتون" مجلة روى اقتصادية 08(02) 45-59 ص50

² Pashchenko Svetlana, Pashchenko Nikolay, Krioni Olga, Op. Cit, P514

³ Woods Margert, Dowd Kevin, Op. Cit, P 10

الفصل الأول: أساسيات تسيير المخاطر المالية

عدم وجود معلومات لا تسمح باستخدام الاحتمالات الأخرى. تعتمد الطريقة على إجراء مسح للعديد من الخبراء المستقلين، على سبيل المثال، لتقييم مستوى الخطر أو لتحديد تأثير العوامل المختلفة على مستوى الخطر. ثم يتم تحليل المعلومات الواردة واستخدامها لتحقيق الهدف. القيد الرئيسي في استخدامها هو صعوبة اختيار مجموعة الخبراء اللازمة أو ارتفاع تكلفتها.

من خلال التعريفات السابقة تلخص الباحثة مزايا وسلبيات كل طريقة في الجدول الموالي:

جدول 1 : مزايا وسلبيات طرق تقييم المخاطر

الطريقة	المزايا	السلبيات	
الانحراف المعياري	بساطة الحساب، مؤشر كمي دقيق نسبيا إلى حد ما للمخاطر	افتراض التوزيع الطبيعي للعوائد الغير محقق في كل الأحوال	الأساليب الاحصائية
تحليل الانحدار	بسيطة وسهلة الفهم قياس تعرض الشركة لعوامل الخطر المختلفة تعتمد على برمجة اكسل المعروفة	قد لا تكون معادلة الانحدار ثابتة طوال فترة مما قد تجعل النتائج غير صحيحة	
تحليل المحاكاة	أقوى طرق التقدير تجريب كم هائل من البيانات باعتماد الرياضياتية مبرمجة عدد كبير من السيناريوهات	تتطلب نفقات كبيرة من أنظمة متطورة ويد عاملة مؤهلة صعوبة جمع المعلومات الضرورية لاتخاذ القرار	أساليب المحاكاة
القيمة المعرضة للخطر	سهولة الفهم تحدد حجم الخسائر ومقارنة الاستراتيجيات من خلال تحديد الخطر لكل منها	معقدة وتتطلب معرفة احصائية لا تأخذ بعين الاعتبار الحالات النادرة وقد تعطي فرص أمان مغلطة لا تأخذ الخسائر التي قد تحدث بعد المدة المحددة بعين الاعتبار	
تحليل السيناريوهات	بسيطة سهولة الفهم تطوير لتقنية تحليل الحساسية التعديل المتزامن لعدة عوامل تقيد التخطيط للأزمات	توقع السيناريوهات قد يكون مغلط أو غير شامل بسيط من حيث المبدأ ولكنه معقد من الناحية العملية	الأساليب التحليلية
تحليل الحساسية	تحديد خسارة كل متغير على حدا تقدير أهمية كل خطر	عدم أخذ بعين الاعتبار العوامل الأخرى وارتباط عوامل الخطر فيما بينها.	

الشخصية	تقييم الخبراء	بساطة التقدير	صعوبة الحصول على الأشخاص
		استخدام الطريقة عند نقص أو عدم وجود معلومات	المناسيين مكلفة
			اختلاف الوقت والمكان قد يؤثر على تقييم الخطر حسب الخبرة

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد عدة مراجع

المطلب الثالث: تحديد استراتيجية التعامل مع المخاطر المالية

بعد تقييم حجم المخاطر التي تتعرض لها وتحديد المستوى المقبول من المخاطر، يتم تصور استراتيجية تسيير المخاطر في ظل مراعاة التكاليف المحتملة وامكانية تنفيذ البدائل المختارة للتحكم في المخاطر المرتبطة بسياسة الشركة المسطرة من طرف مجلس الادارة، من خلال الاجابة على التساؤلات التالية: مدى توافر أداة التغطية المختارة؟ ما هي تكلفة استخدامها؟ ما مدى صعوبة تنفيذ التغطية المخطط لها؟ ماهي قيمة المكاسب النظرية المقدرة في حالة التحقق الفعلي للمخاطر؟ هل تتوافق مع السياسة العامة والاستراتيجية لإدارة مخاطر التي تتبناها الشركة؟ النهج الوقائي المعتمد لتقليل احتمالية الخطر؟ العكسي؟ ما هي ميزانية الموارد والوسائل التي سيتم تخصيصها؟ من يقرر، وكيف ولماذا على استراتيجية المخاطر التي سيتم اتباعها؟

من خلال استعراض أهم التساؤلات الواجب أخذها بعين الاعتبار نجد أن عملية اختيار الاستراتيجية المعتمدة والأدوات المناسبة لتطبيقها تعد عملية معقدة وصعبة، وفي حال سوء الاختيار فان سيرورة تسيير المخاطر المالية ككل تضيع سدا، لكن مع توفير موارد بشرية مؤهلة ووسائل تكنولوجية متطورة وتراكم الخبرة المكتسبة نقل صعوبة تسيير الخطر. باستقراء الأدبيات المالية العديدة التي ركزت علي موضوع تسيير المخاطر المالية بالمؤسسة يمكن تحديد الاستراتيجيات الرئيسية لتسيير المخاطر المالية، في ما يلي:

1- استراتيجية تجنب الخطر:

تقوم هذه الاستراتيجية على منع الخطر كلياً أو القضاء على التهديد بصورة كلية ان أمكن كرفض شركاء أو عملا غير موثوق فيهم، أو والبحث عن الضامنين، الغاء مشروع نهائياً أو إعادة جدولة التسديد لتمديد الآجال.¹

ان تقادي المخاطرة هي أحد الأساليب التعامل مع الخطر، الا أنها تعد تقنية سلبية قد تحرم المؤسسة من فرص وبدائل استثمارية قد تحقق عوائد اضافية. تصلح هذه الاستراتيجية في حالة الأخطار كبيرة الحجم مع ارتفاع حجم الخسارة المالية المتوقعة، تظهر تكلفة هذا الأسلوب في الأرباح الضائعة على المؤسسة لعدم اتخاذها قرار للتعامل مع الخطر بطريقة ايجابية.

2- استراتيجية الاحتفاظ بالخطر:

يعد الأسلوب الأكثر شيوعاً للتعامل مع المخاطرة، يمكن أن تعتمد الشركة على هذه الاستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لتسييره، ويتم متابعته داخلياً في إطار العمليات التجارية العادية.² ان تحديد مستوى الخطر المقبول يختلف من مؤسسة لأخرى، ولتحديده يجب مراعاة هذه الأسئلة عند تقييم الخسارة المقبولة وقياسها: ما هو حجم الخسارة المادية المنفردة؟ ما هو حجم الخسائر الإجمالية المقبولة خلال فترة زمنية مثل سنة واحدة؟ ما هو الحد الأقصى للمبلغ الذي يمكن أن تتحمل المؤسسة خسارته؟ هل تستطيع المؤسسة تقليل التأثير المحتمل لسيناريو أقصى خسارة؟ يمكن الاحتفاظ بالمخاطر التي يكون احتمال حدوثها كبير وخسارتها صغيرة ، ويمكن تمثيل هذا النوع من الخسارة من خلال تقلبات أسعار الصرف الروتينية. أخطر المخاطر هي تلك ذات الاحتمالية المنخفضة لحدوثها ولكن احتمالية حدوث خسارة كبيرة.³

3- استراتيجية تخفيض الخطر :

يتم تقليل الخطر من خلال طريقتين تكمن الأولى في منع المخاطرة والتحكم فيها أو تقليل فرصة حدوثها، بحيث يتم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيه المخاطر بالشركة حتى هذا المستوى المقبول. مثل : التنويع في خطوط منتجات الشركة، اتخاذ قرار باستخدام عملة العميل لتسعير جميع الصادرات، واستخدام عمليات

¹ Hocher Karen, Op.Cit P180 .

² حمداوي الطاووس، مرجع سبق ذكره ص 241

³ Ibidem, P185

المقاصة الداخلية لإدارة تعرض العملات. استخدام التحوط الطبيعي للتخفيف من مخاطر سعر الصرف من خلال توفير تدفقات داخلية وخارجة من نفس العملة.

4- إستراتيجية نقل الخطر:

يقصد بذلك تحديد مصدر الخطر بالنسبة للشركة، أي تدنية الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر، مع الاحتفاظ بإمكانية الاستعادة من مخاطر الاتجاه الصعودي، وهذا عن طريق التأمين أو التغطية، مثل : التغطية الكاملة باستخدام عقود الخيارات، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين، والتجنب التام للأنشطة التي ينشأ عنها الخطر.¹

المطلب الرابع: اختيار البدائل المناسبة لتسيير الخطر المالي

في حال عدم تقبل الخطر تكون الاستراتيجية باختيار بديل مناسب لتخفيض الخطر جزئياً أو كلياً، وهناك العديد من الآليات والتقنيات المعتمدة على كل خطر أو الأدوات العامة للسيطرة على المخاطر المالية، نذكر منها:

أولاً: أدوات وتقنيات التحكم في المخاطر المالية وتقليص أثرها:

1- إعادة الهيكلة: أصبحت من الاستراتيجيات الرئيسية، ويمكن تقسيم عمليات إعادة الهيكلة المالية للشركات إلى مجموعتين:

إعادة هيكلة الأصول : وتسمى أيضاً هندسة الأصول، وهي تتضمن الأساليب المالية التي تغير من هيكل أصول الشركة لأجل تحقيق الاستخدام الأعلى قيمة (الأكفأ) لموارد الشركة، أو لتوفير الضرائب، أو للتخلص من التدفق النقدي الزائد (غير المطلوب للفرص الاستثمارية) بدفعه إلى المساهمين. وتجري إعادة هيكلة الأصول بواسطة عمليات البيع المختلفة، مثل بيع جزء من الأصول أو طرح أسهم إحدى الشركات التابعة إلي سوق رأس المال للاكتتاب العام أو فصل شركة تابعة أو من خلال عمليات التصفية، وقد تقوم الشركة بإعادة هيكلة وحدات النشاط بالاعتماد على استراتيجية النمو، سواء بالاستحواذ أو بالمشروعات المشتركة.

إعادة هيكلة التمويل : تركز هذه الاستراتيجية على تغيير هيكل الملكية بالشركة، وذلك من أجل تسيير المخاطر المالية - وبخاصة لتدنية خطر الإفلاس، أو مشكلة وتكاليف الوكالة - المرتبطة بخصائص هيكل الخصوم

¹ حمداوي الطاوس، (2017): الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص241

ورأس المال الخاص بالشركة. ويمكن تنفيذ استراتيجية إعادة هيكلة التمويل للشركة بطريقة أو أكثر من الطرق التالية :

- 1- طرح شكل جديد من التمويل الأقل خطورة على الشركة (مثل : السندات القابلة للتحويل، أو السندات القابلة للاستدعاء، أو الأسهم الممتازة بدلاً من السندات العادية).
- 2- استبدال الأوراق المالية الحالية بأوراق مالية ذات خصائص مختلفة.
- 3- إعادة شراء الأسهم نقداً "من السوق المفتوح".

وبمراجعة أدوات إعادة الهيكلة للشركة يمكن القول أنها جميعاً تقع ضمن إستراتيجية تحمل المخاطر. حيث أنها تسعى إلي تخفيض مستوى المخاطر المالية بالشركة، أو تسعى إلي تكوين محفظة استثمارات ذات كفاءة بحيث يتناسب عائدها مع المخاطر الخاصة بها.¹

2- التأمين:

يتم من خلاله نقل المخاطر إلى مؤسسة أكثر قدرة على تحمل الخطر مقابل دفع أقساط تأمين، وفي حال حدوث الضرر يتم تعويض المؤمن. يمكن التأمين على أنواع كثيرة من المخاطر لكن تكمن المشكلة في أنه لا بد أن تتوافر سمات معينة للمخاطر التي يمكن تأمينها، من أهمها أن تكون الشركات المعرضة لهذا الخطر عددها كبير، وان احتمال تحقق الخطر في نفس الوقت لكل المؤمن أمر نادر، كما يجب أن يكون احتمال وقوع الخطر قابل للتقدير بدرجة عالية (كخطر الحريق والسرقة وغيرها من الأخطار التي تقبلها شركات التأمين لتوفر الخصائص المذكورة فيها. وبالتالي فان المخاطر التي يمكن تأمينها هي المخاطر الغير المنتظمة التي لا تتعرض لها كافة الشركات في نفس الوقت، على عكس المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها جميع الشركات في نفس الوقت كمخاطر تغير أسعار الصرف تتعرض له كل الشركات التي لها معاملات خارجية، مما يصعب على شركات التأمين قبول تأمين هذه المخاطر نظرا لأن أقساط التأمين المحصلة وحتى استثمارات هذه الأقساط لن تكفي لدفع التعويضات لكل المؤمنين المتعرضين لنفس الضرر وقد يؤدي لافلاس المؤسسة التأمينية.²

¹ السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ص28
² نزار بسمة، (2019): الحوكمة وادارة المخاطر في الأسواق المالية دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس- الجزائر ص ص 170-171

بالتالي فان التأمين قد يكون على المخاطر الغير نظامية أما المخاطر النظامية فيصعب ايجاد مؤسسات تأمين تقبل تغطيتها وان وجدت على المستوى الدولي تكون تكلفة القسط مرتفعة.

3- مؤامة الأصول والخصوم:

تهدف مؤامة الأصول والخصوم لتقليل فرصة تعرض الشركات لنفس مخاطر السعر مع تحقيق عائد مستهدف من خلال محاولة التوفيق في تشكيلة متناسبة من الأصول والخصوم المالية من حيث تاريخ الاستحقاق وقيمة كل منهما عند كل تاريخ. على سبيل المثال، للتحوط ضد تحركات العملات الأجنبية، يمكنك مطابقة الأصول والخصوم المقومة بالعملة نفسها. على العكس من ذلك، للحماية من تحركات أسعار الفائدة، يمكنك مطابقة الأصول والخصوم التي لها معدل فائدة مشترك.¹

يتطلب التوازن العام بين الأصول والخصوم أن يكون توقيت وحجم التدفقات النقدية للأصول مماثل لتوقيت وحجم التدفقات النقدية للخصوم مما يصعب أو حتى يستحيل تحقيقه، وحتى ان أمكن يكون أمر مكلف وقد يترتب عليه رفض فرصا استثمارية واعدة متاحة لإدارة الصندوق نتيجة لكون تاريخ الاستحقاق أطول من الفترة التي تغطيها الوثيقة. الا أن البديل المناسب قد يكون بتجاهل توافق تواريخ الاستحقاق والتركيز فقط على قيمة كل من الأصول والخصوم مما يجعل الفرق غير حساس لتقلبات أسعار معدلات الفائدة أو الصرف ويطلق على ذلك تحصين المحفظة.²

4- التنويع :

يتم تقليل المخاطر من خلال تنويع محفظة المؤسسة، أو نشاطها بالإضافة للعملاء والموردين لتقليل درجة التركيز على شخص أو نشاط واحد. ان مفهوم التنويع يرتبط بنظرية المحفظة لماركويتر الذي اقترح لتقليل حجم المخاطر يجب تنويع الأصول التي ينخفض معامل الارتباط فيما بينها مما يجعل خسارة في أحد الأصول لا ينجر عنها خسائر في باقي مكونات المحفظة أو حتى قد يتم تعويضه بربح في أصل آخر. ان التنويع في الأصول المالية يكون اما بتنويع جهة الاصدار، تواريخ الاستحقاق أو نوع الأداة. أما بالنسبة لخطر الصرف فقد يتم التنويع في العملات الأجنبية المتعامل بها مع محاولة الموازنة بين الأصول

¹ Harvey Jasmin, (2008): Financial risk management, CIMA Official Terminology edition, P7-12

² نزار بسمه، نفس المرجع، ص 172

والخصوم في نفس القيمة لضمان فعالية التتويج. كذلك قد يتم التتويج في معدلات الفائدة من خلال التعامل بأدوات ذات عائد متغير والثابت.

يعد التتويج آلية بسيطة لتقليل حجم المخاطرة لكن أحيانا قد يصعب على الشركات تطبيقه خاصة عند تتويج الموردين أو العملاء وكذلك العملات الأجنبية المتعامل بها فقد يقتصر نشاط المؤسسة على عدد معين من الموردين أو العملاء أو حتى بلد معين.

5- التحوط:

يعد أحد أهم الأساليب الناجحة التي تستخدم للتعويض أو الحماية من مخاطر التحركات السعرية المعاكسة، يعرف بأنه ترحيل مؤقت لخطر محتمل في السوق الى جهات أخرى مستعدة لتحمله من خلال انشاء مراكز عكسية باستخدام المشتقات المالية. وهناك استراتيجيتين للتحوط، هما:

○ التحوط باستخدام مركز طويل Long Hedging ا يتم من خلاله شراء موجود معين يحمل تاريخ تنفيذ مستقبلي، مما يمكن من الحماية من تغير السعر آجلا بالإضافة لإمكانية تحقيق ربح من فروقات الأسعار.

○ التحوط باستخدام مركز قصير Short Hedging يتم من خلاله بيع أصل معين يملكه بعقد يحمل تاريخ تنفيذ مستقبلي.

في أغلب الشركات يتم اتخاذ سياسة التحوط صراحة، ويعتمد هذا القرار على حجم الأعمال التجارية، موثوقية التنبؤات وتقييم الادارة لمختلف مواقف التعرض للمخاطرة. بدون تحوط قد توفر فرص للربح لكن قد يكون احتمال الخسارة أكبر. يعتمد هذا القرار على ثقافة الادارة وأصحاب المصالح، مثل في حال المؤسسة التي يكون فيها أعضاء مجلس الادارة يمتلكون جزء كبير من أسهمها، يمكن اتخاذ تحمل المخاطرة أكثر لسهولة تدفق المعلومة، أما اذا كان لديهم ميولات مضاربية فيكونون أكثر استعداد لتحمل المزيد من المخاطرة.¹ كما أنه يجب أخذ الاعتبارات التالية:

¹Horcher Karen, Op. Cit P 6-8

ج- حجم التحوط Size of Hedge

يقصد به عدد العقود المشتقات اللازمة لتغطية مركز الشركة لوحدة واحدة من الأصل محل التعاقد، يعرف أيضا بنسبة التغطية h ، تحسب كما يلي:

$$h = \rho (\sigma_s / \sigma_f)$$

ρ : الارتباط بين التغير في السعر الحاضر والتغير في السعر المستقبلي

σ_s : الانحراف المعياري للتغير في السعر الحاضر

σ_f : الانحراف المعياري للتغير في السعر المستقبلي

يكمن الهدف من هذه النسبة للمساواة بين الأرباح والخسائر المتحصل عليها مستقبلا والممكنة حاليا.

ح- فاعلية التحوط Hedging Effectiveness

تعرف بأنها الارتباط بين التغير في السعر الحاضر للأصل الضمني وسعره المستقبلي، كلما كان الارتباط قويا تزداد فاعلية التحوط والتي يمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$e = h^2 (\sigma_f^2 / \sigma_s^2)$$

يتم قياس قوة الارتباط من خلال معامل الارتباط، كلما كان مساوي للرقم واحد يدل على التحوط الكامل من الخطر، وإذا كان أقل من الواحد فيدل على أنه لم يتم التخلص من الخطر وبقي جزء يطلق عليه بمخاطر الأساس التي تشير لوجود انحراف قصير الأجل بين الأسعار الحاضرة والمستقبلية على المدى الطويل.

أما العدد الأمثل للعقود اللازمة للتحوط يحدد من خلال العلاقة التالية:

$$N = \frac{h \cdot N_a}{Q_f}$$

N_a : حجم المركز النقدي المراد التحوط له (بالوحدات)

Q_f : حجم العقد الواحد (بالوحدات)

خ- تكلفة التحوط The cost of Hedging

تتمثل في تكلفة المعاملات والرسوم المالية التي تتحملها الشركة عند التعامل بالمشتقات، فضلا عن خسارة العائد المتوقع نتيجة استعمال جزء من الموارد للإيفاء بمتطلبات الهامش المبدئي المطلوب للمستقبلات.

تمثل تكلفة التحوط وفاعليته ما يعرف بكفاءة التحوط والتي يمكن تعريفها بالحد الأقصى لحجم المخاطر التي يمكن تخفيضها مقابل كل وحدة من وحدات التكلفة.¹

تختار العديد من الشركات استراتيجيات تحوط "انتقائية"، حيث تترك 70% من تعرضهم للمخاطر مفتوح (30% فقط يتم التحوط منها)، إذا كانوا يعتقدون أن الأسواق ستتحرك لصالحهم. على العكس من ذلك، يتم التحوط بنسبة 100% تقريبًا عندما تعتقد الشركات أن الأسواق ستتحرك في الاتجاه المعاكس. ومع ذلك، فإن صانعي القرار، اعتقادًا منهم بأنهم قادرون على توليد تدفقات نقدية عالية من خلال ترك المراكز دون تحوط، يتعرضون لمخاطر تكبدتهم خسائر كبيرة. تكاد الشركات لا تقوم بالتحوط بنسبة 100% من تعرضها للمخاطر للأسباب التالية:

■ تكاليف المعاملة: يجب أن يحدث التحوط فقط حتى النقطة التي تكون فيها الفائدة الحدية للحد من المخاطر مساوية للتكاليف الهامشية لاستخدام المشتقات.

■ المضاربة الانتهازية: ان المخاطر المالية تحمل في شقيها تهديدات وفرص، لذلك قد لا تفضل الشركات سياسة التحوط الكاملة للاستفادة من الفرص الايجابية وتحقيق عوائد.²

ثانيا: تقنيات تسيير المخاطر المالية حسب كل نوع:

لمواجهة المخاطر المالية في المؤسسة يلجأ مدير المخاطر أو المسير المسؤول عن تسيير المخاطر المالية للعديد من الأدوات التي تتنوع بتنوع الخطر المالي الممكن أن تتعرض له المؤسسة، وفي ما يلي عرض لبعض هذه الأدوات والتي تتناسب مع طبيعة الخطر المالي نذكر منها:

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، غضنفر عباس حسين، (2019): استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط والمضاربة وأثرها في ربحية المنشأة -دراسة تحليلية في مصرف TD Bank-، مجلة الإدارة والاقتصاد 42 (118)، ص 99-101

² Moles Peter, Op.Cit, P 38

1- أدوات تسيير خطر سعر الفائدة:

تقوم المؤسسات باعتماد تدابير لتقليل أثر الخطر من خلال محاولة المؤامة بين الأصول والخصوم لأسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة، بالإضافة للأدوات التالية:

- مبادلة معدل الفائدة: هي عملية مقايضة لمعاملات ذات معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير أو العكس، لاستبعاد أو تقليل حجم الخطر لفترة محددة تكون فيها المؤسسة بحاجة لاستبدال تدفقات ذات المعدل الفائدة الثابت أو المتغير.
- الاتفاق على تثبيت معدل الفائدة مستقبلاً: تقوم المؤسسة بالتعاقد الآجل الذي يسمح بتثبيت معدل الفائدة المطبق على الاستدانة أو الاستثمارات المالية بحيث يلزم طرفي العقد بدفع تعويض عن أي تغير يحدث بين معدل الفائدة المثبت ومعدل الفائدة الفعلي في السوق.
- تأمين معدل الفائدة: هي عملية تسمح للمؤسسة المقرضة أو المقرضة بضمان تلقي علاوات عن أي تغير في معدل الفائدة يحدث مستقبلاً ويعرضها لارتفاع تكاليف الاقتراض أو انخفاض الإيرادات الناتجة عن الاستثمارات المالية.¹

2- أدوات تسيير خطر سعر الصرف:

هناك العديد من الاجراءات والتدابير التي تستعملها المؤسسة من أجل التقليل أو الوقاية من هذا الخطر، كالتقليل من حجم الديون المحررة بالعملة الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو مؤامة التدفقات الداخلة والخارجة من نفس العملة وغيرها من الاجراءات الأخرى. نميز بين نوعين من التقنيات لتسيير خطر الصرف، التقنيات الداخلية التي تستعمل فيها المؤسسة امكانياتها الخاصة دون الاستعانة بالغير، والتقنيات الخارجية التي يتم فيها اللجوء لأطراف خارجية أو دخول الأسواق المالية، ونذكرها كما يلي:

• تقنيات التغطية الداخلية

- الفوترة: يقصد بها العملة التي يتم بها تحرير عقود البيع وعقود الشراء الدولية. العديد من المؤسسات تختار تحرير صادراتها بالعملة الوطنية و تحاول الحصول من مورديها الأجانب على إمكانية التسديد لهم بالعملة الوطنية. لتجنب كل خطر يجب ألا يحتوي العقد المحرر بالعملة الوطنية على بند تصحيح الأسعار مؤشر بعملة صعبة مرجعية. فإذا أضاف الزبون أو المورد بندا ما، فإن العملية المحررة بالعملة المحلية تصبح مرتبطة بتقلبات أسعار العملة الصعبة المرجعية.

¹ نزار بسمه، مرجع سبق ذكره، ص174

- التأثير على الآجال: من خلال تعجيل أو بإبطاء آجال التسوية للاستيراد و التصدير، ويمكن استخدام عدة طرق في آن واحد أو على التوالي: كتغيير تاريخ فورة الواردات والصادرات ففي حال الفرع في البلد الذي عملته ضعيفة، وعملة الفورة هي عملة المتعاقد، يجب تعجيل تسوية الواردات أما بالنسبة للصادرات فيجب ابطاؤها، أو تغيير النسبة بين التسويات النقدية والتسويات الآجلة وفقا لتطور عملات الفورة.

- تأشير البنود النقدية: من أجل الحماية ضد خطر الصرف، في بعض الأحيان فقط، قد يتم اضافة شروط عديدة للتسعير يمكن الحاقها، كشرط تبني أسعار متناسبة مع تقلبات الصرف.

- المقاصة: تعتبر من الأساليب الأكثر شيوعا وتتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق و الالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر و بعملات متماثلة بحيث لا يظهر إلا الرصيد الصافي، وقد تتخذ المقاصة شكلا ثنائيا بين الشركة الأم وفرعها الأجنبي أو جماعيا في الشركات متعددة الجنسيات. الهدف منها تقليل عدد وقيمة التحويلات داخل التجمع لتقليل المصاريف المالية، لأن أرصدة العمليات فقط هي التي سوف تتعرض لخطر الصرف. إن فعالية تقنية المقاصة تتحقق بمراعاة الشروط التالية:

✓ التنسيق الوثيق بين مركز المقاصة والوحدات التابعة للشركات متعددة الجنسيات؛

✓ تطابق تواريخ تسوية الحقوق والديون لجميع وحدات الشركات متعددة الجنسيات؛

✓ مركزية العمليات المالية على عدد قليل من البنوك التي لها فروع في العديد من البلدان.

- التجميع النقدي: يتم من خلال تحويل الفوائض النقدية من عملة ما لأحد فروع الشركة الى فرع آخر لتغطية احتياجاته من نفس العملة او بعملات مختلفة باستخدام مبادلات الصرف

• التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف

تقوم الشركة بالدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وعلى عكس التقنيات الداخلية، فإن استخدامها مكلف جدا،¹ من بينها:

- تسبيق العملة: احدى تقنيات تمويل التجارة الخارجية، وتتم على ثلاث مراحل، حيث يلجأ أولا المصدر لأحد البنوك أو الأسواق المالية للحصول على قرض بالعملة التي سيتم تحصيلها من عملائه في الخارج، ثم يقوم ببيع المبلغ المقترض في سوق الصرف العاجل مما يمكنه من اعادة تكوين خزينته من

¹ ايت بارة مريم، صاري محمد (2014): تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة شركة أرسلور ميتال - فرع عنابة-، مجلة الباحث، المجلد 14 (العدد 14) صص 236-238

- العملة. تسديد مبلغ الاقتراض من طرف المصدر يتم من خلال العملة التي يتم تحصيلها من طرف العميل في تاريخ الاستحقاق على أن تكون العملة المقترضة وأجل الاقتراض مطابق ومساوي لعملة التحصيل من المستورد.
- تأمين الصرف: يتم اللجوء الى شركات تأمين دولية مهمتها تأمين مخاطر أسعار الصرف مقابل مبلغ معين.
- التحوط أو التغطية في سوق الصرف الآجل: يكون عن طريق الاتفاق بين طرفين لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ الاستحقاق.
- التحوط باستخدام عقود المشتقات المالية¹ التي سيتم تناولها لاحقا في المبحث الموالي.

3- أدوات تسيير خطر الائتمان:

- بالرغم من أن خطر الائتمان يبرز أكثر من البنوك لكن الشركات الاقتصادية أيضا يجب عليها اعتماد تدابير لتقليص حالات عدم التخلف عن السداد والديون المعدومة، نذكر منها:
- متابعة الديون أو حتى اللجوء لأخصائيين من خارج المؤسسة لمتابعة الفوترة، تمويل المبيعات، تأمين الديون....
- تقليل خطر التركيز من خلال تنويع العملاء وتجنب التعامل مع طرف واحد يحوز على نسبة كبيرة من المبيعات
- المتابعة الشهرية للديون المشكوك فيها والديون محل النزاع بالقيمة والآجال
- متابعة ملفات خاصة بالعملاء الجدد أو المتأخرين عن الدفع من 3 الى 6 أشهر

4- أدوات تسيير خطر السيولة:

- يقتضي تسيير خطر السيولة في المؤسسات الاقتصادية القيام بالأنشطة الوقائية التالية:
- الاحتفاظ بمستوى من النقد المتاح
- اللجوء لتسهيلات الصندوق المقدمة من البنوك ان أمكن
- تسهيل حسابات العملاء عن طريق منح خصومات مالية لتعجيل الدفع مثلا
- اعادة هيكله الجزء العلوي للميزانية من خلال رفع الموارد الدائمة وتقليص الاستخدامات الثابتة لضمان توفر رأس مال عامل اجمالي

¹ بوهالي فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 419-420

- التنازل عن بعض الأصول الغير جارية ان أمكن لتوفير السيولة
- مراجعة السياسة التجارية للمؤسسة من خلال مراجعة الآجال الممنوحة للعملاء والمطلوبة من الموردين، بمنح مدة تسديد للعملاء أقل من مدة الموردين لضمان تحصيل الأموال ثم تسديد المستحقات.
- العمل على رفع معدل دوران المخزون لتقليص مدة التصريف وتسريع تحصيل الأموال.¹

5- أدوات تسيير خطر السهم: يتم التقليل من خطر السهم من خلال تشكيل محفظة متنوعة، وعندما يتعلق الأمر بالتغطية من المفيد اللجوء الى عقود على المؤشرات أو عقود الخيار على المؤشرات أو شراء عقود خيارات على هذه الأسهم أو بشراء كفالات بيع أسهم أو مؤشر. كما يمكن اللجوء الى العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم لتعويض الخسائر التي تتعرض لها المحفظة في السوق الحاضر من المكاسب التي تحققها العقود المستقبلية والعكس صحيح.²

6- تسيير مخاطر السلع الأساسية: السلع هي أصول مادية لها سمات فريدة لا تتوفر في الأوراق المالية البحتة ، كالإلزامية توفير شروط التخزين لبعض السلع، وفي كثير من الحالات يكون التلف أو التدهور مصدر قلق، ونتيجة لذلك هناك اعتبارات لتسيير مخاطرها. في بعض الحالات، يصعب التحوط بشكل فعال من التعرض لخطر السلع، هناك عدة أسباب لحدوث ذلك فقد يكون هناك ارتباط ضعيف بين حجم التعرض وأدوات التحوط المتاحة، وبدلاً من ذلك، قد لا يكون سوق سلعة معينة كبيراً أو سائلاً بما يكفي لضمان وجود نشاط لتداول المشتقات، وبالتالي قد يكون من الصعب التحوط نظراً لقلّة منتجات التحوط المتاحة. في بعض الأسواق، قد يكون من الصعب بيع السلع على المكشوف، لأن البيع على المكشوف يتطلب القدرة على اقتراض المنتج. في بعض الأسواق، قد يقدم المشاركون الرئيسيون أسعاراً ثابتة لعملائهم تشبه العقود الآجلة. كما توجد آليات بديلة أخرى لتسيير المخاطر، مثل التأمين على المحاصيل للمنتجات الزراعية التي قد توفر تغطية بنسبة 25% إلى 50% من الخسائر. تسمح إدارة مخاطر السلع للمنتجين بالتحوط ضد انخفاض الأسعار، وبالمثل يقلل المصنعون والمستخدمون الآخرون من مخاطر ارتفاع الأسعار عن طريق التحوط، ويستفيد المستهلك النهائي من استقرار الأسعار نتيجة للقدرة على التحوط من مخاطر الأسعار. يتطلب تسيير مخاطر أسعار السلع الأساسية فهم طبيعة مخاطر السلع التي تتعرض لها المؤسسة والمنتجات المتاحة للمساعدة في تطوير استراتيجية

¹ نزار بسمة، مرجع سبق ذكره ص ص 177-178

² حمدوي الطاوس، مرجع سبق ذكره، ص 232

تسيير المخاطر. على سبيل الحصر نذكر عدد من الاستراتيجيات لإدارة مخاطر أسعار السلع، بما في ذلك العقود المستقبلية والعقود الآجلة والمبادلات والخيارات.¹

المطلب الخامس : تنفيذ ومتابعة القرار

بعد اختيار أداة الاستجابة للمخاطر، فإن المرحلة التالية هي تنفيذها ومراقبة فعاليتها فيما يتعلق بالأهداف المحددة. يشمل التنفيذ توزيع المسؤولية عن تسيير مخاطر محددة، يتم تحليل الانحرافات بين الأهداف والأداء الفعلي لتحديد الأسباب، والتي بدورها تؤدي إلى تغييرات في التخطيط أو عملية التنفيذ. بالإضافة إلى ذلك، يغطي التحكم في المخاطر أيضاً التحكم في الأشخاص المعنيين ووحدات الأعمال من خلال التحقق مما إذا كانت الأساليب والأدوات يتم تطبيقها بشكل صحيح من أجل تجنب إساءة الاستخدام والتلاعب² وبالتالي خلق ثقافة واعية بالمخاطر تصبح فيها تسيير المخاطر جزءاً لا يتجزأ من اللغة التنظيمية وأساليب العمل.

تتطلب الإدارة الفعالة للمخاطر نظاماً لإعداد التقارير والمراجعة لضمان تحديد المخاطر وتسييرها بشكل فعال، والتأكد من اتخاذ تدابير مناسبة للسيطرة على المخاطر. يجب أن تكون هناك مراجعة دورية للسياسة لتحديد فرص التطوير ومواكبة تطور البيئة الديناميكية والمتغيرة. لذلك، يجب الاعتراف بالتغييرات في المؤسسات والبيئة التي تعمل فيها وأنه تم إجراء التعديلات المناسبة على الأنظمة.

تشمل عملية تقييم ومراجعة برنامج تسيير المخاطر الخطوات التالية:³

- تقييم أهداف تسيير المخاطر وسياستها: من خلال معرفة الشركة ومعرفة أهداف هذا البرنامج ومدى مناسبته لها، ويشمل هذا التقييم عموماً مراجعة موارد الشركة وقدرتها على تحمل الخسائر المعرضة لها، وفي حال وجود تناقض بين التطبيق والسياسة يلزم التوفيق بين الاثنين إما بتغيير الأهداف أو أسلوب التعامل مع الخطر.
- التعرف على المخاطر وتقييم حجم التعرض للخسارة: بعج الانتهاء من تحديد وتقييم الأهداف يتم التعرف وتحديد احتمالية تعرض الشركة للمخاطر والتقنيات المستخدمة، وهنا يتم تحليل العمليات والتدابير المتخذة لمختلف التعرضات للخسائر.

¹ Horcher Karren, Op.Cit, P126-127

² Schroeck, Gerhard, Op. Cit P39

³ حولي محمد، طحطوح مسعود (2021): مساهمة المراجعة الداخلية في تفعيل وتطوير دور ادارة المخاطر وفق اطار COSO ERM، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 06 (العدد01) ص ص 445-461

- تقييم قرارات التعامل مع المخاطر: يتم مراجعة طرق تعامل الشركة مع المخاطر لتفاديها أو الحد منها.
- تقييم تنفيذ تقنيات معالجة المخاطر: يتم تقييم القرارات السابقة في التصدي للمخاطر والتحقق من أن تنفيذ القرار كان على أكمل وجه
- التوصية بإدخال تغييرات لتحسين أداء تسيير المخاطر: يتم إعداد تقرير مكتوب ومفصل حول نتائج التحليل متضمنا التوصيات اللازمة بإجراء تغييرات وتعديلات لتحسين برنامج تسيير المخاطر ويرفع الى الإدارة العليا ومجلس الإدارة ولجنة المراجعة وكذا المساهمين وأصحاب المصالح اذا اقتضى الأمر.

ومما سبق يتضح أن مراجعة برنامج تسيير المخاطر، تم تصميمه لتقرير ما إذا كانت أهداف البرنامج ملائمة لاحتياجات الوحدة الاقتصادية، وما إذا كانت الإجراءات المصممة لتحقيق تلك الأهداف مناسبة وتم تنفيذها بشكل سليم.

يجب أن تكون إجراءات إعداد تقارير المخاطر واضحة ومتاحة لأصحاب المصلحة في المؤسسة. كما يجب أن تتناول التقارير الرسمية:

- أساليب الرقابة ، ولا سيما المسؤوليات الإدارية لتسيير المخاطر
- الإجراءات المستخدمة لتحديد المخاطر وكيفية معالجتها من خلال أنظمة تسيير المخاطر
- تنفيذ أنظمة التحكم الأولية لتسيير المخاطر الكبيرة
- إنشاء أنظمة المراقبة والمراجعة
- بالإضافة إلى ذلك، يجب تسجيل أي عيوب كبيرة لا يغطيها النظام أو أي قصور في النظام نفسه، مع تحديد تدابير للتعامل مع هذا النقص

تتطلب تسيير المخاطر متابعة منتظمة للتأكد من صحة القرارات المتخذة، ومع مرور الوقت يتم اكتساب خبرة للمؤسسة في مجال احتمال وأثر كل عامل للخطر مما يجعل العملية أكثر فعالية.¹

¹ Bodie Zvi, Merton Robert, (2007) : Finance , 2em edition, Nouveaux Horizons , France, P300

المبحث الرابع: تحليل أثر استخدام المشتقات للتحوط:

تعد المشتقات من أهم ابتكارات الهندسة المالية، التي حققت شهرة متنامية بفعل العولمة والتكنولوجيا التي شجعت الطلب عليها، نستعرض أولاً تعريف وأنواع المشتقات المالية ثم نحلل أثر استخدامها للتحوط

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية التي تكون موضوع العقد (أسهم، سندات، سلع، عملات أجنبية... الخ)، حيث يمكن للمستثمر الذي يتعامل فيها أن يحقق أرباحاً أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد¹

وعرفها بنك التسويات التابع لصندوق النقد الدولي على أنها : " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل مالي من هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري. "

توفر المشتقات المالية أداة قوية للحد من المخاطر التي تواجهها المؤسسات، إلا أن نجاحها يتطلب فهم شامل للمبادئ التي تحكم تداول وتسعير المشتقات المالية لضمان فعاليتها بتوفير التكاليف وزيادة العوائد. تستخدم المشتقات للحماية من تغيرات الأسعار أو معدلات الفائدة والصرف من خلال نقل عبء الخطر من شخص معرض لها ولا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى شخص آخر غير معرض لها ويرغب في تحملها (بائع العقد) مقابل تكلفة معينة (تكلفة العقد) بهذا تمثل المشتقات بوليصة تأمين ضد تحركات السوق. وتعتبر الاستراتيجية الأساسية لتسيير المخاطر باستخدام المشتقات هي التحوط.²

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 238
² عيساوي سهام، (2015): دور تداول المشتقات في تمويل أسواق رأبي المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر ص186

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية:

يتم تداول المشتقات في نوعين من الأسواق، هما الأسواق المنظمة (البورصات) و الأسواق غير المنظمة (خارج البورصات OTC) ويطلق عليها السوق الموازية. تختلف السوق حسب نوع المشتق، حيث تتداول عقود المستقبلية والخيارات في الأسواق المنظمة، بينما العقود الآجلة والمبادلات تتداول فيها الأسواق الغير منظمة. نعرف كل منها كما يلي:

1- العقود المستقبلية: Futures

هي "عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل". يتم التعامل بها عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة، حيث يلزم طرفي العقد بإيداع ما قيمته 5% - 15% من القيمة الاجمالية للعقد كهامش ولا يتم استرداده الا عند تسوية أو تصفية العقد. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يظهر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.¹

ويكون التعامل بالمستقبلية بشروط حيث تكون العقود قابلة للتميط من حيث الكمية والجودة (لتحقيق سيولة كافية)، ويجب أن يكون طلب نشط على الأصل الضمني.²

تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص حيث في يوجد طرفين أحدهما مشتري والأخر بائع، بالتالي ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني، كما أن طرفي التعامل غالبا لا يعرفان بعضهما البعض، ويتم التعامل عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل كمشتري أو كبائع دون أن تتنافس أيا من المشتريين أو البائعين، فهي تعمل إذن على توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان انجاز العقود بكفاءة.

إن عقود المستقبلية عقود نمطية من حيث الشكل والحجم والمبلغ، كما يمكن لمالكها الأصلي تعديلها أو إلغائها بسهولة قبل وقت التسليم، ويتطلب المتاجرة في المشتقات إيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لاستقاء الأطراف بالتزاماتهم، ويحدد الهامش حسب ظروف السوق وسلوكيات المستثمر.³ تنقسم العقود المستقبلية إلي:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 255

² نفس المرجع، ص 158

³ بناس منيرة (2009): الصوابط الشرعية للمشتقات المالية " الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف ص 4-6

- عقود معدلات الفائدة: هي عقود يتم التعامل فيها على أساس معدل الفائدة على الودائع، السندات، القروض... إلخ.

وقد استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات التي تحدث في أسعار الفائدة على الأصول المالية. أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بشكل عكسي. من بين هذه العقود، عقود قصيرة الأجل Short Term Contract وعقود طويلة الأجل Long Term Contract

- عقود أسعار الصرف: هي عبارة عن عقد يتم بين طرفين لشراء وبيع عملة معينة في تاريخ محدد يكون متفقاً عليه بين الطرفين في تاريخ العقد. والغرض من هذا العقد هو التحوط من التقلبات الشديدة في أسعار صرف العملات في المستقبل.

- عقود مؤشرات الأسهم: وهي عقود لبيع أو شراء مؤشرات متنوعة من الأسهم التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية في تاريخ مستقبلي و بسعر محدد، وتستخدم العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم Futures Index Stock لأغراض التحوط والمضاربة.

- عقود السلع: يمثل هذا النوع من العقود التزاماً من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (الذهب، النفط، المحاصيل الزراعية... إلخ) بمواصفات متفق عليها خلال موعد محدد وذلك مقابل سعر متفق عليه، يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.¹

2- عقود الخيارات: Options

هو عقد يخول لحامله حق شراء أو بيع أصل معين (ورقة مالية) بسعر محدد وقت إبرام العقد، على أن يتم التسليم مستقبلاً في وقت محدد، بالتالي لا يكون ملزماً بإتمام الصفقة، وهذا العقد يتم بين الذي يريد شراء أو بيع الورقة المالية والطرف البائع لهذا الخيار، لهذا يتقاضى البائع علاوة عند إبرام العقد، ويسمى الخيار الذي يعطي الحق لمالكه بالشراء بخيار شراء والذي يعطي لمالكه حق البيع بخيار البيع.² يمكن تصنيف الخيارات وفقاً إلى تاريخ التنفيذ الي:

- عقد الخيار الأوروبي Options European يكون التنفيذ في يوم محدد

- عقد الخيار الأمريكي Options American يكون التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ

إبرام العقد و حتى التاريخ المحدد لانتهائه .

¹ همت محمد عصام الدين السويدي (2021): مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22 (العدد 3)، جامعة بور سعيد - مصر، ص ص 373-374
² البكري وليد صافي أنس، (2010): الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر، مصر ص 237

كما يتم تصنيف عقود الخيار حسب ملكية الأصل الى "

-عقود خيار مغطاة Options Covered هي تلك العقود التي يكون فيها محرر العقد (البائع) مالكا لأصول موضوع العقد،

-عقود خيار غير مغطاة Option Uncovered، وهي تلك العقود التي يكون فيها محرر العقد (البائع) غير مالك لأصول محل التعاقد.¹

3- العقود الآجلة : Forwards

هي "عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، لكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، كما يتفق الطرفان على الكمية وطريقة وكيفية تسديد العقد مما يبين الطابع الشخصي لهذا النوع من العقود، حيث يحدد الطرفان شروط العقد بما يلائمهما، الا أنه لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود، وعند إبرام العقد لا يمكن إلغاؤه، مما ينطوي عليه مخاطر عدم القدرة على التسليم.² يمكن أن تنقسم العقود الآجلة وفقا لأهم العقود الآجلة المتعامل بها إلى:

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة : Contract Interests Forward وتستخدم هذه العقود للحماية من تقلبات أسعار الفائدة، حيث يتم الاتفاق على دفع أو استلام المبالغ المترتبة على الفرق بين معدل فائدة في تاريخ تسوية العقد ومعدل الفائدة المتفق عليه بين طرفي العقد.

- عقود أسعار الصرف Contract Currency Forward : وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة مقابل عملة أخرى وذلك في تاريخ آجل، وتستخدم هذه العقود للحماية من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.³

4- عقود المبادلة: Swaps

هي اتفاق بين طرفين على تبادل أصل مقابل آخر بشروط محددة وقت إبرام العقد على أن يكون التنفيذ في تاريخ لاحق.

تعرف أيضا عقود المبادلة بأنها اتفاق لتبادل تدفقات نقدية مستقبلية على شكل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية. . . الخ)

¹ همت محمد عصام الدين السويفي، مرجع سبق ذكره، ص 374-375

² معتوق جمال، مرجع سبق ذكره، ص 113

³ همت محمد عصام الدين السويفي، مرجع سبق ذكره، ص 373

يتميز عقد المبادلة بأنه ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات، ولا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يوميا كما هو الحال في عقود المستقبلات، كما لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ¹. تنقسم حسب نوع المبادلة الى:

- مبادلة معدلات الفائدة: Swap Rate Interest تتضمن مبادلة تدفق نقدي لعملة مقابل تدفق نقدي لعملة أخرى. مبادلة معدلات الفائدة هي اتفاق بين طرفين عادة يكون بنكا أو مؤسسة مالية أخرى على تبادل دفع الفوائد بعملة واحدة متفق عليها، لمبلغ أساسي افتراضي Principal Notional خلال فترة زمنية متفق عليها. وهذا العقد إذا تم لا يمكن تداوله.

- مبادلة العملات: Swaps Currency عقد مبادلة العملة هي عملية بيع حالية لعملة مقابل عملية شراء أجل لهذه العملة. وهي عملية تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة، إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية. تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات

- مبادلة حقوق الملكية: Swap Equity هو عقد لمبادلة توزيعات أرباح الأسهم Dividends و المكاسب الرأسمالية Capital Gains المحققة على مؤشر أسهم

- مبادلة السلع: Swap Commodity هو عقد مبادلة بين طرفين يتم الاتفاق بينهما على مبادلة كمية معينة من السلع و تبادل قيمتها.

* مشتقات أخرى يطلق عليها مشتقات القروض، نذكر منها:

- عقود الحد الأقصى لمعدلات العائد: Caps عقد بين طرفين يوافق فيه البائع على إعادة أية مبالغ إلى المشتري تفوق تكلفة الفائدة المتفق عليها بسعر معين في مقابل علاوة لسقف معين، يمثل اتفاقا بين المقرض لمبلغ معين بمعدل فائدة متغير وبين المقرض يتم بموجبه قيام المقرض بشراء عقد خيار بيع من المقرض بأن يدفع للمقرض قيمة الانخفاض الذي قد يطرأ على الفوائد المستحقة على القرض عن المعدل المتفق عليه مقابل علاوة محددة يدفعها المقرض للمقرض عند تاريخ الاستحقاق. يمكن هذا العقد من مساعدة المقرض لتثبيت معدل

¹ عرفة سيد سالم (2009): إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر، عمان الأردن ص 142

فائدة أعلى للقرض بالنسبة لمبلغ معين وفترة محددة مع امكانية الاستفادة من انخفاض معدل الفائدة في مقابل تسديد علاوة الى بائع العقد.

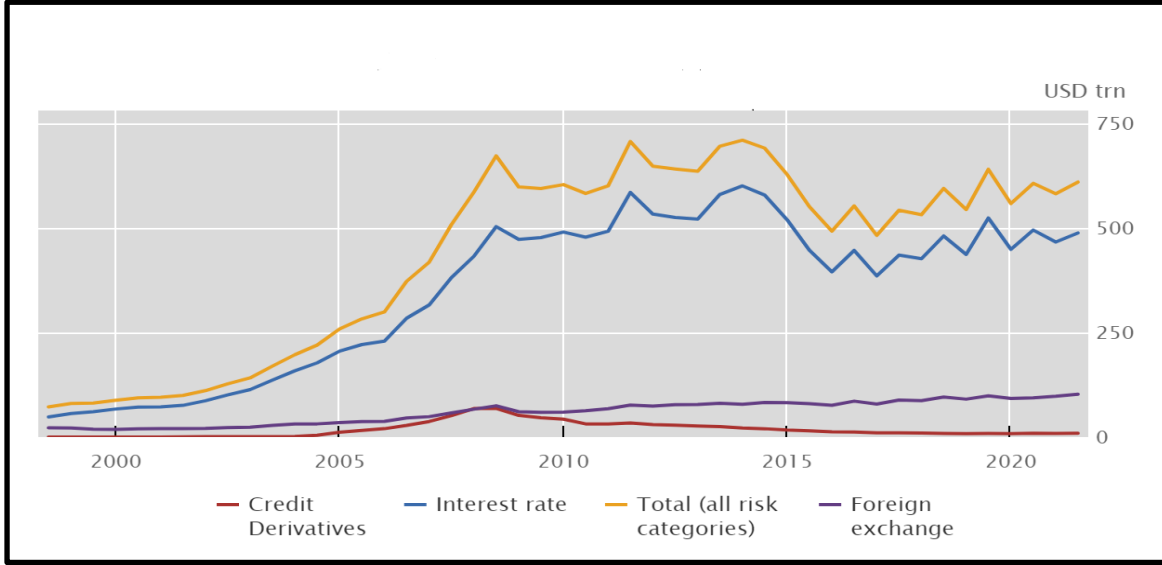
- عقود الحد الأدنى لمعدلات العائد (لحماية المقرض) : Floors هي عبارة عن عقد بين طرفين يتيح حماية المقرض من انخفاض أسعار الفائدة في أي وقت خلال مدة التنفيذ، بحيث يتم الاتفاق على حد أدنى لسعر الفائدة. هو عقد يعكس السقف لأن بائع القاعدة يتسلم علاوة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروق بين أسعار الفائدة الفعلية وبين تلك المتفق على أسعارها اذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين، ويعتبر معدل الفائدة "القاعدة" اتفاقاً بين المقرض بمبلغ معين بمعدل فائدة متغيرة وبين المقرض، يقوم بموجبه المقرض بشراء عقد خيار شراء من المقرض يلتزم بموجبه المقرض بالتنازل للمقرض عن الزيادة التي قد تطرأ على الفائدة المستحقة على القرض عن معدل الفائدة المتفق عليه مقابل علاوة يدفعها المقرض عند ابرام العقد.

-عقود الحد الأقصى والأعلى لمعدلات العائدة: (لحماية كل من المقرض والمقرض) Collar يتم من خلال الاتفاق في العقد على تثبيت حد أقصى وحد أدنى لسعر الفائدة. هو عبارة عن شراء عقد السقف وفي نفس الوقت بيع القاعدة، والعلاوة المستلمة مقابل بيع القاعدة تقابل تكلفة السقف، وهي تعتمد على الأسعار المتفق عليها للنوعين من المكونات، ففي حالة تساوي تكلفة السقف لتحصيلات القاعدة فهنا لا توجد علاوة وتسمى الأداة بالقاعدة السقف ذي التكلفة الصفرية ويعتبر هذا الاتفاق التزام يتم بموجبه الزام المقرض بالتنازل للمقرض عن الزيادة التي قد تطرأ على معدل الفائدة المستحق على القرض عن المعدل المتفق عليه وفي نفس الوقت يلتزم المقرض بأن يدفع للمقرض قيمة الانخفاض الذي قد يطرأ على معدل الفائدة المستحق على القرض عند المعدل المتفق عليه.¹

يوضح الشكل الموالي تطور حجم المشتقات المالية في مختلف دول العالم:

¹ حمداوي الطاوس، مرجع سبق ذكره ص ص 328-329

شكل 3: تطور حجم التداول الدولي لعقود المشتقات المالية



Source : stats. bis. org

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ تطور تداول المشتقات من سنة 2000 الى غاية 2020، باتباع المنحنى الأصفر الذي يعكس جميع أنواع المشتقات المالية نرى اتجاه تصاعدي من 2000 الى غاية 2008 التي سجلت انخفاض الطلب على هذه الأدوات، وهذا في فترة أزمة الرهن العقاري التي كانت عقود المشتقات من أهم أسبابها والتي أجمت من لهيب الأزمة بين المؤسسات وبين الدول حيث تحولت من غرضها التحوطي الى المضاربة على الأسعار. لكن بعد الأزمة عرفت ثبات حجم تداولها فترة حتى 2012 سنة، ثم بدأ الطلب في التزايد نظرا لأهمية هذه الادوات في تغطية المخاطر المالية، ثم سجلت انخفاض مستمر من سنة 2014 الى 2016 بعدها كان التداول متذبذب بين الصعود والنزول.

بالنسبة لأنواع المشتقات المالية الأكثر تداولاً كانت لمشتقات معدلات الفائدة بفرق واضح كما أن منحنى اتجاهها (المنحنى الأزرق) هو نفسه المنحنى لإجمالي عقود المشتقات تقريبا، كما أنها خطر معدل الفائدة يعتبر الأكثر أهمية في المؤسسات المالية المرتبط بتسعيرة نشاطها الأساسي لذلك تكون ملزمة بتغطية هذا الخطر. تليها مشتقات الصرف والتي تسجل طلب متزايد دائما حتى في ظل الأزمات حافظت على وتيرتها التصاعدية وهذا لأن مشتقات الصرف تكون بالدرجة الأولى في المؤسسات الاقتصادية ذات المعاملات الدولية، كما يغلب عليها الطابع التحوطي في حين أن مشتقات الفائدة يغلب عليها الطابع المضاربي. بينما المشتقات الائتمانية

فالطلب عليها منخفض جدا، الفترة الوحيدة التي عرف خلالها الارتفاع كانت في 2007 في ظل أزمة الرهن العقاري حيث تم تغطية مخاطر القروض العقارية من البنوك عن طريق المشتقات.

المطلب الثالث: أثر المشتقات المالية:

ان ابتكار المشتقات كان لغرض التغطية من المخاطر المالية وقد حققت العديد من المزايا الايجابية، الا أن المتعاملين في السوق استطاعوا توظيفها لأغراض أخرى كالمضاربة والمراجحة وهو ما نتج عنه آثار سلبية على الشركات والنظام المالي ككل، نستعرض فيما يلي أهم العوامل الايجابية والسلبية لاستخدام المشتقات المالية.

1- التأثير الايجابي للمشتقات المالية:

تكمن أهمية المشتقات في تحقيق فوائد على المستوى الجزئي والكلي التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تخفيض تقلبات الأسعار التي تجعل المستثمرين في حال تردد للاستثمار، اذ أن الخطر ينتقل من السوق الثانوي للسوق الأولي فيصعب عملية الحصول على تمويل للشركات، مما قد يؤدي لأضرار جمة على الاقتصاد ككل¹
- اتاحة فرص استثمارية بتحقيق أرباح من عمليات المضاربة.
- تنشيط السوق وتشجيع السيولة بزيادة حجم التداول طالما هناك عقود تغطية ضد الخطر²
- لا تتطلب رأسمال كبير الا هامش مبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في المستقبلات، او العمولة في عقود الخيارات³.
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات لمرونتها وسيولتها الكبيرة مما قد يجذب رؤوس الأموال
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد لانخفاض التكاليف، حيث تجعل السوق أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لابرار الصفقة بسعر قريب من العادل.⁴

¹ Galanti Sebastien, (2018) : Risques financiers: Mesures et conséquences. Rennes: PUR (Presses universitaires de Rennes) France, P4

² طلعت عبد الحكيم، وغضنفر حسين. مرجع سبق ذكره، ص104
³ محفوظ جبار، وعديلة مريم. (2010). الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة. مجلة علوم اقتصادية وتسيير، المجلد 10(العدد 10)، ص25

⁴ عواجية حياة، مفتاح صالح، (2017): تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكوييت. مجلة رؤى اقتصادية، المجلد7(العدد 02)، ص82.

- تسمح المشتقات بتثبيت أسعار التكاليف أو الإيرادات مثل إبرام عقد آجل مع مورد رئيسي لتثبيت تكلفة المواد الأولية والتحوط من ارتفاع أسعارها مستقبلا. أو إبرام عقد آجل مع عميل لتثبيت المبيعات والتحوط من انخفاض الأسعار¹
 - أداة لاستكشاف الأسعار في السوق الحاضر حيث تمكن من التنبؤ بالأسعار من خلال اتجاه السوق.
 - التغطية ضد المخاطر : يقوم المتحوط بشراء أصل معين عن طريق عقد يحمل تاريخ تنفيذ مستقبلي، بحيث يأخذ مركز طويل في السوق المستقبلي لتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار بالإضافة الى لتحقيق أرباح للفرق بين سعر السوق في تاريخ التنفيذ والسعر المتفق عليه عند إبرام العقد. أو اتخاذ مركز قصير عن طريق بيع أصل معين يملكه بعقد يتم تنفيذه في المستقبل.²
 - تثبيت التدفقات النقدية للمؤسسات من خلال ادارة أفضل لأصولها مما يزيد من احتمال وجود موارد داخلية يمكن الاعتماد عليها لتمويل الفرص الاستثمارية وحل مشكلة ضعف الاستثمار، بقيام باستثمارات ذات مردودية عالية مع تقليل اللجوء للتمويل الخارجي المكلف تستطيع الشركة تحقيق عائد أفضل ومعدل نمو أكبر³
- وفقا لنموذج القيمة فان انخفاض تكلفة رأسمال يزيد من قيمة الشركة، فاذا تم تسيير المخاطر بشكل مناسب يمكن تقليل تكلفة رأسمال من خلال تخفيض احتمال العجز المالي، كما قد تحصل الشركة على تصنيف ائتماني أفضل مما يحسن ملاءتها المالية ويسهل الحصول على الديون بتكلفة أقل وشروط تعاقدية أفضل، كما أن ثبات العوائد يخفض من تكلفة حقوق الملكية بتدني درجة المخاطرة، وهو ما يسمح بالوصول للمزيج الأمثل لتركيبية رأسمال التي تحقق ميزة الوفر الضريبي وتخلق قيمة للمؤسسة.⁴
- أن الشركات تستخدم المشتقات اختياريا للمحافظة على ثبات التدفقات أو لتحقيق أرباح مضاربيه، كما أنها أحيانا تفضل تحمل الخطر على أمل تحقيق أرباح غير عادية، الا أن قدرة الشركة على تحمل خسائر مضاربيه مرتبط بقدراتها المالية وهيكلها التمويلي. فالشركات المعرضة لخطر الافلاس تختار مستوى منخفض من التحوط،

¹ Rais Hassen, (2012) : Gestion des risques, Mesure et stratégie. These doctorat non publié, Toulouse: Université Toulouse France P60

² طلعت عبد الحكيم وعضنفر حسين مرجع سبق ذكره، ص103

³ Boyer Marcel, Boyer Martin & Garcia Réne , (2005) : The Value of Real and financial Risk management. Montréal: CIRANO. P5 <https://cirano.qc.ca/files/publications/2005s-38.pdf> vu 05/11/2019

⁴ Damodran Aswath ,(2005): Value and risk Beyond beta. Financial analyst journal, Volum 61(02), P40

وتحاول تعظيم قيمتها بالقيام بأعمال مضاربيته، أما في حال تدهور النتائج وتهديد حياة الشركة يتم اللجوء للتحوط لتحديد الخطر كليا.¹

ان منافع المشتقات المالية لم تعد تقتصر على التحوط من المخاطر بتحويله من الشركة ونقله لطرف آخر، إذ أنها أصبحت أداة تستخدم لخلق الثروة من خلال تقليل تقلب التدفقات النقدية تسمح للمؤسسة بضمان موارد ثابتة وتخطيط أفضل لتوازنها المالي مما يؤدي لتخفيض تكاليف الافلاس واعتماد موارد داخلية لتمويل استثمارات متاحة، أو اغتنام فرص لتحقيق عوائد غير عادية. مع تحسن الملاءة المالية للشركة تصبح محط أنظار المستثمرين، كما يمكنها الحصول على قروض بشروط أفضل، مما يجعل الشركة في أريحية لاختيار تركيبة هيكلها التمويلي الذي يسمح بتقليل تكلفة رأس المال ورفع قيمة الشركة.

د- التأثير السلبي المشتقات:

يمكن أن ينتج عن استخدام المشتقات عدة مخاطر بحكم طبيعتها وحالة عدم التأكد المرتبطة بالأسعار بالإضافة لسوء استخدامها، إذ ترافقها احتمالات الربح والخسارة مما يتيح امكانية ظهور أنواع مخاطر جديدة قد تتسبب في حتى في افلاس الشركات أو خلق أزمات مثلما كان الحال في أزمة الرهن العقاري.² من بين المخاطر التي قد تتجر عنها:

- مخاطر السوق: تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط نتيجة التقلبات غير المتوقعة لأسعار عقود المشتقات والأصول الضمنية.
- مخاطر ائتمانية: في حال عدم وفاء الطرف المقابل بالتزامه، وتزداد في حال التعامل في الأسواق الموازية، كما أنها أحيانا تعتمد على وكالات التصنيف التي قد تكون مغلطة. المشتقات تنقل الخطر لأشخاص راغبين في تحمله لكن قد يكونون غير قادرين على تحمله.³
- مخاطر تشغيلية وتنظيمية: سوء تسيير العقود نتيجة خطأ أو غش أو عدم كفاءة نظام المعلومات
- مخاطر قانونية: تعذر تنفيذ العقد لتغير البيئة القانونية أو عدم تمتع المستخدم بالصلاحيات الكافية.
- مخاطر خاصة: توجد في أدوات مالية مختلفة الا أنها أكثر تأثير في المشتقات: كمخاطر السيولة عند الحاجة للتخلص من العقد، مخاطر الارتباط بين سعر المشتقة والاصل الضمني، مخاطر الرفع المالي،

¹ Meftah Selma, (2005) : La couverture des risques financiers par les entreprises françaises, Université de Paris Dauphine: CEREG P18 <http://www.finance.dauphine.fr/wp-content/uploads/2015/07/cereg200502.pdf> vu 11/01/2020

² هشام طلعت عبد الحكيم و غصنفر حسين، مرجع سبق ذكره، ص152
³ مرغاد لخضر و عيساوي سهام (2014) : استخدام المشتقات في ادارة المخاطر المالية، أبحاث اقتصادية وادارية، المجلد 8(العدد 01)، ص152

مخاطر التسعير لصعوبة ايجاد نموذج رياضي دقيق ومخاطر الاحلال لعقد جديد لتعويض الخسارة الناتجة عن استحالة وفاء الطرف الاخر بالتزامه.¹

- مخاطر الأصل الضمني: ان مشتري أو بائع المشتق لغرض المضاربة يهمل خطر الأصل الضمني، فاللجوء للمشتقات كان للتحايل على معايير الرقابة بتحمل مخاطرة في أصول غير مراقبة²
- تكلفة وفعالية التحوط: يتحمل مستخدم المشتقات تكاليف المعاملات ورسوم مالية، كما أم فعالية التحوط ترتبط بايجاد نسبة التغطية المثالية التي تساوي الخسائر المتوقعة بالأرباح المحققة.³
- تعقد وصعوبة فهم واستعمال الطرق الاحصائية قد يؤدي لظهور خطر تشغيلي نتيجة استعمال مؤشرات مغلطة.
- مخاطر النموذج هي مخاطر قيام الشركة عند تسعير أداة مالية، مثل أحد المشتقات، باستخدام نموذج غير مناسب أو نموذج يحتوي على أخطاء (بما في ذلك أخطاء البرمجة والأخطاء)، أو استخدام مدخلات غير صحيحة.
- المخاطر المحاسبية هي عدم التأكد من المعالجة المحاسبية المناسبة لمعاملة المشتقات. كانت المحاسبة عن المشتقات مصدرًا مهمًا للجدل والمخاطر لسنوات عديدة، لقد عاش مستخدمو المشتقات في قلق مستمر من أن الطريقة التي يتم بها حساب المشتقات سيتم الإعلان عنها غير ملائمة بعد وقوعها وأنه سيطلب منهم إعادة صياغة معاملات معينة مع إمكانية خفض أرقام الأرباح السابقة.
- مخاطر التسوية: تغير الأسعار يوم تنفيذ العقد بالاتجاه المعاكس. قد تظهر مخاطر التسوية عادة في المعاملات الدولية، لنفترض أن بنكًا في البلد "أ" يشارك في معاملة مالية مع شركة في البلد "ب" مع كل من البنك والمؤسسة، وسيطلب من كل منهما سداد بعضهما البعض بدلاً من دفع مدفوعاتهما. يفصل البنك والشركة اثني عشر ساعة (المنطقة الزمنية) مع بداية يوم البنك أولاً. في يوم التسوية، يرسل البنك أمواله إلى الشركة على افتراض أنه عندما تفتح الأسواق، ستحول الشركة أموالها إلى البنك. ومع ذلك، عندما تفتح أسواق الشركة، تعلن الشركة عن إفلاسها وأنها ستعلق جميع المدفوعات.⁴

¹ اللايز علي، القاضي علي و العرادة طلال (2015): مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات، مجلة البحوث الاقتصادية والإدارية(العدد 03)، ص52.

² Galanti Sebastien, Op. Cit P 5

³ طلعت عبد الحكيم، و غضنفر حسين مرجع سبق ذكره، ص100

⁴ Dragana S. Labović, Aleksandar M. Damjanović, Op. Cit, P487-486

- اعتماد أدوات تغطية المخاطر قد يخلق ثقة زائدة وقد تفتح شهية المؤسسة لتحمل مخاطرة أكبر.¹ وجدت الدراسات السابقة أن استعمال المشتقات يقتصر على الشركات الكبرى نظرا لاقتصاديات الحجم، حيث تسمح لها مواردها بتحمل تكاليف العقود كما وجد أن الخطر النظامي في الشركات الكبرى يقل بعد استخدام المشتقات الا أنه يرتفع في الشركات الصغيرة والمتوسطة.² لكن على المدى الطويل وجد أن استخدام المشتقات يقل مع الوقت نظرا للتخوف من مخاطرها مع تعقد العمليات المتعلقة التي قد تظهر فيها عدة أخطاء اما في التسجيل المحاسبي، أو الرقابة المتبعة فأغلب المستخدمين ليس لديهم تقرير محدد للادارة.³ من خلال النقاط المستعرضة أعلاه نجد أن استخدام المشتقات محفوف بالمخاطر على المستوى الكلي للأسواق المالية أو على مستوى الجزئي للشركات، فعند تحقق الخطر وتحرك الأسعار بالاتجاه المعاكس قد ينجر عنه خسائر مالية للشركة، أو في حال عدم تحصيل مستحقاتها اما بسبب عجز الطرف الآخر لإيفاء التزامه أو لأسباب قانونية. كل هذا يخل بتوازن المالي للشركة ويعود سلبا على سمعتها وقيمتها. كما أن استخدامها يتطلب طاقم اداري مؤهل لدراسة قرارات التسعير، المتابعة، عمليات التسجيل المحاسبي والرقابة فأى خطأ في قرار التنفيذ أو توقيته يحول دون تحقيق الهدف. كما أنه في حال عدم تحقق الخطر الذي تم تغطيته وكانت السيناريوهات المتفائلة تكون الشركة قد حرمت نفسها من عوائد اضافية واضاعة فرص لتعظيم قيمتها.

¹ Roncalli Thierry, (2009) : La gestion des risques financiers , 2ém edition, Collection Finance, Economica edition, Paris France P6

² معتوق جمال و سعدي يحي (2015) : قياس أثر المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 8(13)، ص245

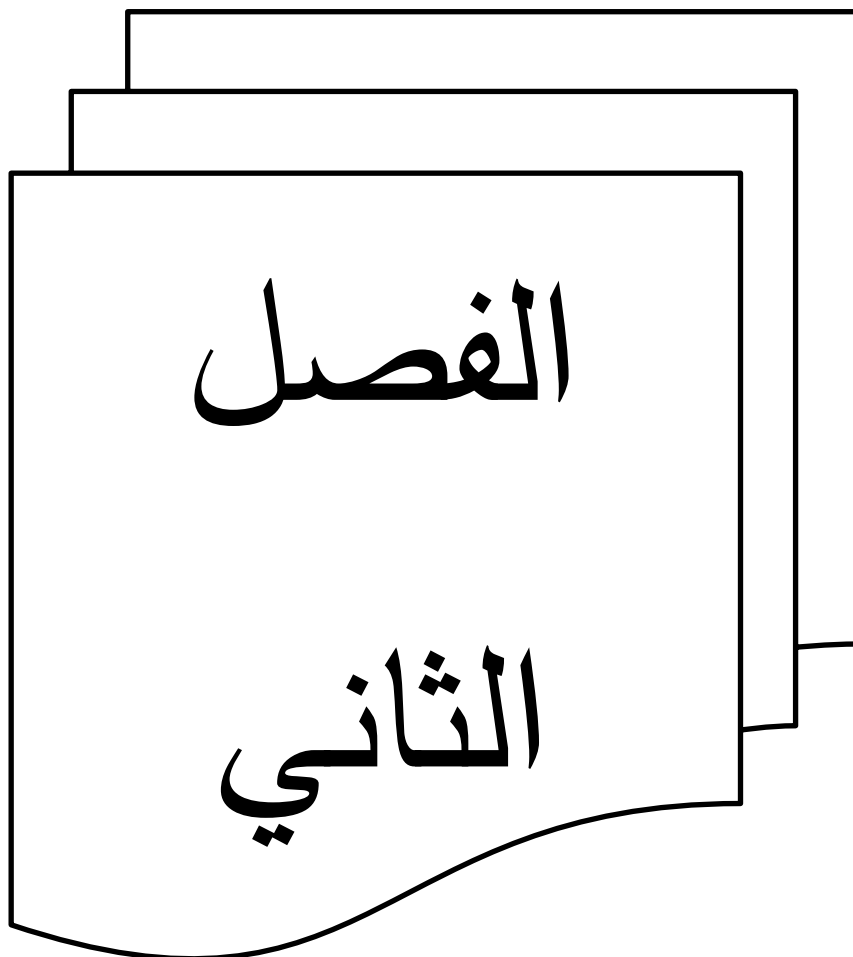
³ Rashid Ameer, Rosiatimah Biti, & Azrul Abdullah, (2011): A survey on the use of derivatives and Their Effect on Cost of Equity Capital, The journal of Derivatives, Volume 19(1), P 66

خلاصة الفصل الأول

قمنا في اطار الفصل الأول باستعراض الاطار النظري لتسيير المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، بالرغم من ارتباط هذه المخاطر بالمؤسسات المالية باعتبار نشاطها مالي محظ، الا أن الشركات الاقتصادية لم تكن بمأمن من المخاطر المالية والتي تتمثل في تقلبات أسعار المتغيرات المالية التي قد تؤدي لانحراف العوائد الحقيقية عن المتوقعة، ويزيد الخطر المالي في ظل الرفع المالي عند تعذر على المؤسسة تسديد التزاماتها في مواعيدها مما قد ينجر عنه تهديد لاستمراريتها. ولأجل ذلك يتم تسيير الخطر المالي من خلال تحديد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، قياسها كمياً، ثم تحديد أسلوب التعامل معها في اطار الاستراتيجية والأهداف الموضوعية مع ضمان المتابعة والرقابة.

من بين أحد أهم الأساليب للتعامل مع الخطر اللجوء للمشتقات المالية للتحوط من الخطر المالي، والتي تعد أهم ابتكارات الهندسة المالية، حيث تقوم بنقل الخطر لطرف آخر وتحييده من المؤسسة مما يضمن تخطيط أفضل لتدفقاتها المستقبلية، غير أن استخدام المشتقات يتطلب طاقم اداري مؤهل لدراسة قرارات التسعير، المتابعة كما أنه قد ينجر عنها مخاطر جديدة للمؤسسة وللنظام المالي ككل.

ان تسيير المخاطر المالية تم دراسته في اطار اعتماد مصادر التمويل التقليدية وقد وجد ارتباطه مع نسبة المديونية، الا أنه لم يتم أخذ المخاطر المالية في ظل هيكل تمويلي قائم على مصادر تمويل اسلامي التي يقل فيها خطر الرفع المالي، لذلك تم تخصيص الفصل الثاني لدراسة تسيير المخاطر المالية في ظل النظرية المالية الاسلامية.



الفصل

الثاني

تمهيد:

يشهد سوق الخدمات المالية الإسلامية نمو متسارع واهتمام متزايد في جميع الدول، خاصة بعد الأزمة المالية للرهن العقاري التي سلطت الضوء على أهمية الاستثمارات الأخلاقية والاجتماعية باعتبارها وسائل أكثر تعزيزًا للنظام. برز التمويل الإسلامي في الستينيات بفضل الاهتمام المتجدد بالدين في الدول الإسلامية وتراكم فوائض النقد الأجنبي في الخليج من البترودولار، ثم تم تدويله بسرعة بسبب الهجرة ولكن أيضًا بسبب الإلحاح المتزايد والحاجة لنظام قائم على الأخلاقيات.

إن التمويل الإسلامي قادر على تقديم نهج بديل يمكن أن يحقق مساهمة كبيرة في الانتعاش الاقتصادي والمالي لسهولة الوصول إلى الحلول التمويلية والاستثمارية وتوافقها مع المعتقدات الدينية. في التمويل الإسلامي تعد ضرورة المخاطرة جوهر خلق القيمة في أي نشاط، كما يتفق الخبراء والمتخصصون على أنه لا يمكن أن يحدث أي نمو اقتصادي دون المخاطرة.

إن فلسفة تقاسم المخاطر في التمويل الإسلامي تتطلب قبول المخاطر لتبرير العوائد، إلا أن الشريعة تتطلب أيضًا تجنب المخاطرة غير الضرورية. إن شرط التجنب هو في جوهره دعوة للإدارة الحكيمة للمخاطر. يقوم التسيير المعاصر للمخاطر حول الهندسة المالية، والتي تتمثل أهم ابتكاراتها في المشتقات المالية. على الرغم من الفعالية المثبتة للمشتقات في تسيير المخاطر في الفضاء التقليدي، يبدو أن علماء الشريعة مشككون وغير مرتاحين لاستخدامها، وهي لا تزال محل جدل واسع لشرعية استخدامها، قمنا بتقسيم الفصل الثاني إلى أربعة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: أسس النظرية المالية الإسلامية

المبحث الثاني: المخاطرة في المالية الإسلامية

المبحث الثالث: تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية

المبحث الرابع: أدوات التحوط الإسلامية

المبحث الأول: أسس النظرية المالية الإسلامية:

علم المالية الإسلامية علم حديث انبثق عن علم المالية التقليدية، كما أن عليه أن يستفيد من النظريات المالية التقليدية وأن يجارها على أن يحتفظ بخصوصياته التي تجعل منها فرعاً عن علم المالية أكثر منه علماً مستقلاً بذاته، يستمد أسسه ويستند على مبادئ الشريعة الإسلامية، ولا يمنع ذلك بأي حال من الأحوال الاستفادة من المالية التقليدية ونظرياتها وتطبيقاتها المعاصرة. يمكن تعريف النظرية المالية الإسلامية كمجموعة القوانين، المعاملات، المبادئ والتقنيات التي يتم من خلالها إيجاد الأصول المالية وتداولها، ويتم من خلاله إنتاج وتوزيع الخدمات المالية وتخصيص الأموال، كل ذلك في إطار موجبات الشريعة بهدف تحقيق التشغيل الأمثل للموارد المالي.

المطلب الأول: النشأة والتطور

تعود بداية المالية الإسلامية مع فجر الإسلام إلا أنها لم تكن بالممارسات الحالية نتيجة تغير الإطار الاقتصادي لكن المبادئ نفسها لم تتغير. فالمغيرة بن شعبة والحسين بن نمير كانا يكتبان "المداينات والمعاملات" للنبي (صلى الله عليه وسلم)، كما كان البراء بن عازب وزيد بن أرقم (رضي الله عنهما) يقولان: سألتنا رسول الله (صلى الله عليه وسلم) عن الصرف وكنا تاجرين فقال: "إن كان يدا بيد فلا بأس ولا يصلح نسيئة". وعرفت الأدوات المالية غير النقود: كالسفتجة، والصك...

استمر تطور ونمو الصناعة المالية الإسلامية عبر التاريخ في عهد الخلفاء الراشدين وتمكنت من تغطية كل الاحتياجات التمويلية التي كان تواجهها المجتمعات الإسلامية، واستمر فقهاء المسلمين على مر العصور في توضيح الأسس واستنباط الأحكام الخاصة بالمعاملات المالية.¹

في القرن السابع عشر بعد الثورة الصناعية بدأ البحث عن الاستثمار في دول مختلفة والتي كانت بطبعها استثمارات قائمة على الربا، وبما أن في هذه الفترة أغلب الدول الإسلامية كانت مستعمرات أوروبية فرض عليها النظام البنكي الربوي، وكانت مجبرة على قبوله. لكن بعض الاقتصاديين رفضوا الفكرة وبدأوا بالبحث عن حلول بديلة لنظام مالي إسلامي. كان من أول الأشخاص الذين حاولوا وضع نموذج لعمل البنوك الإسلامية وابتكار عقود تتماشى مع مبادئ المالية الإسلامية: محمد محسن (سعودي)، أنور اقبال (باكستاني) ومحمد صديقي (هندي). حاول محمد محسن سنة 1982 تأسيس بنوك قادرة على مواجهة التحديات تعتمد على حسابات

¹ قندوز عبد الكريم أحمد، (2019): المالية الإسلامية، صندوق النقد العربي، ص 48-49

الاستثمار والتوظيف مع تقديم ديون تجارية. أما محمد صديقي درس عقود التمويل القائمة على مشاركة الأرباح والخسائر.¹

بعد استقلال معظم الدول العربية بدأ ظهور البنوك الاسلامية، حيث كانت البداية الأولى سنة 1940 في ماليزيا بإنشاء صناديق للإدخار بدون فائدة تستخدم للحج والعمرة. وفي سنة 1950 بدأ التفكير المنهجي المنظم يظهر في باكستان بوضع أساليب تمويل تلتزم بأحكام الشريعة الاسلامية، إلا أن المحاولات الجادة بدأت سنة 1963 بإنشاء مصارف الإدخار المحلية في الدهقالية مصر وهي بمثابة صناديق ادخار لصغار الفلاحين. وجاء الاهتمام الحقيقي بإنشاء مصارف اسلامية في توصيات مؤتمر وزارة الخارجية للدول الاسلامية بجدة سنة 1972 بعد تأسيس البنك الاسلامي للتطوير الذي يلعب دور البنك الدولي للبلدان الاسلامية.²

استفادت المالية الاسلامية من الأحداث السياسية والاقتصادية فكما قل الاهتمام بها ينشأ حدث يعيدها للأضواء. مع أزمة النفط في السبعينات وتراكم فوائض البترودولار سارعت الدول الغربية لجذب مدخرات المسلمين وأخذ الريادة، من هنا بدأ ظهور البنوك الاسلامية في الدول ذات الأقلية المسلمة. كان أول بنك "البركة" في بريطانيا سنة 1980. بعدها سرعان ما انتشرت البنوك الاسلامية في معظم الدول. وقد كان لأزمة الرهن العقاري دور كبير في توجيه الأنظار نحو البنوك الاسلامية الذي كانت أكثر صلابة في مواجهة هذه الأزمة في ظل انهيار أعرق البنوك التقليدية. بعد أزمة 2007 عرفت المنتجات والخدمات المالية الاسلامية نمو متسارع بوتيرة عالية في العالم ككل.³

يوضح الجدول الموالي توزيع المنتجات الاسلامية عبر مختلف الدول الاسلامية 2019 :

¹ Korbi Fakhri, (2016) : La finance islamique: une nouvelle éthique : Comparaison avec la finance conventionnelle , Thèse Doctorat non publier, Faculté de L'économie et Finance, Université Paris, Sorbonne France, P14-15

² قريشي مدحت كاظم و عبد الغني ميسون (2012): المصارف الاسلامية في مواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية العدد (32) ص44-47

³ Korb Fakhri, Ibid, P16

جدول 2: توزيع المنتجات الاسلامية عبر مختلف الدول:

المنطقة	أصول البنوك	اصدار الصكوك	الصناديق الاسلامية	مساهمات التكافل	الاجمالي	النسبة
دول التعاون الخليجي	854	204.5	36.4	11.7	1106.6	45.4%
جنوب شرق اسيا	240.5	303.3	26.7	3.02	573.5	23.5%
المشرق وجنوب اسيا	584.3	19.1	16.5	11.36	631.3	25.9%
افريقيا	33.9	1.8	1.6	0.55	37.9	1.6%
الباقي	53.1	14.7	21.1	0.44	89.3	3.7%
الاجمالي	1765.8	543.4	102.3	27.07	2438.6	100%
النسبة	72.4%	22.3%	4.2%	1.1%	100%	

المصدر: Islamic Financial Services industry stability report 2020 2020

تقدر القيمة الإجمالية للمنتجات الاسلامية عبر قطاعاتها الرئيسية الثلاثة (البنوك وأسواق رأس المال والتكافل) بمبلغ 2.44 تريليون دولار أمريكي في 2019، مما يمثل نمواً سنوياً بنسبة 11.4% في الأصول من حيث القيمة مسعرة بالدولار الأمريكي. ساهمت جميع القطاعات في زيادة القيمة الإجمالية للخدمات المالية الاسلامية، وقد تم تحقيق النمو الإجمالي على الرغم من تزايد حالة عدم التأكد داخل النظام الاقتصادي العالمي والمخاوف السائدة من السوق المالية في ظل الأزمة الصحية. تعد أهم المنتجات المالية الاسلامية في أصول البنوك الاسلامية بنسبة 72.4%، تليها الصكوك بنسبة 22.3% التي تشهد طلب متزايد عليها باعتبارها أدوات تمويل فعالة ومنوعة تنوع حقيقي، كما أن المؤسسة المصدرة نفسها قد تصدر أكثر من نوع من الصكوك. من جهة أخرى تعد أدوات استثمارية قليلة المخاطرة خاصة صكوك المرابحة والاجارة. تبقى مشاركة الصناديق الاسلامية ومساهمات التكافل ضئيلة نسبياً بنسبة 4.2% و 1.1% على التوالي. بالنسبة للتوزيع الجغرافي فان تركز الأدوات المالية الاسلامية يكمن في دول التعاون الخليجي بنسبة 45.4% باعتبارها الدول الاسلامية ذات الأسواق المالية الأكثر نشاطاً، ثم تليها دول المشرق وجنوب اسيا بنسبة 25.9% ونسبة 23.5% دول جنوب شرق اسيا. أما افريقيا فالنسبة متدنية جداً 1.6% باعتبار الدول ذات الأغلبية المسلمة فيها أسواقها المالية قليلة النشاط، بالإضافة لقلة انتشار منتجات أو بنوك اسلامية. أما الباقي من دول أوروبا وأمريكا وهي الدول ذات الأقلية المسلمة فالنسبة 3% وهي في تزايد مستمر نتيجة الطلب المتنامي على هذه المنتجات.

المطلب الثاني: مبادئ المالية الإسلامية

يختلف منهج التمويل الإسلامي عن المنهج التقليدي سواء من حيث الأساس الفكري له أو من حيث أهدافه وأسسها، ثم من ناحية وسائله. الأساس في هذا الاختلاف يتمثل ارتباط الاستثمار الإسلامي بالعقيدة والشريعة الإسلامية¹. تتبثق مبادئ التمويل الإسلامي من خمس ركائز رئيسية هي أساس النظرية المالية الإسلامية، وتتمثل في:

1- تحريم الربا:

الربا لغة هو مطلق الزيادة أما اصطلاحاً فقد عرفه الفقهاء بعدة تعريفات منها:

- الربا هو "زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بـمال" وهذا ينطبق على نوع الربا (الفضل والنسيئة)
- ربا الفضل هو زيادة في أي مبادلة بين مالين متماثلين وليس مرتبط بدين أو أجل، مما يدل على عدم المساواة في جودة البضائع أو المنتجات المحددة من نفس الطبيعة (الذهب، والفضة، والعملية، وأنواع معينة من الطعام...). هذا يعتمد كلياً على مفهوم الميزة، أي على عدم المساواة في القيمة المقابلة التي يمكن إدخالها في التبادلات عندما يحصل أحد الطرفين على ميزة دون تقديم أي مقابل. للقضاء على هذا الظلم وضمان المساواة في قيمة البضائع المتداولة².

بينما ربا النسيئة فهو الزيادة المشروطة مقابل تأخير الدفع أو الأجل³ (الفائدة) وهي المبلغ الزائد الذي يتحصل عليه المقرض نظير اقراضه مبلغ لشخص آخر دون أي جهد، فالنظام الإسلامي لا يعتبر المال منتج للربح بل مجرد وسيط للمبادلة ومقياس للقيمة. كما أن الفائدة المفروضة من المقرض تعتبر عبء يتقل كاهن المقرض لما فيها من عسر والتزام بدفعها إذا أنها تنمو تلقائياً بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية تولد الثروة وترفع الانتاجية. كما تزيد الفائدة الهوة بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض المالي.

¹ مرداسي أحمد رشاد، بوطبة صبرينة، (2017): الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتوفير التمويل، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 1 (01)، 40-54

² Elmehti Majid, (2016) : La finance islamique et la croissance économique : Quelles interactions dans les pays de MENA? Thèse Doctorat, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, Université de Pau et des Pays de l'Adour Bordeaux France, P19

³ طهراوي أسماء، (2014): ادارة المخاطر في البنوك الإسلامية -دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان- الجزائر ص13

ان مفهوم الربا لا يقتصر على تحريم الفوائد المصرفية، ولكنه ينطبق أيضًا على المعاملات التجارية الأخرى التي تنطوي ربا. ان حظر الفائدة ينطبق على أي مكاسب رأسمالية ناتجة من التفاوت الكمي لسلعتين أو خدمتين يتم تحديد قيمهما بواسطة عقود الشراء والبيع.

حسب السويلم (2010) يعد الربا السبب الرئيسي للأزمات المالية والاقتصادية وعدم الاستقرار، يخلق الفصل بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع المالي، ويعزز التضخم مما يجعله مصدرًا لسوء تخصيص آخر للموارد.¹

2- منع الغرر: (الميسر)

الغرر في اللغة يدل على معنى النقصان، والخطر، والتعرض للهلكة، والجهل. و قد عرفه شيخ الاسلام ابن تيمية هو المجهول العاقبة.

يتعلق الغرر بأي معاملة تتميز بالجهل في موضوع العقد، يحظر الإسلام كل التكهانات والمراهنة على المستقبل ويحظر المعاملات التي تنطوي على درجة كبيرة من عدم التأكد، يجب تحديد قيمة السلع أو الأصول كميا أو شكليا بجميع خصائصها حتى لا يكون جهل بقيمتها.

بحسب (السويلم) فإن حقيقة الغرر هو معاوضة احتمالية نتيجتها ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر، " فبيع العبد الأبق والبعير الشارد " وهو ما يسميه الاقتصاديون: معاوضة صفرية ونحوها معاوضات صفرية، لأنه إن وجد البعير ربح المشتري الذي اشتراه بثمن بخس، وخسر البائع الفرق بين ما باعه وبين قيمته الفعلية. وإن لم يجده المشتري خسر المشتري الثمن وربحه البائع. والمعاوضة الصفرية هي حقيقة "أكل المال بالباطل"، لأن خسارة أحد الطرفين سببها ربح الآخر، فالرباح قد أكل مال صاحبه مما أدى إلى خسارته. والمعاوضة الصفرية هي حقيقة القمار. عرف بعضهم المقامرة على أنها: "البحث عن أرباح من خلال الاعتماد على الحظ والصدفة.

من الممكن صياغة المعيار الصفري اقتصاديا بحسب منفعة الطرفين واحتمالات تحققها لكل منهما. لكن الضابط الذي يستخدمه الفقهاء أسهل وأوضح في التطبيق، ألا وهو انتفاء الجهالة وعدم التأكد.² كما يساهم الغرر في عدم القدرة على التنبؤ بدقة بتطورات السوق، كما يخلق الفقاعات المالية ويغديها.

¹ Chiadmi Mohammed Salah (2015) :La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière, Thèse doctorat non publier, Ecole Mohammadia d'Ingénieurs, Université Mohammed V de Rabat, Maroc, P61

² قندوز عبد الكريم أحمد، مرجع سبق ذكره، ص44

3- منع الاستثمار في المجالات المحرمة شرعا:

وهي كل أنشطة تخالف أحكام الشريعة الاسلامية (كالخمر والقمار) والاستثمار في المشاريع الاقتصادية التي لا تحقق تنمية اجتماعية.¹ حيث لا يخضع التمويل الإسلامي فقط لحظر الفائدة وأي مضاربات ضارة يغذيها الائتمان غير المدعوم بأصول ملموسة ومخاطر معنوية، ولكن أيضًا التزام بالمسؤولية الاجتماعية تجاه أصحاب المصلحة. وبالتالي فهي تستبعد صناعات معينة من مجالها الاستثماري، فهي تدخل عوامل التصفية الأخلاقية والاجتماعية والبيئية.²

4- مبدأ اقتسام الأرباح والخسائر:

تعتبر فكرة المشاركة عنصرًا أساسيًا في التمويل الإسلامي لأنها تعكس قيم الإسلام وهي العدالة والمساواة الاجتماعية. وفقًا لقواعد الشريعة الإسلامية، لا يمكن لأحد المطالبة بأي أجر، دون تقاسم المخاطر المرتبطة بالاستثمار (قاعدة الغنم بالغرم). وفقًا لهذه القاعدة، تم تصميم عملية المشاركة في الأرباح والخسائر والتي بموجبها يجب على أطراف المعاملة المالية مشاركة الأرباح والمخاطر بشكل عادل بين أصحاب المصلحة بغض النظر عن نوع المعاملة. إن مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر مقبول على نطاق واسع في الأدبيات القانونية والاقتصادية الإسلامية باعتباره حجر الزاوية في التمويل الإسلامي.

إن النظام القائم على تقاسم الأرباح أكثر استقرارًا من النظام الذي يعتمد على حساب الفائدة الثابتة على رأس المال. في النظام الأخير، يضطر البنك إلى دفع مبلغ ثابت في حسابات الودائع، بغض النظر عن حالتها حتى لو تدهورت الظروف الاقتصادية. من ناحية أخرى في النظام البديل يعتمد الدخل المدفوع على نتيجة البنك من محفظته الاستثمارية. لذلك، سيتم تعديل تكلفة رأس المال تلقائيًا عن طريق التكيف مع التغييرات في ظروف الإنتاج. هذه المرونة لا تمنع فقط فشل الشركات الساعية للتمويل، بل تضمن انسجامًا معيّنًا بين التدفق النقدي للشركة وسداد ديونها، وهو عامل في استقرار النظام المالي.³

¹ عياش زبير و مناصرة سميرة (2016): التمويل الإسلامي كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات (العدد 3) ص 117-120

² Elmehti Majid, Op.Cit, P33

³ Chiadmi Mohammed Salah, Op.Cit

5- مبدأ دعم الاستثمارات بأصول ملموسة:

ينظر بعض الاقتصاديين الإسلاميين إلى المال على أنه وسيط بين الأصول ويعمل فقط كمرآة تعكس قيمة سلعة ما. لقد تم إنشاؤه ليكون مقياساً للقيم ووسيلة للتبادل. يشترط هذا المبدأ على أن تستند أي معاملة مالية إسلامية إلى أصل ملموس يمكن تحديده، أي سلع حقيقية، وليس على عقود مقايضة أو على عرض نقدي. يرتبط القطاعان الحقيقي والمالي ارتباطاً وثيقاً ولا يمكن فصلهما كما في التمويل التقليدي، مما يعني أن الائتمان لا يمكن أن يتوسع أو ينكمش بشكل مستقل عن القطاع الحقيقي، كما هو الحال في النظام التقليدي. وبالتالي فإن التمويل الإسلامي يدفع المستثمرين إلى الانخراط في الاقتصاد الحقيقي والانتاجي. هذا المبدأ يجعل من الممكن تعزيز الاستقرار وإدارة المخاطر، كما يوفر تطمينات فيما يتعلق بمشاكل فصل الجانب المالي عن الجانب الحقيقي.¹

يوضح الجدول الموالي أهم الفروقات بين التمويل الاسلامي والتقليدي.

¹ Korbi Fakhri, Op.Cit, P 18

الجدول 3: الفروقات بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي

التمويل التقليدي	التمويل الإسلامي
تعتمد على نحو أساسي على الفائدة	حرمة الفائدة
يقدم تسهيلات مالية	يقدم تسهيلات اجتماعية اقتصادية مالية
منظم وله شكل رسمي	غير منظم وليس له شكل رسمي في نواح كثيرة
التشديد على الكفاءة المالية	التشديد على الكفاءة الاجتماعية والأخلاقية والمالية
تقييد البعد الأخلاقي	التشديد على البعد الأخلاقي
تنظيم عالي المستوى في إدارة المخاطر والمحاسبة والمعايير الأخرى	لا تزال إدارة المخاطر والمحاسبة وأنشطة أخرى قيد التطوير
وجود قائمة من التشريعات للتعامل مع الأمور القانونية	لا تزال التشريعات السائدة تحت التطوير مع وجود العديد من التشريعات في ظل دائرة الشك
تطور عالي في سوق الأدوات المالية والمصرفية	تطور سوق الأدوات المالية والمصرفية
وجود سوق نقدي تقليدي	عدم وجود سوق نقدي إسلامي
وجود سوق متطور اقراض ما بين البنوك (inter-bank fund) للحصول على أموال	عدم وجود سوق ما بين البنوك للحصول على أموال
وجود سوق ثانوي للأوراق المالية	عدم وجود سوق ثانوي للأوراق المالية
وجود سوق نقدي قصير الأجل	عدم وجود سوق نقدي قصير الأجل

المصدر: العبادي عبيد فوزان، (2015): إدارة المخاطر المالية في إدارة أعمال الصيرفة والتمويل الإسلامي، الطبعة 1، دار الفكر للنشر، عمان-الأردن، ص31

في هذا السياق، يمكن تحديد بعض عوامل الاستقرار في المنهج الإسلامي، وعلى وجه الخصوص:

- التجسيد من خلال دعم التمويل لأصول حقيقية محددة ذات صلة يجعل هذا العائد مرتبطاً بأصل حقيقي،
- حظر التحويل الكلي أو الجزئي للخصوم والمبيعات القصيرة التي هي في جوهرها معاملات مضاربة لا توفر قيمة مضافة حقيقية إلى الاقتصاد
- علاوة على ذلك، تعمل التقنيات المالية مثل التوريق على فصل الأصول التي تم إنشاؤها عن أساسها بشكل خاص فيما يتعلق بتقييم المخاطر الذي يبرز حالات عدم تناسق المعلومات، ومحفزاً للمضاربة الشاملة. على عكس التمويل التقليدي الذي يسعى إلى فصل المخاطر عن أصلها الأساسي، يؤكد

التمويل الإسلامي على المخاطر لفهمها والتحكم فيها بشكل أفضل ويتطلب أن تكون جزءًا لا مفر منه من الأنشطة الإنتاجية المشروعة. على وجه التحديد، يمجّد النهج الإسلامي تجميع المخاطر وبالتالي التقاسم العادل للريح والخسارة، بين الطرفين في اتفاق متوازن حيث لا يعتمد مكاسب شخص على خسارة شخص آخر في هذه الظروف، فإن مخاطر الأصول أو المشروع (التي هي الأساس لتحديد تكلفة الأموال التي مولته) مرتبطة بشكل حقيقي بعائدها. وبالتالي، فإن الاستخدام المفرط للرافعة المالية يكون محدودًا إلى حد كبير، نظرًا لأن مكافأة المؤجر الرأسمالي تعتمد بشكل مباشر على الربحية التشغيلية الحقيقية للأصل، على عكس الربحية المالية، والتي يمكن تعزيزها من خلال المديونية المرتفعة.

يعد الامتثال للشريعة معيارًا مهمًا آخر للاختيار، حيث يستبعد جميع الأصول والأنشطة غير القانونية وغير الأخلاقية والمضرة بشكل مباشر أو غير مباشر بالأشخاص وبسلامتهم وبيئتهم. ولذلك فإن المؤسسات المالية الإسلامية تتمتع بحماية أكبر من خسارة الأصول مقارنة بنظيراتها التقليدية، وبذلك تتمتع، على الأقل من الناحية النظرية، بقدرة أكبر على امتصاص الصدمات.¹

المطلب الثالث: المنتجات المالية الإسلامية

المقصود بالمنتجات المالية الإسلامية الصيغ والعقود والآليات التي تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية، إلا أنها تمتاز وتضاهي امكانية تطبيقها كمنتجات مالية معاصرة.² ان التنوع في أساليب التمويل الإسلامية يساعد في زيادة التوسع في الاستثمارات الحقيقية، ويتوقع أن لا يحدث آثار تضخمية بخلاف التمويل التقليدي، كما تستمر ملكية رأس المال للمالك الأصلي بخلاف المقترض بفائدة، وهو ما يؤكد على أن طبيعة التمويل الإسلامي قائمة على مبدأ "الخارج بالضمان، والغنم بالغرر". أما في حالة الاقراض بفائدة فان العلاقة بين المقرض والمقترض هي علاقة دائن بمدين فتتفصل شخصية الدائن عن المدين بمجرد اقراضه، وضمان استرداده للأصل والفائدة المترتبة عليه، وبهذه الصورة فان الموارد والمدخرات يتم تجميعها من الأغنياء والفقراء ويعاد توزيعها لصالح الأغنياء فقط.³

من بين أهم المنتجات المالية الإسلامية نذكر ما يلي:

¹Ghassen Bouslama, (2016): Uncertainty and risk management from Islamic perspective, Research in International Business and Finance p12-14

² زهرة بن سعدية ومحمد زيدان (2018): المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجية تطويرها، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 04 (العدد 07) ص220

³ مرداسي أحمد رشاد وبوطبة صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص46

1- أدوات تمويل البنوك الاسلامية:

تتعدد مصادر التمويل الاسلامي التي توفرها البنوك الاسلامية، والتي يمكن تقسيمها الى نوعين كالتالي:

أ- أدوات المشاركة في الأرباح:

1- المضاربة:

هي اتفاق بين طرفين يقوم أحدهما بتقديم رأس المال للمشروع والطرف الآخر يقوم بإدارة المشروع لتحقيق أرباح، يتم اقتسامها بنسب محددة مسبقاً، أما الخسارة فيتحملها الممول الا اذا حدثت بتقصير أو اهمال من المسير دون ظروف تخرج عن سيطرته، حيث لا يمكن للممول التدخل في تسيير المشروع. يسمح العقد للمضارب بشراء الاستثمار في نهاية المدة، يمكن أن تتم المضاربة بين البنك كمول وزيون كمتعاقد، أو بين البنك نفسه والمودعين لديه كمول. قد تكون المضاربة مقيدة (يقرض فيها الممول مجال الاستثمار) أو غير مقيدة.

❖ أشكال المضاربة:

- المضاربة الثنائية أو الخاصة: لهذا النوع من المضاربة طرفان، (الأول يقدم المال) و الثاني (يقدم العمل والجهد).
- المضاربة الجماعية: وتعرف أيضاً ب(المضاربة المشتركة متعددة الأطراف)، من أهم صورها عملية التمويل التي تمارسها المصارف الإسلامية حيث يشارك أصحاب الودائع الراغبون في المضارب بتوكيل المصرف للقيام بأعمال المضاربة في الأنشطة المختلفة.
- المضاربة المطلقة: وهي المضاربة المفتوحة غير المقيدة بعمل معين أو التعامل مع أفراد محددين أو بمدة زمنية معينة أو مكان محدد ويكون للمضارب فيها حرية التصرف كيف ما يشاء دون الرجوع إلى رب المال إلا عند نهاية المضاربة غير أن هذا الشكل من أشكال المضاربة غير شائع بسبب المخاطر التي قد يتعرض إليها رب العمل.
- المضاربة المقيدة: هي التي يوضع عليها قيود من رب العمل لضمان ماله، مثل المكان والزمان ونوع البضاعة وظروف التخزين....الخ. وهذا النوع من المضاربة جائز، وقد قال الإمام أبي حنيفة والإمام أحمد (رضي الله عنهما): (إن المضاربة كم تصح مطلقة....فأنها تجوز كذلك مقيدة)

2- المشاركة:

هي أحد أشكال توظيف الأموال، تشبه المضاربة لكن الفرق أن كلا الطرفين يقدم مساهمة في رأسمال، فيتم اقتسام الأرباح والخسائر بنسب محددة مسبقا، ويحق لكلا الطرفين التدخل في تسيير المشروع، وعند توزيع الربح يدفع العميل للبنك حصته من الربح وجزء من أرباحه الخاصة ما يقلل حصة البنك وفي النهاية يصبح المالك الوحيد للمشروع¹

❖ أشكال التمويل بالمشاركة:

تتعدد أشكال المشاركات وفقا لمجال الاستخدام ونوع النشاط والمدة الزمنية لكل شكل منها وهي:

- 1- **الأشكال الثابتة المنتهية** : وهي مساهمة المصرف في رأس مال احد المشاريع الإنتاجية أو الخدمية مما يجعله شريكا في ملكية المشروع. يكون له نصيب في كل ما ينتج عنه من ربح أو خسارة بالنسب التي يتم الاتفاق عليها والقواعد الحاكمة للشروط المشاركة، ويطلق على هذا النوع من أشكال المشاركة اسم المشاركة الثابتة تعرف بـ (المشاركة الثابتة المنتهية) إذا تكون حصة المصرف أو المساهم ثابتة فيه ولمدة محددة تنتهي بانتهاء المدة الزمنية التي اتفق عليها. أما الهدف من هذا النوع فهو تمويل صفقة تجارية أو عملية توريد أجهزة أو معدات أو غيرها ويتم تمويل العميل بالمشاركة الثابتة المنتهية.
- ب- **المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك**:

بمقتضى هذا الشكل يكون من حق طالب التمويل فيها أن يحل محل المصرف في ملكية المشروع تدريجيا، اما دفعة واحدة، أو على دفعات حسبما تقضيه الشروط المتفق عليها بين الطرفين وطبيعة العملية التمويلية، ويكون نوع التمويل على أساس (عقد شراكة) بين المصرف باعتباره الشريك الممول بجزء من رأس المال والعميل كشريك ممول لباقي المبلغ المطلوب، مضافا إليه الجهد والعمل لإدارة وتنفيذ المشروع وبموجب عقد المشاركة المشار إليه تتناقص حصة المصرف في الشراكة بصورة تدريجية كلما قام العميل بتسديد حصص متزايدة من أصل مبلغ تمويل المصرف للمشروع وفي النهاية يصبح مالك للمشروع بصورة كاملة.

¹ نعمة حسين نعمة ورغد محمد نجم (2010): المصارف والمؤسسات الاسلامية في دول الخليج، مجلة الفادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 12 (العدد 2) ص130-140

ج- المشاركة المتغيرة:

استخدمت بعض المصارف صيغة المشاركة المتغيرة كأحد البدائل لتوفير السيولة النقدية للشركات التي تعتمد على تمويل العميل بدفعات نقدية والتي تتغير حسب احتياجه ثم يتم احتساب الأرباح الفعلية في نهاية العام بعد إعداد المركز المالي وفق النتائج الفعلية.

ب- الأدوات القائمة على الأصول

❖ المرابحة:

أكثر الأدوات شيوعاً واستعمالاً، يقوم فيها البنك بتمويل شراء أصل من طرف ثالث بناءً على طلب العميل الذي يقوم ببيعه له مقابل ثمن أعلى لتحقيق ربح، يمكن أن يكون التسديد فوري أو على دفعات لكن دون أن يتم زيادة عن المبلغ المحدد. خلال هذه المدة تبقى ملكية الأصل للبنك إلى حين تسديد ثمنه. تعتبر المرابحة احد عقود البيوع الهامة في الفقه الإسلامي و تنقسم إلى نوعين:

أ- **بيع المرابحة:** و هذا النوع من البيوع هو الذي يشترط فيه أن يكون المبيع مملوكاً للبائع، وتمارس البنوك الإسلامية هذا النوع من البيوع عن طريق شركاتها التابعة أو عن طريق الشركات التي يدخل فيها البنك مع عملائه.

ب- **بيع المرابحة للأمر بالشراء:** هذا هو النوع الثاني من بيع المرابحة و الفرق الأساسي بينه وبين بيع المرابحة الأولى هو ملكية السلعة المباعة للبائع (البنك) وقت التفاوض. ولذا يشترط الامتلاك في البيع الأول، ولكن في النوع الثاني من بيع المرابحة، فإن البائع (المأمور أو البنك) لا يمتلك السلعة وقت التفاوض و الاتفاق المبدئي.

❖ الإجارة:

هي تملك منافع أصل مباح مدة معلومة بعوض، وهي عبارة عن عقد إيجار بين المؤجر (البنك عموماً) والمستأجر، حيث يقوم البنك بشراء أصل و تأجيره للعميل خلال فترة محددة الذي يلتزم بتسديد أقساط الإيجار مقابل انتفاعه بالأصل، لكن تبقى الملكية للبنك الذي يتحمل فيها المخاطر التي تنشأ عنه. يمكن أن ينتهي العقد بشراء العميل الأصل بسعر متفق عليه تكون أقساط الإيجار المدفوعة جزء منه.

أنواع الإجارة :

ويمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع هي :

أ- **الإجارة المنتهية بالتمليك** : وهي الصيغة السائدة، وينص العقد بشكل واضح على إمكانية اقتناء المستأجر لهذا الأصل في أي وقت أثناء مدة التأجير أو منذ نهايتها، وذلك من خلال بند يلزم المستأجر بتملك الأصل، ويتضمن العقد وبشكل واضح موضوع ثمن الشراء أخذا بعين الاعتبار مجموع دفعات الإيجار وتنزيلها من الثمن المتفق عليه ليصبح المستأجر مالكا للأصل.

ب- **التأجير التمويلي** : وتعرف أيضا بإيجار الاسترداد الكامل للأصل الرأسمالي في الدول الصناعية والنامية، إذ يطلب العميل من الشركة استئجار أجهزة والآلات حديثة لمشروع ما يقوم بإدارته بنفسه ويحتفظ المؤجر بملكية الأصل المؤجر طوال مدة الإيجار، بينما يعمل المستأجر على شراء الأصل واستخدامه في العمليات الإنتاجية مقابل دفعات إيجارية طوال مدة العقد طبقا لشروط معينة، وتتراوح مدة الإيجار عادة بين (خمس سنوات) و (عشر سنوات) حسب العمر الإنتاجي الافتراضي للأصول المؤجرة، وفي معظم هذه العقود يعطى المستأجر حق تملك الأصل بعد انتهاء المدة المحددة في عقد الإيجار.

ج- **التأجير التشغيلي** : وفيه يقوم المالك بتشغيل وصيانة وتسويق الآلات وغيرها من الأصول الرأسمالية بشرائها لغرض تأجيرها لمدة معينة وبدفعات إيجارية وشروط مغرية، ويتحمل المؤجر تبعات ملكية الأصل من حيث التأمين والتسجيل والصيانة، يتحقق الربح من خلال استرداد الأصل بعد انقضاء مدة الإيجار وإعادة تأجيره المرة تلو الأخرى حتى يتم امتلاك الأصل الرأسمالي أو بيعه كخردة.

❖ **الإستصناع:**

يمثل عقد لتصنيع شي ما أو الالتزام بإنتاج سلعة، يستخدم لإنتاج السلع الأساسية أو تركيب الأصول لصالح المشتري الذي يدفع مقدما، على أن تسليم المبيع يكون في تاريخ لاحق مستقبلا.

يستخدم لتمويل مشاريع البناء والتصنيع، يشبه المرابحة غير أن الأصل لا يتم شرائه بل يتم صنعه وفق شروط محددة بناء على طلب العميل. لقد أجاز المجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي عقد البيع الاستصناع .

يخدم هذا العقد كل من المؤسسة المالية (الممولة) المنتج (المصنع) والمشتري مستخدم السلعة. تقوم المؤسسة المالية التي تقدم عقد الاستصناع تشتري أصول ثم تبيعها بعد استلامها النقد المؤجل. ينشأ عقد الاستصناع عند تعهد المصنع بإنتاج سلعة أو إنتاج أصل لصالح المؤسسة المالية/المشتري. بصرف النظر عن السعر الثابت يتفق أطراف عقد الاستصناع على مواصفات محددة للأصول المراد تصنيعها. أما في حال عدم التزام المصنع بتنفيذ المواصفات المتفق عليها يحق للطرف الأمر بالتصنيع الانسحاب.

يتميز عقد الاستصناع بخصائص تعود لأسلوب وتوقيت دفع المبلغ وهي مرنة جدا، كما يمكن أن تكون ثابتة في وقت محدد من بداية العقد حتى وقت التسليم، كما يمكن تقسيم المبلغ على أقساط زمنية، مع وجود مرونة في أوقات التسليم، وقد يتفق على مقدار الأقساط وتجدول ما بين أطراف العقد.¹

❖ **بيع السلم:** يستخدم عموما في المنتجات الزراعية، يتم فيه بيع سلعة مسبقا بدفع ثمنها في الوقت الحالي على أن يتم التسليم في وقت آجل، يجب أن يتم تحديد مواصفات السلعة بدقة في العقد² يتفق الكثير من الفقهاء على أن هناك نوعين من الشروط التي يجب توافرها في بيع السلم منها أولا: شروط تتعلق برأس المال :

- أن يكون رأس المال معلوم الجنس لقمح أو ثمار الأشجار
 - أن يكون معلوم المقدار بالوزن أن كان موازيا أو بالعدد أن كان معدودا
 - أن يسلم رأس المال في وقت العقد
- ثانيا : شروط تتعلق بالسلعة (المسلم منه):
- أن تكون السلعة في الذمة
 - أن يكون الآجل معلوم
 - أن تكون السلعة ذات صفة معينة تنفي الجهالة والتي يختلف الثمن لاختلافها
 - أن يتم تحديد مكان التسليم

يقوم المصرف الإسلامي كعمول بتغطية نفقات عملية الإنتاج الزراعي أو التجاري أو الصناعي وتطوير وسائله وتحسينها بدلا من لجوء العميل إلى المصارف التقليدية. لا يشترط أن تكون البضاعة المشتراة من إنتاج البائع كما هو الحال في المصارف الإسلامية كونها تستورد البضائع من بلدان أخرى ولا تقوم بإنتاجها.

مما تقدم يمكننا الاستنتاج أن صيغة التمويل عن طريق بيع السلم يمكن استخدامها مع الشركات و المنشآت التي تحتاج إلى تمويل رأس المال العامل (مواد خام، مصروفات تشغيلية...) سواء قامت بإنتاج المنتج النهائي (الاستخدام النهائي) أو منتجات وسيطة تستخدم كمكونات لمنتجات أخرى وكذلك في تمويل المنتجات الزراعية

¹ العبادي عبيد فوزان، مرجع سبق ذكره، ص107

² Ahmed Arif Karim, (2009) : The impact of financial islamik on Risk and return,

مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، (العدد21) ص110

❖ القرض الحسن:

القرض الحسن هو عقد يتعهد البنك بموجبه بإقراض عميله مبلغاً من المال دون أن يطلب أي فائدة أو عائد. علاوة على ذلك، لا يجوز بأي حال من الأحوال المطالبة بالمال المقرض قبل نهاية العقد. يعتبر امتياز خاص يمنحه البنك الاسلامي لبعض العملاء، كالعالماء الذين لديهم حسابات بطاقات الائتمان، ويمنحها البعض الآخر للطلاب المحتاجين أو ذوي الإمكانات المتواضعة. لكن، بشكل عام يُمنح هذا القرض لأصحاب المشاريع الجديدة أو الصغيرة، كالمزارعين الذين لا يستطيعون الحصول على الائتمان لمساعدتهم على بدء حياة مهنية. من أجل ضمان إرجاع هذا القرض، يمكن طلب ضمان من المستفيد منه، الا أن البنك بأي حال من الأحوال لا يشارك في الربح الناتج، ولا يُطلب من المقرض أن يسدد رأس المال إلا عند استحقاقه، وبدون ذلك لا توجد رسوم إضافية. هذه القروض لها صافي القيمة الحالية السلبية¹

2- الصكوك:

حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو ملكية موجودات مشروع أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك واغلاق الاكتتاب، مع بدأ استخدامها فيما أصدرت لأجله

أدوات مالية اسلامية في شكل وثائق وشهادات اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة تمثل حصص في ملكية موجودات قائمة فعلا أو سيتم انشاؤها، تصدر وفق ضوابط شرعية مستندة الى أعيان أو منافع تمنح لصاحبها ملكية في هذه الأصول تولد له دخل دوري، وهي قابلة للتداول في السوق المالي.²

تعتبر الصكوك الأداة المالية الأكثر شعبية من أدوات التمويل الاسلامي، ويبرز ذلك من خلال تطور حجم اصدارات وتداولها في السوق المالي المحلي أو الدولي.

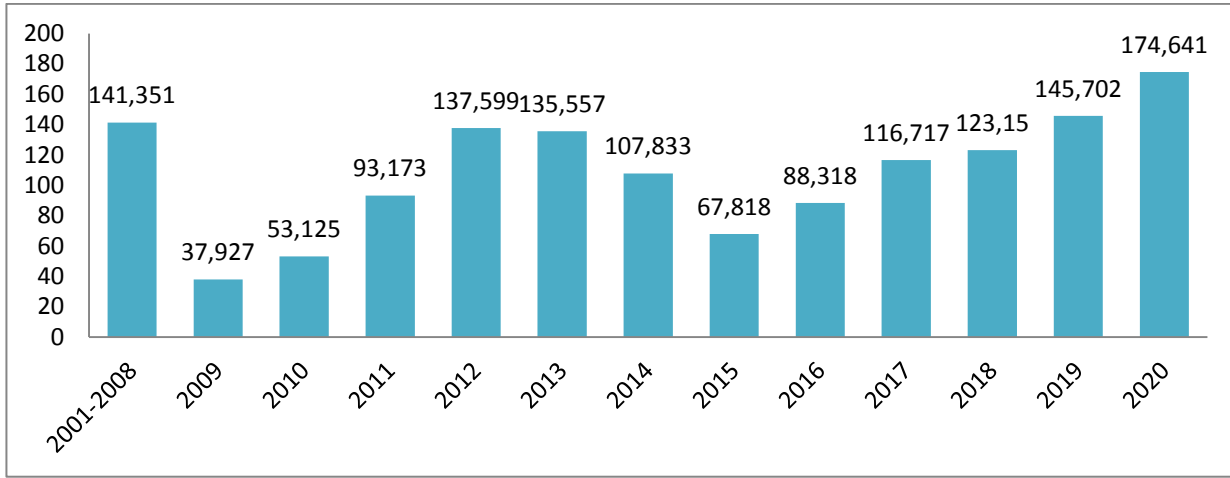
تتميز الصكوك بطبيعة مركزة حيث 87% من الصكوك متداولة في 4 أسواق مالية منها ماليزيا، السعودية، إندونيسيا والامارات. وتعتبر أكثر دولة مهيمنة على سوق الصكوك ماليزيا غير أنه بدأت تبرز دول أخرى في تداول هذا النوع من الأدوات كتركيا، باكستان.

الشكل الموالي يوضح تطور حجم الاصدار الدولي للصكوك:

¹ Korbi Fakhri, Op.Cit P63

² عطوي فارس فضيل (2015): الصكوك الاستثمارية حقيقتها مشروعيها، مجلة كلية الجامعة الاسلامية، (العدد 10) ص 705

الشكل 4 : حجم الاصدار الدولي للصكوك من 2001-2020



Source: IIFM SUKUK report

عرف الاصدار الدولي للصكوك وتيرة متزايدة من 2001 الى 2008 ثم شهدت تراجع نتيجة الأزمة الاقتصادية التي كان لها التأثير على أغلب الاقتصاديات. في حين سرعان ما استرجعت تطورها بالنمو السريع من 2008-2014 نتيجة الثقة المتنامية للمستثمرين والمصدرين في هذه الأدوات مع تحقيق عوائد تنافسية. ثم شهدت تراجع سلبي سنة 2015 لعدة أسباب أهمها يرجع لتغيير استراتيجية البنك المركزي لماليزيا المهيمن على سوق الصكوك بوقف اصدار الصكوك قصيرة الأجل، انخفاض أسعار النفط، كذلك ظهور أزمة شركة دانة في دول الخليج التي لم تستطع تسديد عوائد الصكوك. لكن سرعان ما بدأت بوادر التزايد في الاصدار والقفزة النوعية سنة 2017 نتيجة زيادة اصدار الصكوك السيادية وقد حافظت على المنحنى التصاعدي حتى سنة 2020.

اقتصرت أثر الأزمة الصحية لكوفيد 19 في سوق الصكوك على عدد قليل من الشركات المصدرة، ومع ذلك ظلت أداة جذابة في سوق رأس المال الاسلامي من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين¹

3- مؤشرات أسعار الأسهم الاسلامية:

لا يختلف مفهوم مؤشر أسعار الأسهم الاسلامية عن المؤشر التقليدي الا من حيث الأسهم التي يتضمنها، فالمؤشر الاسلامي لا بد وأن تكون جميع الأسهم التي يتضمنها منسجمة مع أحكام الشريعة الاسلامية ولا تتعارض معها، وعليه يمكن تعريف مؤشر أسعار الاسلامية كما ورد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنها

¹ IIFM SUKUK report 2021 <https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2021/08/IIFM-Sukuk-Report-10th-Edition.pdf>
09/082021

رقم قياسي يعكس تطور أسعار الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوائح الرئيسية في البورصة.

كما تم تعريفها على أنها رقم قياسي يعبر عن حركة أسعار مجموعة من الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة.

تعد مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية مرآة عاكسة لحركة أسعار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من خلال احتسابها بطريقة رياضية وإحصائية تعرف بالرقم القياسي. أول ظهور للمؤشرات المالية الإسلامية كان بالتعاون مع مؤشرات فاينشال تايمز سنة 1998، حيث تم إطلاق مؤشر فاينشال تايمز الإسلامي العالمي، ثم مؤشر داوجونز الإسلامي سنة 1999، ومؤشر الأسهم الإسلامي الماليزي سنة 1999.

ذهبت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال المعيار الشرعي رقم (27) إلى جواز وضع المؤشرات، وذلك:

- من قبيل الاستقراء وملاحظة ظروف الأحوال (القرائن)، وهو مبدأ شرعي معتبر في القضاء والتعاملات المالية.
- من قبيل الاستصحاب من خلال أجزاء حكم الماضي على الحاضر أو المستقبل لانتقاء ما يدل على تغييره، ومن المقرر شرعا العمل بعقلية الظن في الأحكام العملية.
- أما الضوابط الشرعية لوضع مؤشر إسلامي فإنها تتمثل في:
 - السلامة الشرعية: وتعني مراعاة تحقق الضوابط الشرعية بالإضافة إلى الضوابط الفنية في مكونات المؤشر وطرق استخدامه، بمعنى أن تكون الأسهم المكونة لعينة المؤشر وأن تكون طرق استخدامه منسجمة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
 - الرقابة الشرعية: بمعنى أن يكون للمؤشر هيئة رقابية شرعية تتأكد من أن مكونات المؤشر متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم بمراجعته وتقديم تقرير شرعي عنه كل فترة زمنية معينة.
 - الشفافية: يجب أن تكون أرقام المؤشر معلنة للجميع في مكان وزمن معين
- ألية بناء مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية:
- تخضع عملية اختيار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حسب وجهة نظر اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية إلى معيارين:

✓ المعيار النوعي:

يتم استثناء الشركات التي يكون نشاطها الأساسي يشتمل على الأعمال المحرمة شرعاً، من أهمها:

- الشركات التي تتعامل بالربا (الفائدة) كالبنوك التجارية، بنوك الاستثمار الغير اسلامية
- الشركات التي تتعامل بالقمار والميسر كالملاهي
- الشركات التي تتعامل ببيع وشراء منتجات محرمة كالخمور ولحم الخنزير
- شركات التأمين التجاري

✓ المعيار الكمي:

من خلال وضع نسب مالية معينة على الشركات احترامها حتى يتم تصنيفها كمتوافقة مع الشريعة الاسلامية:

- معيار نسبة إجمالي الديون الربوية: يتم حساب نسبة الديون الربوية من اجمالي الأصول لا يجب أن تتجاوز 33%. ولا يتم الأخذ بالديون القائمة في اطار التمويل الاسلامي في هذه النسبة.
 - معيار مستوى السيولة النقدية المودعة بفوائد: لا يجب أن يتجاوز مجموع النقد المودع في البنوك بفوائد نسبة 33% من اجمالي الأصول
 - معيار نسبة الحسابات الآجلة: لا يجب أن تفوق نسبة الحقوق أو المستحقات المالية (الحسابات الآجلة) للشركة من أوراق قبض وحسابا البيع الآجل نسبة 33% من اجمالي الأصول¹
- معيار نسبة الايرادات الغير شرعية من مجمل الايرادات: بالنسبة للشركات التي يكون نشاطها الأساسي حلال الا أنه في جزء من الحرام ناتج عن بعض الأنشطة الثانوية، تم وضع نسب لا يجب أن يتم تجاوزها، كالتالي:

- لا يزيد حجم نشاط الشركة الثانوي المحرم عن 5% من نشاطها الأساسي الحلال
- لا يزيد حجم التعامل مع الأنشطة المحرمة التي يصعب تجنبها كإيرادات الفوائد الثابتة عن 10% من نشاطها الأساسي الحلال

¹ بالنسبة لمؤشر داوجونز الاسلامي فيأخذ بمتوسط القيمة السوقية للشركة ل24 شهرا لأخيرة في المقام عند حساب قيم النسب المالية. في مؤشر فاينشال تايمز النسب الأعلى للحسابات الآجلة 50% كما تختلف في مؤشرات أخرى

- لا يزيد حجم الايراد المتأتي من قيام الشركة بتأجير بعض الأشخاص التي تكون أنشطتهم حلال عن 20% من نشاطها الأساسي الحلال
- لا يزيد حجم التعامل بين الشركة التي نشاطها الأساسي حلال والأنشطة التي يكون ظاهرها حلال ولا يمكن الاستغناء عنها كالفنادق التي قد تتضمن أعمال غير مشروعة عن 25% من نشاطها الأساسي الحلال¹

¹النسور عمر عبد الرزاق (2008): الأسواق المالية الاسلامية، طبعة 1، دار الأمانة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص ص 237-239

المبحث الثاني: المخاطرة في المالية الإسلامية:

يعتبر موضع الخطر من المواضيع ذات التشعبات الكثيرة في مجال الاقتصاد الإسلامي، ولم يتم ضبط مفهوم شامل لهذا المصطلح، رغم أن اللفظ كان مستخدماً منذ القدم، وقد اختلفت الباحثين والفقهاء في تحديد مفهوم صريح، لذلك قبل البحث في تقنيات واستراتيجيات تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية يستدعي أولاً تجلية مفهوم الخطر في النظام المالي الإسلامي.

المطلب الأول : تحرير معاني الخطر في الاقتصاد الإسلامي

وردت للخطر معان عديدة ارتبطت بها أحكام شرعية مختلفة فأحياناً يكون وجوده ضرورياً في مشروعية المعاملات، وأحياناً أخرى يكون غيابه سبباً في عدم المشروعية، ولأن المسألة كذلك، ولوجود خلط خطير في معاني الخطر حسب النشاط الذي يرتبط به، كان لزاماً تحرير معاني الخطر بوضوح ليرفع اللبس والتشويش ويوصل لقول فصل في أحكام المعاملات.

المخاطرة في اللغة مأخوذة من الخطر الذي يشير للأشرف على الهلاك، خوف التلف والمراهنة. كل هذه المعاني تدور حول التردد والاحتمال من وقوع شيء أو عدمه. أما المخاطرة في الاصطلاح الفقهي فهي قريبة للمعنى اللغوي، من التعريفات المعاصرة:

- الوضع الذي يكون فيه احتمالين كلاهما قابل للتحقق
- عدم اليقين بتحقق النتائج المطلوبة، واحتمال أن يكون المال إلى أمر غير محبب.
- احتمال الوقوع في الخسارة.¹

هذا ولم يشر الفقهاء القدامى إلى مصطلح الخطر بمعناه الحديث، لكنهم تناولوا ما يفيد هذا المعنى، ومن المعاني التي ارتبطت بمفهوم الخطر في كتابات العلماء المسلمين القدامى نجد مفهومات: الغرر، الضمان والكفالة والغنم بالغرم وغيرها. ونستعرض من خلال ما سيأتي كل هذه المصطلحات والتي تدور في مجملها في فلك الخطر.

¹ العمراني عبد الله بن محمد، (2019): البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية، ندوة البركة 39 للاقتصاد الإسلامي 13-14 ماي 2019، جدة، السعودية ص56

أولاً : الغرر أو عدم التأكد الذي يكتنف محل العقد

ارتبط معنى الخطر لدى فقهاء المسلمين قديماً بالغرر في العقد، قال الإمام الشافعي في سياق رفضه للوعد الملزم : " وإن تبايعا به على أن ألزما أنفسهما (البائع والمشتري) الأمر الأول (إنفاذ البيع) فهو مفسوخ من قبل شيئين (لسببين) : أحدهما أنه تبايعاه قبل أن يملكه البائع، والثاني أنه على مخاطرة (غرر) أنك إن اشتريته على كذا (سعر مجهول) أربحك فيه كذا..."

حرم الإسلام الغرر لما فيه من خداع وظلم لا يجوز. فإنه يبرر الربح الذي تحقق من المخاطرة مسموح به طالما أن احتمال تحقيق الربح هو السائد، بمعنى آخر إذا كان هناك احتمال رياضي أكبر للحصول على نتيجة إيجابية¹

والغرر على ثلاثة أنواع، أولها : غرر الوجود وفيه يتطرق الاحتمال بالوجود أو العدم إلى محل العقد، ومثل ذلك الغرر: بيع المضامين وبيع الملاحيق وبيع السنين وحبل الحيلة. أما النوع الثاني فهو غرر الحدود أو الصفات، وفيه يتطرق الاحتمال إلى القدر أو الصفة المعتبرة في المعقود عليهما عند التعاقد، ومثل ذلك الغرر : بيع الثنية وبيع الملامسة وبيع المنابذة وبيع الصوف على الحيوان. أما النوع الثالث من الغرر فلا يتطرق فيه الاحتمال إلى وجود محل العقد أو صفته إنما إلى إمكانية تسلمه وقبضه، ومثال هذا الغرر بيع السمك في الماء والطيور في الهواء وبيع الحيوان الشارد.

وواضح مما تقدم أن المقصود بالخطر هنا . الغرر علة معرفية تقدح بالعقود التي ينبغي أن ترسى على أساس من المعرفة التامة، فهذه المعرفة هي شرط الرضا الذي هو ركن العقود، ولذلك فهذا الخطر يطيح بمشروعية العقد الذي يخالطه.

ثانياً: الخراج بالضمان

للضمان في لغة الفقهاء معان عدة ففقهاء الشافعية والمالكية والحنبلية يستخدمون مصطلح الضمان بمعنى الكفالة وهو ضم ذمة إلى ذمة في التزام الحق

والحنفية يستخدمونه بمعنى الالتزام بتعويض مالي عن ضرر الغير، ولكن جمهور الفقهاء يستخدم الضمان بمعنى تحمل تبعه الهلاك وجعلوه شرطاً في صحة البيع بعد الشراء، وغاية القبض هو الضمان أي انتقال تبعه

¹ Bouslama Ghassen & Lahrichi Younes (2017): Uncertainty and risk management from Islamic perspective, Research in International Business and Finance, Volume 39 (Part B), P718-726

الهلاك من البائع إلى المشتري ولذلك لا يجوز بيع غير المتعين حتى لو انتقل ملكه بالإيجاب والقبول إلى المشتري لأن ضمانه يبقى على بائعه. ومعتمد في ذلك ما ورد في الحديث الخراج بالضمان. فعن رسول الله صلى الله عليه وسلم قوله: "الخراج بالضمان". جاء في بيع الشيء نسيئة (بالأجل)، ثم شراؤه قبل قبض الثمن بأقل من ذلك الثمن نقدا، أما عكس العينة فهي بيع الشيء نقدا، ثم شراؤه بأجل بسعر أكبر من سعر البيع.

ثالثا: الغنم بالغرم

من نفس الحديث السابق (الخراج بالضمان) استنبط العلماء القاعدة الفقهية العامة وهي: "الغنم بالغرم والخراج بالضمان"، والمقصود العام منها تحميل الفرد من الواجبات والأعباء بقدر ما يأخذ من الميزات والحقوق، فلا تتقل إحداها على حساب الأخرى.

والغنم لغة: هو الفوز بالشيء والريح والفضل، ولا يخرج المعنى الاصطلاحي عن المعنى اللغوي، والغرم: الدين وأداء شيء لازم. ومن القواعد الفقهية (الغنم بالغرم) ومعناها: أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره، ودليل هذه القاعدة قول النبي صلى الله عليه وسلم: "لا يغلط الرهن من صاحبه الذي رهنه، له غنمه وعليه غرمه". والمقصود من غنمه زيادته ونتاجه، وغرمه هلاكه ونقصه.¹

المطلب الثاني: أنواع المخاطر في المالية الإسلامية:

قال شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله: "الخطر خطران: خطر التجارة، وهو أن يشتري السلعة يقصد أن يبيعها بربح ويتوكل على الله في ذلك، فهذا لا بد منه للتجار، والتاجر يتوكل على الله، يطلب منه أن يأتي من يشتري السلعة أن يبيعها بربح، وإن كان قد يخسر أحيانا، فالتجارة لا تكون الا كذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله"²

نستج أن الإسلام يميز بوضوح بين شكلين مختلفين من المخاطر هما:

-المخاطر المقبولة (المحمودة): هي المرتبطة بالمعاملات الاقتصادية، أي الأنشطة التي تخلق قيمة مضافة أو ثروة، تفيد بتحمل نتائج الاستثمار من ربح أو خسارة في التجارة، وهذه المخاطرة لا بد منها في كل تجارة، وهذا القسم يعبر عنه الفقهاء بالضمان، ويطلق عليه المخاطرة الإيجابية.

¹ قندوز عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 93

² العمراني عبد الله بن محمد، مرجع سبق ذكره، ص 57

-المخاطرة السلبيه (المذمومة): المصاحبة للقمار "أكل المال بلا مقابل يشير إلى الأنشطة ذات المجموع الصفري، التي لا ينشأ عنها ثروة إضافية يكون فيها تعريض المال للهلاك والتلف بأحد العقود المحرمة، كما لو كان في العقد غرر فاحش أو ميسر أو مجازفة لإهلاك المال، فإن ربط المخاطرة بإمكانية الخسارة هو غير مقبول في المنهج الإسلامي، لأن مبادئه تدعو بوضوح إلى الحفظ وتنمية الثروة. فإن القيمة تعكس الخطر، ولكن الخطر لا يحدد القيمة. هذا التمييز يخلق الفرق الأساسي بين المخاطر المشروعة والمخاطر المحظورة .
تم استخدام ثلاثة معايير رئيسية بشكل عام لتحديد ما إذا كانت المخاطر مقبولة:

1- المعيار الأول يعني أنه لا يمكن إنشاء القيمة دون التعرض لخطر الخسارة أو إفلاس، أي لا يمكن فصل المخاطر عن المعاملات الحقيقية وخلق القيمة. فإن فصل المخاطر عن المعاملات الحقيقية من شأنه أن يخلق المزيد من المخاطر وقد يؤدي إلى ذلك زيادة عدم الاستقرار في الاقتصاد. على سبيل المثال، يُحظر تداول الديون بسعر معين التوريق التقليدي

2- المعيار الثاني يتعلق بدرجة الخطر، وفقاً للفكر الإسلامي يجب أن تكون احتمالية الفشل أقل من إمكانية النجاح. وهكذا، فإن القمار الذي يقوم على احتمالية الخسارة القوية محرم في الإسلام .

3- المعيار الثالث ينبع من المعيارين السابقين فالغرض من النشاط الاقتصادي هو القيمة التي يخلقها، وليس المخاطر التي ينطوي عليها. لذلك لا يمكن أن يكون هذا الخطر المخطط كجزء من الصفقة. يجب أن يكون القرار مدفوعاً بنية خلق قيمة، ولا تستند إلى احتمال قوي للخسارة. هذه القاعدة تجعل من الممكن التمييز بين الاستثمار والمقامرة. الفرق الرئيسي بين الاثنان هو احتمال النجاح.¹

¹ Bouslama Ghassen & Lahrichi Younesn Opcit P 722

المطلب الثالث: مفهوم المخاطر المالية في النظرية المالية الاسلامية

الخطر في المفهوم المالي هو تلك العوامل والأحداث التي تؤدي لانحراف العائد المحقق عن العائد المتوقع، وتتعلق العوامل بالظروف المحيطة التي ينتج عنها التقلب غير المرغوب في النتيجة. في التمويل الاسلامي لا يختلف المفهوم كثيرا.¹ الا أنه يجب التمييز بين معنى المخاطرة الذي يفيد احتمال تحقيق ربح أو خسارة ناتجة عن تقلب أسعار مختلف السلع في الأسواق المرتبطة بالأوضاع الاقتصادية، الاجتماعية والقانونية السائدة في المجتمع، ومعنى المخاطرة الذي يفيد بعدم وقوع الغرر أو القمار أو الميسر الذي يؤدي الى مبادلات غير عادلة بين الأفراد تنتهي بتحقيق أرباح طرف على حساب طرف آخر.

ان غاية نظرية المخاطرة في المالية الاسلامية هي تحقيق العدل بين الأفراد وذلك من خلال اقامة التوازن والتعادل بين أطراف العقد في المعاملات المالية، مع أخذ جميع القواعد الفقهية ذات الصلة بعين الاعتبار، ومحو ظاهرة الاستغلال اذا لا يجوز أن يجتمع لطرف مغنم ضمان رأس المال ومغنم العائد معا، في حين يتحمل الطرف الآخر احتمال وقوع مغرم خسران جهده، ومغرم جبر رأس المال للطرف الآخر، وهو ما يكون عليه الحال عند الاقتراض بفائدة من البنوك لتمويل استثمار معين.²

المخاطرة ضرورية لصحة العقد، والإفراط في استخدامها يعد من الغرر هو الذي يجعل العقد باطلاً. وهذا يعني أن المسألة تكمن في قياس درجة المخاطرة. لذلك فقد وضع علماء الإسلام الشروط الثلاثة التالية للمخاطرة:

✓ يمكن تحملها

✓ ينبغي أن يكون حتمياً

✓ غير مقصودة.³

يقتضي مفهوم المخاطرة في التمويل الاسلامي أن الحق في العائد على أي أصل مالي مرتبط جوهرياً بمسؤولية خسارة هذا الأصل ما يجعلها حتمية، بالرجوع لمقاصد الشريعة الخراج بالضمان والغنم بالغرر التي تقيد بأن العوائد المحققة يجب أن يتم معها تحمل المخاطر لاستحقاق الربح، فيمنع فصل الحق في العائد عن

¹ براني عبد الناصر أبو شهد، (2014): ادارة المخاطر في المصارف الاسلامية، الطبعة 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان الأردن ص20

² الحشولوفى مصطفى، "أساسيات نظرية المخاطرة في المالية الاسلامية" مجلة الاقتصاد والمال المجلد 01 (01) ص36

³ Asyraf Wajdi Dato Dusuki & Edib Smolo (2009) : Islamic Hedging: Rationale, Necessity, and Challenges » International Seminar on "Muamalat, Islamic Economics and Finance (SMEKI 09)," October 20-21, 2009, Faculty of Islamic Studies, University Kebangsaan Malaysia P18

المسؤولية التي تتبع الملكية، وبهذه الطريقة فان التمويل الاسلامي يحول دون تحويل انتقال المخاطر لطرف واحد في العقد ويحث على المشاركة فيها.¹

لا يختلف مفهوم الخطر المالي في النظرية الاسلامية عن النظرية التقليدية بارتباطه بتقلبات الأسواق المالية وحالة عدم التأكد التي تؤدي لتشتت احتمالات العوائد المتوقعة غير أنها تكون مسقفة في التمويل الاسلامي بحظر المخاطر التي يصعب فيها وضع توزيع احتمالي، وأخذ المخاطر التي يكون فيها احتمال الربح هو السائد..

مما سبق يمكننا وضع التعريف التالي للمخاطر المالية متوافق مع مبادئ الشريعة: "هي الأحداث السلبية التي قد تطرأ على استثمار أو نشاط المؤسسات و المستثمرين، تقلل فرص تحقيق النتيجة الايجابية المتوقعة، في ظل عدم التأكد من تقلبات أسعار متغيرات السوق المالي، مما قد يؤدي لتخفيض جزئيا أو كلي للقيمة السوقية للمؤسسة

¹ سليمان عادل، بوخرص عبد الحفيظ، (2019): دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأسهم وفق الشريعة الإسلامية في سوق أرس المال الإسلامي"، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 19(العدد 02)، ص56

المبحث الثالث: تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية

بخلاف الفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي يعتمد في إدارة المخاطر لنقلها لطرف آخر، فإن الفكر الاقتصادي الإسلامي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة الذي بموجبه يتم تقاسم المخاطر بين مختلف الأطراف المشاركة في العملية.

المطلب الأول: آراء وحكم العلماء و الشرع في التحوط وتسيير المخاطر:

توجد عدة مخاطر يمكن أن تواجه عمل المؤسسات الاقتصادية والمالية، وقد أصبح تسيير الخطر مطلباً أساسياً للأعمال التجارية أو من الضروريات لأي نشاط اقتصادي حتى يأمن الإفلاس والخروج من السوق، وحيث أن حفظ المال هو أحد المقاصد الشرعية، فإن عدم اتخاذ التدابير لحماية المال من المخاطر يغلب على الظن تحققها أمر مخالف للرشد والمقصد الشرعي في حفظ المال، ويمكن أن يعتبر هذا إسرافاً أو من باب لإضاعة المال وهذا منهي عنه بنص الآية الكريمة: " وكلوا واشربوا ولا تسرفوا إنه لا يحب المسرفين " [الأعراف : 31.]

ولما كانت المخاطر حوادث غير مرغوبة وغير سارة فيمكن اعتبارها من باب الضرر الذي يجب تجنبه حسب القاعدة الشرعية الضرر يزال، ولهذا يجب ألا تكون المؤسسة حيادية أمام الأخطار بل يجب أن تتخذ جميع التدابير لتجنبها أو استبعادها، فإن لم يكن في الإمكان استبعادها وجب تخفيفها عبر تخفيض الخطر. نستطيع القول في ضوء ما سبق: إن الشريعة تلزم المؤسسات باتخاذ التدابير اللازمة للتحوط من المخاطر غير المرغوبة¹

تجسد المنظور الواسع للمخاطر وإدارتها في هدف الشريعة وهو حماية رفاة البشرية. هناك العديد من الحجج والأدلة الداعمة في الشريعة الإسلامية تظهر أهمية وضرورة تسيير المخاطر في جميع جوانب الحياة.

هناك العديد من الآيات القرآنية التي تحت على تسيير المخاطر في الثروة والشؤون المالية. تظهر هذه الآيات بدقة أهمية التخطيط الاستراتيجي للسيطرة على المخاطر المتوقعة وتخفيفها. إن عدم وجود تسيير فعال للمخاطر سيضر بأطراف معينة. من أهم الأدلة الشرعية الآيات التالية في سورة يوسف:

¹براني عبد الناصر أبو شهد، مرجع سبق ذكره، ص210.

قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ (47) ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تُحْصِنُونَ (48) ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُعَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْصِرُونَ (49)

في الآيات السابقة، فسر النبي يوسف (ص) حلم ملك مصر ونصحه بوضع استراتيجية اقتصادية بتخزين المواد الزائدة للأوقات الحاجة لتجاوز الكارثة القادمة.

كما حث على التوثيق والضمان لإثبات الديون في الآية القرآنية التالية، فإن الشهادة من قبل الأطراف المتعاقدة في المعاملات المالية مطلوبة لتسيير المخاطر، وخاصة مخاطر الائتمان:

"يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه وليكتب بينكم كاتب بالعدل ولا يأب كاتب أن يكتب كما علمه الله فليكتب وليملل الذي عليه الحق وليتق الله ربه ولا يبخس منه شيئاً"

الهدف الأساسي من الشهادة هو التخفيف من مخاطر إنكار أي طرف لما تم الاتفاق عليه، مما قد يؤدي إلى خسارة رأس المال. في حالة إجراء المعاملة المالية التي تنطوي على ديون أثناء الرحلة، يسمح القرآن للدائن بالحصول على ضمانات كضمان للدين. هذا مثال على إدارة المخاطر، أي التخفيف من مخاطر الائتمان بسبب فشل المدين في الوفاء بالتزاماته المالية. تشير الآية المذكورة أعلاه بوضوح إلى أنه إذا لم تكن ثقة الطرف المقابل كافية، فيجب اتخاذ خطوة فعالة لتجنب الاحتيال والخسائر المحتملة

كما أن مشروعية مفهوم إدارة المخاطر لها جذورها وأساسها في السنة النبوية في حديث ربط الجمل رواه أنس بن مالك عن بدوي سأل النبي صلى الله عليه وسلم في المدينة:

"يا رسول الله أترك ناقتي وأتوكل أو أعقلها وأتوكل؟ قال بل اعقلها وتوكل"

على الرغم من حقيقة أن المسلم يجب أن يتوكل على الله، إلا أن الحديث يثبت أن المسلم لا ينبغي أن يكون سلبياً في انتظار مصيره فحسب، بل يتخذ الأسباب لتقليل فرص تحقق الخسائر. ثم يتوكل.

ان مفاهيم تسيير المخاطر والمخاطرة لا تتعارض في الواقع، كلاهما يصبان في هدف واحد، وهو حماية الثروة وضمان العدالة والإنصاف لجميع الأطراف المتعاقدة في تعاملاتهم المالية.¹

¹ Agha Syed Ehsan Ullah, Sabirzyanov Ruslan, (2015): International Journal of Business, Economics and Law, Vol 7, (Issue 3) 46-53 , P49

تتمثل أهم الفروقات في آلية تسيير الخطر المالية في المرحلة الأولى من تحديد الخطر والاستراتيجيات والبدائل الممكنة لتخفيض حجم التعرض للمخاطر. بينما تقنيات قياس المخاطرة وآليات المراقبة والمتابعة فهي نفسها.

المطلب الثاني: استراتيجية التعامل مع المخاطر

تتفق الأدبيات في النظرية المالية التقليدية على وجود أربعة استراتيجيات للتعامل مع المخاطر اما بالتجنب كلياً، التقليل، التخفيض أو التحويل أما في النظرية الاسلامية نعرض الاستراتيجيات كما يلي:

• استراتيجية تجنب المخاطرة: من خلال اتخاذ قرار بوقف نشاط معين ينطوي على خسائر محتملة جسيمة.¹ عند تحري مفهوم الخطر نجد أن الشريعة الاسلامية تحظر المعاملات التي ترتفع فيها حالة عدم التأكد، والتي تم تعريفها بالمخاطر الغير مشروعة، وبالتالي فالشركات التي تلتزم بالامتثال لمبادئ الشريعة الاسلامية وجب عليها تجنب ورفض المشاريع أو المعاملات التي يكون فيها احتمال الخسارة هو السائد.

• استراتيجية تقبل المخاطرة: تتماشى هذه الاستراتيجية مع مبادئ المالية الاسلامية بتقبل الخطر على ما هو عليه، ويمكن للشركات تحديد مستوى أدنى للخطر المقبول الذي لا تتخذ عنده أي اجراء. كما أنه في اطار النظرية المالية التقليدية يتم تقبل المخاطر التي تكون الخسارة المحتملة فيها لا تبرر تكلفة تسييره.

• استراتيجية نقل الخطر: لا ينبغي القضاء على المخاطر بشكل كامل عن طريق التحويل إلى أطراف متعاقدة أخرى لأنها تؤدي إلى الظلم. قد يؤدي القضاء التام على المخاطر في المعاملات المالية، وهي "مخاطر صفرية" إلى أن يصبح أي دخل ناتج غير شرعي.²

في النظرية المالية الاسلامية لا يتم اعتماد هذه الاستراتيجية للتخلص من المخاطر لأن الحق في العائد على أي أصل مالي مرتبط جوهرياً بمسؤولية خسارة هذا الأصل بالرجوع لمقاصد الشريعة الخراج بالضمان والغنم بالغرم التي تفيد بأن العوائد المحققة يجب أن يتم معها تحمل المخاطر لاستحقاق الربح، فيمنع فصل الحق في العائد عن المسؤولية التي تتبع الملكية، وبهذه الطريقة فان التمويل الاسلامي يحول دون تحويل انتقال المخاطر لطرف واحد في العقد ويحث على المشاركة فيها.³ تحل محلها استراتيجية تقاسم المخاطر.

¹ براني عبد الناصر أبو شهيد، مرجع سبق ذكره، ص 213

² Agha Syed Ehsan Ullah, Sabirzyanov Ruslan, Ibid P49

³ سليمان عادل، بوخرص عبد الحفيظ، مرجع سبق ذكره، ص 48

- استراتيجية تقليل الخطر: لا تتنافى هذه الاستراتيجية مع النظرية المالية الاسلامية غير أن البدائل المتخذة لتخفيض حجم التعرض للخطر يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية. من أهم البدائل التي يمكن اعتمادها نذكرها في العنوان الموالي.

المطلب الثالث: تقييم البدائل المناسبة لتسيير الخطر المالي

- ومن أهم الوسائل التي يمكن استخدامها لتسيير المخاطر المالية في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية:
- التنويع: لا يتعارض التنويع مع أحكام الشريعة ومبادئ المالية الاسلامية، كما لا يتعارض مع أهدافها، لأن فكرة التنويع متضمنة في صيغ التمويل الاسلامي من خلال تعددها واختلافها وتنوعها تنوع حقيقي من خلال قيامها في اطار نشاط استثماري حقيقي. يمكن الاستفادة عموماً من التنويع من خلال جملة مصادر التمويل التي توفرها المنتجات المالية الاسلامية، الاستثمارات في قطاعات مختلفة أو التعامل مع عدة مدينين لتجنب خطر التركيز وارتفاع معامل الارتباط.
 - الضمانات: تعد من أهم وسائل حماية تعثر الديون تكون عموماً لتسيير خطر الائتمان وقد وافق علماء الشريعة على جوازها، لقوله تعالى: "وان كنتم على سفر ولم تجدوا كاتباً فرهان مقبوضة" الآية 283 سورة البقرة.
 - كما يمكن أيضاً قبول الكفالات بضم ذمة الكفيل الى ذمة الأصيل في المطالبة بنفس الدين والتي تساعد في تحسين جودة الائتمان
 - مؤامة الأصول والخصوم: من خلال تحقيق توازن بين الأصول والخصوم من ناحية الاستحقاق أو العوائد. كمثال شركة تركية تحتاج لاستيراد أرز من باكستان، وشركة باكستنية تحتاج استيراد حديد من تركيا، فبإمكان الطرفين الاتفاق لشراء السلع الكل للآخر بالتبادل.¹
 - التحوط الطبيعي: باعتماد تقنيات تسيير داخلية تكون ممكنة عندما يكون لدى الكيان موارد كافية للتعامل مع التأثير المحتمل للمخاطر، ويكون هذا بالنسبة للمخاطر التي تنطوي على احتمال كبير جداً (أحداث متكررة تؤدي إلى مستويات منخفضة من الخسارة). في كثير من الأحيان لا يمكن لشركة انشاء معاملة في بلد أجنبي لخلق التزام. والأسوأ من ذلك، غالباً ما يتم إنشاء مخاطر أخرى في هذه العملية. استخدام استراتيجية التسعير له جانب سلبي خطير يجعل الشركة غير قادرة على المنافسة. خصوصاً،

¹ براني عبد الناصر أبو شهيد، مرجع سبق ذكره، ص 287

ضد الشركات غير المسلمة التي يمكنها بسهولة استخدام المشتقات للتحوط بدرجة كبيرة تكاليف أقل / يمكن إهماله

تعد الطرق السابقة نفسها في النظرية التقليدية، ومن بين الآليات التي تختص بها النظرية الإسلامية نذكر:

❖ التأمين التعاوني: يتمثل النهج البديل لتسيير المخاطر في السياق الإسلامي المشاركة وتقاسم المخاطر كمحاولة لتجنب الغرر أو اختزاله إلى مستوى محتمل، ينطوي على استخدام خدمات التأمين الإسلامية، أو التكافل على أساس مبادئ التضامن والمساعدة المتبادلة للتعامل مع الأمور المادية وخاصة المالية من خلال اتفاق مجموعة من الأشخاص يتعرضون لأخطار معينة على تلاقي الأضرار الناشئة عن هذه الأخطار بدفع اشتراكات على أساس الالتزام بالتبرع، وينشأ عن هذا صندوق تأمين يعترف له بالشخصية المعنوية، وله ذمة مالية مستقلة يتم منه تعويض الأضرار التي تلحق أحد المشتركين جراء وقوع الأخطار المؤمن عليها.¹

يدار صندوق تأمين تعاوني من قبل شركة تأمين تعاونية مستقلة عنهم بحيث تقطع نسبة معينة من رؤوس أموال المستثمرين أو من الأرباح المحققة وتودع في الصندوق. في حال حدوث أي ضرر في المستقبل لأحد أطراف المتشاركين يتم تعويضه من مبالغ الصندوق . وهو ما يعرف بالتأمين التكافلي يعرف التأمين التكافلي على أنه: " اتفاق بين شركة التأمين الإسلامي باعتبارها ممثلة لهيئة المشتركين وشخص آخر من هيئة المشتركين على أساس قبوله عضواً، يقوم بدفع القسط على سبيل التبرع منه ومن عوائد استثماره لأعضاء هذه الهيئة على أن تدفع له الشركة من أموال التأمين التي تجمع منه ومن غيره من المشتركين، التعويض عن الضرر الفعلي الذي أصابه من وقوع خطر معين، وذلك في التأمين على الأشياء والتأمين من المسؤولية المدنية، والأخطار المتفق عليها في وثيقة التأمين"²

على عكس شركات التأمين التقليدية، يؤمن حامل الوثيقة على نفسه في نظام التكافل. علاوة على ذلك، فإن المخاطر الأخلاقية منخفضة في التأمين التكافلي. في الواقع، تكون مصلحة الأعضاء تقليل المخاطر المحتملة قدر الإمكان، لأنهم يدفعون تكلفة هذه المخاطر، وليس شركة تأمين تابعة لجهة خارجية. هدفهم غير ربحي ولكن التعاون للتغلب على الحوادث والخسائر التي يمكن أن يعاني منها كل منهم. حسابات شركة التكافل منفصلة عن حساب الأعضاء. شركة التأمين لديها تفويض لإدارة حساب حاملي الوثائق، وتحصيل الأقساط

¹ طهراوي أسماء، مرجع سبق ذكره، ص88

² قطوفي ياسين، براق محمد، (2020): أثر المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية دراسة قياسية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي جامعة الأغواط، المجلد 11 (العدد 2) 341-357 ص343

ودفع التعويضات. تقوم بفواتير حساب الأعضاء للتكاليف الإدارية وإعادة التأمين، بالإضافة إلى رسوم الإدارة الثابتة أو نسبة مئوية من أي فوائض في الحساب. إذا كانت الأقساط والمدفوعات من قبل شركات إعادة التأمين غير كافية لتغطية التعويض، فإن شركة التأمين الإسلامية لا تغطي هذا العجز كما هو الحال بالنسبة لشركات التأمين التجارية، ولكنها تقدم قرصًا بدون فائدة لحساب الأعضاء، والذي يسدد بشكل تدريجي. يعد التكافل نظام إدارة مخاطر متكامل، حيث لا يتم نقل المخاطر إلى طرف ثالث (شركة تأمين أو سوق مالي). علاوة على ذلك، يتماشى التكافل تمامًا مع ممارسات الإدارة التنظيمية الجيدة، لا سيما الشفافية والالتزام بتبرير القرار¹

ان الحماية بهذه الطريقة جائزة شرعا اذا استوفى التأمين ضوابطه الشرعية سواء أكان التأمين موجها لحماية رأس المال المستثمر، أو موجه للربح عند حد معين خلال فترة الاشتراك، أو كان للحماية من تقلبات أسعار الصرف أو معدلات العائد. على الرغم من أن التأمين التعاوني مشتمل في ظاهره على المبادلة النقدية (الاشتراكات مقابل التعويضات) فالاحتمالية قائمة أن تزيد التعويضات المستحقة لجهة الاستثمار، الا أن هذا لا يعد من الربا ولا من الغرر المحرم شرعا فهو يقصد منها المعاوضة المالية، فلا يجري عليها أحكام وضوابط المعاوضات، وانما الغرض منها التعاون والتكافل وتقاسم المخاطر بين المشتركين، حيث تعد من عقود الارفاق لا تجري عليها قواعد الشريعة من تحريم الربا والغرر كما في عقد المعاوضة. كما أن حماية الاستثمار عن طريق التأمين التعاوني ليس ضمان الا أنه توزيع للمخاطر فيما بين المشتركين، حيث تكون الحماية بالتساوي بحسب رأس المال المشترك كما أنه يصح اعفاء البعض من تحمل الخطر أو تحميل طرف أكثر من آخر فهم شركاء فيما بينهم.²

❖ التحوط:

على الرغم من حقيقة أن غالبية الشريعة توافق على الحاجة إلى التحوط، لا تزال الخلافات قائمة فيما يتعلق بالشرعية والامتنال الشرعي لبعض أدوات التحوط الإسلامية. في ندوة البركة (2002) في قرارها 27/6 يصف ممارسة التحوط بأنها "اتفاق بين الأطراف على إبرام عقد في المستقبل لحماية المشتري والبائع ضد تقلبات أسعار السوق". يمكننا ان نقول ان تعريف التحوط في التمويل الإسلامي مشابه لتعريفه في التقليدي مما يعني وجود إجماع عام بين علماء الشريعة على ضرورة التحوط. الا أن الاشكالية تكمن في أن التحوط التقليدي يعتمد بشكل رئيسي على المشتقات التي تخلق المزيد من المخاطر في النظام.

¹ Bouslama Ghassen, Op.Cit, P13

² Bouslama Ghassen & Lahrichi Younes, Opcit P 723

الطول المقترحة من قبل التمويل الإسلامي مستوحاة من الأدوات التقليدية، إلا أن هذه العملية قد تنتج عنها أدوات مشكوك فيها، ومع ذلك، فإن الاستعداد لدفع وتطوير التمويل الإسلامي جعل بعض الأدوات ممكنة، كما أن معظم الدول الإسلامية هي دول مصدرة للمواد الخام مما يعرضها لتقلبات أسعار الصرف. وهكذا، فإن الشريعة-تعتبر أدوات التحوط المتوافقة أمرًا بالغ الأهمية لعملياتهم اليومية.¹

وضع مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 442 (8/41) في الدورة (41) المنعقدة في المدينة المنورة بتاريخ 02-41 صفر 2012 الضوابط الشرعية التي تلزم مراعاتها لصيغ التحوط وأساليبه وهي على النحو التالي :

- لا تنطوي صيغ التحوط على الربا أو تكون ذريعة إليه، وألا تشمل على الضرر الفاحش لما في ذلك من أكل أموال الناس بالباطل
- أن تكون الصيغة في حد ذاتها مشروعة
- أن لا تؤدي صيغة التحوط إلى بيع الديون بغير قيمتها الاسمية، وتبادل الممنوع كما هو الحال في الأسواق المالية التقليدية
- لا تؤدي صيغ التحوط إلى بيع الحقوق المجردة، مثل بيوع الاختيارات
- مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية عند صياغة عقود التحوط، وكذلك مراعاة ما ستؤول إليه تلك العقود وآثارها في الجوانب المختلفة
- أن لا تؤدي صيغ التحوط، إلى ضمان رأس المال، أو الربح المتوقع سواء أكان الضمان من المدير المضارب أو الوكيل
- لا يجوز أن يكون الخطر في حد ذاته محالاً
- أن يكون المقصد من أدوات التحوط المحافظة على سلامة المال، وليس المقامرة على فروقات الأسعار وهذه الضوابط الثمانية تتمحور حول قضية جوهرية بعدم مخالفة أحكام الشريعة ومقاصدها²
- في النظرية المالية الإسلامية لا يعتبر التحوط منافياً لمبادئ الشريعة الإسلامية، لأن الإسلام يدعو للمحافظة على رأس المال والربح الممكن تحقيقه من الاستثمار. لكن الغاية لا تبرر الوسيلة باستخدام المشتقات

¹ Raghibi Abdessamad, (2018): Financial Risk Management from an Islamic Perspective: The case of CPO Futures , Finance and Audit Laboratory (LAREFA) Ibn Zohr University, Agadir Morocco
P4<https://islamicmarkets.com/publications/paper-financial-risk-management-from-an-islamic-perspective-the-case-vu-05/08/2021>

² محزة بن حسني الفعر الرشيف، (2019): البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية"، ندوة البركة 39 للاقتصاد الإسلامي 13-14 ماي جدة، السعودية، ص181

المالية التقليدية التي تنطوي على الغرر والجهالة، حيث تقوم بنقل الخطر من شخص لآخر وهو منافي للشريعة التي تفيد بان الربح المحقق يجب ان يتم معه تحمل المخاطرة، كما أنها تفتح باب المضاربة والمقامرة، لذلك وجب اجراء تعديلات حتى تتوافق مع مقاصد الشريعة. فنظرية التحوط في المالية الاسلامية يجب أن تتوافق مع مبدأ الخراج بضمان و الغنم بالغرم.¹

يضيف السويلم شرطاً مهماً واحداً وهو أن أداة التحوط الإسلامية يجب أن تكون خالية من ميزات اللعبة ذات المجموع الصفري، حيث يكون صافي التغير في الثروة أو المنفعة مساوياً للصفر. بمعنى آخر، لا يجوز استخدام أداة تحوط في معاملة مالية عندما يكون ربح أحد الأطراف معادلاً لخسارة طرف آخر، لأنه يؤدي إلى خلق الثروة بدون أي مبرر.²

¹ Saadiah Mohamada, Jaizah Othmana, Rosmimah Roslina & Othmar M. Lehnerb (2014) : The use of Islamic hedging instruments as non-speculative risk management tools, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Vol 16, (No 3), 207-226

² سويلم سامي بن ابراهيم، (2019) ضوابط التحوط في التمويل الاسلامي " ندوة البركة 39 للاقتصاد الاسلامي 13-14 ماي جدة، السعودية، ص133

المبحث الرابع: أدوات التحوط الإسلامية

في الدراسات المعاصرة تعريفات متعددة للتحوط لكن المعنى العام هو الوقاية والاحتماء من المخاطر. وهو بهذا المعنى يتفق مع مقاصد التشريع الإسلامي في حفظ المال وتجنب إضاعته أو إتلافه. فليس هناك إشكال من حيث المبدأ حول هذا الهدف، ولكن الإشكال يتعلق بالوسائل المتبعة للتحوط: هل هي تحقق الهدف فعلا، أم أنها تؤدي بدلا من ذلك أم أنها مجرد محاكاة وأسلمة للعقود التقليدية.

المطلب الأول: الموقف الشرعي من استخدام المشتقات

إن عدم تجانس الرأي امتثال المشتقات للشريعة مدفوع إلى حد كبير بالتفسيرات الفردية والمعرفة المختلفة حول آليات الهياكل المشتقة. كثيرا ما لا يكون العديد من صانعي السياسات والمشاركين في السوق والمنظمين على دراية بالآليات المعقدة والتقنيات المعتمدة، مما يعيق الفهم الشامل والتقدير الموضوعي لدور المشتقات في النظام المالي

في حين أن المنظمين الإسلاميين لديهم استعداد لحل العوائق الدينية لاستخدام المشتقات لإدراكهم الفوائد العديدة لأسواق المشتقات التي تساهم في تشكيل الأسعار بشكل مستمر، وتعزيز إدارة السيولة ودعم الأسواق النقدية بتكلفة تمويل منخفضة. كما تضمن المشتقات التحويل الفعال للأموال من المقرض إلى المقترضين مع تعزيز التخطيط المالي السليم والاستقرار المالي. ومع ذلك، فإن عدم وجود آليات مناسبة لتحويل المخاطر بموجب الشريعة الإسلامية يحرم المؤسسات الإسلامية من هذه المجموعة من هذه المزايا¹.

إن استخدام المشتقات مشبوه للمضاربة نظرا لسهولة استخدامها والرافعة المالية الداخلية، إلا أن إمكانية استخدامها بشكل فعال للتحوط والحفاظ على القيمة لا ينبغي إغفاله. عدم السماح بالمشتقات لا يضعف فقط قدرة الشركات الإسلامية على إدارة المخاطر والحفاظ على الثروة، يمكن أن يعيق النمو الاقتصادي عن طريق انخفاض القدرة التنافسية. الشركات الإسلامية الغير قادرة على التحوط ستضطر لرفع أسعارها لمراعاة المخاطر الإضافية التي تتعرض لها، بينما الشركات المنافسة التي لا تواجه مثل هذه القيود، ستكون قادرة على تجاوز السعر المتوافق مع الشريعة الإسلامية في ظل تجارة تنافسية يمكن أن تكون العواقب طويلة المدى مكلفة في

¹ Jobst Andreas, (2007): Derivatives in islamic finance, The International Conference on Islamic Capital Markets August 27-29, 2007 ,Jakarta, Indonesia P38

عالم محصلته صفر، إذا تخيلنا شركتين تتداولان مع بعضهما البعض، إذا كان أحد الطرفين قادرًا على التحوط الكامل بينما الآخر غير قادر على ذلك، فإن الخسائر التي يتكبدها أحدهما ستشكل مكاسب للآخر.¹

هناك نوعان رئيسيان من المدارس تتعلق بوضع المشتقات في التمويل الإسلامي:

- المدرسة الأولى تؤمن إيمانًا قويًا بأن المشتقات التقليدية مثل العقود الآجلة والمبادلات والخيارات غير مسموح بها في التمويل الإسلامي، بدلاً من ذلك، هناك حاجة لإيجاد بدائل إسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة. يشار إلى هذه البدائل أحيانًا باسم "المشتقات الإسلامية".
- المدرسة الفكرية الثانية وهي رأي الأقلية تؤمن بأن المشتقات التقليدية هي أداة مطلوبة بشدة لتمكين المؤسسات من المنافسة مع نظرائهم التقليديين

ويمكن تلخيص الأسباب الرئيسية التي ذكرها العلماء الإسلامي الذين اعترضوا على المشتقات في النقاط

التالية:

- بيع العقود الآجلة التي تشمل كلا من التأجيل، وهي واحدة من بيع الدين بالدين (بيع الكالئ بالكالئ) وهو محرم
- عدم وجود البدلين في وقت التعاقد وإنما تتوجلان في المستقبل (المال، السلع....)، وبالتالي ليس بيع حقيقي بل مجرد عملية بيع فقط أو تبادل وعود، وتكون هذه العقود صالحة في الشريعة إذا تم تأجيل إما الثمن أو المثلن.
- الخيارات هي مجرد الحق في شراء أو بيع شيء ففرض رسوم أو ثمن على ذلك لا تجوز
- لا تتضمن هذه البيوع نقل لملكية للمبيع أو المعقود عليه وإعادة بيع هذه العقود هو غرر واضح وهذا أمر محظور،
- ارتفاع المخاطر الائتمانية لوجود إمكانية البيع على المكشوف التي تسمح بها الاسواق التقليدية.
- انطواء هذه العقود على المضاربة التي هي من باب القمار والغرر. كما أن أنشطة المضاربة غير مرتبطة بأنشطة اقتصادية حقيقية وقد تشوه شروط العرض والطلب للاقتصاد الحقيقي.²

¹ Obiyathulla Ismath Bacha, (2012): Risk Management, Derivatives and Shariah Compliance, the 20 National Symposium on Mathematical Science, 18-20 December 2012, Putrajaya-Malaysia, AIP Conference Proceedings Vol 1522, (No 1), P26

² Alam Nafis, (2019): Regulatory and supervisory issues in shariah-compliant hedging instruments, IFSB Working Paper series WP-14/12/2019, P8

- يشير علماء الشريعة أيضًا إلى سوق المشتقات عالية الاستدانة، وهذه الحقيقة أن حجم تداول المشتقات أكبر بكثير من حجم الأصول الأساسية، مما يدل على طبيعة المضاربة العالية للسوق مما ساهم في خلق طبقات عديدة من أنشطة الرافعة المالية التي تعرض المستثمرين لمخاطر عالية. ان التعامل بالمشتقات المالية لا يخلق تنمية بقدر ما هي إلا وسيلة لخلق النقود تتسبب في زيادة التضخم وارتفاع الأسعار، والمختصون في المشتقات يعتبرونها مبادلة صفرية أي أن ما ربحه طرف هو ما تخسره طرف آخر وبنفس المقدار وهذا هو عين القمار، ومن هنا تأتي أهمية البديل الإسلامي

المطلب الثاني: البدائل الشرعية:

ان الصيغ الاستثمارية الإسلامية المستقبلية (كالسلم والاستصناع) تعد حلا للكثير من المشاكل التي تتعلق بتقلبات الأسعار، وعمليات الضبط الدقيق لمواصفات السلع وما ينتج عنها من المخاطر. يمكننا بناء الدور التحوطي الشرعي كما يلي:

- **الدور التحوطي لعقد الاستصناع:** يظهر دوره التحوطي من خلال حق المستصنع ليكون له الخيار بالتراجع، اذا لم يكن مطابق للمواصفات المحددة بالعقد، وبالتالي فان هذا العقد يكون على أصل حقيقي وليس وهمي، كما هو الحال في الأسواق العالمية.
- ان تحديد المواصفات، المدة والسعر في عقد الاستصناع تجعل جميع أطراف العملية في حالة أمان وطمأنينة جراء السعر الذي اتفقوا عليه، وهذا بطبعه يخفف من تقلبات الأسعار المستمرة التي تظهر كثيرا عندما تكون الغاية من وراء العملية غير الاستثمار الحقيقي، وانما المضاربة على فروقات الأسعار لأجل تحقيق مكاسب خلال فترة زمنية وجيزة.
- **عقد السلم:** يعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط حيث يمكن تمويل النشاطات الزراعية، والصناعية والتجارية على النطاق الفردي ونطاق المشاريع الكبيرة¹

عقد السلم هو عقد تحوطي مستقبلي لما فيه من تحديد مواصفات دقيقة للأصل المراد، التاريخ الكمية وغيرها. ففيه من التحوطات الحقيقية التي تمكن كل طرف من أطراف العقد من الحصول على حقوقه المشروعة دون نقصان، ويمكن أن يلعب دورا في تجنب أطراف المعاملة أعمال أسواق رأس المال العالمية التي تكتنفها المضاربات على فروقات الأسعار والتغيرات والتقلبات، عدا الطرق غير المشروعة التي يتم

¹براني عبد الناصر أبو شهد، مرجع سبق ذكره، ص 275

اتباعها في سبيل تحقيق الأرباح. حيث يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي. يمكن للمستثمر في الأسهم التحوط لجزء من تعرضه لتغطية مخاطر انخفاض الأسعار ببيع الأسهم على أنها سلم. على سبيل المثال: مستثمر يمتلك 1000 سهم من XYZ، السعر الحالي 10 دولارات للسهم، ويقوم بإبرام عقد بيع بسعر 9.90 دولار أمريكي / سهم للتسليم خلال ستة أشهر. يتم استلام مبلغ $9.9 * 1000 = 9900$ في التاريخ الحالي.

بعد ستة اشهر: إذا انخفض سعر السهم إلى 9.50 دولارًا أمريكيًا للسهم، يكون المستثمر قد ربح 400 دولار أمريكي إذا ارتفع سعر السهم إلى 10.30 دولارًا أمريكيًا للسهم، يكون حقق خسارة 400 دولار أمريكي

مقارنة بيع السلم والبيع على المكشوف

- في حالة البيع على المكشوف التقليدي، هناك صفتان منفصلتان: اقتراض الأسهم بسعر الفائدة وبيع الأسهم، في عقد السلم يكون بيع ولكن دون اقتراض.
- في بيع السلم، قد يتضمن سعر البيع القيمة الزمنية للنقود ولكن التسليم المبكر للسلعة لن يقلل السعر حيث يتم دفع السعر الكامل مقدمًا.
- بالنسبة للبيع على المكشوف، فإن توزيعات الأرباح حتى خلال فترة الاقتراض، تنتمي إلى المقرض. في عقد السلم، يجب تقديرها وأخذها بعين الاعتبار عند تحديد السعر .
- نظرًا لوجود دفع كامل يكون بيع السلم مفيد للبائع، وبالتالي يكون السعر عادة أقل من سعر البيع الفوري السائد، وهو ما يتناقض مع العقود الآجلة حيث تكون أسعار العقود الآجلة عادةً ما تكون أعلى من السعر الفوري بمقدار التكلفة الدفترية .
- على الرغم من أن البيع على المكشوف وبيع السلم متشابهان من نواح كثيرة، إلا أنهما يختلفان من حيث الفلسفة، يميل عقد بيع السلم نحو التحوط أو تقليل التعرض للمخاطر. بينما يستخدم البيع على المكشوف عموماً للمضاربة
- على المستوى التشغيلي، كلا الباعين معرض لارتفاع غير محدود في سعر الأصل وكلاهما متشابه من حيث مخاطر التخلف عن السداد (في السلم، يتحمل المشتري مخاطر عدم تسليم البائع، وفي البيع على المكشوف المقرض يتحمل مخاطر تقصير المقرض) وبالتالي الحاجة إلى ضمانات .

- بيع السلم له ميزة إضافية مقارنة بالبيع على المكشوف الذي يتضمن معاملتين مختلفتين، ومع ذلك، قد يكون بيع السلم أكثر تكلفة لأنه ينطوي على الهيكلة والسمسرة وتوزيعات الأرباح المقدرة. كما يتم دفع التكاليف مقدماً، بالإضافة للتسليم المبكر¹

• **الدور التحوطي لعقود المرابحة:**

المرابحة المصرفية صيغة معروفة في التمويل الإسلامي، وتم اقتراحها أيضاً لغرض التحوط وإدارة المخاطر من تذبذب أسعار العملات، وذلك بأن يقوم البنك بشراء السلعة التي يريدتها العميل بالعملة التي تباع بها، ثم يقوم ببيعها على العميل بالعملة التي تتفق مع عملة إيراداته.

مثال: إذا رغبت مؤسسة تجارية في استيراد سلعة بعملة معينة (اليورو) في حين تحصل على إيراداتها بعملة مغايرة (الدولار)، فستواجه المؤسسة مخاطر اختلاف سعر الصرف بين الدولار واليورو بين وقت التعاقد ووقت السداد، فقد يكون سعر الصرف وقت التعاقد على استيراد السلعة المطلوبة 1.15 دولار مقابل اليورو، وتحدد أسعارها وتسويقها على هذا الأساس، لكن إذا حل وقت سداد ثمن السلعة بعد ستة أشهر مثلاً، فقد يصبح سعر الصرف 1.4 دولار لليورو، وهو ما يجعل المستورد يتعرض لخسارة تتجاوز 21 دولار.

البديل المقترح، أن يشتري البنك السلعة من المصدر باليورو، ثم يبيعها للمستورد بالدولار، وبهذه الطريقة تتم المبادلة لكل من المصدر والمستورد بعملة المحلية، ويتخلصان من مخاطر تذبذب سعر العملة، ويتحمل البنك الوسيط مخاطر الصرف بين العملتين.²

المطلب الثالث: المشتقات المالية الإسلامية:

هناك نوعان من الاختلافات الرئيسية بين الإسلامية والتقليدية:

- أولاً، الأدوات المشتقة الإسلامية تستخدم لتغطية مخاطر حقيقية وليس أهداف مضاربية
- ثانياً، أدوات المشتقات الإسلامية غير قابلة للتداول بخلاف الخيارات، المبادلات والعقود المستقبلية الآجلة .

¹ Saadiah Mohamad & Tabatabaei Ali, (2008): Ali Islamic Hedging: Gambling or Risk Management? the 21st Australian Finance and Banking Conference 16 -18 December Australia P 16

² العمراني عبد الله بن محمد، مرجع سبق ذكره، ص 325

لقد توصلت المؤسسات المالية الإسلامية إلى هيكل مختلف للنسخة الإسلامية من التحوط لتقليل مخاطر تقلبات السوق من بين أدوات التحوط الإسلامية البارزة التي يجري تنظيمها حاليًا واستخدامها على نطاق واسع العقود الآجلة الإسلامية، المبادلات، معدل الربح الإسلامي، وبيع العربون.

1- العقود الآجلة الإسلامية Islamic FX Forward

من وجهة نظر الشريعة، تكمن مشكلة هيكل العقود الآجلة التقليدي عند تبادل الأصل مستقبلاً في حين يحدد السعر مسبقاً، مما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية التي تحكم صرف العملة، وتشتت التعامل بالعملة على أساس فوري

العقود الآجلة الإسلامية تقوم على مواعدة يلتزم فيها البائع ببيع سلع مثلية موصوفة في الذمة لكمية محددة وسعر محدد في زمن محدد ويلتزم المشتري بالشراء بالسعر والمواصفات والزمن المتفق عليه، ولا يتم الاستلام ولا التسليم الا في اليوم المحدد. يستطيع المشتري من خلال هذا العقد أن يحمي نفسه من أي ارتفاع في الأسعار، كما يستطيع البائع حماية نفسه من أي انخفاض في الأسعار، فيتحقق التحوط لكليهما.

من بين العقود الآجلة التي تتوافق مع الشريعة هناك ثلاثة هياكل:

• العقود الآجلة الإسلامية على أساس وعد (الوعد الأحادي)

يتمتع الوعد بالإلزامية الأخلاقية لكن لا يعد ملزماً من الناحية القانونية، لكن حسب مجمع الفقه الإسلامي "الوعد" ملزم شرعاً وقانوناً عندما يكون في المعاملات التجارية، حيث يحق للموعد له المطالبة بتعويض الضرر في حال تخلف الواعد عن وعده.

يتم تبني مبدأ الوعد على نطاق واسع في منتجات أسواق رأس المال الإسلامية كأداة السيولة والتحوط. يمكن اعتماد مبدأ الوعد لتسهيل المعاملات المتوافقة مع أنشطة تجارة الاستيراد والتصدير .

في ظل هيكل الوعد، يتعهد طرف واحد فقط بالشراء أو البيع بسعر معين حسب مقتضى الحاجة حيث يلتزم بهذا الوعد، بينما الطرف الآخر غير ملزم بهذا الوعد.

لنفترض أن الشركة "أ"، وهي شركة ماليزية، تتوقع تحصيل 10 مليون دولار أمريكي بعد 3 أشهر من الوقت (على أساس أن سعر الصرف الحالي 3.5 رينجيت ماليزي لكل 1 دولار أمريكي) وتتوقع أن ينخفض سعر الدولار الأمريكي / رينجيت ماليزيا (MYR) وترغب في ذلك التحوط من خلال تثبيت السعر الآن. تقوم الشركة بالتعاقد مع البنك من خلال المواعدة يعد العميل ببيع 10 مليون دولار أمريكي بسعر 3.5 رينجيت ماليزي للدولار أمريكي في تاريخ الاستحقاق (تاريخ معين في المستقبل)

في تاريخ الاستحقاق، يكون التنفيذ الفعلي لعقد الصرف، حيث يفى العميل بوعده ببيع 10 ملايين دولار أمريكي وشراء 35 مليون رينجيت ماليزي للبنك في الموعد المحدد مسبقاً، إذا انخفض الدولار الأمريكي إلى 3.00 يكون المصدر محمياً كما سيحصل على 35 مليون رينجيت ماليزي بدلاً من 30 مليون رينجيت ماليزي على أساس السعر في التاريخ الحالي¹

يمكن التحوط ضد مخاطر العملة باستخدام الوعد دون تدخل في عنصر الربا، وبالتالي، يمكن للمستوردين أو المصدرين أخذ تغطية العملات الأجنبية الآجلة للأنشطة التجارية الحقيقية على أساس الوعد وفي نفس الوقت تبادل العملات في الوقت المتفق عليه.

• العقود الآجلة الاسلامية على أساس وعدان (وعدان من جانب واحد)

شكل آخر من أشكال العقود الآجلة الاسلامية المهيكلة على أساس مبدأ الوعدان، حيث يتعهد كلا طرفا العقد بوعد تجاه الآخر، الا أن الوفاء بوعد الأول غير مرتبط بالآخر، ويعتمد تطبيقهما على شرطين مختلفين

مثال: تعهد العميل للبنك بأنه سيبيع مليون دولار أمريكي مقابل الرينجيت الماليزي بسعر صرف 3.5 USD/ MYR (أي 3.5 مليون رينجيت ماليزي) في 2 جوان 2010، إذا كان سعر صرف USD / MYR أعلى من 3.50.

من جانب آخر، يعد البنك العميل بأنه سيشتري مليون دولار أمريكي مقابل رينجيت ماليزي بسعر صرف 3.5 USD/ MYR (أي 3.5 مليون رينجيت ماليزي) في 2 جوان 2010، إذا كان سعر صرف USD / MYR أقل أو يساوي 3.50.

على افتراض أن سعر USD / MYR الصرف في 2 جوان 2010، أعلى من 3.50 (3.6)، سيمارس البنك حقه بموجب الوعد الأول الذي قدمه العميل، ويقوم بشراء الدولار الأمريكي مقابل MYR بالسعر المتفق عليه وهو 3.50 لأنه أقل من سعر السوق. على العكس من ذلك، إذا كان سعر USD / MYR الصرف في 2 جوان 2010، أقل من 3.50 (3.4) سيمارس العميل حقه، تحت الوعد الثاني الذي قطعه البنك لبيع الدولار مقابل الرينجيت الماليزي بالسعر المتفق عليه مسبقاً حيث ستحصل على MYR أكثر من سعر السوق.

لذلك في جميع السيناريوهات المحتملة التي تمت مناقشتها أعلاه، المبادلة الفعلية للعملات ستحدث فقط في تاريخ الاستحقاق، وبالتالي يكون الوعد لا ينتهك متطلبات الشريعة التي تتعلق بتداول العملات على أساس فوري.

¹ Saadiyah Mohamada, Jaizah Othmana, Rosmimah Roslina & Othmar M. Lehnerb, ,Op.Cit, P210

الشواغل الرئيسية المتعلقة بهذا الهيكل هي تشابه الوعدان، حيث الوعد الثنائي هو الوعد الذي قدمه الطرفان لبعضهما في نفس الموضوع وتأثير الوعد سيحدث في نفس الوقت، حيث يعد بمثابة عقد ملزم للطرفين، ثم يدخل في تحريم بيع الدين لدين وهو بالتالي غير مسموح به. ومع ذلك، إذا لم يكن ملزمًا لأي من الطرفين فهو جائز

حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها الشرعي رقم 1 بشأن تداول العملات : "الوعد الثنائي محظور في تداول العملات عندما يكون ملزمًا لكلا الطرفين، حتى عندما يتم ذلك لمعالجة مخاطر انخفاض قيمة العملة." على الرغم من الانتقادات العديد من المؤسسات المالية الإسلامية خاصة في الشرق الأوسط تطبقه .

2- عقود المبادلة الإسلامية Islamic FX Swap

يمكن تعريف المبادلة على أنها اتفاقية تعاقدية ثنائية يتفق فيها كلاهما الطرفان على إجراء دفعات دورية في وقت واحد مقابل دفعتين مختلفتين من التدفقات النقدية. يمكن تنفيذ الاتفاقية عن طريق تبادل أصل أو التزام أو مختلف العملات. الموقف الشرعي يشترط أن تكون القيم متزامنة (من جهة إلى أخرى). بالإضافة إلى ذلك، يرى بعض علماء الشريعة أن التسليم يجب أن يتم في يوم العقد

• عقود المبادلة الإسلامية للعملات:

من وجهة نظر شرعية، تظهر المشكلة في عقد مبادلة العملات الأجنبية عندما تريد الأطراف المعنية تبادل العملات في وقت ما في المستقبل ولكن تحدد سعرًا اليوم عند إبرام العقد. لحل هذه المشكلة، تم إنشاء هيكل مبادلة قائم على مبادئ الشريعة. بالنسبة لمبادلة العملات الإسلامية، هناك نوعان من الهياكل في السوق:¹

- **قرض بدون فوائد متتالي:** كان الأسلوب البسيط للغاية تبادل قرضين متتاليين بدون فوائد بعملات مختلفة لا تحمل أي فائدة أو أي منفعة أخرى. تم استخدام هذه الطريقة المبسطة في التعاملات اليومية بين التجار المحليين وبكميات صغيرة

مثال: مستثمر سعودي عليه التزام بمليون يورو يحل بعد سنة، ويريد أن يثبت سعر الصرف اليورو مقابل الريال على 1 يورو/5ريال، لتخوفه من ارتفاع سعر صرف اليورو، فيقوم بالاتفاق مع البنك على اقراضه مليون يورو على أن يستردها بعد سنة بنفس المقدار، وفي المقابل يقرضه البنك 5 ملايين ريال على أن يردها للبنك بعد سنة بنفس المقدار. فإذا حل الأجل فإنه يكون على المستثمر دين قدره 5

¹ Saadiah Mohamad, Jaizah Othman, Rosmimah Roslin & Othmar M. Lehner, Ibid, P 211

ملايين ريال يسدده من ثمن بيعه السلع التي سبق أن اشتراها باليورو، وعليه دين قدره مليون يورو يقضي به الالتزام الذي عليه اتجاه البنك.¹

- المقايضة الإسلامية للعمليات الأجنبية (CCS)

يتم تداول معاملات المقايضة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بشكل ثنائي وتجمع بين عقود مربحة متطابقة مع آجال الاستحقاق والتحويل الفوري (أو الدوري) للأصول المماثلة من أجل إنشاء التزامات دفع متبادلة (ومضمونة بالكامل) بما في ذلك من أقساط الدفع مقابل استخدام الأصل حتى تاريخ الاستحقاق ..

يجمع الهيكل الأساسي للمقايضات بين العمليات (CCS) بين عقدي بيع مربحة سلع يولدان تدفقات نقدية معادلة بعمليات معاكسة مع آجال استحقاق مرغوبة من قبل الأطراف المتعاقدة في جوان 2006، رتب ستاندرد تشارترد أول هيكل مشتق من هذا النوع لبنك Muamalat Malaysia.

على سبيل المثال بنك إسلامي في ماليزيا يتحصل على إيرادات بالرينجيت الماليزي ولكن عليه التزامات بالدولار الأمريكي خلال فترة زمنية معينة. للتخلص من عدم تطابق عملة التحصيلات والتسديدات، يمكن للبنك استبدال تدفقاته الخارجية المستقبلية بالدولار الأمريكي بتدفقات خارجة بالرينجيت الماليزي عن طريق الدخول في اتفاقية مع طرف آخر مقابل الدفع بالدولار الأمريكي. بموجب هذا العقد، يشتري البنك الإسلامي الماليزي سلعة A بالرينجيت الماليزي، ويبيعها إلى بنك إسلامي خليجي على أساس المربحة (أي مقابل أقساط مستقبلية). في نفس الوقت، يقوم البنك الخليجي بإتمام اتفاقية مربحة للسلعة "ب" بالدولار الأمريكي. من خلال دمج عقدي المربحة، كل منهما مقوم بعملة مختلفة، يتلقى كلا الطرفين تدفقات نقدية بالعملة المرغوبة عن طريق بيع سلعهما المقومة بعمليتهما المحلية. يجب أن تنخفض القيمة العادلة لكل سلعة (أ و ب) بسعر الصرف السائد.²

• مقايضة معدل الربح (PRS):

تسعى مقايضة معدل الربح إلى تحقيق التوافق مع الشريعة الإسلامية باستخدام معاملات المربحة المتبادلة لتأمين التدفقات النقدية على مدى فترة العقد. فبموجب هذه المبادلة، يدخل الطرفان في عقود مربحة لبيع الأصول لبعضها البعض للتسليم الفوري ولكن بشروط الدفع المؤجل من أجل توليد مدفوعات ثابتة. ثم تدخل الأطراف في سلسلة مطابقة عكس المربحة لتوليد دفعات بمعدل متغير. هناك بعض الأمور الشرعية اللافتة للنظر في هذه الأنواع من الهياكل الأساسية لعقود المربحة العكسية التي تقدم طريقة متلاعب بها

¹ العمراني عبد الله بن محمد، مرجع سبق ذكره ص328

² Sole Juan, Jobst Andreas, (2012): Operative Principles of Islamic Derivatives - Towards a Coherent Theory. IMF Working Paper No. NO.12/63, P12

للحصول على النقد. وبالمقابل فإن الشريعة تحرم المعاملات المالية الخالصة رغم التبرير المقدم بكونها تشكل تبادل حقيقي للمنتجات. ومع ذلك، نادرًا ما يأخذ هذا التبادل كاملاً الشكل القانوني ويتكون من المعاملة الورقية والعنصر المحظور في بيع العينة. وبالتالي، لا تزال هناك حاجة إلى بذل جهود لتطوير وتحسين أدوات التحوط للتوصل إلى توافق مقبول عليها.¹

أطلقها بنك التجارة الدولي التجاري (CIMB) في ماليزيا عام 2005، للمؤسسات المالية لتسيير خطر تعرضها لتقلبات معدلات العائد ثابتة والمتغيرة. تقوم على نفس مبدأ CCS، حيث تستند مقايضات معدلات الربح على دمج عقدي مرابحة للسلع.

على سبيل المثال: البنك الإسلامي "أ" تقيم إيراداته بمعدل متغير، يريد تحويل أساس مبلغ معين من الإيرادات من معدل متغير إلى معدل ثابت. يقوم هذا البنك بشراء سلعة "أ" التي سيبيعها بعقد مرابحة مقابل تدفق إيرادات دورية ثابتة محددة مسبقاً للبنك الإسلامي "ب"، الذي لديه إيرادات بمعدل ثابت خلال فترة زمنية محددة. يقوم البنك الإسلامي "ب"، بدوره، بشراء سلعة "ب" التي سيقوم ببيعها من خلال عقد مرابحة للبنك الإسلامي "أ" مقابل أقساط مستقبلية متغيرة مقومة بسعر السوق مع إضافة هامش ربح المتغير ("التكلفة الإضافية") الذي يختلف حسب تغيرات المعيار المتفق عليه للتسعير.²

يتحصل البنك "أ" (الدافع بالسعر العائم) على السلعة "ب" بزيادات دورية، على عكس البنك "ب" (الدافع بالسعر الثابت)، الذي يتحصل على السلعة "أ" بالكامل في بداية الاتفاق. يتضمن نظام CCS الدفع الكامل والتسوية المادية لكل فترة، حيث يقوم كلا الطرفين ببيع سلعهم من أجل استرداد مدفوعاتهم الأولية.

في معاملة المقايضة على أساس المرابحة، يحتفظ كلا طرفي العقد بالتزامات سداد مقابل بعضهما البعض، مما يخفف من مخاطر الائتمان للمدفوعات الدورية. كما تعتمد درجة ضمان عقد المرابحة على ملكية الأصل.³

3- الخيارات الإسلامية:

يعتمد النوع الأول من الأدوات التي على هيكل لعقود الخيار التقليدية، لكن في البديل الاسلامي فهي تقوم على أساس الوعد ببيع أو شراء شيء ما بسعر معين في وقت محدد، ومثل هذا الوعد في حد ذاته جائز. الوعد ملزم أيضاً للمتعهد ومع ذلك، لا يمكن أن يكون هذا الوعد موضوع بيع أو شراء.

هناك نوعين رئيسيين في الأدبيات الموجودة: Bay 'Al-Arbun & Al-Atijra

¹ Oubdi Lahsen and Raghbi Abdessamad (2017): An Overview on the Practice and Issues of Hedging in Islamic Finance" International Journal of Contemporary Research and Review, Vol. 08, (No, 10) P4

² على سبيل المثال أساس التسعير بين البنوك هو سعر الفائدة بين البنوك في لندن LIBOR

³ Sole Juan, Jobst Andreas, Op.Cit , P22

• عقد الاسترجار: Al-Atijra

تشمل طرفين المشتري و مؤسسة مالية. يحتوي العقد على خيارات متفق عليها يمكن توظيفها في سعر الأصل اذا تجاوز حدود معينة. يشكل العقد مزيج من عقد الخيارات والمرابحة. يمكن أن تكون معاملة الاسترجار على النحو التالي، شركة تسعى لتمويل عملية اقتناء شراء أصل، تقوم بالاتفاق مع بنك على الشراء وفق عقد الاسترجار، حيث يشتري البنك الأصل بالسعر الحالي P_0 ويعيد بيعه للشركة للدفع المتبادل متفق عليه التاريخ في المستقبل n .

السعر الذي ستتم تسويته في الاستحقاق يكون مشروط بحركة سعر الأصل من t_0 إلى t_n حيث t_0 هو يوم العقد و t_n هو يوم الاستحقاق. على عكس نموذجي عقود المرابحة حيث:

$$P^* / P^* = P_0 (1 + r)$$

هو السعر عند الاستحقاق و r معدل الربح، يتم تحديد حد أدنى وحد أعلى متفق عليه للسعر يحدد على أساسه السعر المستحق. ففي تاريخ الاستحقاق:

- اذا تجاوز سعر الأصل في السوق الحدود المتفق عليها، يكون سعر المستحق هو نفسه السعر في عقد المرابحة.
- أما اذا كان السعر في السوق ضمن المجال المحدد فيحسب متوسط السعر بين تاريخ العقد والاستحقاق.

يستند سعر ممارسة الخيار على توقع كلا الطرفين بشأن تقلبات أسعار الأصول وهو يمثل دليلاً ملموساً على الأدوات المستندة إلى تقاسم المخاطر حيث لم تعد لعبة محصلتها صفر حيث يستفيد كلا الطرفين من العقد.¹

• بيع العربون: Bay 'al-urbun

تعتمد فئة الأدوات الأولى على نموذج عقود الخيار يتمثل في بيع العربون، يقوم المشتري بإيداع أموال لدى البائع كدفعة جزئية من السعر مقدماً، ولكنه يوافق على أنه في حالة عدم تصديقه على العقد سيصادر مبلغ الإيداع الذي يمكن للبائع الاحتفاظ به. يمكن أن تكون المحاكاة بين العربون لخيار الشراء بمعنى أن البائع لا يعيد قسط أو دفعة مقدمة للمشتري.

¹ Oubdi Lahsen and Raghibi Abdessamad, Op.Cit, P5

رفضت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI سنة 2008 في المعيار 1، المتاجرة في العملات، وعدم جواز عقود الخيارات في الشريعة ولكنه وافقت بدلاً من ذلك على استخدام العربون. علاوة على ذلك، خلص المجلس الاستشاري الشرعي الماليزي (SAC) إلى أن مفهوم بيع العربون مسموح به ويمكن تطويره كأداة في ماليزيا. يمكن رصد العديد من التشابه بين Bay 'Alurbun وخيار Call ومع ذلك، يكمن اختلافان رئيسيان بين الأداتين:

✓ المبلغ الأولي المدفوع في حالة بيع العربون هي جزء من السعر بعكس القسط المدفوع في الخيار عبارة عن دفعة غير قابلة للاسترداد،

✓ أثناء المعاملة، يجب على البنك الاحتفاظ بالأصول الأساسية وفقاً للشريعة الإسلامية ويحظر المعاملات المالية غير الملموسة..¹

مثال: لنفترض مستمر يريد شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق، ويتوقع ارتفاع السعر مستقبلاً عن السعر الحالي (100 دج للسهم). وسعياً من المستثمر لتجنب الخطر يتعاقد مع طرف آخر على شراء أسهم بالسعر الجاري مقابل مبلغ عربون 7 دج لكل سهم، وفي تاريخ التنفيذ قد تظهر حالتين: الحالة الأولى: إذا ارتفع السعر السوقي إلى 110 دج فيطلب المستثمر تنفيذ العقد ويدفع 3 دج عن كل سهم، باعتباره قد دفع 7 دج سابقاً.

الحالة الثانية: إذا انخفض سعر السوق إلى 9 دج فالمستثمر لا ينفذ العقد ويكون قد خسر فقط 7 دج لكل سهم (مبلغ العربون) وهو غير قابل للرد وتعتبر ربحاً للمحرر العقد. إلا أن المستثمر كان قد استطاع تندية وتحديد خسارته.²

4- العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام:

العقد المستقبلي الوحيد القابل للتداول المصنف متوافق مع الشريعة هو عقد زيت النخيل الخام (CPOF) في ماليزيا. على الرغم من وجود العديد من الأحكام الشرعية ضد استخدام العقود المستقبلية أرجعها مجمع الفقه الإسلامي لعدة أسباب يمكننا تلخيصها في ثلاث نقاط: • بيع الأصول غير الموجودة • بيع الديون • تأجيل كلا القيمتين العدديتين.

إلا أن المجلس الشرعي الماليزي المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) في ماليزيا قرر في اجتماع 1997 بأن العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام (CPOF) تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. برر أنه في حالة العقود

¹ Saadiah Mohamad , Tabatabaei Ali , Op.Cit, P 12

² براني عبد الناصر أبو شهيد، مرجع سبق ذكره، ص 281

المستقبلية لزيت النخيل الخام الأصل المعني موجود، كما أن مواصفات السلعة من الكمية والسعر قابلة للتحديد. يرجع عنصر عدم اليقين لتسليم البضائع المباعة وليس بسبب عدم وجود البضاعة عند إبرام العقد. دعماً لهذا الاقتراح تشير SAC إلى عقد السلم والاستصناع، ففي كلاهما موضوع العقد قد يكون غير موجود عند التعاقد. علاوة على ذلك، جادلت SAC أنه لا يوجد عنصر الغرر حيث يمكن تسوية العقد نقداً قبل تاريخ الاستحقاق أو عن طريق التسليم في تاريخ المحدد. أيدت SAC حجتها بأن عنصر الغرر الذي هو موضوع التحريم يتم تحييده من قبل غرفة المقاصة التي تضمن تسليم وتسوية العقود الآجلة لزيت النخيل الخام. حتى لو كان هناك غرر يتم إلغاؤها من خلال لائحة تداول العقود الآجلة لزيت النخيل الخام والتي تنص على المراقبة والتأمين ضد أي غش. بالنسبة لتأجيل كلتا القيمتين العادتين، واستناداً لفتوى رفيق المصري فإن الغرر لا يظهر عند تأجيل القيمتين ستكون المخاطرة متساوية تقريباً، سيتقاسم الطرفان المخاطر وسيكون الغرر المتوقع هو نفسه تقريباً وبالتالي لا يوجد سبب لادعاء الغرر. أما في حالة تأجيل قيمة واحدة مقابل الأخرى سيستفيد أحد أطراف العقد من استلام السلعة، والطرف الآخر يتحمل الخسارة.

بالنسبة للمضاربة بغض النظر عن السوق فإن إجمالي الحيازات من مراكز المضاربين الطويلة والقصيرة أقل من أقل من 2% من إجمالي عدد المتداولين في العقود الآجلة. وبالتالي فإن تأثيرهم على الأسعار وقدرة التنبؤ يكون ضعيفاً.

لا يزال النقاش حول جواز العقود المستقبلية بشكل عام بين علماء الشريعة.¹

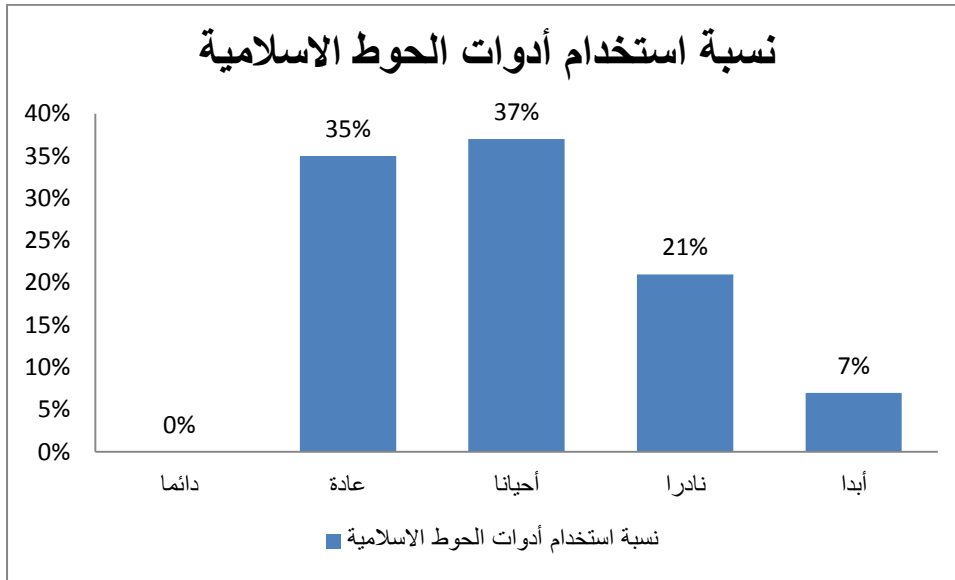
المنتجات الإسلامية بشكل عام، ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالأنشطة الاقتصادية الحقيقية، والمستثمرون أقل تعرضاً للأخطار وعدم الاستقرار الناتج عن المضاربة المفرطة وطبقات الرفع المالي، هذه الميزة لأداة المشتقات الإسلامية ستكون عاملاً رئيسياً لخلق قيمة مضافة في تسيير المخاطر المالية لكن لا تخلو أدوات المشتقات الإسلامية من الاعتراض والنقد ويرجع ذلك أساساً إلى احتمال إساءة استخدام المضاربة وانتهاك التعاليم الإسلامية عدالة التوزيع والمساواة في تقاسم المخاطر. لذلك، بينما يبدو أن هذه الأدوات ترضي احتياجات المؤسسات المالية والمستثمرين الذين هم بالفعل على دراية بالمؤسسة المنتجة المشتقة التقليدية التي تشكل مكوناً جوهرياً ومريحاً في يومهم المعاملات اليومية، فإن التحدي الذي يواجه التمويل الإسلامي هو ضمان الامتثال الصارم لمبادئ الشريعة والغرض من بناء هذه المنتج

¹ Oubdi Lahsen and Raghibi Abdessamad, Op.Cit , P7

المطلب الرابع: أسباب انخفاض اللجوء أدوات التحوط الإسلامي:

لا تزال منتجات التحوط الإسلامي محدودة ويجب أن يكون هناك المزيد من العمل عليها، لكنها استراتيجية مالية مهمة للتخفيف من المخاطر. هناك تصور أن القليل من المنتجات الإسلامية يتم استخدامها للتحوط، وأن القليل من الناس ينجذبون إليها، بسبب السيولة المنخفضة للمنتجات، مما يجعلها مكلفة أكثر من أدوات التحوط التقليدية. الشكل الموالي يوضح نسبة الاجابة على استخدام أدوات التحوط الاسلامية في المؤسسات المالية الاسلامية حسب تقرير مجلس الخدمات المالية الاسلامية

الشكل 5 : نسب استخدام عقود التحوط الاسلامي



Source: IFSB Working Paper Series

من خلال اجابة المؤسسات المالية على وتيرة اللجوء للتحوط بالأدوات المالية الاسلامية أظهرت نتائج تحليل البيانات أنها تلجأ للعقود الاسلامية أحيانا بنسبة 37% وعادة بنسبة 35%. الا أنها لا تعتمد عليها بصفة دائمة. كما أن هناك نسبة 7% من المؤسسات التي لا تستخدمها مطلقا. تبين الاحصائيات أن النسبة قليلة للتحوط بالأدوات الاسلامية حيث لا يستخدم العملاء منتجات التحوط الإسلامية للأسباب التالية:

- النقص في الوعي ربما يرجع ذلك إلى انخفاض التسويق على التحوط الإسلامي
- انعدام الثقة لمنتجات التحوط الإسلامية وخاصة أنه لا يزال التحوط جديداً في السوق
- قرار الإدارة: تؤثر قرارات الإدارة العليا على الطلب على أدوات التحوط الإسلامية.

- مكلف للغاية، لذلك تحتاج الإدارة إلى النظر بعناية في أفضل قرار يجب عليهم القيام به من أجل تقليل تكلفتهم لاحقًا لتجنب الشركة خسائر .
- يُعتقد أن البنوك التقليدية لديها أداء أفضل في إدارة المخاطر من البنوك الإسلامية لأن البنوك التقليدية أكثر رسوخًا ولديها خبرة أطول في السوق التسعير
- يمكن في الواقع استخدام أدوات التحوط التقليدية للحصول على عوائد عالية، وبالتالي، فإن الطلبات لا تستند فقط على احتياجات التحوط .
- حجم البنك: قد تتطلب بعض الشركات مبالغ ضخمة من عقود التحوط وبالتالي فهي فقط مهتمة بالبنوك ذات الحجم والقدرة الكبيرة على التحوط، غالباً ما لا تتوفر البنوك الإسلامية على الموارد الكافية.
- التوثيق: الامتثال لأحكام الشريعة يتطلب التوثيق والإجراءات التي يقوم بها بعض الناس قد تجده مرهقًا. في التحوط الإسلامي، تحتاج الشركة إلى توقيع بعض العقود قبل وبعد الصفقة. بالإضافة إلى ذلك، يحتاجون أيضًا إلى قراءة وفهم ملف وثيقة كاملة أكثر صرامة من وثائق التحوط التقليدية، وبالنسبة للبعض العملاء، قد لا يفهمون المصطلحات الإسلامية المستخدمة في العقود¹
- ان المستثمرون الإسلاميون لا يهتمون فقط بامتثال المعاملات المشتقة للشريعة فحسب، بل يهتمون أيضًا بإنفاذها القانوني بموجب قانون العقود. لذلك من وجهة نظر المستثمر، تحتاج المشتقات الإسلامية إلى تلبية نظامين قانونيين: القانون التجاري المعمول به وكذلك القانون الإسلامي.
- عدم تجانس الرأي الشرعي الامتثال للمشتقات، المدفوع إلى حد كبير بالتفسيرات الفردية للشريعة والمعرفة المختلفة حول آليات الهياكل المشتقة. كثيرًا ما لا يكون العديد من صانعي السياسات والمشاركين في السوق والمنظمين على دراية بالآليات والتقنيات المعقدة للعديد من المعاملات المشتقة، مما يعيق فهمًا أكثر شمولاً وتقديرًا موضوعيًا لدور المشتقات في النظام المالي وانتشارها بشكل كبير .²
- قلة الاهتمام الحالي بأدوات التحوط يمكن أن يكون لها آثار خطيرة طويلة الأجل على الاقتصاد الكلي، حيث قد تتسبب مخاطر حقوق الملكية والخسائر الناتجة في تدفق الأموال بعيدًا عن أسواق رأس المال مثل العقارات أو الذهب وما في حكمها. ان انخفاض نشاط الأسواق المالية يحرم الشركات من سهولة الوصول إلى رأس المال للنمو الذي لا يخصص لإنتاج السلع ولكن في الأصول "الآمنة"، الشيء الذي قد ينشأ عنه فقاعات أسعار، والنتيجة ستكون تكلفة باهظة لرأس المال للشركات.

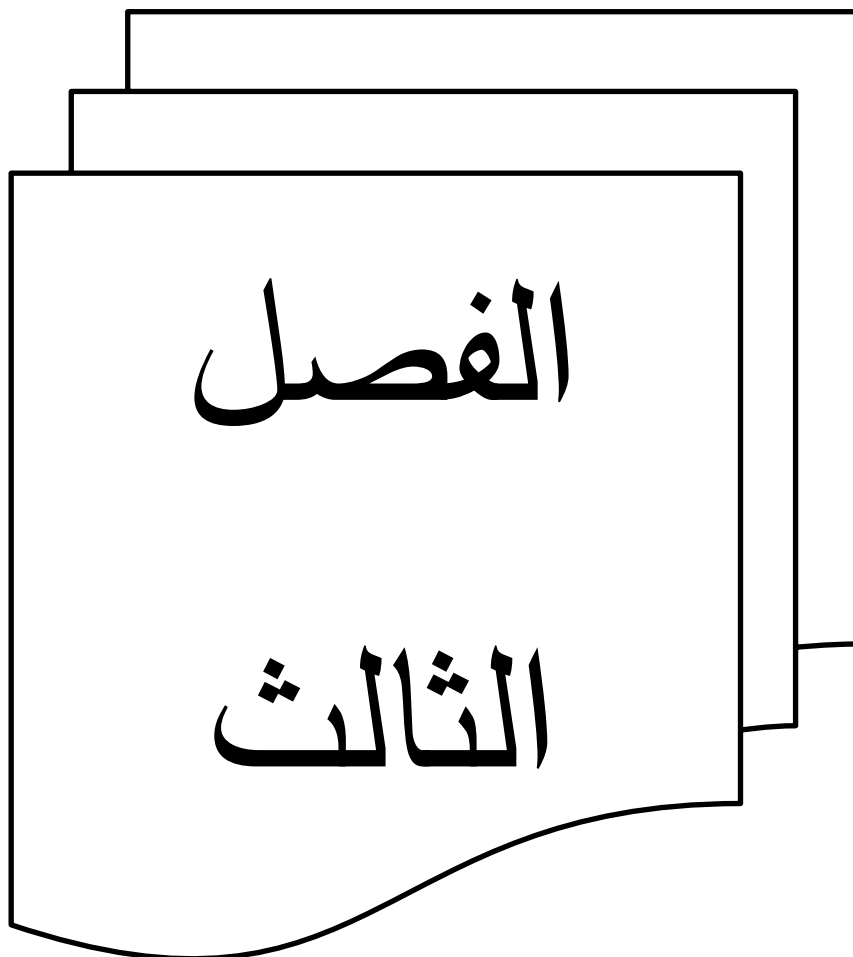
¹ Saadiah Mohamada, Jaizah Othmana, Rosmimah Roslina & Othmar M. Lehnerb Op.Cit, P221-222

² Jobst Andreas, Op.Cit, P27

خلاصة الفصل الثاني

تطور التمويل الإسلامي بسرعة كبيرة وهو يتطور من صناعة ناشئة إلى سوق عالمية، ولم يعد مجرد وسيلة للسماح للمسلمين باستغلال الخدمات المالية، فهو نظام مالي منظم وواسع النطاق، يقوم على مبادئ وأسس متينة توفر أرضية صلبة له. تعمل الأدوات المالية الإسلامية على تعزيز تقاسم المخاطر وتقليل الرافعة المالية مع كونها مرنة في أوقات الانكماش الاقتصادي. إن مفهوم المخاطرة وفقاً لفقهاء المسلمين يكاد يكون مشابهاً لما هو موجود في النظام التقليدي، يتجسد المنظور الواسع لتسيير المخاطر في الأهداف الجوهرية للشريعة الإسلامية التي تؤكد على الحفاظ على الثروة، ومع ذلك في ضوء المبدأ الشرعي الخراج بالضمان و" الغنم بالغرم" اللذان ينصان على أن عنصر المخاطرة والمسؤولية ضروريان لشرعية استحقاق الربح إلا أنهما لا ينفيان ضرورة الأخذ بالأسباب لتقليل حجم الخطر دون تحويله أو نقله لطرف آخر.

على الرغم من النمو المذهل للخدمات المصرفية والمالية الإسلامية لا يزال هناك عدد من نقاط الضعف، ولعل الأهم من ذلك هو الافتقار إلى أدوات تسيير المخاطر الفعالة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. تدور إدارة المخاطر المعاصرة حول منتجات الهندسة المالية المشتقات المالية. على الرغم من الفعالية المثبتة للمشتقات في تسيير المخاطر في الفضاء التقليدي، إلا أن علماء الشريعة غير موافقين على استخدامها كما فرض البعض حظراً تاماً على اللجوء إليها. يرجع هذا بشكل أساسي إلى عدم توافق المشتقات التقليدية مع المبادئ الأساسية للشريعة الإسلامية. على الرغم من التحفظات الموجودة، فإن العلماء والممارسين على حد سواء يقرون بأهمية فوائد أدوات التحوط والإقرار بتكلفة الفرصة البديلة التي يفرضها الافتقار إلى أدوات التحوط الإسلامية. عدم السماح بالمشتقات لا يضعف فقط قدرة الشركات الإسلامية على تسيير المخاطر والحفاظ على الثروة، بل يمكن أن يشكل تعوق خطير على النمو الاقتصادي عن طريق انخفاض القدرة التنافسية. كما أن أدوات التحوط الإسلامية لا تزال في بداية نشأتها مع عزوف عن استخدامها لذلك وجب العمل أكثر على ابتكار أدوات تحوط تتوافق مع مبادئ الشريعة والتخلي عن محاكاة وتقليد الأدوات التقليدية.



الفصل

الثالث

تمهيد

يعد خلق القيمة هدف جوهرى في النظرية المالية، مع تطور الفكر المالي منذ خمسينات القرن الماضي أصبحت كل القرارات المالية تقيم في اطار تأثيرها على قيمة المؤسسة، كما أصبح الهدف المسطر لكل مؤسسة هو تعظيم قيمتها لجميع الأطراف. مع انفصال الملكية عن الادارة ازداد تخوف المساهمين من اهمال مصالحهم باعتبارهم الطرف الذي يتحمل أكبر خطورة وبالتركيز على استراتيجية واحدة بتعظيم قيمة للمساهم يستفيد كل الأطراف الأخرى ذات المصلحة، لذلك يتعين على المؤسسة توجيه مختلف قراراتها لهذا الهدف. تكتسي مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم أهمية بالغة في الإدارة المالية الحديثة، حيث يمثل مقياس الأداء الذي من خلاله يتحدد مقدار خلق القيمة المحقق من طرف المؤسسة الركيزة الأساسية لنظام الإدارة على أساس القيمة.

تعد أحد أهداف عملية تسيير المخاطر المالية في المؤسسة خلق قيمة مضافة إلا أن الدراسات تختلف في تحديد أثر واضح في اطار النظرية المالية التقليدية التي تزخر بالأدبيات والنظريات المفسرة، منها التي تنفي وجود أثر لتسيير المخاطر على خلق القيمة ومنها التي تؤكد ايجابية الأثر.

من جانب اخر في ظل النظرية المالية الاسلامية التي تحكمها مبادئ الشريعة يعد أيضا خلق القيمة هدف جوهرى يسعى لتحقيقه، سنحاول في هذا الفصل تحديد أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في كلا النظريتين من خلال تقسيمه للمباحث التالية:

المبحث الأول : مفهوم ومؤشرات قياس خلق القيمة

المبحث الثاني : تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية التقليدية

المبحث الثالث: تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية الاسلامية

المبحث الرابع: مقارنة أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية

التقليدية والمالية الاسلامية

المبحث الأول : مفهوم ومؤشرات قياس خلق القيمة :

كانت فترة الخمسينيات من القرن الماضي بمثابة نقطة تحول في الفكر المالي، حيث تم الانتقال من النظرية المالية الكلاسيكية الى المالية الحديثة، من خلال الأخذ بحالة عدم التأكد في الدراسات، وبداية استعمال الرياضيات والنمذجة (الاقتصاد القياسي). كما شهدت هذه الفترة ظهور مفاهيم جديدة متمثلة في تكلفة رأس المال والهيكل المالي الأمثل، نتجت في الأساس عن تغير أسلوب التحليل وادخال متغيرات جديدة (كالمخاطرة).

ما ينبغي الإشارة اليه أنه الى غاية سنة 1950، لم يكن يتوفر للمديرين الماليين للمؤسسات نظرية مالية قائمة بذاتها يستحق ذكرها، فقد كان يتم الرجوع الى الفكر الاقتصادي لفهم الظواهر والتطورات الحاصلة في محيط المؤسسة، كما يتم استعمال التقنيات المحاسبية للقيام بالقياس. كما يعد الفكر الاقتصادي المرجع الأساسي فحتى بعد ظهور النظرية المالية الحديثة فهي بقيت تستمد منجيتها واطارها الفكري من النظرية النيوكلاسيكية للمؤسسة في الفكر الاقتصادي.

يرجع الفضل الكبير في بداية ظهور النظرية المالية الحديثة لأعمال ماركويتز بمقاله الشهير "اختيار المحفظة" سنة 1952، الذي أدخل حالة عدم التأكد في القياس ونتاج عنها ثورة في مجال المالية. كما تدكم الانجاز خاصة في اطار مالية المؤسسة بأعمال "مودجلياني وميلر" من خلال مساهمتهما المشهورة سنة 1958 والتي كانت هي الأخرى بمثابة ثورة في مجال المالية من خلال تغير أسلوب التفكير والتحليل، وقد كانت قاعدة لباقي الدراسات بعدها.

يفترض النموذج النيوكلاسيكي في النظرية الاقتصادية أن المؤسسة تهدف الى تعظيم أرباحها الذي يخضع لقيد دالة الانتاج، وقد استعملت النظرية المالية نماذج بنفس الشكل قصد استخراج قواعد توجيهية بما يسمح بمعرفة القرارات التي ينبغي اتخاذها لتعظيم دالة الهدف، لكن سرعان ما تم انتقاده وجعل النظرية المالية تتخلى عنه. من أهم الانتقادات الموضوعية لمفهوم الربح، طريقة حسابه التي تجمع القيم المطلقة للتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلا وتهمل معامل الزمن والقيمة الحالية، وكذلك عدم مراعاة حجم المخاطرة في المشاريع المربحة، بالإضافة لوجود أكثر من مفهوم للربح، الخام، الصافي، الطويل الأجل...

انطلاقاً من ذلك تم تبني مفهوم تعظيم ثروة المساهمين كتعبير عن الثروة من طرف النظرية المالية كهدف جوهرى للمؤسسة ينبغي أن تسعى لتعظيمها وجعل مختلف القرارات المالية تصب في قالبها.¹

ان السعي لتعظيم قيمة المؤسسة يرتبط بالبحث عن أفضل الطرق وخاصة الوصول لها أولاً « first best » هذا المصطلح الأنجلوسكسوني يشير الى أن هدف المؤسسة ليس محادة المنافسين انما العكس التميز والخروج عن السرب، من خلال البحث عن تعظيم المنافع بأقل تكلفة. ان مصطلح رفع المردودية، ارضاء العملاء، النمو أو تخفيض تكلفة التمويل تصب كلها في مفهوم خلق القيمة². تعود أساسيات مدخل القيمة في النظرية المالية الى أعمال فيشر الذي درس القيمة الحالية سنة 1907 عن طريق تحليله لكل من معدلات الفائدة كأسعار وتدفقات الخزينة كمبالغ يمكن تقييمها نقداً. ولم يحظ مفهوم القيمة بالاهتمام في النظرية المالية إلا سنة 1938، بفضل أبحاث J.B. Williams حول تحديد القيمة الفعلية لسهم ما. وقد عرف كل من Williams و Fisher الذين يعتبرون منظري القيمة في الفكر المالي مفهوم القيمة" بالقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المتوقعة مخصومة بمعدل عائد مطلوب. منذ بداية سنوات الخمسينات اهتمت النظرية المالية بتأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم خلق القيمة

بدأ ظهور مفهوم خلق القيمة في أعمال مكتب McKinsey 1990 بعد نشر Tom Copeland لمؤلفه "التقييم" الذي بحث في دوافع خلق قيمة للمساهمين، وبين أن تطبيق مفهوم القيمة التساهمية في المؤسسة ممكن وأنه يؤدي الى تعظيم قيمة كافة الأطراف الأخرى.³ إلا أنه تم التطرق للمفهوم أول مرة من طرف Donaldson Borawn عند تقييم مؤسسة جنرال موتورز "إن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس المال ولكن على الأقل أن كل نمو في النشاط يحقق ربح مساوي لتكلفة رأس المال الاضافي المطلوب".

لكن مع التطور الاقتصادي والتكنولوجي وتوسع الأسواق المالية والمنافسة بين المؤسسات تطور مفهوم خلق القيمة كما يلي: "عملية خلق القيمة تعني تحقيق مردودية على الاستثمار أعلى من معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب رأس المال، وهنا تخلق القيمة اذا كان مردودية أصل أكبر من تكلفة تمويله.

¹ سويسبي هوارى (2008): تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 25-32

² Arrègle Jean-Luc, Cauvin Eric et Ghertman Michel, (2000): Les nouvelles approches de la gestion des organisations, Economica, Paris -France, P31

³ سعيدى سكيينة ايمان، (2019): تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل اعتماد منهج الإدارة بالقيمة -دراسة حالة مؤسسات قطاع صناعة الإسمنت في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر ص8

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

الفكرة الأساسية الكامنة وراء المقاييس المختلفة لتكوين الثروة من قبل الشركة، هي أن الشركة تخلق قيمة لمساهميها عندما يتجاوز العائد على رأس المال المستثمر تكلفة المصادر التمويلية المختلفة. وهذا يعني بوضوح أنه لا يكفي أن تكون الشركة رابحة بالمعنى المحاسبي لكي تخلق قيمة. في الواقع، إذا تم أخذ تكلفة الدين المالي في الاعتبار في بيان الدخل، فإن الأمر نفسه لا ينطبق على حقوق الملكية. ومع ذلك، يطالب المساهمون بتعويض عادل عن المخاطر التي يتعرضون لها. ركزت معظم الأبحاث في مجال التمويل على مدار العشرين عامًا الماضية على طرق تسعير المخاطر. يتطلب قياس تكوين الثروة التحديد الدقيق لما يعنيه "العائد على رأس المال المستثمر" و"تكلفة رأس المال" وكيف يمكن تقدير هذه الكميات في الممارسة العملية¹ من أسباب تطور مفهوم خلق القيمة:

بعد قصور الاعتماد على مفهوم الربح القصير الأجل كمعيار لتحقيق أهداف الملاك أجمع علماء الإدارة المالية على رفض هذا المعيار والاحتكام لمعيار خلق القيمة كهدف لتحقيق مصالح الملاك والمساهمين، ويمكن ارجاع أسباب الاعتماد على هذا المفهوم الجديد في ذلك الوقت للأسباب التالية:

- الحاجة للمال والمنافسة: بزيادة معدل الفائدة وارتفاع تكلفة الاقتراض تحول الطلب الاستثمار الى السندات خاصة وكونها مصادر أقل مخاطرة، ومن أجل جذب المستثمرين كان لا بد من توفير لهم عائد أعلى من تكلفة الاستثمار .
- بروز حملة الأسهم مع ظهور صناديق الاستثمار التي تعمل على البحث عن أفضل الاستثمارات لصغار المدخرين كما أنها لم تكن تأخذ فقط بالأرباح قصيرة الأجل بل كانت تهتم بالعوائد على المدى الطويل
- التنبؤ بالأرباح المستقبلية التي تسمح بتحقيق تدفقات نقدية تضمن تغطية تكلفة العائد المطلوب من رأسمال²
- انفصال الملكية عن التسيير أدى لظهور تكاليف الوكالة، فكان لا بد من التركيز على هدف يخدم كل من المساهم والمسير من خلال ربط مكافآت المسيرين بخلق القيمة المحققة³

¹ Albouy Michel, (2006) : Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur, Revue française de gestion, (No 160), 139 - 157 P141

² محمد فوزي، عماد دلول، (2016): تقييم الأداء باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23 (العدد 99) ص470.

³ نايبت عطية مريم، (2018): مساهمة الأطراف ذوي المصالح في خلق القيمة في المؤسسات الصناعية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر ص58

المطلب الثاني: مؤشرات نماذج خلق القيمة:

في عالم تنافسي تعد القيمة وخلق الثروة للمساهمين من بين أكثر الأهداف الهامة للشركات، من أجل ذلك نستخدم بعض الأدوات لقياس القيمة المحتملة لكل فرصة استثمارية. من الواضح أن هذه الأدوات غير قادرة على التنبؤ بالمستقبل بالضبط، فهي تقدم فقط بعض المعلومات والنصائح التي تساعد المستثمر في القرارات التي يتخذها. سابقا تم الاعتماد على مقياس المردودية التي تعبر عن خلق القيمة لكن بعد الانتقال من المنظور الداخلي للمؤسسة الى المنظور الخارجي عبر الأسواق المالية والتركيز على المساهمين ظهرت مؤشرات جديدة.

1- المؤشرات المحاسبية التقليدية

استخدمت معدلات الأداء المحاسبية كمقاييس لتقييم الايرادات التي تحققها المؤسسات، منها:

- **العائد على الاستثمار ROI** : يعتبر العائد على الاستثمار من المؤشرات الأساسية المستعملة لقياس الأداء في المؤسسات الصناعية، ويقدم في شكل نسبة محاسبية، حيث يتم الحصول على مكوناته من القوائم المحاسبية، ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{ROI} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال}}$$

يمكن هذا المؤشر من قياس الأداء الكلي للمؤسسات و يحدد فعالية المسيرين أو الأقسام بتحديد عائد كل قسم، كما يستعمل خاصة في ظل اعتماد اللامركزية في التسيير من خلال تحديد مردودية كل قسم وبالتالي كفاءة المسؤولين عنه.

يسمح بمقارنة المؤسسات فيما بينها أو تطور المؤسسة خلال مدة زمنية، كما يمكن من تقديم معلومات هامة حول مردودية الاستثمارات الموجودة بالمؤسسة، مما يمكن استعماله كأحد أساليب اختيار المشاريع.

لكن ما يعاب عليه وجود عدة طرق لتقييم الاستثمار كطريقة التكلفة التاريخية أو القيمة السوقية، كما يمكن أن يؤدي لنتائج مغلطة عند سوء تقدير قيمة الاستثمارات. بساطة وسطحية حسابه وأخذه بالمردودية المحققة خلال السنة دون مراعاة العوائد المستقبلية التي تتجاوز السنة،¹ مما يجعله يتحيز للاستثمارات سريعة الريح، ولا يأخذ بعين الاعتبار فترة الاسترداد. كما أن أبرز الانتقادات الموجهة له مع تطور الفكر المالي عدم مراعاته لتكلفة رأس المال المستثمر.

¹ سويسبي هواري، مرجع سبق ذكره، ص 239

• **الربح المتبقي: RI:**

مرد استعمال هذا المؤشر أن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار، انما ضمان ربح يغطي على الأقل تكلفة الأموال المستثمرة . قدم مؤشر الربح المتبقي للتغلب على عيوب العائد على الاستثمار، بحيث يدرج تكلفة رأس المال في شكلها الأولي والمتمثلة في تكلفة الفرصة الداخلية تنعكس في معدل فائدة داخلي، تمثل تكلفة الموارد الموضوعة تحت تصرف مركز المسؤولية بالمؤسسة، حيث يترجم هذا المعدل تكلفة فرصة الأموال المستثمرة في ذلك المركز، والمبدأ الذي يقوم عليه هذا المفهوم هو أن مستوى نتيجة الاستغلال بعد الضريبة المحققة من طرف مركز المسؤولية تكون على الأقل مساوية لنتائج ضرب معدل الفائدة في الأصل الاقتصادي المستعمل في مركز المسؤولية، من أجل ضمان ربح يغطي التكاليف المضافة، لذلك يعطي رقم مطلق للربح بعد استبعاده لتلك التكلفة المحملة على الربح، وليس نسبة مئوية كما هو الحال في مؤشر العائد على الاستثمار .

يقيس الربح المتبقي نتيجة المؤسسة بحساب الفرق بين المبيعات وتكاليفها الخاصة، اذ يضاف لهذه الأخيرة المصاريف المالية الداخلية المرتبطة بأصولها حيث يقصد بالمصاريف المالية الداخلية، التعويضات المرتبطة بالمؤسسة حيث يتم احتساب معدل فائدة داخلي يمثل المردودية المطلوبة من طرف المؤسسة ممثلة في ادارتها العامة.

يسمح هذا المؤشر بتوجيه سلوك المؤسسات المتفرعة الأقسام، من خلال تنشيط وتفعيل مراكز المسؤولية داخل المؤسسة و الانتقال من الأداء الكلي للأداء عبر الوحدات.

ان تحميل عبء الفائدة الداخلي ضمن معادلة الربح المتبقي لمسؤولي الوحدات يتنافى مع مبدأ الرقابية، مما يجعل المسيرين مسؤولين عن عناصر غير قابلة للرقابة، لذلك نجد أنه تم التخلي عن مفهوم الفائدة الداخلية وتعويضها بتكلفة رأس المال في أدوات القياس اللاحقة.¹

ب- **المؤشرات الحديثة:**

ترتكز المقاييس الحديثة على مقدار الاضافة في قيمة الاستثمارات، حيث تهتم بتكلفة رأس المال التي تمثل الحد الأدنى الواجب تحقيقه، منها:

• **عائد التدفق النقدي على الاستثمار: CFROI:** هو عبارة عن معدل العائد الداخلي لاستثمارات المؤسسة

يتم مقارنته مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تم تبنيه من طرف مكتب بوستن للاستشارات² BCG.

¹ سويسبي هواري (2008)، مرجع سبق ذكره، ص241

² طاسين عائشة، مرجع سبق ذكره، ص126

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

يقيس هذا المؤشر القيمة التي قامت المؤسسة بإنشائها نتيجة لاستثماراتها حيث يمثل الفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار وتكلفة رأس المال مضروباً في مبلغ الاستثمار، كما يلي

$$CFROI = \frac{\sum_{i=1}^n CF_{Et} * (1 + CMPC)}{AEB}$$

CFE التدفقات النقدية التشغيلية للسنة = نتيجة الإستغلال بعد الضريبة + الإهلاكات + مؤونات الإستغلال -
الاحتياج من رأس المال العامل للإستغلال

تكلفة رأس المال CMPC

القيمة الإجمالية للأصل الاقتصادي AEB

يكن الهدف الأساسي لهذا المقياس في دراسة الأداء الإجمالي للمؤسسة باعتبارها تمثل مشروعاً واحداً، عن طريق تطبيق التقنيات المالية لاختيار المشروع الملائم وكذا التمويل المناسب له، من مزايا هذا المؤشر أنه يمكن استخدامه لتتبع الاتجاهات المستقبلية للمؤسسة في الأجل الطويل، وذلك لأنه يمكننا من خلاله تحديد مراحل تطور وتباطؤ النمو للمؤسسة وهذا ما ينعكس على قيمتها في السوق. يتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس مال كلما كان أكبر منه يدل على وجود خلق للقيمة في المؤسسة¹.

الا أن ما يعاب عنه تجاهلها لفرص النمو المستقبلية وصعوبة حسابه نظراً للتعديلات المحاسبية الكثيرة المطلوبة لتقدير عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI²

• نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA

تحظى القيمة الاقتصادية المضافة بأهمية بالغة في النظرية المالية، تم وضع هذا المؤشر من طرف المكتب الاستشاري Stern Stewart.

EVA هو مفهوم مشتق من النظرية الاقتصادية لأنه ليس سوى المفهوم القديم "للربح الاقتصادي" الذي طوره بشكل خاص ألفريد مارشال سنة 1890. حدد ألفريد مارشال الربح الاقتصادي بأنه الربح الذي يظل متاحاً للمساهمين بعد خصم مكافأة رأس المال المستخدم. هذا يعني أن القيمة التي أنشأتها الشركة خلال فترة

¹ نابت عطية مريم، مرجع سبق ذكره، ص 66

² بحري هشام (2014): تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 25 (العدد 04) 89-105، ص

زمنية يجب أن تأخذ في الاعتبار ليس فقط المصروفات المسجلة في الحسابات ولكن أيضًا تكلفة الفرصة البديلة لحقوق الملكية.¹

يمكن الفرق بين الربح المتبقي والقيمة الاقتصادية المضافة في النقاط التالية:

- الربح المتبقي يفيد مسيري المؤسسات بتقييم الأداء الداخلي، بينما القيمة الاقتصادية المضافة تخدم المساهمين بقياس الأداء الكلي للمؤسسة.

- كما أن الربح المتبقي يأخذ بتكلفة الفرصة الداخلية بينما القيمة الاقتصادية المضافة تأخذ تكلفة رأس المال التي تسمح من الانتقال من النتيجة الى الفائض

يعد EVA مفهومًا موافق تمامًا مع النظرية المالية التي تنص على أن قيمة الشركة تساوي المبلغ المخصوم لتدفقات أموال المساهمين والدائنين، يحسب كما يلي:

$$EVA = \text{رأس المال المستثمر (مردودية رأس المال المستثمر - تكلفة رأس مال)}$$

$$EVA = \text{صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال * رأس المال المستثمر)}$$

إذا كانت EVA موجبة دل على أن المؤسسة حققت فائض من عائد الأموال الدائمة عن تكلفة رأس المال، بينما إذا كانت سالبة فهذا يدل على أن عائد الاستثمار لم يكن كافي لتغطية تكلفة رأس المال.

يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أداة تسيير حيث يمكن من قياس كفاءة المسيرين، خاصة عند ربط مكافآتهم بهذا المؤشر، كما تقلل من مشاكل الوكالة لأن تعظيمها من مصلحة المسير والمساهم². كما تحفز كل الفاعلين بالمؤسسة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للمؤسسة، فهذا الترابط من شأنه أن يحدث توافق بين القيمة البورصوية للمؤسسة وقيمتها الدفترية، حيث مجموع القيم الحالية لسلسلة من القيم الاقتصادية المضافة لمجموعة من السنوات تشكل القيمة السوقية المضافة، الذي سيتم تناوله تالياً.

غير أن أهم الانتقادات الموجهة لها صعوبة تقدير تكلفة رأس المال التي تعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، والذي يعتمد على معامل بيتا كمقياس لخطر السوق مما يجعل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة حساسة لتقلبات السوق. كما أن التعديلات المحاسبية على رأس المال واختلاف طرق تقييمه يجعل

¹ Albouy Michel, Op.Cit, P143

² طاسين عائشة، مرجع سبق ذكره، ص133

نتيجتها غير دقيقة. بالإضافة لكونها تعتمد على البيانات المعدة في نهاية السنة مما يجعل قيمتها تعكس فقط القيمة في ذلك التاريخ وتركز على الأداء المالي قصير الأجل.

من خلال ربط مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بمكافآت المسير قد يفتح الباب لتلاعب المسيرين في المدخلات المحاسبية من تقليل التكاليف لرفع قيمة EVA، كما أنها يمكن أن تكون غير موضوعية لأنها تحسب من طرف المؤسسة وتعد علامة تسويقية لها¹

ت- المؤشرات السوقية :

يعد النمو المتزايد لنسبة التمويل عن طريق الأسهم من أهم الدوافع التي أدت إلى البحث عن مؤشرات خلق القيمة على مستوى الأسواق المالية، ظهرت بعد ذلك العديد من المؤشرات السوقية التي تقيس خلق القيمة من قبل المؤسسة انطلاقاً من المعطيات السوقية.

• القيمة السوقية المضافة: MVA

تعد أفضل مقياس للأداء الخارجي للمؤسسة وهي مقياس تراكمي لأداء الشركة، يقدم هذا المؤشر القيمة المضافة التي تستطيع المؤسسة اكتسابها من السوق بالإضافة للقيمة التي حققتها من نشاطها الداخلي فالقيمة السوقية المضافة تعد مكملًا للقيمة الاقتصادية المضافة من ناحية إمكانية ربط القيمة الاقتصادية المضافة بالسوق، كما يلي:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \left(\frac{EVA_t}{(1+CMPC)} \right) : 1$$

كما تمثل القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمتين السوقية والمحاسبية للأموال الخاصة، كما يلي:

ط2: القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأموال الخاصة - القيمة المحاسبية للأموال الخاصة

إذا كانت MVA موجبة دليل على أن السوق يتوقع مردودية أعلى من تكلفة رأس المال، أما إذا كانت سالبة فالسوق يتوقع أن المؤسسة ستحقق مردودية أو عوائد أقل من تكلفة رأس المال.

على عكس القيمة السوقية المضافة التي تأخذ بعين الاعتبار ضمناً إجمالي العوائد المتوقعة، فإن القيمة الاقتصادية المضافة لا تأخذ بالاعتبار سوى العائد الناتج خلال فترة واحدة. وكلا المقياسين يحملان نفس فكرة

¹سويسسي هوارى، مرجع سبق ذكره، ص62

الفصل الثالث: التأصيل النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

القيمة الحالية الصافية فيكون خلق للقيمة إذا كانت المردودية المتحصل عليها تحقق لأصحاب رؤوس الأموال عائدا أعلى من تكلفة رأس المال.

من أهم مزايا هذا المؤشر أنه مقياس لخلق القيمة على المدى الطويل، يعكس قدرة المؤسسة على انجاز المشاريع ومقياس لأداء المؤسسة من منظور السوق المالي.

غير أن اعتمادها على سعر السوق المتقلب قد يكون مقياس غير دقيق، بالإضافة إلا أنه لا يمكن حسابها إلا بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة، وكونها مقياس للأداء الكلي فلا يمكن استخدامها لقياس خلق القيمة على مستوى الوحدات والأقسام، وتعد هذه أهم الانتقادات الموجهة لها.¹

• نموذج TSR total shareholder return

يمثل هذا المؤشر معدل المردودية المتوقعة من قبل المساهمين ويقاس مجموع أرباح رأس المال للمساهم، أي التغير في القيمة السوقية لسعر السهم لفترتين مضاف له توزيعات الأرباح استنادا الى السعر الأولي للسهم، كما يلي:

$$TSR = \frac{(P1-P0)+D1}{P0}$$

يتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأسمال المحددة حسب نموذج CAPM كلما كان TSR أكبر من معدل العائد المتوقع يدل على وجود خلق للقيمة في المؤسسة.

يمثل TSR مقياس كامل لكل الأنشطة والقرارات المتخذة من طرف إدارة المؤسسة، يعكس المكاسب الرأسمالية للمستثمر وتقاس عليه المكافآت الممنوحة للمسيرين، كما يمكن اعتماده كإشارة انذار في حال تراجع نشاط الشركة.

الانتقادات الموجهة له تشابه المذكورة في مؤشر القيمة السوقية المضافة، من خلال كونه مقياس غير دقيق باعتماده على سعر السوق المتقلب، ولا يمكن استخدامه من طرف الشركات الغير المدرجة في البورصة أو الوحدات التابعة للشركة²

¹سعيد سكيبة ايمان، مرجع سبق ذكره، ص 31
²بحري هشام، مرجع سبق ذكره، ص 98

• نسبة Q TOBIN

وضعت من طرف جيمس توبين سنة 1969 كمؤشر للتنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار يحدد من خلال مقارنة القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الاستبدالية للأصول، يحسب كما يلي

$$Q_T = \frac{\text{القيمة السوقية الأصل الاقتصادي}}{\text{القيمة الاستبدالية الأصول}}$$

أوضح العالم TOBIN أن اختيار حرف Q كان بشكل عشوائي ولا يرتبط بأي مدلول، كما يمكن استخدام هذه النسبة في العديد من المجالات، منها التنبؤ بالاستثمار الرأسمالي المستقبلي، تقيس فرص النمو كما تعني زيادة العائد الحقيقي كلما زادت هذه النسبة، وقد تظهر الحالات التالية:

- إذا كان عائد الاستثمار = تكلفة رأسمال تكون $Q_T = 1$ فلا يكون هناك توقع للنمو
- إذا كان عائد الاستثمار أكبر من تكلفة رأسمال تكون $Q_T \geq 1$ مما يدل على وجود فرص للنمو.
- إذا كان عائد الاستثمار أصغر من تكلفة رأسمال تكون $Q_T \leq 1$ فيجب عدم اعادة الاستثمار في الأصول

يتم استعمال مؤشر توبين في العديد من الدراسات لكونها أهم مقاييس خلق القيمة على المدى الطويل وعدم اعتمادها على نتائج سنة واحدة، تأخذ بعين الاعتبار حجم المخاطر والفرص المستقبلية الممكنة، إلا أنه ما يعاب عليها فشلها في التنبؤ بنتائج الاستثمار بدقة خلال فترة زمنية مهمة.

يلخص الجدول الموالي أهم نفاط القوة والضعف لمؤشرات خلق القيمة

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسير المخاطر المالية على خلق القيمة

جدول 4 : أهم نقاط القوة والضعف لمؤشرات خلق القيمة:

المؤشر	نقاط القوة	نقاط الضعف
ROI	- يقيس الأداء الكلي للمؤسسات - يحدد فعالية المسيرين أو الأقسام - مقارنة نتائج المؤسسات فيما بينها أو المؤسسة عبر مدة زمنية.	- وجود عدة طرق لتقييم الأصول - بساطة و سطحية حسابه - يحكم على المردودية الحالية ولا يهتم بالعوائد المستقبلية
PR	- تقييم أداء الوحدات والأقسام - تحديد فائض الربح على تكلفة رأسمال (المقدرة داخل المؤسسة)	لا يراعي تكلفة رأس مال
CFROI	- يحدد التوجه المستقبلي للمؤسسة في الأجل الطويل - قياس المردودية الاقتصادية للأصول	مقياس ذو نظرة خلفية ويهتم بالاستثمار الأصلي ويهمل التدفقات المستقبلية
EVA	- الحكم على كفاءة المسيرين، ووسيلة تحفيز لهم - تقيس عوائد الأموال المستثمرة - تقلل مشاكل الوكالة لأنها تعظيمها من مصلحة المسير والمساهم ¹	- صعوبة تقدير تكلفة رأس المال - تشجع المسير على تلاعب في قيمتها - تركيز على الأداء المالي قصير الأجل - غير موضوعية فهي تحدد من طرف المؤسسة ²
MVA	- تعكس خلق القيمة على المدى الطويل - تحدد القدرة على انجاز المشاريع - مقياس لأداء المؤسسة من منظور السوق المالي	- غير دقيقة واعتمادها على سعر السوق المتقلب - لا يطبق على للشركات الغير المدرجة في البورصة أو الأقسام والوحدات
TSR	- مقياسا كامل لكل الأنشطة والقرارات - مؤشر انذار في حال تراجع نشاط - مقياس للمكاسب الرأسمالية للمستثمر	- غير دقيق واعتماده على سعر السوق المتقلب - لا يطبق على للشركات الغير المدرجة في البورصة أو الأقسام والوحدات
QT	- مقياس لخلق القيمة للمدى الطويل - تحدد الفرص المستقبلية، قوة السوق ونجاح الادارة.	فشلت في التنبؤ بنتائج الاستثمار بدقة خلال فترة زمنية مهمة.

المصدر: من اعداد الباحثة

¹ طاسين عائشة، مرجع سبق ذكره، ص133

² سويسي هوري، مرجع سبق ذكره، ص62

المطلب الثالث: مزايا وعيوب اعتماد مؤشرات خلق القيمة:

يعد خلق القيمة هدف جوهرى في النظرية المالية وقد كان لها العديد من المزايا، نخص بالذكر المؤشرات الحديثة، لكن مع تطور الفكر المالي وجهت لها العديد من الانتقادات نذكر كل منها في النقاط التالية:

1- المزايا

- أداة تسيير تحدد كفاءة أداء المسير بتحقيق عوائد أكبر من تكلفة رأس المال
- الجمع بين الاقتصاد الجزئي والكلّي من خلال ربط الأسواق المالية وأداء المؤسسات
- المحافظة على المساهم الذي يبحث دائما تنويع محفظته من خلال المفاضلة بين العائد والمخاطرة
- تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال، العوائد المحققة والمخاطر المحتملة
- التركيز على تعظيم مصلحة المساهمين كأصحاب رأس المال يعود بالنفع على باقي الأطراف الأخرى ذات المصلحة في المؤسسة

2- الانتقادات:

- صعوبة حسابها نظرا لصعوبة تحديد تكلفة رأس المال، تقلب الأسعار وتعدد المؤشرات
- الاهتمام برأس المال المالي واهمال رأس المال المادي والبشري
- نقل الخطر للدائنين والعمال من خلال اعتماد الرفع المالي لتعظيم الأرباح لكن يزيد خطر الافلاس وعجز السداد أو تسريح العمال لتخفيف العسر المالي
- اهمال استثمارات البحث والتطوير التي قد تكون مكلفة في الأجل القصير لكن مربحة في الأجل الطويل.¹
- اهمال الدور الاجتماعي للمؤسسات.

بالرغم من أغلب البحوث السابقة في النظرية المالية التقليدية ركزت على أهمية هدف خلق القيمة، وبالتركيز عليه يمكن تحقيق أصحاب المصالح الأخرى، الى أن الواقع أثبت العكس وأن المؤسسة لغرض تعظيم قيمتها قد تضحي أو تستنزف مادية وبشرية وطبيعية. في طار ذلك تحول توجه الدراسات الحالية للهدف الاجتماعي والبيئي للمؤسسة، وتطالب بضمان تحقيق أهداف جميع أصحاب المصالح للالتزام بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة.

¹ Barenato Pascal & Gregoria Georges, (2015): Fianance lessentiel en fiche, Edition Dunond , Paris –France, P 7-8- 60

المبحث الثاني : تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية التقليدية:

تطورت وظيفة الإدارة المالية وفقاً للدورات الاقتصادية والأزمات المالية يبرز دورها في تعظيم قيمة المساهمين عن طريق سياسات الاستثمار، التمويل، وتوزيعات الأرباح، مع التقييم المستمر لعوامل المخاطرة والعائد، ورأس المال، التكاليف، والتوازن في علاقة الشركة مع المستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين، في الداخل سياق حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية والبيئية¹ هناك ارتباط بين مختلف النظريات المالية ونظرية قيمة المؤسسة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وقد يقل أو يزيد حجم الارتباط بين نظرية وأخرى، من نظرية الهيكل المالي، كفاءة الأسواق المالية ونظرية الإشارة وغيرها. لكن تعد نظرية قيمة المؤسسة محور النظرية المالية الحديثة، والتي يمكن أن نعرفها على أنها: "مجموع الاسهامات العلمية النظرية والميدانية حول تحديد مفهوم القيمة، من دراسة تأثير مختلف القرارات المالية وانعكاس بعض الأحداث التي تجيب عنها بعض النظريات (كنظرية الهيكل المالي)، وأخيراً أدوات قياس تلك القيمة (طرق التقييم)."²

ركزت دراسة وظيفة الإدارة المالية حتى الخمسينيات من القرن الماضي على تحديد سياسات الاستثمار والتمويل الا أنه لم يكن هناك تأكيد على تأثير هذه السياسات على قيمة الشركة. بعدها حدث تغيير نحو نهج إيجابي، عندما بحثت الدراسات في أثر هذه القرارات على قيمة الشركة، هذا التقدم يمثل فهم العلاقة بين قرارات التمويل والاستثمار خاصة بعد ادخال حالة عدم التأكد ومراعاة حجم الخطر وعامل الزمن في تقدير التدفقات النقدية. يعد قرار تسيير المخاطر من القرارات المالية التي بحثت العديد من الأدبيات في تحليل أثره على القيمة، ومدى مساهمة في خلق قيمة للمؤسسة، الا أن هناك اختلاف بين النظريات في وجود الأثر من عدمه من أبرزها:

المطلب الأول : النظريات المفسرة للأثر السلبي:

تقوم النظرية المالية النيوكلاسيكية على افتراضات صارمة بكفاءة حيث الأسواق المالية، التي تتميز بما

يلي:

- انعدام الضرائب وتكاليف المعاملات (لا توجد تكاليف لكتابة العقود وتنفيذها).
- المعلومات متاحة مجاناً للجميع

¹ Saito André Taue, Savoia José Roberto Ferreira & Famá Rubens, (2013): Financial theory evolution , International Journal of Education and Research, Vol. 1(No. 4) P8

² سويسبي هواري، مرجع سبق ذكره، ص32.

الفصل الثالث: التأصيل النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

- عدم وجود قيود على الاستثمار في الأوراق المالية (التحديد الكمي للصفقات أو البيع على المكشوف).
- عقلانية المستثمرين ونفورهم من المخاطر¹

في النظرية المالية النيوكلاسيكية فان قيمة المؤسسة تتشمل في مجموع التدفقات النقدية المحينة بمعدل الخصم الذي يعكس درجة المخاطرة ويتم تحديده من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأسمال، كما تزداد التدفقات حسب معدل النمو مستقبلا وتكون كما يلي:

$$VC = \frac{CF_i \cdot (1+g)}{WACC-g}$$

وبالتالي فان قيمة المؤسسة تتأثر بالعوامل التالية:

- CF التدفقات النقدية المتولدة من الأصول المستخدمة أو الاستثمارات
- g معدل النمو المتوقع للتدفقات المستقبلية
- WACC التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تمثل معدل الخصم الذي يعكس درجة المخاطرة

يتم تحليل أثر أنشطة تسيير المخاطر على قيمة المؤسسة من خلال المحددات السابقة²

من أبرز النظريات التي درست العلاقة بين تسيير المخاطر وخلق القيمة القائمة على فرضية كفاءة الأسواق المالية نذكر منها:

نظرية المحفظة Portfolio theory

نشر هاري ماركويتز سنة 1952 مقالة رائدة، والذي جادل فيه بأن التطبيق التقليدي أحادي البعد لمعيار صافي القيمة الحالية (NPV) يجب أن يحل محله بعدين (العوائد المتوقعة والمخاطر المحددة محسوبة بالانحراف المعياري لتوزيع العائد). كما يرى ماركويتز أنه يجب ألا ينظر المستثمرون إلى الأوراق المالية بشكل فردي، من غير الواقعي أن نفترض ذلك يمكن للمستثمرين أو مستشاري الاستثمار توقع العائد المستقبلي للأسهم الفردية. ومع ذلك، بناءً على التحليل التجريبي للتباين المشترك في عائدات عدة الأوراق المالية، فمن الممكن اتخاذ قرارات تتعلق بالمحفظة، والتي يمكن فيها استغلال العلاقة بين الأوراق المالية من أجل التنوع. التركيز

¹ Schroeck Gerhard, Op.Cit, P12

² Spricc, Danijela. Milos. (2013). Corporate risk management and value creation, Montengrin journal of economics, Vol9 (No.2) 17-26 P19

يجب أن يكون على تأثير دمج الأوراق المالية. يجب على المستثمرين إجراء مفاضلة بين العوائد المتوقعة والمخاطر المتاحة مع تمثيل الاستثمارات الممكنة بحدود فعالة مع درجات متفاوتة من النور من المخاطرة. إذا كان المستثمر الفردي يريد توقع عائد أعلى، يجب أن يقبل مخاطرة أعلى. يعد من الأقوال المأثور أنه لا ينبغي للمرء أن يضع كل البيض في سلة واحدة. في سنة 1990 حصل ماركويتز على جائزة نوبل في الاقتصاد لوضع أساس تحليلي قوي لتلك التوصية الحكيمة، والتي يمكن أن يتبعها الأفراد والشركات¹

وتعد هذه النظرية أهم الأعمال الرائدة في النظرية المالية، التي تحدد العلاقة بين العائد والمخاطرة وتأثير التنوع على درجة المخاطرة، ووفقاً لهذا فإنه مع زيادة المخاطرة يزداد العائد المطلوب من طرف المساهمين والدائنين الذي يمثل معدل الخصم في نموذج تقييم الشركة، لكن من خلال هذه النظرية فإن التنوع الجيد يخفف من الخطر ولا يكون داعي لتسييره، لأن المستثمرين غير مهتمين بالخطر الفردي لكل شركة مصدر للورقة المالية في تشكيلة المحفظة. على مستوى الشركات لا يكون هناك منفعة لتسيير المخاطر بحيث لن تساهم في التأثير على عوامل القيمة من تدفقات نقدية أو تكلفة رأس المال أو فرص النمو هذا إذا كانت أنشطة التحوط مجانية، أما إذا كانت مكلفة فقد يكون لها أثر سلبي على خلق القيمة من خلال تخفيض التدفقات النقدية.

• نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

نشر ويليام ف. شارب Sharp في عام 1964 مقال استناداً إلى نموذج ماركويتز الذي وجد أن الصعوبة في نموذج ماركويتز هو تقدير مصفوفة التباين المشترك بين أوراق المحفظة (variance-covariance)، والتي تكون كبيرة جداً إذا كان العدد المتاح الأوراق المالية كبير. يفترض شارب أن المستثمر العقلاني مستعد لتحقيق عائد متوقع أعلى فقط من خلال تحمل مخاطر إضافية. يقدم السوق نوعين من العوائد، عائد خالي من الخطر وعلاوة المخاطرة (العائد الإضافي المتوقع لكل وحدة من المخاطر التي يتحملها)

إن التنوع يمكن المستثمر من التخلص من جميع المخاطر باستثناء المخاطر الناتجة عن التقلبات في النشاط الاقتصادي، يظل قائم هذا النوع من المخاطر حتى في التوليفات الفعالة. ونظراً لأنه يمكن تجنب جميع الأنواع الأخرى عن طريق التنوع، فإن استجابة معدل عائد الأصل ترتبط بحساسيتها لتقلبات النشاط الاقتصادي².

¹Balling Morten & Gnan Ernest, (2013): The development of financial markets and financial theory: 50 years of interaction, SUERF - The European Money and Finance Forum, Vienna, Austria, P164

² Sharp William, (1964): Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, The Journal of FINANCE, VOL. XIX (No 3), 425-442 p428

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

قام شارب بتبسيط الدراسة بافتراض أن عوائد الأوراق المالية مترابطة فقط من خلال حساسيتها لعامل مشترك بيتا β ، كما حدد حساب معدل العائد المتوقع وفق العلاقة التالية:

R_i معدل العائد المتوقع = R_f معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا السهم (R_f معدل معامل العائد الخالي من المخاطر - R_m العائد المتوقع في السوق)

أصبح نموذج التسعير (CAPM) العمود الفقري لكثير من الدراسات حول تسعير الأصول في الأسواق المالية.¹ حسب هذا النموذج يحدد العائد المتوقع للسهم من خلال إضافة علاوة المخاطرة للعائد الخالي من الخطر، ويقتصر هذا النموذج على الخطر النظامي الغير قابل للتنويع الذي يقاس بمؤشر β بينما الخطر الخاص يمكن الغاء أثره من خلال التنويع في المحفظة.

على افتراض أن المستثمرون الذين يكرهون المخاطرة يهتمون بالمفاضلة بين المخاطرة والعائد ويكونون على استعداد لتحمل مخاطر (مالية منتظمة) إضافية فقط إذا تم تعويضهم بشكل مناسب من خلال عائدات متوقعة أعلى. وبالتالي، فإن الأشخاص الذين يكرهون المخاطر لديهم حافز لتسيير المخاطر (المنتظمة) من أجل تقليل من معدل العائد المتوقع الذي يحتاجونه للانخراط في نشاط محفوف بالمخاطر. يفسر هذا دوافع التحوط من قبل الشركات الصغيرة التي يتم فيها استثمار جزء كبير من الثروة الشخصية للمالك. لكن يفشل هذا المنطق في تفسير رغبة الشركات الموزع رأس مالهم على عدد كبير من المساهمين في تسيير مخاطرها، حيث لا يتحمل كل منهم سوى جزء صغير من الخطر. لذلك، من الصعب معرفة سبب حاجة الشركات نفسها لإدارة تقلبات مصادر دخلها. يمكن للمستثمرين إدارة المخاطر بأنفسهم، ولا يوجد سبب يدفع الشركة للتحوط.²

يجد هذا النموذج أن قرارات تغطية المخاطر المالية لا تؤثر على قيمة المؤسسة، حيث يمكن للمستثمر إدارة مخاطره بنفسه، كما أن تكلفة التحوط قد تخفض من ثروة المساهم من خلال تقليص قيمة البسط في نموذج القيمة للتدفقات النقدية.³

¹ Saito André Taue and others, Op.Cit, P8

² Schroeck Gerhard, Op.Cit, p32

³ Spricc, Danijela Milos, Op.cit. P18

أعمال مودجلياني وميلر: Modigliani Franco & Miller Merton

يعتبر كل من Modigliani Franco & Miller Merton مؤسس الادارة المالية بمفهومها الحديث، في عام 1958 نشرا مقالا عن عدم تأثير هيكل رأس مال الشركة على قيمة المؤسسة، حيث عزفا هذه الأخيرة على أنها مجموع القيم السوقية لأسهمها والتي ترتبط بقدرة المؤسسة على القيام باستثمارات تزيد من التدفقات النقدية التشغيلية مهما كان هيكل التمويل المعتمد. في ظل كفاءة الأسواق المالية فان متوسط تكلفة رأس المال مستقلة أيضًا عن قيمة الشركة وهو ثابت لجميع الشركات بصرف النظر عن هيكلها المالي، كما بين أن اعتماد التمويل بالديون لا يزيد من مخاطر مالكي الأسهم. تبنى فكرة التحكيم و المراجعة، ومن خلال امكانية قيام المستثمر ببناء رافعة مالية شخصية للاستفادة من مزايا الرفع المالي دون الحاجة إلى الرفع المالي الذي تقوم به المؤسسة، و بالتالي يفترض أن الشركات لن تضطر إلى دفع عوائد أعلى بشكل ملحوظ من أجل حث المستثمرين على الاحتفاظ بالسهم

يقوم هذا النموذج على الافتراضين التاليين:

- جميع الديون تدر دخلاً ثابتاً لكل وحدة زمنية، ويعتبر هذا الدخل مؤكداً

- يتم تداول السندات، مثل الأسهم، في سوق كفاءة¹

تفسر هذه النظرية أن المساهمين في ظل افتراضات معينة قادرين، دون أي تكلفة، على تكوين محافظهم بالطريقة التي يفضلونها حسب ثنائية العائد / المخاطر. عندما يستطيع المستثمرون القيام بذلك بأنفسهم، لا يكون لديهم حافز لدفع المزيد للتسيير مخاطر الشركات، حيث يجد كل من مودجلياني وميلر بأن القرارات المالية بما فيها تسير المخاطر المالية لا تؤثر على قيمة المؤسسة

في النظرية المالية النيوكلاسيكية لكي يؤثر تسير المخاطر المالية في أسواق رأس المال على قيمة الشركة من خلال التأثير على المستوى المتوقع للتدفقات النقدية ومعدل الخصم بشكل غير متناسب. بافتراض أن المستثمرين في الشركة يمتلكون محافظ متنوعة جيداً، فلن يهتموا بالمخاطر (الخاصة بالشركة)، والتي يمكنهم دائماً القضاء عليها عن طريق التنويع بمفردهم (بدون تكلفة) وبالتالي لن يقدررو التنويع الذي توفره الشركة. نظراً لأن معدل الخصم يعتمد فقط على المخاطر المنتظمة.

¹ Modigliani Franco & Miller Merton, (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investement, The American economic Review, VOLUME XLVIII (num 3), 262-297 P-272

مع اعتبار جميع أنشطة تسيير المخاطر مجانية، فإن التدفقات النقدية في بسط المعادلة لن تتأثر. وبالتالي، فإن تسيير مخاطر معينة لن تخلق قيمة لا على مستوى الشركة ولا بالنسبة للمستثمر الفردي. كما أنه بمجرد أن تتفق الشركة الوقت والمال في التخلص من المخاطر الخاصة، تنخفض التدفقات النقدية في بسط المعادلة، مما يمكن أن يدمر القيمة، إذا كان أنشطة تسيير المخاطر بتكلفة¹.

تستمد هذه النظريات جذورها في ظل غياب الضرائب وكفاءة الأسواق المالية، يكون للمستثمر جميع المعلومات عن المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ويمكنه اختيار الأدوات المناسبة لتسيير مخاطرها². لكن بمجرد ازالة أحد الافتراضات السابقة يمكن أن يبرز دور تسيير المخاطر على القيمة، كما أن هناك أدلة تجريبية على أن المستثمرين لا يمتلكون محافظاً متنوعة فقط عددًا محدودًا منهم. ويرجع ذلك إلى حقيقة أن هناك تكاليف ثابتة وهامشية من أجل التمكن من المشاركة في الأسواق. يبدو أن نقائص السوق فقط هي التي يمكن أن تساعد في تفسير أثر تسيير المخاطر على خلق القيمة.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للأثر الإيجابي:

لقد تم بناء النماذج السابقة على فرضيات كفاءة الأسواق وغياب تكاليف المعاملات، وقد كانت المساهمة الكبرى في مجال تسيير المخاطر لكل من Smith & Stulz 1985 بالانطلاق من النظريات المؤسسية الجديدة التي تخفف من الافتراضات الصارمة للنظريات المالية النيوكلاسيكية، دون أن تتجاهل (تمامًا) النتائج المستمدة منها، وهناك العديد من المقاربات المؤسسية التي تحاول تحليل أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

-نظرية الموازنة: The Trade Off Theory

كانت المساهمة الكبرى لأعمال Smith & Stulz 1985 ومكلنج وجونسيون 1976 الذي يعتمد لتحليل العلاقة بين المخاطر المالية وخلق القيمة في الشركة من خلال الاعتماد على تكاليف الضرائب، العسر المالي والوكالة كما يلي:

¹ Schroeck Gerhard, Op.Cit, P58-60

² Cliché Jo-Anne (2000): Les déterminants de la gestion des risques par les entreprises non financières : une revue de la littérature, Cahier de recherche 00-02 École des Hautes Études Commerciales (HEC) Montréal, Canada. P10 <http://www.finance.dauphine.fr/wpcontent/uploads/2015/07/cereg200503.pdf> vu 06/02/2020

• المدخل الضريبي: Insidence fiscal

أظهر عمل Smith and Stulz (1985) أن تغطية الدخل قبل الضرائب يمكن أن يزيد من قيمة الشركة بشرط أن يكون هيكلها الضريبي محدبًا. لأن عندما تواجه الشركة معدل ضريبة هامشية تصاعدية تنطوي على وظيفة ضريبية محدبة، يمكن لتسيير المخاطر تقليل مبلغ الضريبة المتوقع عن طريق الحد من تقلبات الدخل قبل الضريبة، وتوزيع الدخل والخسائر على سنوات¹

يُعرّف الجدول الضريبي المحدب بأنه جدول يرتفع فيه متوسط معدل الضريبة الفعلي للشركة مع ارتفاع الدخل قبل الضرائب، حيث أن معدل الضريبة على الخسائر 0 ثم يرتفع تدريجياً إلى أن يصل الدخل الخاضع للضريبة لحد معين يبقى معدل الضريبة ثابتاً. إذا كان الدخل قبل الضريبة أكثر تقلباً، أو يقترب من الصفر، وخاصة إذا كان دخلها الخاضع للضريبة يتفاوت بين الأرباح والخسائر فيمكن لأنشطة تسيير المخاطر أن تكون مفيدة. إن ترحيل الخسائر يسمح بتقليل نسبة الضريبة وتوزيع الدخل عبر سنوات مما يخفض المستحقات الضريبية ويرفع النتيجة الصافية التي تساهم في خلق قيمة للشركة. إذا كانت الضرائب دالة محدبة للأرباح فسيكون من الأمثل بشكل عام للشركات التحوط.²

في النظام الضريبي الخطي، لا يمكن أن يكون لتسيير المخاطر أي تأثير على قيمة الشركة. إلا أن الزيادات التصاعدية لمعدلات الضرائب لها قابلية محدودة للتطبيق على الشركات، مما يجعل هذه الحجة دافعاً ضعيفاً لإجراء تسيير المخاطر. ومع ذلك فإن وجود عناصر التفضيل الضريبي من خلال ترحيل الخسائر يمكن أن يجعل معدلات الضريبة المحدبة فعالة³

اقترح سميث وستولز 1985 نظرية المرونة الضريبية، بحيث وجدوا أن المؤسسة التي لديها مرونة ضريبية تميل أكثر لاستخدام المشتقات للتحوط وبالتالي يمكنهم الاستفادة من الوفر الضريبي وخلق قيمة.

• **تكاليف العسر المالي:** هي التكاليف التي قد تواجهها الشركة في حال التخلف عن سداد التزاماتها والتي ترتفع مع تقلب التدفقات النقدية يمكن التمييز بين نوعين من تكاليف العسر المالي:

¹ Shi Li & Wang Peng-fei and Zhou Jian, (2010): Financial risk management and enterprise value creation, Nankai Business Review International, Vol 1(No 1), 5-19.P7

² Clifford Smith and Rene Stulz, (1985): The Determinants of Firms' Hedging Policies, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 20 (No. 4) pp.391-405 P395

³ Schroeck Gerhard, Op.Cit P. 121

الفصل الثالث: التأصيل النظري لتأثير تسير المخاطر المالية على خلق القيمة

- تكاليف المعاملات المباشرة: المتعلقة بالتخلف عن السداد مستقلة نسبياً عن حجم الشركة، والمدفوعات الإدارية والمحاسبية والاستشارية المرتبطة بالإفلاس أو إعادة التنظيم والتصفية وبيع الأصول كأتعاب المحامين وتكاليف الاخلال بالعقود،
- التكاليف غير المباشرة: تكاليف الفرصة البديلة المرتبطة مع حالات العسر المالي الناتجة عن مشاكل الوكالة¹ كخطر خسارة عملاء، موردين أو عمال مما يفقد القدرة التنافسية ووجود هذه التكاليف يخفض قيمة المؤسسة. كما أنه مع زيادة لاحتمال العسر المالي قد يلجأ الدائنين لفرض شروط تقييدية على المؤسسة مثل رفع معدل العائد أو تقليص تواريخ السداد مما قد يزيد من تدهور الوضعية المالية.²
- تؤدي حالات العسر المالية إلى تغيير جذري في حوافز مختلف أصحاب المصلحة في الشركة، وكلما زادت احتمالية التخلف عن السداد، زادت تكاليف الحفاظ على العلاقات التعاقدية معهم، كما يلي:
- المستثمرون في أسهم الشركة والتي تشكل نسبة كبيرة في محفظتهم يكونون نافرين للمخاطرة برفض استثمارات قد تكون مربحة، أو يطالبون بعوائد أعلى
- الموظفين الذين ليسوا مساهمين، لكنهم استثمروا قدرًا كبيرًا من رأس مالهم البشري في الشركة، إذا كان أداء الشركة متقلبًا لدرجة تهديد استمراريتها، فإن هؤلاء الموظفين سيحتاجون إلى تعويض أعلى للعمل في مثل هذه الشركة.
- إذا كانت احتمالية التخلف عن السداد كبيرة، فإن المديرين الذين لديهم فرص بديلة سيطلبون رواتب أعلى (أو حصة أكبر في الشركة).
- كبار الموردين سيكونون أكثر إجمالاً عن الدخول في عقود طويلة الأجل مع الشركة أو سيطلبون بسعر أعلى.
- الدائنين التجاريين الآخرين سيطلبون بمبالغ أكثر وسيكونون أقل مرونة عند التعاقد مع الشركة.
- العملاء المهتمون بقدرة الشركة على الوفاء بضمان ما بعد البيع أو التزامات الخدمة سوف يشترون منتجات الشركة فقط بسعر أقل، لأنهم يتوقعون أن يكون احتمال الغش على جودة المنتج أكبر كلما اقتربت الشركة من العجز المالي.

¹ Ibid, P118

² Shi Li & Wang Peng-fei and Zhou Jian, Op.Cit, P10

إن الزيادة في احتمالية التخلف عن السداد سيكون لها تأثير على تكلفة التعاقد مع أصحاب المصلحة، سينعكس هذا في انخفاض التدفقات النقدية للشركة لأن الشركات القريبة من العجز المالي سوف تضطر إلى دفع المزيد مقابل الخدمات وسيتمتع عليها تقديم أسعار أقل للعملاء.¹

ان تخفيض احتمال العسر المالي، يزيد في ثروة المساهم من خلال تحسين ملاءة المؤسسة وتمكينها من الحصول على قروض جديدة بشروط تعاقدية أفضل لتحقيق مستوى مثالي للمديونية للتمتع بمزايا الرفع المالي وتقليل تكلفة الدين.²

اقترح Stulz سنة 1985 أنه يجب على الشركة الموازنة بين مزايا الوفر الضريبي الذي يمنحه التمويل بالديون وتكاليف العسر المالي والوكالة التي تزداد مع زيادة الخطر المالي للاعتماد على الرفع المالي، فأصل الخطر احتمال انخفاض التدفقات المتوقعة عن الفوائد المستحقة. ان عدم التأكد من التدفقات يمكن أن ينتج عنه أزمة سيولة تعرضها للعسر المالي الذي ينجر عنه تكاليف مباشرة من مصاريف ادارية وقانونية للإفلاس، وتكاليف غير مباشرة كخسارة ثقة العملاء، تسهيلات من الموردين وسمعة الشركة. كما ان تفويض السلطة للمسيرين يخلق تكاليف وكالة مع المساهمين والدائنين كضياع فرص استثمارية خلال رفض المساهمين لاستثمارات مربحة أو اقتراح مشاريع خطيرة في حالة توقع الاستحواذ على الشركة للحصول على اما عوائد مرتفعة جدا (او خسائر كبيرة) لسداد الاستدانة الكبيرة، كما يتم فرض شروط تقييدية من طرف الدائنين.³

• تكاليف الوكالة: Agency theory

تعود نظرية الوكالة لكل من مكلنج وجونسيون 1976 تعرف علاقة الوكالة على أنها "عقد يقوم بموجبه شخص واحد أو أكثر (الموكل) بتعيين شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والتي تتضمن تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل.

اذا بحث كل طرف لتحقيق مصلحته، قد يجعل المساهم يشك في ولاء المدير بعدم التصرف لمصلحته بشكل أفضل، للحد من هذا يسعى لتقديم حوافز مناسبة للوكيل وتكبد تكاليف المراقبة لأنشطته، بالإضافة يتم تفويض

¹ Clifford Smith W, Rene Stulz, Op.Cit, P399

² Mellios Constantin, (2001): la gestion des risques financiers par les entreprises : explication theoriques versus etudes empiriques, Document de recherche (N 2001-09), Laboratoire Orleanais de gestion, Université Orleans, France P248 <https://www.aef.asso.fr/telecharger-article/1724-la-gestion-des-risques-financiers-par-les-entreprises-explications-th-eacute-oriques-versus-eacute-tudes-empiriques/pdf> vu 15/10/2019

³ Spricc Danijela Miloš, Žagara Marina Mešin, Željko Šević and Marcd Mojca, (2016): Does enterprise risk management influence market value – A long-term perspective, Risk Management, (Vol 18), 65–88 P72

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

التمويل بالديون لإلزام المسير لضمان تدفقات كافية لتغطية الالتزامات الثابتة، لكن الخطر يتحول للدائنين في حال عسر المؤسسة مما يجعلهم طرف في علاقة الوكالة يبحثون عن ضمان الوفاء بمستحقاتهم¹

حسب آدم سميت: "لا يمكن أن يكون الموكل على أموال الغير أكثر حرصا عليها من مالكاها الأصلي، فقد يسود الإهمال أو الإسراف"

تسلط نظرية الوكالة الضوء على مشكلة عدم تماثل المعلومات وتضارب المصالح بين الطرفين نتيجة حالة عدم التأكد مما يخلق تكاليف وكالة مع المساهمين والدائنين، التي يمكن تقسيمها الى:

- **تكاليف الوكالة للأسهم:** تقلل التوزيعات المدفوعة للمساهمين من التدفق النقدي المتاح للمسير كما تقلل انخفاض الموارد من فرص تعظيم الأرباح التشغيلية التي ترتبط ايجابا مع مكافآت المسيرين، يضطر المديرون للجوء لأسواق رأس المال لتمويل المشاريع الجديدة. وبالتالي، فإن توزيعات الأرباح تضع الإدارة تحت الرقابة من قبل بورصة الأوراق المالية والمساهمين. لتقليل الصراع يتم اللجوء للتمويل بالدين، الذي يقلل من تكاليف الوكالة عن طريق تقليل التدفق النقدي المتاح للإنفاق. ويجبر المسيرين لتوليد تدفقات نقدية كافية للوفاء بالتزامات الديون.
 - **تكاليف الوكالة للديون تزيد الرافعة المالية الأعلى من حالة العسر المالي، ومعها تزيد التكلفة (غير المباشرة) لاحتمال التخلف عن السداد.** بالإضافة إلى أسعار الفائدة المرتفعة التي يتقاضاها حاملو الديون² لتعويضهم عن تكاليف كتابة ومراقبة الضمانات والتعهدات وما إلى ذلك
- ← يمكن تقسيم تكاليف حقوق الملكية للوكالة ذات الصلة بتسيير المخاطر إلى ثلاث مجموعات:

▪ مشكلة الاستثمار المفرط:

ان وجود تدفق نقدي حر كبير يمكن للمديرين أن يقرروا قبول مشاريع ذات قيمة حالية سالبة، أو توظيف الأموال لتحقيق مصالحهم الخاصة أو زيادة حجم الشركة، كإنفاق مبالغ ضخمة على المكاتب الفخمة وغيرها. تتمثل فائدة تسيير المخاطر في هذا السياق في التخفيض المحتمل لهذه التكاليف من خلال تقليل تقلب التدفقات النقدية، وبالتالي يمكن أن تحد من توافر التدفقات النقدية.

¹ Jensen Michael, Meckling William, (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol 3 (No 4), pp. 305-360. P309

² Jensen Michael C, (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review, Vol 76 (No 2), P323-329, P324

■ مشكلة تفضيل المساهمين للمخاطرة

ان المساهمين الذين يمتلكون محفظة متنوعة تجعلهم غير مهتمين بالمخاطر الخاصة بالشركة ويبحثون عن تعظيم قيمة الشركة من خلال تحمل مخاطر أعلى. أما بالنسبة للمديرين الذين استثمروا جزءًا كبيرًا من ثروتهم الشخصية في الشركة في شكل أسهم ورأس مال بشري يجعلهم أكثر تفضيلاً لتقليل تلك المخاطر التي يتعرضون لها. حيث أن الزيادة في تقلب التدفقات النقدية للشركة تعني احتمال أعلى للتخلف عن السداد، مما يؤدي إلى انخفاض متوقع في فائدة رأس مالهم البشري وممتلكاتهم من الأسهم. ومن ثم فإن المديرين لديهم حافز لتعديل استثمارات الشركة وسياسة تسيير المخاطر لتغيير حجم المخاطر التي يفضل المساهمون تحملها لأن إقناع الشركة بتسيير المخاطر يجعل المديرين في وضع أفضل من خلال تحسين منفعتهم الخاصة بتكلفة قليلة أو معدومة، على عكس استثمارهم في محفظة متنوعة وأصول خالية من المخاطر لتقليل مخاطرتهم بتكلفة أعلى بكثير. لذلك، يمكن أن يكون لدى المديرين حافز لتسيير المخاطر على مستوى الشركة ليس لزيادة قيمة الشركة، ولكن بدلاً من ذلك لحماية وضع ثروتهم الخاصة بدافع المصلحة الذاتية وبناء سمعة جيدة لهم بقدرتهم على التحكم في مخاطر الشركة التي يسيرونها. هناك علاقة ايجابية بين ثروة المديرين التي يستثمرونها في الشركة وتغطية المخاطر المالية.

■ مشكلة تفضيل المسيرين للمخاطرة:

حسب نظرية الوكالة لا يهتم المدراء بتعظيم قيمة الشركة عندما لا يمتلكون حقوق ملكية في الشركة لتحفيزهم على تعظيم ثروتهم، لذلك كان التفكير في عقود خيارات الأسهم التي تشبه خيارات الشراء. تقود هذه العقود المديرين لأخذ المزيد من المخاطرة بسبب الزيادة في تقلب القيمة من الشركة ستزيد من قيمة خياراتهم. لذلك لا يكون لهم مصلحة في قرار التغطية. الزيادة في التقلبات ستؤدي إلى زيادة في قيمة الخيار، وبالتالي يشجع المدير على البحث عن مخاطرة، مما قد يزيد من احتمال خطر الإفلاس ويهدد مصلحة المساهمين بانخفاض القيمة المتبقية لهم بعد التصفية، لذلك يهتم المساهمين أكثر بتسيير المخاطر المالية

ان تسيير المخاطر لا يسمح فقط بتوزيع التدفقات لكنه يقدم أيضاً محتوى معلوماتية، حيث أن المديرين على دراية أكثر بالمخاطر التي تتعرض لها الشركة من المساهمين مما يجعلهم في وضعية أفضل لتسييرها، ان ارتباط النتيجة المحاسبية بأنشطة التحوط يخلق مشكلة عدم تماثل المعلومات، من أجل تعظيم مكافأة المسيرين المرتبطة ايجاباً بالنتائج المحاسبية يفضل هؤلاء تغطية المخاطر من أجل المحافظة على عوائدهم وبناء سمعة

جيدة للمسيرين. في ظل عدم الإفصاح عن أرباح وخسائر عملية التحوط لا يميز المساهمين بين كفاءة المسير في التحكم في المخاطر أو أثر العوامل الخارجية لكن تغطية الخطر تقلل من الأرباح المحاسبية وبالتالي مكافآت المسيرين، لذلك فالمسيرين الحذرين فقط هم من يهتمون بتغطية المخاطر. لكن عند الإفصاح عن أنشطة التحوط يفضل المستثمرين عدم التغطية وتفسير التقلبات لعوامل خارج نطاق المؤسسة كتقلبات الأسواق التي تزيد من الضوضاء المعلوماتية للمساهمين، لذلك في ظل عدم تماثل المعلومات يفضل تغطية المخاطر المالية¹

يمكن أن تؤدي زيادة الرافعة المالية إلى تخفيض تكاليف الوكالة وهو ما يمكن تحقيقه بمساعدة تسيير المخاطر لضمان انخفاض احتمال التخلف عن السداد.

← يمكن تقسيم تكاليف الوكالة للديون ذات الصلة بتسيير المخاطر الى مجموعتين:

■ مشكلة استبدال الأصول

يميل المساهمين للاستثمارات التي ترفع قيمة أسهمهم حتى ولو كان مخرطة، على عكس الدائنين الذي يرغبون في الحفاظ أمن مستحقاتهم، نظرا لأن سلطة القرار تعود للمساهمين يحاول الدائنون اجراءات لضمان تعزيز مصالحهم

ترتفع قيمة حقوق المساهمين مع زيادة التباين في عوائد الشركة، فيكون لديهم حافز للتحويل من المشاريع الاستثمارية منخفضة التباين إلى المشاريع عالية التباين. يسمى هذا السلوك استبدال الأصول أو تحويل المخاطر داخل الشركة، حيث يزيد من قيمة حقوق الملكية للمساهمين مع تقليل قيمة الالتزامات الثابتة. يزداد الحافز لاستبدال الأصول كلما اقتربت الشركة من حالة العسر المالي، يمكن أن يصل هذا إلى حد قبول مشاريع ذات مردودية سالبة، لأن أي مكاسب تتدفق إلى المساهمين، ولكن أي خسائر يتحملها حاملو الديون. لذلك، تتطلب علاوة مخاطر أعلى (أي عوائد أعلى) على سنداتهم أو محاولة حظر تحويل المخاطر من خلال كتابة تعهدات تقييدية في عقود ديونها أو طلب دين قابل للتحويل أو خيارات أخرى للمشاركة في زيادة قيمة حقوق الملكية.

¹ Mellios Constantin, Op.Cit, P12-13

■ مشكلة نقص الاستثمار

بسبب تكاليف الوكالة لا تولد الشركة تدفقات نقدية داخلية كافية تكون متاحة لتمويل فرص استثمارية قيمة، وبسبب الرافعة المالية المفرطة في الشركات التي لديها التزامات ثابتة كبيرة وأصول متقلبة، تنشأ مشكلة نقص الاستثمار من تضارب المصالح بين المساهمين وحاملي السندات. مع زيادة تكاليف العسر المالي واعتماد على الديون كمصدر تمويلي قد يؤدي ذلك لتقليل قيمة المؤسسة من خلال رفض المساهمين لاستثمارات مربحة نتيجة ضعف العوائد كما يتم فرض شروط تقييدية من طرف الدائنين. حسب Myers 1977 فإن الشركات المهددة بالإفلاس لا يكون لدى المساهم دافع للاستثمار حتى لو كان مشروع يحقق قيمة حالية موجبة لأن هو من يتحمل تكاليف المشروع وخطر أكبر بعدم تحصيل أمواله في حال التصفية.¹

ان أنشطة تسيير المخاطر المالية تمكن من تقليل تقلب التدفقات النقدية والتي يمكن من خلالها تقليل تكاليف الوكالة بضمان إيرادات ثابتة تغطي التزامات الدائنين وتخفيض احتمال العسر المالي وتحسين العلاقات التعاقدية بين أصحاب المصالح من خلال تعزيز سمعة الشركة مما يقلل الأخطار الخلقية للوكالة، تقليل مشكل ضعف الاستثمار من خلال توفير تدفقات ثابتة يمكن اعتمادها كموارد داخلية تحفز المساهم للاستثمار وتقل الحاجة للجوء للتمويل الخارجي.

● نظرية الترتيب التفضيلي لمصادر التمويل: The Pecking off Theory

حسب Majluf & Myers 1984 من الأفضل عمومًا إصدار أوراق مالية آمنة بدلاً من إصدار أوراق مالية محفوفة بالمخاطر عند اللجوء الى أسواق رأس المال، أي أن التمويل الخارجي باستخدام الديون أفضل من التمويل عن طريق حقوق الملكية. تزداد الخسارة المسبقة في القيمة مع زيادة حجم إصدار حقوق الملكية.²

تظهر الشركات تدرج في استخدامها لمصادر التمويل، فهي تفضل أولاً أن تستخدم التمويل الداخلي لأنه لا يترتب عنه تكاليف اصدار ولا يواجه معارضة. وفي حال عدم كفايته يتم اللجوء للاقتراض عن طريق اصدار سندات أو قروض لكونها أقل تكلفة من الأسهم العادية لتبقى هي الملاذ الأخير الذي تلجأ له الشركات التمويل.

يرجع السبب لتدرج استعمال مصادر التمويل لعدم تماثل المعلومات بين الادارة والأطراف الخارجية، حيث أن اصدار أسهم جديدة يترتب عنه مشكلتين:

¹ Louati Houda, Op.Cit, P64

² Meyers Stewart, Majluf Nicholas, (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, 187-221, P220

- تتمثل الأولى في صعوبة تحديد سعر الاصدار المناسب للسهم،
- أما المشكلة الثانية فتتمثل في الإشارة السيئة التي يحملها هذا الاجراء للسوق ففي ظل تباين المعلومات سيسود اعتقاد بأن الأسهم مقيمة بأكثر من قيمتها مما سيؤدي لانخفاض الأسعار، في حين أن اصدار سندات قد يشير لملاءة جيدة للشركة وقدرتها على الالتزام بالسداد مما قد يرفع أسعار الأسهم¹ يميل سعر السهم إلى الانخفاض عند الإعلان عن فتح الاكتتاب، نظرًا لهذه التكاليف غير المباشرة، تعتقد الشركات أن حقوق الملكية باهظة التكلفة وتفضل تجنب التمويل عن طريق سوق الأسهم². تجعل التكاليف المتزايدة للتمويل الخارجي (للدیون وحقوق الملكية) اهتمام الشركة بتسيير المخاطر، خاصة إذا كانت كل من فرص الاستثمار وفرص التمويل متقلبة، تسعى لتصميم استراتيجيات تسيير المخاطر لضمان تثبيت التدفقات وتوفير مصادر تمويل داخلية بالإضافة لتحسين ملاءتها المالية لتحصيل ديون بشروط مناسبة.

• نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات Signal theory

ترتبط الإشارات المالية ارتباطًا وثيقًا بعائد السهم، على وجه الخصوص، وإدارة الإيرادات بشكل عام. لذلك، عندما يكون لقرارات هيكل رأس المال تأثير إشارات، يمكن تحديد محددات العائد. أظهر روس (1977) ومايرز وماجلوف (1984) وجون (1987) أنه في ظل المعلومات غير المتماثلة، قد تفضل الشركات الديون على تمويل الأسهم. قد يؤدي هذا إلى قيام الشركة بإجراء تغييرات معينة في هيكل رأس المال الخاص بها لإرسال إشارات معينة إلى الغير فيما يتعلق بجودة قرارات التمويل الخاصة بها.³ تقوم هذه النظرية على فكرتين أساسيتين:

-عدم اشتراك الجميع في نفس المعلومة: فالمسيرين لهم دراية أفضل من المستثمرين

-حتى لو تم اشتراك نفس المعلومة إلا أن ترجمتها لن تكون بنفس الكيفية للجميع.

لذا فتعترف هذه النظرية بان المعلومات غير متماثلة، وهي قاعدة عامة في الأسواق حتى الكفاءة.

¹ حركاتي نبيل (2018): تحليل قرارات تمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر، ص118

² Schroeck, Gerhard, Op.Cit P90-92

³ Eldomiaty Tarek Ibrahim, Choi Chong Ju and Cheng Philip, (2007): Determinants of financial signalling theory and systematic risk classes in Egypt: implications for revenue management, International Journal of Revenue Management, Vol 1.(No 2), p. 154-176

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

ان عدم تماثل المعلومات قد يؤدي بالمستثمرين لسوء تقييم المؤسسة، مما يجعل المسيرين في تردد لرفع رأس مال الشركة في ظل انخفاض أسعار الأسهم، وهذا قد يضيع فرص استثمارية مربحة. لذا يبرز دور المسيرين في توصيل المعلومة للأسواق. الوحدة الأساسية للتواصل تمثل اشارة من المسيرين للمستثمرين. والاشارة لا تتمثل في تصريح أو سر كما يعتقد، لكن هي قرار مالي تم اتخاذه بحرية، الا أنه قد يكون له اثار سلبية على متخذه في حال كون الاشارة خاطئة. لكن المستثمرين ليس لديهم نفس استقبال الاشارة بنفس الدرجة ورد الفعل.

تعمل نظرية الاشارة على تحليل القرارات المالية (التمويلية والاستثمارية) كإشارة صادرة من المسيرين للمستثمر، تدرس تحفيزات المسيرين في تقديم اشارات صحيحة أو مغلطة التي تشير لوضع المؤسسة.

كما ان وجود حالة عدم تماثل المعلومات يؤدي لضعف تقييم المؤسسة للأسهم وفق قيمتها الحقيقية، مما قد يضطر للتنازل عن الاستثمارات في ظل ارتفاع تكلفة رأس المال.¹

أن تسيير المخاطر يقلل من مقدار "الضوضاء" المحيطة بالأرباح وعدم تماثل المعلومات عن المخاطر غير المعروفة، بالنسبة للمستثمرين تعد تغطية المخاطر وسيلة للمديرين للكشف عن مهاراتهم في السوق. يمكن أن تظهر مهارة المسير في ممارسة التغطية للحفاظ على عملهم و/ أو زيادة سمعة. حيث هم ملزمون بضمان السلامة المالية للشركة وذلك لتجنب أي حدث من المحتمل أن يلحق الضرر بالنشاط التجاري وبالتالي يضع حدًا لعقد العمل. كما أن السمعة هي الشغل الشاغل للمسؤولين.²

• **تكاليف تنفيذ تسيير المخاطر** هناك نوعان من تكاليف التغطية، تكلفة المعلومة من أعاب الخبير، التقنيات المستخدمة وتكلفة نوع الأداة المستخدمة مثل تكاليف السيولة، المبادلة، خطر الائتمان وخطر السوق، يجب الاشارة الى أن التكاليف تقل في الأسواق المنظمة وترتفع في الأسواق غير المنظمة. كما أن اختيار الأداة يرتبط بالسوق الذي ستداول فيه، طبيعة وأجل الخطر.

¹ Vernimmen Pierre, Quiry Pascal, Le fur Yann, (2019) : Finance d'entreprise , Edition DALLOZ, France, P603

² Kouakou Armel Assienin, (2019) : Les déterminants et l'effet du management des risques sur la performance dans les entreprises non financières : un état de l'art, Assurances et gestion des risques, Vol. 86 (1-2) P5-7

من ناحية الحجم كل ما كانت المؤسسة صغيرة زاد تعرضها للخطر لارتفاع تكاليف الإفلاس، لكنها لا تستطيع تحمل تكاليف التحوط بالإضافة لأتعب توظيف مدير لتسيير المخاطر، فيقل اعتماد أسلوب التغطية فالشركات الكبرى نظرا لاقتصاديات الحجم تستطيع تحمل هذه التكاليف.¹

تأثير الحجم على قرار تغطية المخاطر هو موضوع نقاش في العديد من الدراسات. يعتقد العديد من الباحثين أنه كلما ارتفعت تكاليف الديون والعسر المالي، كانت مزايا التحوط أكثر جاذبية. إن خطر الإفلاس يكون أعلى بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (SMEs) مما هو عليه في الشركات الكبيرة. مما يجعل الشركات الصغيرة والمتوسطة أكثر استعدادًا لاعتماد سياسات تسيير المخاطر مثل الشركات الكبيرة. ومع ذلك، فإن الشركات الكبرى التي لديها موارد وخبرات كافية لاستخدام سياسات متطورة مثل المشتقات، لديهم الدقة والموارد المالية المطلوبة لتوظيف موظفين بالصفات المطلوبة لاستخدام الأدوات المشتقة²

استنتاج

تقوم أنشطة تسيير المخاطر بالتنسيق بين القرارات المالية والاستثمارية لتحقيق ثبات التدفقات النقدية، من خلال إدارة أفضل لأصولها الحالية لزيادة الأرباح التشغيلية وحجم رأسمال المستثمر، مثل إبرام عقود آجلة مع المورد الرئيسي مما يثبت تكاليف المواد، أو عقود آجلة مع عملاء لثبيت الإيرادات وحصصة السوق. مما يزيد من احتمال وجود موارد داخلية يمكن الاعتماد عليها لتمويل الفرص الاستثمارية مع تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي المكلف، تستطيع المؤسسة تحقيق عائد أفضل ومعدل نمو أكبر³ قد تساهم في خلق قيمة للمؤسسة من خلال التأثير على المحددات السابقة لحساب القيمة كما يلي:

- تخفيض تقلب التدفقات النقدية: من خلال اتباع سياسة محكمة لتسيير المخاطر المالية يمكن تقليل تقلبات التدفقات المستقبلية المتوقعة، وتخفيض تكاليف المعاملات المباشرة وغير المباشرة، مع ضمان وجود موارد داخلية كافية لتمويل الفرص الاستثمارية، لكن على شرط أن لا تكون تكاليف تسيير المخاطر المالية أكبر من المزايا المحققة حتى لا يتم تخفيض التدفقات النقدية.

¹ Rais Hassen, Op.Cit, P133

² Schroeck, Gerhard, Op.Cit P79-80

³ Boyer Marcel, Boyer Martin & Garcia Réne, Op.Cit, P5

• تخفيض تكلفة رأس المال: وفقا لنموذج القيمة فان انخفاض تكلفة رأس المال يزيد من قيمة المؤسسة حيث يمثل معدل الخصم في نموذج التقييم والذي يعكس مستوى المخاطرة الحالي والمستقبلي، فاذا تم تسيير المخاطر بشكل مناسب يمكن تقليل تكلفة رأس المال من خلال ثبات التدفقات النقدية يتم تخفيض احتمال العسر المالي، كما قد تحصل المؤسسة على تصنيف ائتماني أفضل مما يحسن ملاءتها المالية ويسهل الحصول على الديون بتكلفة أقل وشروط تعاقدية أفضل، كما أن ثبات العوائد يخفض من تكلفة حقوق الملكية بتدني درجة المخاطرة، وهو ما يسمح بالوصول للمزيج الأمثل لتركيبية رأس المال التي تحقق ميزة الوفر الضريبي وتخلق قيمة للمؤسسة.¹

• رفع معدل النمو: تسمح أنشطة التحوط بالتفكير في دخول أسواق جديدة لاغتنام الفرص في استثمارات مربحة، وتزيد فرص النمو بارتفاع الأرباح المحتجزة التي يقبل المساهمين عدم توزيعها بعد تقييم مخاطرة الاستثمار وتوقع تدفقاتها²

من خلال التأثير على المحددات السابقة لقيمة الشركة يمكن لتسيير المخاطر أن تقلل من المدفوعات المتوقعة لمختلف أصحاب المصلحة في الشركة ويمكن أن تضمن وجود تدفقات نقدية (داخلية) كافية لتمويل مشاريع ذات قيمة حالية موجبة، مما يرفع من قيمة الشركة. الا أنه يجب أخذ بعين الاعتبار تكاليف تنفيذ تسيير المخاطر، عند اتخاذ القرار بشأن ما إذا كانت مفيدة وتعزز القيمة على أساس تحليل التكلفة والعائد. ومع ذلك، من الصعب تقدير المبالغ بدقة على كل من جانب التكلفة والمزايا لتسيير المخاطر على مستوى الشركة، لا سيما عند النظر إليها من منظور التكلفة والمنفعة³

¹ Damodran Aswath, (2005): Value and risk Beyond beta, Financial analyst journal, Vol 61(N.02), 38-44. P40

² Spricc Danijela Milos and others, Op.Cit, P74

³ Schroeck Gerhard, Op.Cit, P136

المبحث الثالث: تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية الإسلامية

ان الدراسات في النظرية المالية التقليدية عديدة ومتنوعة التي تناولت أثر تسيير المخاطر على خلق القيمة، لكن في المالية الإسلامية فالدراسات التجريبية تكاد تكون منعدمة خاصة في اطار تمويل الشركات، حيث يتم التركيز على المؤسسات المالية الإسلامية وخاصة البنوك تحاول الباحثة في هذا المبحث استعراض للتبريرات النظرية لأثر مبادئ المالية الإسلامية على المخاطر المالية وكيفية تأثير تسييرها على خلق القيمة

المطلب الاول: تأثير النظرية المالية الإسلامية على المخاطر المالية:

ان قيام المالية الإسلامية على مبدأ مشاركة الأرباح والخسارة ينتج عنه تقاسم الخطر لجميع الأطراف وبالتالي يكون مفهوم استثمار المحفظة لماركويتر مقبول في النظرية المالية الإسلامية الا أن هناك قواعد فقهية تحكم العلاقة بين العائد والمخاطرة.

بالرجوع لمقاصد الشريعة الخراج بالضمان والغمم بالغرم التي تقيد بأن العوائد المحققة يجب أن يتم معها تحمل المخاطر لاستحقاق الربح،¹ لكن الشريعة الإسلامية بإقرارها بتحمل الخطر الا أنها لا تحرم التحوط منه والتقليل من أثره، بناء على قاعدة "لا ضرر ولا ضرار" لأن الإسلام يدعو للحفاظ على رأس المال² كما تناولت الباحثة في الفصل الثاني شرعية وضرورة تسيير المخاطر المالية. أن العديد من الدراسات أوجدت في المالية الإسلامية عوامل الاستقرار التي تقلل من تقلبات الأسواق المالية وبالتالي المخاطر النظامية التي تواجهها الشركات بصفة عامة. من جهة أخرى نددت دراسات أخرى بأن المنتجات المالية الإسلامية والنظام المالي الإسلامي لا يزال يتسم بالهشاشة في هيكله التنظيمي، التشريعي والاقتصادي. كما أنه يعد في مرحلة نمو مبكرة في ظل مواكبته لتطور البدائل التقليدية، أن عوامل الاستثمار الأخلاقية والاجتماعية تنطوي على بعض المخاطر المحددة التي لا توجد عادة في الاستثمارات التقليدية. تشمل هذه المخاطر: الانحراف على معايير الشريعة، وعدم وجود تجربة كبيرة، وتعرض كبير للشركات التي قد تكون دون المستوى الأمثل ورأس المال العامل المنخفض. لذا يجب أن تؤخذ هذه المخاطر في الاعتبار³

نستعرض فيما يلي تحليل العوامل الايجابية للمالية الإسلامية التي تساهم في تخفيض حجم المخاطرة:

¹ سليمان عادل وبوخرص عبد الحفيظ، (2019): دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأسهم وفق الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي، مجلة العلوم الانسانية، (المجلد 19، العدد 02). ص48

² Azlin Alisa, Ahmad Mustafa & Afifi Ab Halim, (2014): The Concept of Hedging in Islamic Financial Transactions, Asian Social Science, Vol 10 (No 08). 42-50 P46

³ Kraeussl Roman and Hayat Raphie, (2011): Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds Emerging Markets Review, Vol. 12,(No. 2), P189

1- ان الامتثال للشريعة يمكن أن يؤدي بطريقة غير مباشرة لتخفيض المخاطر المالية من خلال المدخل الضريبي وتكاليف الافلاس والوكالة، بحيث يمكن تطبيق نظرية الموازنة، كما يلي:

- الاعتماد علي مصادر التمويل الاسلامية القائم على الدين (كالمرابحة والاجارة) يمكن أن يساهم في تحقيق مزايا الوفر الضريبي من خلال الأقساط المنتظمة الخاضعة للضريبة،¹ والتي تعد أكثر الأدوات الاسلامية التمويلية طلبا نظرا للمرونة التي توفرها.
- الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أو المؤسسات المالية الاسلامية منخفضة الرفع المالي يقل فيها خطر الافلاس وبالتالي تكاليف العسر المالي، فانخفاض نسبة المديونية يخفض من الخطر المالي ويحسن ملاءة الشركات² مما يسمح لها بتحسين علاقاتهم التعاقدية والحصول على التمويل بتكلفة مناسبة، والتفاوض مع العملاء والموردين وباقي الأطراف من موقع قوة. كما سبق توضيحه أن المؤسسة التي يزيد فيها احتمال العسر المالي لا تستطيع ابرام عقود واتفاقية بأسعار مناسبة وستضطر لتحمل تكاليف للمحافظة على أصحاب المصلحة.

2- تساعد القيود المفروضة على الحيازات النقدية الشركات على اتخاذ قرارات استثمارية فعالة لأنها تمنع من حجز الأموال الزائدة التي يمكن للمديرين استثمارها لتحقيق مكاسب شخصية، مما يؤدي إلى تقليل حدة نزاعات الوكالة لأن المديرين يميلون إلى التصرف بشكل أقل انتهازية. حسب مكلنج فان زيادة مستوى الدين له أثر مباشر على مستوى التدفق النقدي الحر من خلال مدفوعات الفائدة المنتظمة ويقلل المجال لحرية التصرف مما قد يزيد الضغط على الإدارة بتشدد الرقابة الخارجية. يقيد المسيرين من التلاعب بالأرباح في حال الفائض النقدي.³

3- قد تخفف الشركات من المخاطر من خلال مستويات أعلى من الإفصاح عن أنشطتها مما يقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين في الوقت الحالي، لكن لا يوجد إطار رسمي يصف كيفية الإبلاغ عن أنشطة الامتثال للشريعة الإسلامية. علاوة على ذلك، لا تتمتع قضايا الأسهم أو الديون المتوافقة مع الشريعة الإسلامية عموماً بنفس مستوى الشفافية مثل نظيراتها التقليدية بسبب

¹ Fitriya Fauzi, Stuart Locke, Abdul Basyith and Muhammad Idris, (2015): The impact of Islamic debt on company value, The 8 and 9 International Conference on Islamic Economic and Fiance, Doha-Qatar, Bloomsbury Qatar Foundation Journals, (Vol 03). P27

²سفيان دلفوف. (2018): أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 14 (العدد 19)، 210-189، ص207

³Ahmed Neveen, Farooq Omar, (2018): Does the degree of Shari'ah compliance affect the volatility? Evidence from the MENA region Research in International Business and Finance, (No.45), 150-157. P156

آليات التسعير إن عدم وجود تقييم موثوق ومستقل لهذه المخاطر يجعل من الصعب على المتعاملين في السوق تقييم مستوى مخاطر الشركة¹

4- بالرجوع لنظرية ترتيب مصادر التمويل نجد أن التمويل الاسلامي يعد ثاني أفضل مصدر تمويلي بعد التمويل الداخلي، فقد وجدت الدراسات أن أغلب الشركات التي تتجذب له هي الأقل ربحية، ففي ظل نقص الأموال الداخلية تزيد حالة عدم التأكد بشأن ملاءة الشركة مما يزيد من تكاليف الوكالة ويصعب الحصول على قروض جديدة وقد تؤدي لرفض مشاريع ذات مردودية، فيكون التمويل الاسلامي البديل المناسب لتقليل تكاليف الوكالة وضعف الاستثمار مما يقلل من الخطر المالي خاصة التمويل بالمرابحة التي تعد أقل مخاطرة للبنوك المانحة للتمويل².

5- تملك الشركات التي تمتثل لمعايير الشريعة الاسلامية مسؤوليات مزدوجة، من خلال الالتزام بتلبية معايير (SAC) المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتحقيق توقعات مختلف أصحاب المصلحة. تظهر نتائج دراسة أن الحصول على شهادة الامتثال الشرعي في البداية يزيد من تكلفة حقوق الملكية للشركة، بما بسبب القيود المالية العالية وغيرها من الأعباء المرتبطة بمتطلبات الشريعة. ومع ذلك، مع زيادة التعرض والوعي في الأسواق الإسلامية، الامتثال لأحكام الشريعة يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة حقوق الملكية

6- يشمل ضمان الامتثال للشريعة تكاليف إضافية لتوظيف أعضاء من الشريعة وفريق تدقيق الشريعة وفريق الامتثال للشريعة. كما أن فرص الاستثمار تكون محدودة تقريبا، لكن القيود التي تفرضها الشريعة تساعد الشركات على التصرف بحكمة أكثر مع قدر أكبر من الشفافية وأخلاقيات العمل، مع تجنب المخاطر والرافعة المالية الزائدة هو عامل آخر يساعد على زيادة أداء نظم تسيير المخاطر³

7- يلزم مبدأ الشريعة الإسلامية "منع الغرر" بتجنب الأنشطة عالية المخاطرة والتي ترتفع فيها حالة عدم التأكد، تحظر أعمال المضاربة وتكون أقل عرضة لمخاطر التعامل بالمشنقات المالية التي لا يزال الجدل قائم حول مشروعيتها وكفاءتها في تغطية الخطر

¹ Cheong Calvin, (2020): Risk, Resilience, and Shariah-Compliance, Research in International Business and Finance , (No 55), 1-32 P10

² Minhat Marizah & Dzolkarnaini Nazam, (2017): Which firms use islamic financing, Economics letters, (Vol 150). P16

³ Irum Saba, Ariff Mohamed, Eskandar Shah Mohd Rashid, (2020): Performance of Shari'ah compliant and non-Shari'ah compliant listed firms: a case study of Malaysia, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol 14 (No 01). 1753-8394

8- تشير الدراسات التحليلية والتجريبية إلى أن التوافق مع الشريعة الإسلامية قد يؤدي إلى عدد من الفوائد الهامة في سوق رأس المال قد تخفض من المخاطر النظامية من خلال:

- تعزيز السيولة بتحسين فرص التنويع لدى المستثمرين. كما يمكن أن يسهل الوصول للمدخرات المكتتزة خارج دائرة البنوك لمعتقدات دينية وتوجيهها لاستثمارات منتجة، مما يحسن سيولة الأسواق ويوسع قاعدة مستثمرين، والذي بدوره ينمي تقاسم المخاطر ويقلل كلفة رأس المال.
- تقليل حالة عدم تماثل المعلومات بين الادارة وأصحاب المصالح، التي تظهر نتيجة تقرد الإدارة ببعض المعلومات واستغلالها لتحقيق منفعة شخصية. يعد هذا منافي لمقاصد الشريعة، ويلزمها الشركات بالإفصاح عن جميع المعلومات، هذا ما يجعل الأسواق الإسلامية قد تصل لمستوى الكفاءة القوي الذي يعد أهم أهداف النظرية المالية¹
- كما أن مبادئ المالية الإسلامية تجعل النظام المالي أكثر استقرار ومقاومة للصدمات، حيث أثبتت عدة دراسات أن مؤشرات المالية الإسلامية كانت أكثر متانة في ظل الأزمات مقارنة بمثيلاتها.²

ان مبادئ المالية الإسلامية بمنع الربا والغرر، مشاركة العوائد ودعم الاستثمار المالي بأصول حقيقية، تسمح للشركة باعتماد أسس صحيحة تمكنها من مواجهة تقلبات الأسواق المالية. ففي ظل الاستدانة المنخفضة يقل خطر الرفع المالي ومستحقات الفوائد المركبة التي قد تزيد من تكاليف العسر المالي المباشرة المرتبطة بتكاليف الوكالة من أتعاب المحامين وتكاليف الاخلال بالعقود، أو الغير مباشرة كخطر خسارة عملاء، موردين أو عمال.

قد يؤدي التقييد على مبلغ الدين إلى تقليل مخاطر الشركة المتوافقة مع الشريعة لأن المستويات المرتفعة من الديون تحد فعلياً من قدرة الشركة على الوفاء بالمدفوعات التشغيلية. قد يشجع هذا الشركة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على أن تكون أكثر عقلانية خاصة فيما يتعلق بنفقاتها النقدية والرأسمالية، مما يؤدي إلى إنشاء احتياطي نقدي أقوى يجعل الشركة أكثر مرونة في مواجهة الصدمات الخارجية خاصة اذا كانت مدعومة بقاعدة من الأصول الملموسة. ومع ذلك، فإن تقييد مبلغ الدين قد يجبر الشركة على تمويل عملياتها واستثماراتها بشكل أكبر بمستويات حقوق الملكية والنقد مما يقلل من الاحتياطي النقدي ويجعلها أقل مرونة. قد تشجع هذه القيود

¹ Hearn Bruce, (2009): Overcoming financing constraints to corporate expansion: evidence from a company in emerging islamic market, Transnational corporations, Vol 18(No 03), 10-22 P21

² Sadeghi Mehdi, (2015): Is Shariah-compliant investment universally sustainable? A comparative study. The 8 and 9 International Conference on Islamic Economic and Fiance, Doha-Qatar, Bloomsbury Qatar Foundation Journals, (Vol 03). 81-90, P82

أيضاً الشركة على أن تكون أكثر حذراً في استثماراتها، واختيار المشاريع التي تضيف أكبر قيمة للشركة فقط. نتيجة لذلك، قد يتم تخفيض مخاطر الشركة. هذه العلاقة المعقدة والحاسمة من العلاقات بين الجوانب التشغيلية المختلفة للشركة لم تتم دراستها تجريبياً.

كما أن امتناعها عن الأعمال المضاربية والاستثمارات عالية المخاطرة يجعلها في مستوى مقبول من الخطر، تكون عوائدها المنتظرة من أنشطتها الحقيقية التي قد يسهل تحديد احتمالية وقوعها، فلا تكون هناك انحرافات كبيرة بين العوائد المتوقعة والمحققة مما يخفض درجة المخاطرة. إلا أنه قد يحرّمها من فرص تحقيق أرباح إضافية.

المطلب الثاني: قيمة الشركة في إطار النظرية المالية الإسلامية:

وفقاً للنظرية المالية ترتبط قيمة الشركة بالتدفقات المستقبلية المتوقعة المحينة بمعدل يمثل تكلفة رأس المال، وقد وجدت بعض الدراسات أن الامتثال لمبادئ المالية الإسلامية قد يكبح من قدرة الشركة على خلق قيمة¹. نستعرض أولاً مفهوم الخصم والقيمة في المالية الإسلامية، ثم ننتظر للمبررات النظرية.

1- الخصم والقيمة الزمنية للنقود في المالية الإسلامية:

إن معايير التقييم المالي تقوم على مبدأ أساسي هو القيمة الزمنية للنقود أو بمعنى آخر قيمة الزمن، حيث تحاول أن تدخل هذا المفهوم في القيمة، وللزمن قيمة معتبرة في الإسلام، لذا فمن المتعارف عليه مثلاً أن يتم بيع أصل (سلعة) بسعر معين إذا كان حالاً، فإن تم سداده مؤجلاً (أو مقسطاً) كان بسعر أزيد من سعر البيع الحال، ولا ينكر أحد مشروعية ذلك، كما أن هناك الكثير من الأدلة التي تبين أن للزمن حظاً من الثمن. تقرر مبادئ التمويل الإسلامي كما تطبيقاته مبدأ القيمة الزمنية للنقد ومبدأ الخصم، ففي كل من البيع الآجل وبيع السلم يتجلى المبدأ بشكل واضح، وخلاصة الأمر أن الحاضر مفضل على الماضي ولا بد من إجراء عملية الخصم الزمني لتتم المعاملة

مبدأ الخصم متفق عليه في المالية التقليدية، لكن في المالية الإسلامية يعتبر في تطبيقاته المؤسسية حديثاً نسبياً، ليس بعيداً عن هذا المبدأ خاصة وأننا نجد الكثير من المصطلحات الشائعة ذات العلاقة بمعنى قيمة

¹ Khaw Kareen Lee-Hwa, Nordin Sabariah & Wong Woei-Chyuan, (2019): Firm risk and corporate policies: from the shariah certification perspective, International Journal of Business and Society, Vol 20 (No 03), 1257-12575 P1226

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

الزمن والخطر، ومن ذلك: (للزمن حظ من الثمن). كما يقر الاقتصاد الإسلامي عدم التساوي بين النقد والنسيئة (المؤجل) ولا بين المعجل والمؤجل حيث المؤجل أنقص في المالية.

برغم أن بعض الباحثين قد يستنكر استخدام البنوك الإسلامية وغيرها من المؤسسات لمبادئ خصم التدفقات النقدية، إلا أننا نعتقد أن تلك المبادئ لا تنافي مطلقاً بمبادئ التمويل الإسلامي، بل على العكس تماماً، هي أدوات مهمة لا غنى عنها للمالية الإسلامية.

يساعد مبدأ خصم التدفقات النقدية في اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، وفي التخصيص الأمثل للموارد المالية، إذ يقوم بتوحيد القيم من حيث توقيت حدوثها ودرجة الخطر التي تنطوي عليها، وهو بذلك يتوافق مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي فيما يتعلق بحفظ المال وحسن استثماره. الهدف الأساسي من مبدأ الخصم هو أخذ أهم متغيرين في علم المالية وهما: (الزمن والخطر) بعين الاعتبار سواء في تقييم المشروعات الاستثمارية أو في تسعير الأوراق المالية أو غيرها. معدل الخصم مفهوم عام وشامل، قد يكون هو سعر الفائدة على القروض وقد يكون معدل عائد (في اقتصاد تقليدي أو اقتصاد إسلامي)، وقد يكون تكلفة فرصة بديلة أو معدل عائد على الاستثمارات؛ بعضها لا يتنافى مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي. يستخدم معدل الخصم كأداة أو مؤشر أو وسيلة، غرضها الرئيسي إدخال كل من الخطر (عدم التأكد) والزمن في التدفقات النقدية المستقبلية لتعكس القيمة الحقيقية والحالية لتلك التدفقات، ولذا نجد أن معدل الخصم يدخل في كل أو معظم موضوعات المالية: كالتقييم المالي للمشروعات وتسعير الأدوات المالية وإطفاء القروض وتحليل الأسواق المالية وغيرها. لا يمكن أن ينسحب على مبدأ الخصم الحكم الشرعي للفائدة للاختلافات الكبيرة والجوهرية التي تم عرضها، كما لا يصح وصف، القروض طرق التقييم المالي للمشروعات وطرق التسعير وغيرها بأنها أدوات أو معايير أو طرق ربوية.¹

1- الأثر الإيجابي على القيمة:

يؤثر الامتثال للشريعة بشكل مباشر على أساسيات الشركات بما في ذلك نوع العمل النشاط ومستوى الرفاعة المالية والمخاطر ومصادر التمويل. الفحص الشرعي مرتبط بالشفافية والكفاءة في إدارة الموارد المالية المحدودة، وبالتالي رفع القيمة على المدى الطويل.

¹ قندوز عبد الكريم (2020): القيمة الزمنية للنقد في التمويل الإسلامي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات (العدد 02)، صندوق النقد العربي

ان النظرية المالية الاسلامية قد تكون طريقة أخرى للتحوط من تقلبات السوق، نظرا لأنها لا تفصل بين الاستثمار المالي والحقيقي، تهدف لتحقيق المصلحة العامة وتقليل عدم التأكد. كما تمنع التعامل ببعض الأصول التقليدية السامة كالمشتقات التي كانت السبب في أزمة الرهن العقاري. الا أن الدراسات التجريبية متناقضة بشأن عوائد الأدوات الاسلامية وخاصة ارتباطها بقيمة الشركات وقد يرجع ذلك لحجم ونوع عينة الدراسات فمنها من تأخذ الأغلبية المسلمة في حين أخرى العكس مما يؤثر على التنوع، المخاطرة والسيولة،¹ نستعرض في ما يلي أهم النقاط والحجج من الدراسات السابقة التي تفسر أثر الامتثال للشريعة الاسلامية لتعظيم قيمة الشركة:

- وجدت أدلة على أن التوافق مع الشريعة الإسلامية له تأثير كبير على تقييم سوق الأسهم. بالإضافة والحذف من الصفة الإسلامية للمؤشر تؤدي إلى استجابة السوق بطريقة مختلفة حسب المنطقة. وجدت دراسة (Jamil Jaballah and others 2017) أن تأثير تصنيف السهم اسلامي كان سلبي في الولايات المتحدة الأمريكية، ولكن الأثر في الأسواق المالية للبلدان الاسلامي كان إيجابيا، والعكس في حالة الحذف من التصنيف الشرعي. تم تفسير هذه النتائج من خلال التصور المختلف للمستثمرين من الامتثال الشرعي للشركات في كلا المنطقتين. يؤدي تصنيف السهم اسلامي إلى طلب أقل من المستثمرين الأمريكيين نتيجة النظرة السلبية للإسلام، حيث أن الإعلان عن امتثال أسهم أمريكية الشريعة يدمر ثروة المساهمين على المدى القصير. في حين أن الامتثال الشرعي للشركات الموجودة في بلد مسلم يرفع القيمة السوقية للشركة ويحسن من أدائها المالي، كما يخلق ثروة للمساهم على المدى القصير. يرجع هذا للطلب المتزايد على المنتجات الشرعية في الدول الأغلبية المسلمة، كما أن بعض المستثمرين مستعدين لتحمل تكلفة أعلى فقط للاستثمار في أصول توافق معتقداتهم الدينية.²
- تظهر نتائج دراسة Scott Pepis, Pieter de Jong أن قواعد الفرز الكمي لها خصائص استراتيجية طويلة الأجل تعزز القيمة، مما يدل على أن الامتثال للشريعة الاسلامية تنتج عنه فوائد طويلة الأجل للشركة.³ على الرغم من أن القيود المالية قد تكون مكلفة في السنوات الأولى لكن مع الاعتياد على

¹ Merdad Hesham Jamil, Kabir Hassen, & Hippler William, (2015): The islamic risk factor in expected stock returns: an empirical study in Saudi Arabia. Pacific-Basic finance journal, (Vol 34). 22-44. P26

² Jaballeh Jamil, Peillel Jonathan, Weil Laurent (2017): Is Being Sharia compliant worth it? Economic Modelling, (Vol 72). 1-10 P2

³ Scott Pepis, Pieter de Jong, (2018): Effects of Shariah-compliant business practices on long-term financial performance Pacific-Basin Finance Journal, (Vol 53)., p19

السياسة المالية تكتسب المؤسسة أريحية في التسيير لتستفيد على المدى الطويل من مزايا التصنيف الشرعي، لكن على شرط المحافظة عليه.

■ تتمتع الشركات الإسلامية بالخصائص المالية التي تجعلها أكثر قدرة على الصمود في وجه الأزمات، من خلال الاعتماد أكثر على أصول ملموسة التي تعتبر ضمان للدائنين، رافعة المالية المنخفضة ترتبط بانخفاض مخاطر الافلاس، التي قد تشكل صمام أمان خلال فترة الأزمة¹

ان نظريات هيكل رأس المال (الموازنة ونظرية ترتيب مصادر التمويل)، تجد أن الدين يرفع من قيمة الشركة في ظل مزايا الوفر الضريبي، لكن على الشركات أن توازن بين هذه المزايا الضريبية وتكلفة العجز المالي المحتملة المرتبطة به. تجادل نظرية الترتيب لمصادر التمويل بأن تركيبة رأس المال يمكن أن يمثل إشارة في ظل عدم تماثل المعلومات، حيث يرسل إصدار الدين إشارة إيجابية بخصوص الآفاق المستقبلية الأفضل للشركة توسيع هذه الأفكار إلى أسواق الأسهم والمؤشرات ذات الديون المرتفعة يجب أن يكون أداء الأسهم أفضل من تلك ذات الديون المنخفضة. ومع ذلك، قد تكون فوائد الدين على حقوق الملكية التي تشير إليها نظريات هيكل رأس المال التقليدي صحيحة خلال فترات النمو لكن ليس في فترات الركود، يمكن الإشارة إلى هذا بالعوامل الخارجية للديون المرتبطة بدورة الأعمال. عندما يكون الاقتصاد والأسواق المالية في مرحلة النمو، فإن الشركات ستنتظر للديون على أنها أفضل مصدر تمويلي بكونه أقل تكلفة، ويرجع ذلك إلى أن فترات الازهار في الاقتصاد مصحوبة بانخفاض التخلف عن السداد، مما يضمن استرجاع أو تسديد المستحقات وانخفاض الديون المتعثرة. مما يمكن الشركة من تمويل استثمارات ذات مردودية عالية بتكلفة ثابتة. خلال فترات الركود يجب أن تكون الديون أقل أفضلية لكونها أعلى كلفة لارتفاع حالات التخلف عن السداد وارتفاع علاوة المخاطرة. بالنسبة لأسواق الأسهم، فإن هذا يعني أن أسهم الشركات الأقل استنادة قد تكون ذات أداء أفضل من الشركات عالية الاستنادة. تشمل هذه الحجة مؤشرات الأسهم الإسلامية، التي لديها ديون أقل من المؤشرات التقليدية، يقترض أن يكون أداءها أفضل.

■ ان الأسهم الإسلامية توفر مزايا تنويع قوية لمعظم الأسواق في مجال الاستثمار طويل الأجل، تمثل أصول دفاعية توفر فرص تحوط وصورة الملاذ الآمن كل من الفترات العادية والأزمات، في الأسواق المالية للمتقدمة أو الناشئة أيضًا. ان الأسهم الإسلامية قد تكون أفضل البدائل في ظل ظروف اقتصادية مختلفة، خاصة في فترة قبل الأزمة حيث تكون أسعارها منخفضة ثم ترتفع في ذروة الأزمة

¹ Ahmed Neveen, Farooq Omar, Op.Cit, P88

لارتفاع الطلب عليها. كما تمثل استثمارات طويلة الأجل بالدرجة الأولى¹ ان التمويل الاسلامي يكون أكثر تكلفة في الأول نظرا للقيود المفروضة والمخاوف لكن مع الافصح الدائم تزول المخاوف وتدرجيا ولا تشكل القيود عقبة مما قد يخفض التكلفة على المدى الطويل، ومع اتساع نطاق الأصول الاسلامية وجذبها لعدد أكبر من الباحثين عن استثمارات أخلاقية واجتماعية تزيد سيولة هذه المنتجات، فعلى المدى الطويل قد يكون تأثير ايجابي على قيمة الشركة.²

على الرغم من الحجج المقدمة لمساهمة مبادئ المالية الاسلامية ومزايا التصنيف الشرعي للسهم في رفع القيمة، الا أن هناك العديد من الأدلة الأخرى التي تدعو لكون التمويل الاسلامي والالتزام بالمعايير الشرعية قد يكون مدمر للقيمة.

2- الأثر السلبي على القيمة:

ان الأدلة والدراسات متناقضة بشأن أداء الأسهم الاسلامية وكونها أقل قدره على خلق القيمة، نستعرض منها ما يلي:

■ تخوف ونفور المستثمرين من أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، ففي النظرية المالية يمكن اعتبار المؤسسة محفظة من الأصول المالية المسعرة في السوق حسب توقعات المستثمرين. عند اصدار الأسهم وتخوف المستثمرين من الاكتتاب سيتم كبت قدرة المؤسسة على الاستمرار والنمو في ظل غياب الموارد المالية، وقد يصل حتى لتصفية المؤسسة. ان أهمية المستثمر لا تكمن فقط في عملية التمويل بل أيضا في تقييم أصول المؤسسة الصادرة سابقا.³

في البلدان ذات الأقلية المسلمة هناك تصور مشوه للمنتجات الاسلامية ورسوخ مفهوم خاطئ لها، وقد يرجع هذا لنقص الوعي وعدم التسويق الفعال للمنتجات الاسلامية في هذه الدول، وفقا للدراسة السابقة (Jaballah, J. 2017) هناك نفور من أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية.⁴

■ ان اعتماد سياسة تمويلية واستثمارية متحفظة قد يجنب بعض الاستثمارات المربحة، مما يخفض العوائد وفرص النمو. كما أن الرفع المالي في هيكل التمويل يعد عامل ايجابي لرفع القيمة غير أنه منافي لمقاصد الشريعة وقد يساهم في خسارة ثقة المستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات تتماشى مع

¹ Azad Asm Sohel , Azmat Saad, Chazi Abdelaziz & Ahsan Amirul, (2018): Sailing with the non conventional stocks when there is no place to hide, Journal of international financial markets, institutions & money, (No 57). p9-14

² Karimov Jamshid, Balli Faruk, Balli Hatice-Ozer and De Bruin Anne, (2020): Shari'ah compliance requirements and the cost of equity capital, Pacific-Basin Finance Journal, Elsevier, (Vol 62, C). 2-14 P12

³ Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann le fur, Op.Cit, p541

⁴ Jaballeh Jamil, Peillex Jonathan, Weil Laurent, Op.Cit, P9

معتقداتهم الدينية¹. الشركات التي تستخدم الدين كمصدر رئيسي للتمويل قادرة على زيادة رأس المال بأقل سعر تكون أكثر قدرة على الانخراط في مشاريع تعزز القيمة أكثر من الشركات التي لا تستخدم الديون كمصدر أساسي لرأس مالها. ومع ذلك، زيادة الديون تزيد النسبة أيضًا من مخاطر الأعمال، وارتفاع احتمال العسر المالي الذي قد تزيد من تكلفة المعاملات، لذا فإن التأثير النهائي على أداء الشركة وتقلبها غامض

■ وفقا للنظرية المالية تتأثر قيمة الشركة بتكلفة رأس المال الذي يأخذ كمعدل لخصم التدفقات النقدية المستقبلية، وقد وجدت بعض الدراسات ارتفاع تكلفته عند اعتماد التمويل الاسلامي. الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية تكون أكثر تكلفة من خلال تضيق النطاق عليها وكونها أقل تنوعا، لكن المستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات تتوافق مع معتقداتهم الدينية يكونون مستعدين لدفع تكلفة اضافية. كما أن البنوك الاسلامية مانحة التمويل التي تجد أن ولاء عملائها مرتبط فقط بأسباب دينية يجعلها تحت ضغط قلة العملاء المحدودين مما يجعلها ترفع التسعير.

■ ضعف سيولة الأدوات المالية الاسلامية مقارنة بمثيلاتها التي تشجع عمليات المضاربة على توفير تدفق السيولة. بالإضافة لصغر حجم الأسواق في الدول العربية التي تعتبر المتعامل الأول بالأدوات الاسلامية وكونها موجهة لفئة قليلة من المستثمرين، مع احتمال ضعيف للتنوع مما يقلل ربحيتها وقدرتها التنافسية، كما أن نقص المهارات الادارية والتكنولوجية والبيروقراطية تخلق حواجز أمام الاستثمار الأجنبي مع انخفاض العوائد وتقلبها ترتفع تكلفة رأس المال².

ان الحاجة لتسيير المخاطر المالية أصبح ضرورة أساسية في كل الشركات، الا أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية لا بد عليها أن تكون سابقة بخطوة في التحكم في المخاطر المالية التي تتعرض لها لضمان مكانتها السوقية. ان العوامل السابقة التي تثبط عملية خلق القيمة في الشركة، من خلال نفور المستثمرين وتخوفهم من هذه الأسهم المقيدة، ارتفاع التكلفة، قلة التنوع والسيولة يمكن تقليله من خلال اعتماد سياسة محكمة للمخاطر المالية لضمان تخفيض تقلب التدفقات النقدية وتحسين تصور مفهوم الخطر لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، مما قد يخفض من العائد المطلوب تحقيقه من المساهمين، وبالتالي تكلفة التمويل الا ان الأدلة التجريبية بهذا الشأن تكاد تكون منعدمة

¹ Shah Bt Shahr Wan Shahzinda, Shah Bt Shahr Wan Shahdila, (2015): Impact of Firm Leverage to Performance: Evidence from Shariah and Non-Shariah Compliant Companies in Malaysia. First International Conference on Economics and Banking Malaysia: Atlantis Press (pp. 140-150). P146

² Hearn Bruce, Op.Cit, P12

المبحث الرابع: مقارنة أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في النظرية المالية التقليدية

والمالية الإسلامية

تناولت الباحثة في المبحثين السابقين تسيير أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة في كل من النظريتين التقليدية والإسلامية، ولاعتماد على المنهج المقارن في الدراسة لا بد من المقارنة بين المقاربتين من خلال استخراج أوجه التشابه والاختلاف بينهما.

المطلب الأول: تسيير المخاطر المالية المنهج التقليدي مقابل المنهج الإسلامي

ان المخاطر المالية وتسييرها هي واحدة من المجالات الأساسية للتمويل الحديث التقليدي، الا أنه في النهج الإسلامي معالجة هذا الموضوع فريد من نوعه، وخصائصه جديرة بالملاحظة. أولاً حرم الإسلام الغرر الذي يرتبط بمشاريع أو نشاط ترتفع فيها حالة عدم التأكد تصعب وضع تقدير احتمالي للأرباح أو الخسارة. ثانيًا، يُسمح بالمخاطرة المعقولة في سياق النشاط الاقتصادي بكونها تبرر الأرباح المستحقة. يُسمح بهذا النوع من المخاطر طالما أن احتمال تحقيق ربح هو السائد، بمعنى آخر إذا كان هناك احتمال رياضي أكبر للحصول على نتيجة إيجابية. علاوة على ذلك، نظرًا لأن الحفاظ على رأس المال والسلع هو أحد الأهداف الرئيسية للشريعة، فإن الإسلام يشجع تسيير المخاطر طالما أن الهدف منها هو الحفاظ على الثروة، ولا ينطوي على ممارسات محظورة مثل الربا أو الغرر. يوصى بشدة باستخدام التضامن والتعاون والمساعدة المتبادلة على وجه الخصوص في هذا المجال.

بشكل عام، يتمثل تسيير المخاطر في تحديدها وتحليلها قبل محاولة السيطرة عليها وفهم حدودها وتقييم تأثيرها المحتمل. غالبًا ما يتم تقسيم التسيير بين التحكم في المخاطر التي تتضمن بذل كل جهد لتقليلها من حيث التكرار والأثر (الخسارة المحتملة)، والسيطرة على المخاطر المالية اما باعتماد وسائل الرقابة الداخلية أو باللجوء لأطراف خارجية. الرقابة الداخلية ممكنة عندما يكون لدى الكيان موارد كافية خاصة به للتعامل مع التأثير المحتمل الذي يمثله الخطر. هذا هو الحال على وجه الخصوص بالنسبة للمخاطر التي تنطوي على أحداث متكررة للغاية تؤدي إلى مستويات منخفضة من الخسارة. بالنسبة للمخاطر عالية المستوى، والتي لا تمتلك الكيانات موارد داخلية كافية لمعالجتها، هناك أليتين مختلفتين اما، بنقل المخاطر إلى أطراف خارجية، مثل شركات التأمين أو الأسواق المالية (المشتقات المالية). هذا يجعل من الممكن تبادل حالة عدم التأكد الكامن في المخاطر المحتملة لدفع قسط أو سعر. الا أن شركات التأمين تغطي فقط المخاطر غير المنتظمة والمخاطر

البحث التي يكون فيها احتمال الخسارة فقط. كما أن استخدام المشتقات قد ينجر عنه مخاطر جديدة كما سبق شرحه في الفصل الأولى

إلى جانب الألية الأولى لتسيير الخطر، يتمثل النهج البديل في المشاركة أو تبادل مخاطر مماثلة تواجهها شركات مختلفة. هذا المنظور الأخلاقي هو نموذجي لتسيير المخاطر في السياق الإسلامي. في الواقع، بالإضافة إلى محاولة تجنب الغرر بشكل صرف أو تقليبه إلى مستوى محتمل، يمكن أن يشمل هذا النوع من التسيير استخدام خدمات التأمين الإسلامي (التكافل) القائم على مبدأ التضامن، أو اللجوء إلى المشتقات الإسلامية التي يتم ربطها بمعاملات حقيقية ولا يكون لها سوق ثاني لاستعمالها لأغراض أخرى خارج التحوط.

لكن أدوات التحوط الإسلامي لا تزال محل جدل في مشروعيتها، حيث اعتبرها البعض تحايل على مبادئ الشريعة لممارسة عقود المشتقات المالية التقليدية ومنحها الصبغة الإسلامية. إن إمكانيات النهج الاقتصادي والمالي الإسلامي كنموذج بديل سيتم كبحها بشكل مصطنع، في سياق توجد فيه حاجة متزايدة للأخلاق والإنصاف. علاوة على ذلك، فإن التمويل الإسلامي قادر أيضاً على تقديم نهج بديل يمكن أن يساهم بشكل كبير في الانتعاش الاقتصادي والمالي والاستقرار، نظراً لإمكانية الوصول إلى حلول التمويل والاستثمار الخاصة به وتوافقها مع جميع الجهات الفاعلة، دون استثناء. ومع ذلك، فإن التطوير الفعال للتمويل الإسلامي لا يزال يعتمد بشدة على الإرادة السياسية ومديري الشركات والعملاء، وليس فقط على القضايا التقنية التي يمكن حلها بسهولة إلى حد ما.¹

من خلال ما تم تناوله في الفصول السابقة والمباحث أعلاه يمكننا استخراج نقاط التشابه والاختلاف بين النظريتين من جانب تسيير المخاطر المالية أو أثرها على فرص خلق القيمة في الشركات

1- أوجه التشابه:

- توافق مفهوم الخطر المالي في ارتباطه بحالة عدم التأكد بمتغيرات السوق المالي التي تصعب توقع العوائد المستقبلية مما قد يخلق احتمال للخسارة.
- الإقرار بضرورة وأهمية تسيير المخاطر المالية للحفاظ على استمرارية وتنافسية الشركة، ولحماية الثروة الذي يعد من مقاصد الشريعة

¹Bousslama Ghassen, Op.Cit. P11-12

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

- تتطابق الإجراءات لتسيير الخطر من تحديد، قياس، اختيار الاستراتيجية، اعتماد آلية لتقليل الخطر والمتابعة والرقابة.
 - تحديد عوامل الخطر والتوزيعات الاحتمالات للحالات التي قد تتعرض لها يختلف حسب خصائص الشركة وليس حسب النظريات
 - طرق قياس الخطر هي نفسها المعتمدة من الانحراف المعياري، القيمة المعرضة للخطر، تحليل الحساسية....
 - الاليات الداخلية لتخفيض حجم التعرض للخطر مقبولة في كلا النظريتين من دراسة الائتمان قبل منحه، متابعة التوزيع الزمني لتواريخ الاستحقاق، التنويع، طلب ضمانات.
- 2- أوجه الاختلاف :**

يفضل وضعها في جدول وتحديد أساس الاختلاف، كما يلي:

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

جدول 5: أهم الاختلافات في تسيير المخاطر المالية بين النظرية المالية التقليدية والاسلامية

الأساس	النظرية المالية التقليدية	النظرية المالية الاسلامية
احتمال المخاطر	وضع توزيع احتمالي لحالات الريح أو الخسارة حسب توقع حدوثها	يشترط أن يكون احتمال الريح هو السائد ففي حال العكس يكون في حكم الغرر (كالقمار) المحرم شرعا
استراتيجية	تجنب الخطر، التقبل، النقل، أو التخفيض	التجنب، التقبل أو التخفيض يحرم نقل الخطر لطرف اخر لمبدأ الغنم بالغرم" فالمكاسب المستحقة تكون بتحمل مسؤولية النتائج، البديل هو تقاسم الخطر
التأمين	يتم اللجوء لتأمين بدفع قسط لشركة تأمينات مقابل الحصول على تعويض الخسائر المؤمن عليها ان وقعت.	يتم اقتسام الخطر بين أفراد المعرضين له من خلال دفع مبلغ معين كاشتراكات تستخدم لتعويض أحد المتضررين عند تحقق الخطر المتعاون على مشاركته
التحوط	من أهم الاليات لتسيير المخاطر يعتمد على المشتقات المالية	مستحب للحفاظ على الثروة لكن يشترط أن لا تتعارض الوسائل مع مقاصد الشريعة وأحكامها
المشتقات	العقود المستقبلية الخيارات العقود الاجلة عقود المبادلات	البدائل الشرعية السلم، الاستصناع والمرابحة العقود الاجلة الاسلامية: عقود المبادلة الاسلامية عقود الخيارات الاسلامية
اللجوء للمشتقات	تستخدم بكثرة للتحوط وتعد من أفضل الوسائل كما ويتم استخدامها للمضاربة	تستخدم للتحوط فقط بشروط توافق مبادئ الشريعة ويقل اللجوء للمشتقات الاسلامية

المصدر: من اعداد الباحثة

المطلب الثاني : مقارنة تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة بين النظريتين:

يعد هدف خلق القيمة جوهرية في كلا النظريتين لكن الدراسات السابقة حول محددات قيمة الشركة لا تقدم الكثير من الأدلة في سياق الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. تلعب القيمة السوقية للشركات دوراً أساسياً في قرارات الاستثمار. نتيجة لذلك، تهدف جميع الشركات إلى اتخاذ خيارات الاستثمار والتمويل التي تزيد من قيمة الشركة. لا تعكس قيمة الشركة النجاح الذي حققته المنظمة فحسب، بل إنها أيضاً مؤشر على فرص النمو المستقبلية. أهم النظريات في المالية التقليدية تعود لمرجع مودجيني وميلر اللذان بين أن قيمة الشركة ترتبط فقط بقدرتها على تحقيق استثمارات ذات مردودية مهما كان رأس مالها، وبالتالي في ظل فرضية كفاءة الأسواق المالية فإن القرارات المالية للشركة لا تؤثر على خلق القيمة بما فيها تسيير المخاطر. كما أن المستثمر يمكنها تقليل حجم المخاطرة في سهم الشركة من خلال تكوين توليفة متنوعة من أصول محفظة تؤدي لإلغاء المخاطر الخاصة. لكن في إطار التخلي على فرضية كفاءة الأسواق المالية يظهر أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة من خلال تقليل الالتزامات الضريبية وتكاليف المعاملات الناتجة عن احتمال العسر المالي ونزاعات أصحاب المصالح التي تنشأ عنها تكاليف الوكالة والتي كانت مساهمة أعمال كل من ستولز، سميث جونسون ومكلنج في توضيح ذلك حيث تسمح أنشطة تسيير المخاطر المالية بالتأثير على محددات القيمة بتقليل تقلب التدفقات النقدية، تخفيض تكلفة رأس المال من خلال ضمان موارد داخلية وتحسين ملاءة الشركة، مما يسمح بتمويل الفرص الاستثمارية لتعزيز معدلات النمو المستقبلية.

في النظرية المالية الإسلامية تشترط أن تكون الاستثمارات المرتبطة بالمعاملات الاقتصادية تخلق قيمة مضافة أو ثروة، حيث تعد هدف أساسي. في ظل تنافسية الشركات يجب أن تهتم كل منها بتعظيم ثروة المساهمين في ظل التوفيق بين ثنائية العائد والمخاطرة. تساهم مبادئ المالية الإسلامية في تخفيض المخاطر المالية الخاصة بالشركات من خلال تخفيض احتمال العسر المالي بتوفير قاعدة أصول ملموسة تعد ضمان للدائنين، وتسقيف نسب الاعتماد على الديون مع تقاسم المخاطر كما أنها تدعو لتسيير المخاطر لضمان حفظ الثروة، كل هذا يساهم في تعزيز عوامل خلق القيمة خاصة مع تخفيض تقلب التدفقات النقدية من خلال أنشطة تسيير المخاطر المالية. لكن قد يبرز الأثر على المدى الطويل، من خلال التأقلم مع القيود المفروضة وتقبل السوق أكثر لهذا النوع الجديد من الأصول لإزالة احجام المستثمرين الغير مسلمين عن تداولها وتوفير سيولة أكبر خاصة في الدول ذات الأقلية المسلمة مما قد يخفض تكلفة رأس المال. ولغرض المقارنة نلخص نقاط التشابه والاختلاف في تفسير أثر تسيير المخاطر المالية بين كلا المقاربتين:

1- أوجه التشابه:

في كلا المقاربتين يختلف الباحثين وتتعارض الدراسات من وجود الأثر أو عدمه لتسيير المخاطر على خلق القيمة كما أن أهم أوجه التشابه تكمن في :

1. يعد هدف خلق قيمة أو ثروة غاية أساسية في كلا المقاربتين حيث في النظرية المالية التقليدية تركز الدراسات دائما على اليات رفع قيمة المساهمين، كذلك في المالية الاسلامية غير أنها تعد الهدف الثاني بتحقيق منفعة اقتصادية أولا بتغليب المصلحة العامة عن الخاصة.
2. توافق في نظرية ماركويتز بأن المخاطرة تزداد العوائد المتوقعة، كذلك يؤيد مبدأ الغنم بالغرم ذلك في المالية الاسلامية، فمع تحمل مخاطرة أكبر ينتظر عائد أكبر مستحق.
3. تسمح أنشطة تسيير المخاطر المالية بتقليل تقلب التدفقات النقدية، تحسين ملاءة المؤسسة وتخفيض تكلفة رأس مالها.

2- أوجه الاختلاف :

يفضل وضعها في جدول وتحديد أساس الاختلاف، كما يلي:

الفصل الثالث: التأسيس النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

جدول 6 : أهم الاختلافات في أثر تسيير المخاطر المالية على خلق بين النظرية المالية التقليدية والاسلامية

النظرية المالية التقليدية	النظرية المالية الاسلامية	
قيمة الشركة	في الدراسات السابقة ترتبط قيمة الشركة بالقيمة السوقية للأسهم أما في الدراسات الحديثة فتمثل في التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة المخصومة بمعدل تكلفة رأس المال	توافق على أن القيمة الزمنية تختلف حسب الزمن وتأخذ بمبدأ خصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة
أفضلية مصادر التمويل	تعد الديون أفضل مصدر تمويل بعد التمويل الذاتي لتسقيف التكلفة، الوفر الضريبي وعدم التدخل الدائنين في التسيير	تعد منتجات التمويل الاسلامي أفضل ثاني مصدر بعد التمويل الداخلي يحقق مزايا الوفر الضريبي، لا يشترط الضمانات
تكلفة رأس المال	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ترتفع مع زيادة المخاطرة حيث يطالب مالكي الأسهم بعائد أعلى والدائنين بمعدل فائدة أكبر	توافق الدراسات على أن اعتماد التمويل الاسلامي في المراحل الأولى يزيد من تخوف المساهمين خاصة في الأسواق الغربية فتكون تكلفة رأس المال مرتفعة في الأول ثم تنخفض مع الوقت
التأثير الايجابي	في ظل كفاءة الأسواق المالية يمكن للمستثمرين اختيار التركيبة المناسبة حسب ثنائية الخطر ويتم تقليله من خلال التنويع ولا يوجد دافع للتحوط	السياسة التمويلية والاستثمارية المقيدة من انخفاض مزايا الرفع ومنع الأنشطة المضاربية قد تضر بفرص النمو وخلق القيمة

الفصل الثالث: التأصيل النظري لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

التأثير الايجابي	في ظل وجود تكاليف المعاملات تسمح أنشطة تسيير المخاطر المالية من تثبيت التدفقات وتوفير مصادر داخلية مع تخطيط أفضل للعوائد وتقليل تكلفة رأس المال بانخفاض خطر العجز المالي وعدم السداد	انخفاض الدين يقلل من خطر العسر المالي، مع الزامية الافصاح عن المعلومات وأخلاقيات العمل تقل تكاليف الوكالة وحالة عدم تماثل المعلومات مما يحسن التوقعات المستقبلية في تصور المستثمرين
---------------------	---	--

المصدر: من اعداد الباحثة

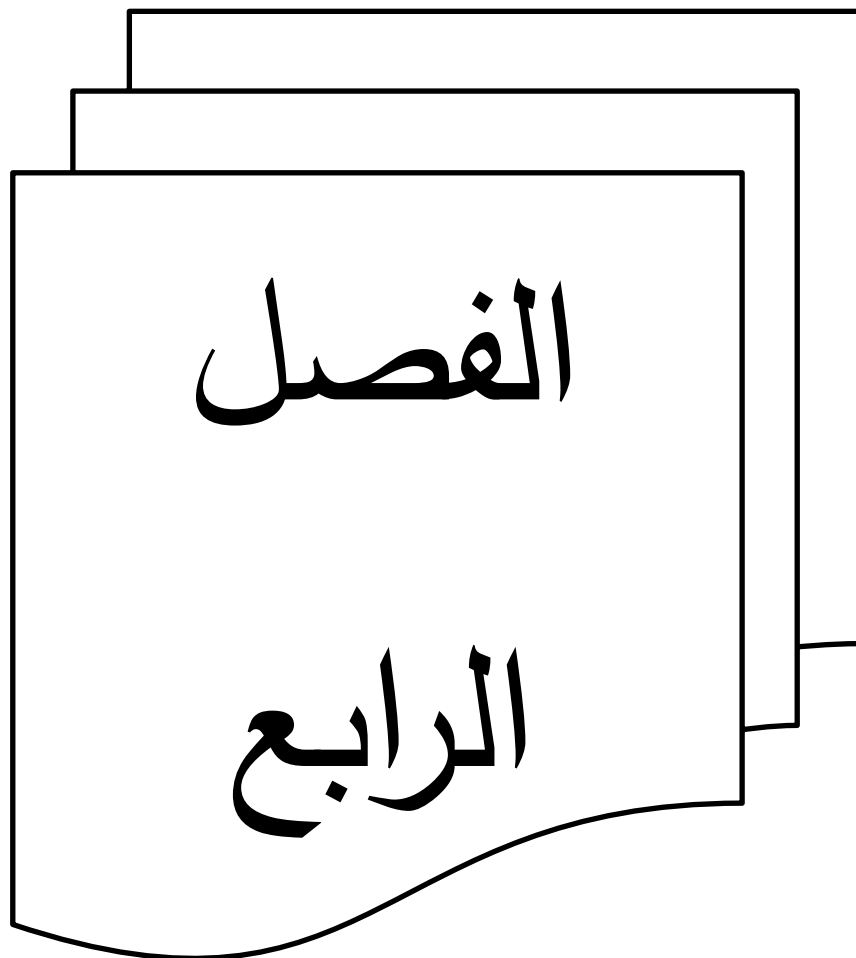
خلاصة الفصل الثالث:

يعد هدف خلق قيمة غاية أساسية في كل من النظرية المالية التقليدية والمالية الإسلامية، كما أن ضرورة تسيير المخاطر المالية تعد مطلب الزامي لضمان تنافسية واستمرارية الشركات والحفاظ على الثروة الذي يعد من مقاصد الشريعة

توافق أغلب الدراسات أن هدف تسيير المخاطر المالية هو خلق القيمة لكن تفسير أثرها على القيمة متباين. في النظرية المالية التقليدية الدراسات القائمة على فرضية كفاءة الأسواق المالية تنفي وجود أثر لقرارات تسيير المخاطر على القيمة، حيث يتوفر المستثمر على جميع المعلومات لتشكيل محفظة متنوعة جيداً يستطيع من خلالها التخلص من المخاطر الخاصة ولا يهتم بقدرة الشركة على تسيير الخطر. بينما الدراسات الحديثة التي ترفض فرضية كفاءة الأسواق المالية تجد أن تسيير المخاطر المالية يمكن أن يساهم في خلق القيمة من خلال معالجة تكاليف المعاملات، بتقليل تقلب التدفقات وضمان موارد داخلية كافية لتمويل الاستثمارات وتحسين ملاءة المؤسسة مما يقلل من تكاليف الوكالة والعسر المالي.

أما في النظرية المالية الإسلامية، تسمح مبادئها بتخفيض حجم المخاطرة في الشركات وفي السوق المالي ككل، من خلال تقليل أثر الرفع المالي وحظر أعمال المضاربة. كما تقضي أدوات التمويل الإسلامي بتقاسم المخاطر من خلال اقرار نهج بديل قائم على مشاركة المخاطرة دون تحويلها في اطار معادلة صفرية. لكن السياسة المالية والاستثمارية المقيدة قد تؤدي لتخفيض فرص خلق القيمة في الشركات في ظل انخفاض العوائد وارتفاع تكلفة الاستثمار لتخوف المستثمرين من هذه الأصول الجديدة بالإضافة لمحدودية أدوات التحوط المشروعة. كما أن تفسير العلاقة يختلف حسب الأفق الزمني والمكاني لعينة الدراسات السابقة.

للتحصيل أكثر من الدراسات النظرية نتطرق للاطار التطبيقي باعتماد دراسة تجريبية للوصول لنتائج علمية مختبرة لتأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة



الفصل

الرابع

تمهيد:

بعدها تم التطرق خلال الفصول السابقة من هذه الدراسة الى الاطار النظري لمتغيرات الدراسة، واستعراض النظريات المفسرة للعلاقة فيما بينها من أجل تعزيز التأصيل النظري لبناء النموذج القياسي، سيتم خلال هذا الفصل اسقاط ما توصلنا اليه على الشركات الغير مالية المدرجة في بورصة ماليزيا كمجتمع للدراسة، لكون السوق المالي الماليزي الرائد في مجال الاستثمار الاسلامي، ويعد سوق مزدوج يجمع بين الأدوات التقليدية والاسلامية، يتمتع بالاتساع والعمق ويتوافق مع تنظيمات الأسواق العالمية.

قمنا في هذا الفصل بالتعريف أولاً بالسوق المالي الماليزي، ثم انطلقنا لقياس ومقارنة تقلبات المؤشر العام للسوق مع المؤشر الاسلامي، لتحديد الخطر على المستوى الكلي. على المستوى الجزئي قمنا بمقارنة اليات تسيير المخاطر المالية بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية من خلال الاعتماد على افصاحات الملاحق في القوائم المالية للشركات. كما اعتمدنا تحليل بيانات البائل لعينة من الشركات من خلال قياس المخاطر المالية في النوعين من الشركات وتحديد أثر استخدام المشتقات ومعامل الشريعة عليها، ثم انتقلنا لخلق القيمة وتحديد أثر تسيير المخاطر المالية عليها من خلال المقارنة دائماً بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية من أجل الاجابة على اشكالية وفرضيات الدراسة. وقسمنا هذا الفصل للمباحث التالية:

المبحث الأول: التعريف بمجتمع وعينة الدراسة

المبحث الثاني : تقدير التقلب والمخاطر باستعمال نماذج GARCH

المبحث الثالث :مقارنة اليات تسيير المخاطر المالية بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية

المبحث الرابع: تحليل بيانات البائل لعينة من الشركات الماليزية

المبحث الأول: التعريف بمجتمع وعينة الدراسة:

اخترنا اسقاط الدراسة على السوق المالي الماليزي باعتباره سوق يضم كل من المنتجات التقليدية والاسلامية، كما أنه ينشط التداول فيه على المنتجات الاسلامية. ولا يقتصر التعامل مع المؤسسات المالية الاسلامية بل أيضا الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والتي تشكل النسبة الأكبر في الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا.

كما تعد أفضل سوق وأكثرها إبداعًا في الاستثمار الشرعي، وهو امتياز حصلت عليه من ريادة الابتكارات المختلفة في التمويل الإسلامي حيث تعد أول منصة استثمار شرعي شاملة في العالم، تمكن من الوصول بسهولة إلى العديد من المنتجات والخدمات الاستثمارية، وربط المشاركين في السوق المحلية والأجنبية بجميع أنواع الفرص لمساعدتهم على التوسع أو الاستثمار بتوفير مجموعة منتجات متنوعة. يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوقين أساسيين، سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الاسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل.

المطلب الأول: التعريف بسوق رأس المال الماليزي:

يشمل سوق رأس المال الماليزي، بورصة الأوراق المالية، وبورصة المشتقات، كما يضم أيضا السوق غير المنظم خاصة سوق السندات.¹

1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي:

ان الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا كان بتاريخ 09 ماي 1960 ،حين شكلت سوقا منظمة مشتركة مع سنغافورة، يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم، ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها. في سنة 1976 تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم. وتطورت سوق الأوراق المالية تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وأيضا سوق المشتقات. في سنة 2004 غيرت بورصة كوالالمبور اسمها إلى

¹ كتاف شافية، (2014): دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس – سطيف، الجزائر ص114

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

بورصة ماليزيا بيرهاد، وقامت بعدة تعديلات من أجل تعزيز المركز التنافسي والاستجابة للاتجاهات العالمية في قطاع الصرف، من خلال جعل البورصة أكثر تركيزًا على العملاء وتوجّهًا نحو السوق.

2- سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيعو الغرر... وغيرها، فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين¹

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق باديئ الشريعة الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهاد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل ام. دي. اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه. ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994، والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية التي تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية. وتعد

¹ نصبة مسعودة و محدّة ناصر، (2018): إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية، حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة العلوم الانسانية بسكرة، (العدد 48)، ص106

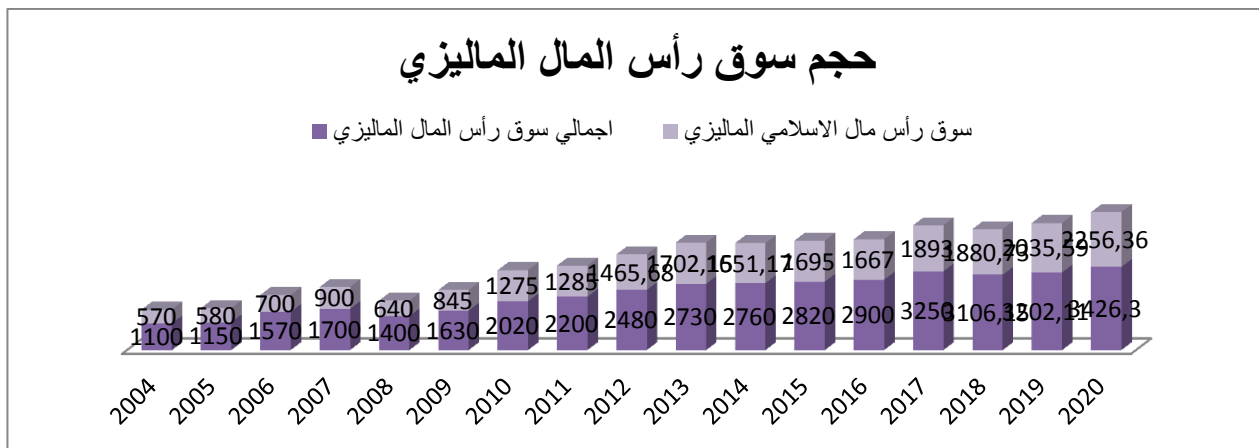
الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهريّة في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة¹

الشكل الموالي يوضح تطور حجم سوق رأس المال الماليزي في السنوات الأخيرة مع مساهمة سوق رأس المال الاسلامي:

الشكل 6 : تطور حجم سوق رأس المال الماليزي



Source : ICM Statistic Securities Comission Malaysia Dec 20

من خلال الشكل أعلاه يتضح نمو حجم السوق الماليزي من سنة 2004 الى غاية 2020، وقد شهد معدل نمو كل من السوق العام والاسلامي وتيرة متزايدة، كانت متباطئة في البداية مع نشأة السوق وآثار الأزمة الآسيوية 1996-1997 ثم بدأ السوق يعرف نمو من 1150 بليون رينغيت ماليزي سنة 2006 الى 1700 بليون رينغيت ماليزي سنة 2007. كذلك السوق الاسلامي سجل زيادة بـ 200 بليون رينغيت ماليزي من 2006 الى 2007. بعدها كان أثر أزمة الرهن العقاري حيث انتقلت العدوى للأسواق الآسيوية والتي لم تكن ماليزيا

¹ نسبة مسعودة ومحددة ناصة، نفس المرجع، ص107

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

بمنأى عنها، حيث تراجع السوق من 1700 الى 1400 بليون رينغيت ماليزي وكذلك السوق الاسلامي من 900 الى 645 بليون رينغيت ماليزي. ثم بدأ كلا السوقين يسترجع أنفاسه وتسجيل نمو متزايد من سنة 2009 الى 2020 في كلا السوقين عموما.

كما أنه لم يكن لأزمة كوفيد 19 تأثير كبير على معاملات السوق ففي سنة 2019 قدر حجم السوق بـ 3202.11 بليون رينغيت ماليزي، وفي سنة 2020 تزايد الحجم ليصل الى 3426.3 بليون رينغيت ماليزي، بالنسبة لسوق رأس المال الاسلامي فذلك يعرف نمو متواصل ويقارب حجم السوق وهذا لتزايد حجم المعاملات المالية الاسلامية ككل من الأسهم، الصكوك والصناديق الاسلامية. الا أن الأسهم الاسلامية هي التي تمثل أكبر نسبة وللتوضيح أكثر وضعنا الجدول الموالي يحدد معدل النمو ونسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية من اجمالي السوق:

جدول 7: تطور القيمة السوقية للأسهم الاسلامية ونسبتها في سوق رأس المال الماليزي

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
معدل النمو اجمالي	8.3%	-17.6%	16.4%	23.9%	8.9%	1.1%	2.2%	2.8%	12.1%	-4.4%	3.1%	7.0%
معدل نمو السوق الاسلامي	28.6%	-28.9%	32.0%	50.9%	0.8%	-3.0%	2.7%	-1.7%	13.6%	-0.6%	8.2%	10.8%
نسبة الأسهم الاسلامية	64.0%	61.4%	63.4%	64.7%	65.0%	61.3%	64.1%	61.8%	59.2%	61.0%	64.1%	68.2%

Source :ICM Statistic Securities Comission Malaysia Dec 20

من الجدول أعلاه يتأكد لنا أن المعدل كلا السوقين شهد وتيرة متزايدة الا أن التراجع سجل سنة 2008 بنسبة -17.6% للسوق الاجمالي و-28.9% في سوق رأس المال الاسلامي حيث كانت لا تزال السوق في مرحلة مبكرة من نشأتها وتخوف المستثمرين من هذه المنتجات الجديدة، الا أنه في سنة 2009 عرفت قفزة نوعية من 32% الى 50.9% على عكس اجمالي السوق الذي كان المعدل من 16.4% الى 23.9%. وهذا ما يؤكد تظن المستثمرين لمتانة الأصول الاسلامية خلال الفترة وتحويل الطلب اليها، ما نلاحظه ارتفاع نسبة الأسهم الاسلامية من 63.4% الى 64.7% بعد أزمة الرهن العقاري. الفترة من 2011-2014 انخفض معدل النمو في السوق الاجمالي وحتى السوق الاسلامي، ليعود الاتجاه الايجابي بعد سنة 2014 لاجمالي السوق لكن بوتيرة محتشمة نظرا لارتفاع معدل التضخم في تلك الفترة من 1.218، 1.658 الى 3.779 سنة 2017 بعدها وضل الى 0.625 وبقي ضمن مستويات منخفضة. من جانب آخر معدل نمو سوق رأس المال الاسلامي بقي

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

متذبذب بين الايجاب والسلب. في سنة 2019 مع بداية أزمة كوفيد تزايد السوق الاسلامي أكثر بنسبة 8.2% مقابل 3.1% لإجمالي السوق، حتى في 2020 مع انتشار الجائحة حافظ السوق الاسلامي على تقدمه بنسبة 10.8% مقابل 7% لإجمالي السوق، مما يبين أنه بعد التعرف على هذه المنتجات وسماتها جعلها أكثر جاذبية خاصة في وقت الأزمة.

كما أنه بالنظر لنسبة الأسهم الاسلامية نجد أنها تشكل غالبية الأسهم في سوق رأس المال الاسلامي، كما أن النسبة في تزايد مستمر آخر نسبة في سنة 2020 قدرت بـ 68.2% وهي تقارب نسبة 70% وهذا ما يؤكد تزايد الطلب على هذه الأسهم.

3- هيئة الأوراق المالية لماليزيا

تأسست هيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC) في 1 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993. (SC) هيئة قانونية ممولة ذاتياً ومكلفة بمسؤولية تنظيم وتطوير سوق رأس المال الماليزي. مهمتها "تعزيز أسواق الأوراق المالية والمشتقات، تضمن العدالة والفعالية والأمان والشفافية، وتسهيل التطوير المنظم لسوق رأس مال مبتكر وتنافسي.

تتحمل اللجنة العليا المسؤولية المباشرة عن وضع القواعد، وإنفاذ اللوائح المتعلقة بسوق رأس المال، وضمان النمو المستدام للسوق وتطويره، والإشراف على أنشطة أسواق رأس المال ومؤسسات السوق بما في ذلك البورصات، وغرف المقاصة، وموظفي السوق المسجلين، وتنظيم جميع الكيانات والأشخاص المرخص لهم. تشمل مجالاتها ما يلي:

- تطوير سوق رأس المال بشكل عام وقطاعاته السوقية مثل سوق الأسهم وسوق السندات والصكوك وسوق رأس المال الإسلامي وإدارة الصناديق والمشتقات وغيرها من المنصات والخدمات القائمة على السوق ؛
- تسهيل الابتكار والخدمات الرقمية من خلال سوق رأس المال ؛
- إيجاد سبل لنظام تمويل بيئي مستدام ؛
- ضمان حسن سير جميع المشاركين في السوق من خلال أعمال الرقابة ؛
- تدعيم ممارسات حوكمة الشركات؛
- وتسهيل قدر أكبر من التعاون التنظيمي عبر الحدود¹.

¹ <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>2021/09/30

المطلب الثاني: مؤشرات بورصة ماليزيا

تغطي سلسلة المؤشرات جميع أحجام الأسهم في السوق وتوفر للمستثمرين أداة أفضل لقياس استثماراتهم. المؤشرات مناسبة أيضًا لإنشاء منتجات استثمارية مثل صناديق الاستثمار المتداولة والمشتقات والمنتجات المهيكلة وصناديق تتبع المؤشرات. هناك العديد من مؤشرات البورصة في ماليزيا ومن أهم مؤشرات بورصة ماليزيا الحالية:

▪ مؤشر FTSE Bursa Malaysia KLCI : أدخلت بورصة ماليزيا ومجموعة FTSE تحسينات على

مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) في 6 يوليو 2009.

تم تعزيز مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) لضمان بقائه قويًا في قياس الاقتصاد الوطني مع الارتباط المتزايد بالاقتصاد العالمي. قامت بورصة ماليزيا مع FTSE شريكها في المؤشر، بدمج KLCI مع منهجية حساب المؤشر المقبولة دوليًا لتوفير مؤشر أكثر قابلية للاستثمار وقابلية للتداول وإدارة بشفافية. يوفر KLCI المحسن، مع كونه ممثلًا لسوق الأوراق المالية الماليزي، منصة لمجموعة واسعة من الفرص القابلة للاستثمار والجاذبة.

يتألف FTSE Bursa Malaysia KLCI من أكبر 30 شركة مدرجة في السوق الرئيسي من خلال القيمة

السوقية التي تلبى متطلبات الأهلية لقواعد FTSE Bursa Malaysia Ground¹

يتم استخدام مؤشرات FTSE على نطاق واسع من قبل المستثمرين في جميع أنحاء العالم لتحليل الاستثمار، قياس الأداء وتخصيص الأصول والتحوط من المحفظة وإنشاء نطاق واسع مجموعة من صناديق تتبع المؤشر. الشرطان الرئيسيان للأهلية المنصوص عليهما في القواعد الأساسية لمؤشر FTSE Bursa Malaysia هما متطلبات التعويم الحر والسيولة كما هو موضح أدناه :

- **التعويم الحر:** هو رأس مال الأسهم متاح للتداول بحرية، يتعين على كل شركة أن يكون لديها حد

أدنى للتداول الحر بنسبة 15%. يستثني التعويم الحر المساهمة المقيدة مثل الحيازات المشتركة، والممتلكات الكبيرة طويلة الأجل من قبل المؤسسين وعائلاتهم وأو المديرين، وخطط حصص الموظفين

¹ مجموعة ("FTSE") هي شركة عالمية رائدة في إنشاء وإدارة المؤشرات. لها مكاتب في بوسطن، بكين، لندن، فرانكفورت، هونج كونج، مدريد، نيويورك باريس، وسان فرانسيسكو، وسيدني، وشنغهاي، وطوكيو، تعمل FTSE مع مستثمرين في 77 دول العالم. يقوم بحساب وإدارة مجموعة شاملة من الأسهم

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

المقيدة، والممتلكات الحكومية واستثمارات المحفظة الخاضعة لشرط تأمين، طوال مدة هذا البند. يتم تطبيق عامل التعويم الحر على القيمة السوقية.

- **السيولة** : يجب أن يكون للأوراق المالية حد أدنى من معدل دوران الأسهم في الإصدارات كما هو مذكور في FTSE يتم تطبيقه للتأكد من أن أسهم الشركة سائلة بدرجة كافية ليتم تداولها. تعتمد الطريقة على حساب متوسط التداول اليومي للسهم شهرياً¹.

يستخدم FTSE أسعار الإغلاق والوقت الحقيقي التي تم الحصول عليها من بورصة ماليزيا لحساب مؤشر FTSE Bursa Malaysia KLCI. يستند الحساب إلى صيغة مرجحة للقيمة ويتم تعديله بواسطة عامل التعويم الحر. يتم حساب قيم FTSE Bursa Malaysia KLCI ونشرها على أساس الوقت الفعلي كل 15 ثانية².

▪ **مؤشر FTSE Bursa Malaysia KLSI** في سنة 1997 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 هي أوراق مالية يتم فحصها وفقاً لمجموعة واضحة من المعايير الكمية والنوعية. في سنة 1999 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

▪ **مؤشر (FBM Emas Shariah)**: تم إطلاق مؤشر FTSE Bursa Emas Shariah في جانفي 2007 وأصبح المؤشر الشرعي للاستثمارات الماليزية المتوافقة مع الشريعة بعد إلغاء تنشيط KLSI في يضم جميع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا. ثم تم تصميم مؤشر FBM Hijrah Shariah ليتم استخدامه كأساس للمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تلي متطلبات الفحص للمستثمرين الإسلاميين الدوليين.

▪ **FTSE Bursa Malaysia Mid 70 Index** يضم أسهم 70 شركة من أكبر الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا الموجودة في مؤشر FTSE Bursa Emas

¹ https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Bursa_Malaysia_Index_Series_FAQ.pdf 2021/10/10

² https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/ftse_bursa_malaysia_klci 2021/09/10

- **FTSE Bursa Malaysia Top 100 Index** يضم أسهم 100 شركة من أكبر الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا الموجودة في مؤشر FTSE Bursa Emas
- **FTSE Bursa Malaysia Asian Palm Oil Plantation Index (USD and MYR)** يتألف هذا المؤشر من الشركات من البلدان المتقدمة والناشئة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ باستثناء اليابان وأستراليا ونيوزيلندا التي تجني إيرادات كبيرة من أنشطة زيت النخيل.
- **FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index** مؤشر قابل للتداول يضم أكبر 30 شركة في مؤشر FBM EMAS الذي يلبي عملية الفرز الثلاثي التالية:
 - معايير FTSE العالمية للتداول الحر والسيولة قابلة للاستثمار.
 - منهجية الفحص الشرعي الدولية.
 - منهجية فحص المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية الماليزية¹

المطلب الثالث: الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

الفحص الشرعي للأسهم هو العمود الفقري لسوق رأس المال الإسلامي، وتمثل منهجية الفحص الشرعي الفعالة والعملية الأساس لوضع معايير صارمة لتصنيف الأسهم من حيث كونها متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو غير متوافقة. كلما كان معيار الفحص الشرعي قويا من الناحية النظرية وقابل للتطبيق عملياً، زادت ثقة المستثمرين والمتعاملين الآخرين في سوق رأس المال الإسلامي.²

الامتثال للشريعة يعني أن الشركة المدرجة تلتزم بالمعايير والقواعد الموضوعية من طرف الهيئات الشرعية في إطار ممارسة عملياتها التشغيلية والمالية بما يتوافق مع مبادئ النظرية المالية الإسلامية والمجلس الاستشاري الشرعي (SAC) التابع لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC) بشكل دوري على قائمة الأوراق المالية التي تم تصنيفها على أنها أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

يتم تصنيف هذه الأوراق المالية بناءً على معلومات عن الشركات من خلال التقارير السنوية والاستفسارات المقدمة إلى الشركات من بين أمور أخرى. كما يتم مراجعة الوضع الشرعي للأوراق المالية المدرجة في بورصة

¹ www.bursamalaysia.com 30/09/2021

² Iqmal Muhammad, Kamaruddin Hisham, Shaharuddin Amir (2019): Challenging the Current Shariah Screening Methodology Assessments in Kuala Lumpur Shariah Index (KLSI), International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences , Vol 9 (No.4) 253–268 P266

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

ماليزيا، على أساس سنوي، بناءً على أحدث البيانات المالية السنوية المدققة المتاحة للشركات ويتم الاعلان عن قائمة الأسهم الشرعية مرتين في السنة في شهر ماي وشهر نوفمبر من كل سنة.

تتبنى SAC نهجًا كميًا من مستويين، والذي يطبق معايير نشاط الأعمال ومعايير النسبة المالية في تحديد الوضع الشرعي للأوراق المالية المدرجة. وبالتالي، سيتم تصنيف الأوراق المالية على أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية إذا كانت أنشطتها التجارية والنسب المالية ضمن هذه المعايير.

- أولاً، لا تكسب دخلاً (أو جزء كبير منه) في صناعة مصنفة حرام، وتشمل هذه الصناعات: القمار، الكازينوهات، الكحول، لحم الخنزير والمنتجات ذات الصلة، التبغ، والمواد الغير أخلاقية، وكذلك المؤسسات المالية وشركات التأمين القائمة على الفائدة .

- ثانياً، الامتثال يتطلب قيوداً معينة على نسب تمويل الشركة والسياسة المالية سيتم احتساب الربح قبل فرض الضرائب على الشركة ومقارنتها بمعايير النشاط التجاري ذات الصلة على النحو التالي:

▪ ألا تتجاوز نسبة الأرباح غير الشرعية 5% المتأتية من الأعمال المحظورة التالية:

• الأعمال المصرفية التقليدية.

• التأمين التقليدي.

• القمار.

• الأنشطة المتعلقة بالمشروبات الكحولية.

• الأنشطة المتعلقة بلحم الخنزير ولحم الخنزير.

• الأطعمة والمشروبات غير الحلال.

• الترفيه غير المتوافق مع الشريعة.

• التبغ والأنشطة المتعلقة به.

يتم حساب النسبة من خلال تقسيم إجمالي الربح التشغيلي/ أرباح الأنشطة الغير المتوافقة مع أحكام الشريعة. كما يجب أن يكون الربح قبل الضريبة أقل من خمسة بالمائة.

▪ معيار 20 % ينطبق على الأعمال أو الأنشطة التالية:

• تداول الأسهم.

• متاجرة الأسهم.

• الإيجارات المستلمة من الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

• الأنشطة الأخرى التي تعتبر غير متوافقة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية التي تحددها SAC.

يجب أن يكون الربح قبل الضريبة المتأتي من الأنشطة المذكورة أعلاه أقل من 20 %.

- ثالثاً: معايير النسبة المالية

بالنسبة لمعايير النسبة المالية، تأخذ SAC في الاعتبار ما يلي:

- **النقدية من إجمالي الأصول:** يشمل النقد المودع في الحسابات والأدوات التقليدية، في حين يتم استبعاد

النقد المودع في الحسابات والأدوات الإسلامية من عملية حسابية.

- **الدين من إجمالي الأصول:** يشمل الديون التي تحمل فائدة في حين أن التمويل الإسلامي أو الصكوك

مستثنى من الحساب.

كل نسبة تشير الى العناصر الربوية في بيانات المركز المالي، يجب أن تكون أقل من نسبة 33%.

❖ بالنسبة للأسهم التي كانت مصنفة كمتوافقة مع الشريعة الإسلامية الا أنه بسبب عوامل معينة مثل

التغييرات في العمليات التجارية للشركات، يتم لاحقاً إعادة تصنيفها على أنها غير متوافقة مع أحكام

الشريعة الإسلامية. ينصح المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) المستثمرين المسلمين التخلص من هذه

الأصول (بيعها) اذا كان سعر السوق في تاريخ الاعلان الجديد مساوي لتكلفة الاستثمار، وأي عوائد أو

أرباح رأسمالية بعد هذا التاريخ يفضل التبرع بها والتخلي عنها. أما اذا كان سعر السوق أقل من تكلفة

الاستثمار يمكن الاحتفاظ بهذه الأصول الى حين مساواة اجمالي توزيعات الأرباح المستلمة والقيمة

السوقية للسهم تكلفة الاستثمار بعدها ينصح التخلص من السهم.¹

ان طرح هذه الفكرة من قبل المجلس الشرعي قد يزيد من تخوف المستثمرين الملتزمين بمعتقداتهم الدينية لتداول

هذه الأسهم أو حتى الاحتفاظ بها، مما قد يؤدي لزيادة الرغبة في تسهيل هذه الأصول قبل الاعلان عن القائمة

الجديدة أو حتى التأكد من تصنيف السهم، هذا من شأنه أن يخفض أسعار الأسهم الإسلامية قبل الاعلان عن

القائمة الجديدة، أو قد يؤدي لصعوبة التخلص من الأسهم التي لم تحافظ على صفتها الشرعية. كما أنه عدم

التصريح بعقوبات أو اجراءات ردية للشركات التي تتقلب صفتها بين متوافقة وغير متوافقة مع الشريعة

الإسلامية لا يبث الطمأنينة في نفوس المستثمرين المسلمين، ويزرع ثقتهم في حرص الهيئات الرقابية الشرعية

على احترام المعايير الشرعية.

¹ <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.aspx?id=7b5e5a18-0108-48fe-8d2e-1f6bfc78f217> 11-09/2021

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

في الجدول الموالي نستعرض عدد الشركات المصنفة حديثا متوافقة مع الشريعة الاسلامية والتي على عكسها فقدت هذه الصفة خلال السنوات الأخيرة وفقا لقائمة المعلن عنها من طرف هيئة الأوراق المالية في ماليزيا في شهر ماي وشهر نوفمبر، كما يلي:

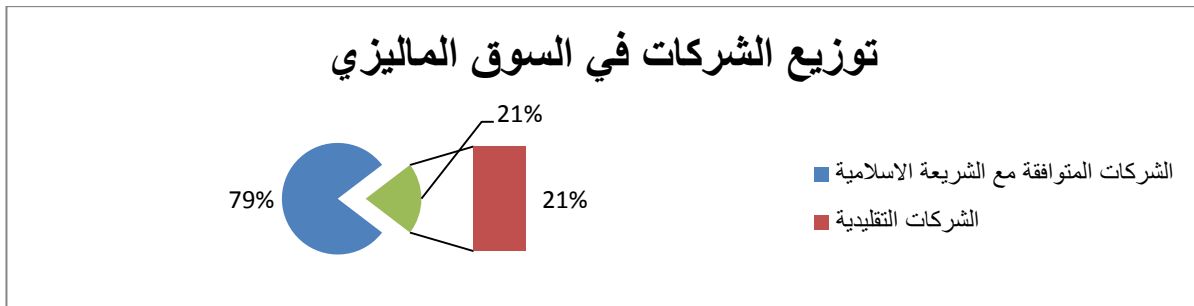
جدول 8 : عدد وتصنيف الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا

الشركات	المصنفة حديثا كمتوافقة مع الشريعة الاسلامية		الشركات التي فقدت الصفة الشرعية	
	ماي	نوفمبر	ماي	نوفمبر
2017	23	33	13	22
2018	17	33	7	34
2019	17	38	10	29
2020	12	39	9	16

Source : SAC Malaysia

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ عدد الشركات المعلن عنها في شهري ماي ونوفمبر التي صنفت حديثا كمتوافقة مع الشريعة الاسلامية أو على عكس فقدت هذه الصفة. الأرقام متقاربة الا أن التفاوت بين كسب التصنيف الشرعي وفقده يزيد من زعزعة حقيقة هذه الشركات ومدى احترامها للتوافق مع معايير الشريعة الاسلامية الموضوعة من طرف المجلس الشرعي الماليزي، ويؤكد على أهمية اعتماد سياسة تأديبية للشركات التي تتفاوت صفتها بين متوافقة وغير متوافقة مع الشريعة الاسلامية. غير أن المؤشر الايجابي هو أنه على العموم عدد الشركات المصنفة حديثا كاسلامية أكثر من التي تفقد هذه الصفة وهي في منحى تصاعدي، حيث أن الشركات الاسلامية تزداد هيمنة على السوق الماليزي، والشكل الموالي يوضح التوزيع النسبي في سنة 2020.

الشكل 7: توزيع الشركات في السوق المالي الماليزي



Source : ICM Statistic Securities Comission Malaysia Dec 2020

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

تأخذ الشركات الشرعية حصة الأسد في سوق ماليزيا، وهذا بالرجوع للجدول رقم 5 نجد أنه منذ سنة 2007 لم تتخفف النسبة عن حدود 60%، مما يشير الى أنه منذ سنوات وهي مهيمنه على السوق، لذلك عرفت ماليزيا كواجهة أولى للأسهم الاسلامية. بلغ عدد الشركات الاسلامية في سنة 2020 742 مقابل 194 من الشركات الأخرى وهي تمثل 79% من اجمالي السوق كما أن اجمالي القيمة السوقية لها في 2020/12/31 قدرت ب 57,1238 بليون رينجت ماليزي مقابل قيمة 578.72 لباقي أسهم الشركات الأخرى. كما أن الشركات الاسلامية المدرجة غير مركزة في قطاع واحد، بل موزعة على مختلف القطاع ولا تقتصر على القطاع المالي مما يوفر تنوع حقيقي في الأسهم الاسلامية. والجدول الموالي يوضح التوزيع القطاعي للشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية في ماليزيا سنة 2020 في السوق الرئيسي الذي تقدر اجمالي الشركات الاسلامية فيه بنسبة 64%

جدول 9: التوزيع القطاعي للشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية في السوق الرئيسي

القطاع	الصناعي	التجاري	التكنولوجيا	العقاري	البناء	الزراعة	الطاقة	النقل	الصحة	شركات السوق الرئيسي
العدد	369	169	53	35	29	27	22	10	3	601
النسبة	40.61%	28.12%	8.82%	5.82%	4.83%	4.49%	3.66%	1.66%	0.5%	100%

Source : ICM Statistic Securities Commission Malaysia Dec 2020

من الجدول أعلاه نلاحظ أن تركز الشركات الاسلامية للسوق الرئيسي ينتمي للقطاع الصناعي بنسبة 40.61% مما يدل على أهمية الشركات ومساهمتها في الاقتصاد الماليزي، ثم تليها القطاع التجاري بنسبة 28.12%، وباقي القطاعات تقل النسبة عن 10%، القطاع التكنولوجي 8.82%، القطاع العقاري 5.82%، قطاع البناء 4.83%، الزراعي 4.49%، الطاقة 3.66%، النقل 1.66% وأقل نسبة مسجلة لشركات القطاع الصحي بنسبة 3%.

المبحث الثاني : تقدير التقلب والمخاطر باستعمال نماذج Garche

ان عدم الاستقرار هو سمة بارزة للأسواق المالية غالباً ما تتعرض السلسلة الزمنية لمؤشرات التداول في الأسواق المالية لتقلبات شديدة نتيجة لتأثرها بالعوامل السياسية والاقتصادية لذلك فان هذه التقلبات سوف تؤثر بشكل سلبي على الاستثمار في هذا السوق. سنحاول وضع نموذج لسلوك تقلب هذه المؤشرات من خلال إجراء مقارنة بين المؤشر العام للسوق المالي الماليزي ونظيره المؤشر الاسلامي

المطلب الأول: نماذج GARCH-ARCH

في الكثير من الحالات التطبيقية خصوصاً المتعلقة بالسلاسل المالية نجد هناك انتهاك لفرضية تجانس التباين، لذا فالنماذج الخطية للسلاسل الزمنية لم تستطع تفسير الظاهرة التي تتميز بعدم ثبات تباين الأخطاء، حيث أن عدم تحقق هذه الفرضية يضر كثيرا بالقدرة على التقدير. هناك عدة أسباب في القياس الاقتصادي تجعل فرضية ثبات تباين الأخطاء غير معقولة، فمثال: إذا اخترنا بيانات مقطعية لعدة مؤسسات في صناعة ما، يمكن أن تكون الأخطاء المتعلقة بالمؤسسات الضخمة لها تباينات أكبر من تباينات الأخطاء المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة، حيث أن مبيعات المؤسسات الضخمة يمكن أن تكون متقلبة أكثر من مبيعات المؤسسات الصغيرة.، فأول من اقترح نموذجاً غير خطي والذي يعتبر حال للمشكلة هو Engel سنة 1982 من خلال اقتراح نماذج ARCH في دراسته لتغيرات التضخم في بريطانيا¹.

نماذج ARCH او GARCH الهدف منها هو نمذجة التباين variance واكثر استخداما يكون في نماذج البيانات المالية، لأن الاتجاه الحديث لدى المستثمرين لا ينصب فقط على دراسة التنبؤ بالعوائد المتوقعة من السهم والسندات في اسواق المال، وانما يهتمون ايضا بعنصر المخاطرة او عدم التأكد (uncertainty)، ولدراسة عدم التأكد فنحن بحاجة الى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب (volatility) قيم الأسهم عبر سلسلة زمنية او ما يمكن ان نطلق عليه بتباين السلسلة والنماذج التي تتعامل مع هذا النوع من التباين تنتمي الى ما يمكن تسميته نماذج ARCH

¹ لقوي فاتح، (2019): استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، ص92

1- نموذج ARCH

يكتسب نموذج ARCH أهميته العملية من كون حالة عدم التأكد وعلى وجه التحديد حالة عدم التأكد المرافقة مع استثمار معين باختلاف الزمن، ومن ثم عدم التأكد من التنبؤ يتغير بتغير الفترات الزمنية وليس فقط بتغير افاق التنبؤ، وعندما يتعلق الأمر بالسلاسل الزمنية التي تمثل تطور المتغيرات المالية حيث تكون معظمها تتميز بديناميكية غير خطية وعدم ثبات التباين عبر الزمن وبظاهرة عدم التناظر التي لا تأخذها النماذج ARIMA بعين الاعتبار، وبالتالي فإن هذه النقص يبرر اللجوء إلى النماذج الغير خطية من حيث التباين ARCH ويعتبر الباحث (انجل) هو اول من اقترح نماذج ARCH ، وهو كلمة مختصرة لـ (الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين)، وهي تتكون من شقين الأول:

AR(Autoregressiv) الانحدار الذاتي للوسط، أما الشق الآخر فهو CH (Heteroscedasticity Conditional) وهو عدم ثبات التباين.

يتكون النموذج من معادلتين الأولى تعرف بمعادلة المتوسط والتي يمكن أن تتخذ عدة أشكال منها شكل انحدار، أما المعادلة الثانية هي معادلة التباين التي تعتمد على تاريخ السلسلة وتتغير مع الزمن، ويعنى هذا النموذج ان عدم ثبات التباين في الفترة الحالية t مرتبط بعدم ثباته في الفترات الزمنية السابقة ويمكن كتابة المعادلتين بالصيغة الرياضية التالية:

$$r_t = \mu_t + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = Z_t \sigma_t$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^q (\alpha_i \varepsilon_{t-i}^2)$$

μ_t متوسط سلسلة العوائد

$\omega > 0$ $\alpha_i \geq 0$ تمثل معاملات النموذج

ε_t سلسلة البواقي

r_t سلسلة العوائد اليومية

Z_t سلسلة البواقي المعيارية¹

σ_t التباين الشرطي

¹بو عبد الله عبد الحميد، بلغيث بشير (2021): نمذجة تقلبات العوائد اليومية لمؤشر أسعار الذرة في البرازيل باستخدام نموذج ARMA-APARCH، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 12 (العدد 04)، ص ص 91-106

▪ اختبار أثر ARCH

يتم الاختبار عن طريقة الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية $H_0 : \alpha_i=0 / i : 1.....p$

الفرضية البديلة $H_1 : \alpha_i \neq 0 / i : 1.....p$

إذ تم قبول الفرضية الصفرية فان تباين الأخطاء ثابت عبر الزمن، أما اذا تم قبول الفرضية البديلة فإن تباين الأخطاء غير ثابت عبر الزمن، والخطأ يتبع السيرورة ARCH ذو الدرجة 1^P ويعتمد هذا الاختبار على معامل فيشر الكلاسيكي أو مضاعف لاغرانج LM

2- نموذج GARCH

قام الباحث Bollerler سنة 1986 بتوسيع لنموذج اكثر تعميما يدعى نموذج الانحدار الذاتي العام المشروط باختلاف التباين GARCH Global Autoregressiv Conditional Generalized Heteroscedasti. حيث ان σ_n^2 التباين المشروط في هذا النموذج في الفترة t لا يعتمد فقط على u_{n-1} مربع الخطأ في الفترة السابقة σ_{n-1}^2 التباين المشروط السابق، بل يأخذ أيضا بمتوسط التباين على المدى الطويل V_L وتكتب معادلة التباين للنموذج كما يلي:

$$\sigma_n^2 = \gamma V_L + \alpha u_{n-1}^2 + \beta \sigma_{n-1}^2$$

حيث تمثل على الترتيب γ α β معاملات متوسط التباين على المدى الطويل، البواقي مربعة للفترة السابقة والتباين المشروط للفترة السابقة. كما أنه يشترط أن مجموع المعاملات يساوي 1

$$\gamma + \alpha + \beta = 1$$

بأخذ $\omega = \gamma V_L$ يمكن كتابة معادلة النموذج على الشكل التالي:

$$\sigma_n^2 = \omega + \alpha u_{n-1}^2 + \beta \sigma_{n-1}^2$$

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

وتستعمل هذه الأخيرة عند تقدير المعاملات $\omega\alpha\beta$ ، حيث يمكن حساب γ التي تساوي $1-\alpha-\beta$ والتباين على المدى الطويل V_L الذي يكتب كما يلي

$$V_L = \omega/\gamma$$

ويشترط النموذج أن تكون: $\alpha+\beta < 1$

إذا لم يتحقق الشرط يكون تقدير التباين على المدى الطويل سلبي.¹

المطلب الثاني تقدير تقلب مؤشر بورصة ماليزيا التقليدي والاسلامي باستخدام نموذج

GARCH- ARCH

تقدم الأدبيات التي تقارن أداء المؤشرات الإسلامية والتقليدية أدلة متضاربة، بعض الدراسات تشير إلى أن المؤشرات الإسلامية أفضل أداء من المؤشرات التقليدية، بينما لا يجد البعض الآخر فرقاً كبيراً بينها. دراسات قليلة قامت بمقارنة الأداء خلال فترات الأزمة، ومع ذلك، فإن النتائج مختلطة

1- بيانات النموذج:

من خلال استرجاع مؤشرا بورصة ماليزيا المقدمة في المبحث الأول من هذا الفصل، تم اختيار الاعتماد في الدراسة على المؤشر العام لسوق ماليزيا KLCI والمؤشر الاسلامي FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index لكونهما متناظران في عدد الشركات المدرجة في كل منهما والمقدر بـ 30 شركة. المؤشر الأول يعكس حجم السوق ككل والمؤشر الثاني أهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية. حسب الاحصاءات السابقة تمثل الشركات الاسلامية أكثر من نصف الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا لذلك لا يوجد مؤشر يقتصر فقط على الشركات الغير اسلامية.

سننظر لتحويل السلسلة المالية المتعلقة بقيم العوائد اليومية للمؤشرين للفترة الزمنية من 2015/01/02 الى 2021/06/30. وقد تم الحصول على أسعار الاغلاق اليومية من موقع www.investing.com

وقمنا بحساب R_m عوائد كل مؤشر كما يلي:

¹ Hull John, Godelwski Christophe et Merli Maxime, (2007): Gestion des risques et institutions financières , 2em Edition, Pearson education, Paris, France P 110-111

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

$$R_m = \ln\left(\frac{p_{i,t}}{p_{i,t-1}}\right)$$

حيث: P_i سعر اغلاق المؤشر i للفترة t

P_{i-1} ، سعر اغلاق المؤشر i للفترة $t-1$

غالبًا يتم أخذ العوائد باللوغاريتم عندما يتعلق الأمر بتحليل السلاسل المالية، للسماح بالمقارنة مع السلاسل المالية الأخرى. كما أن سلسلة أسعار الأصول المالية ليست ثابتة، لذلك ننقل إلى اعتماد الفرق الأول لجعل السلسلة ثابتة، مما يسمح بتقدير معالم النموذج المحدد.¹

2- الاحصاءات الوصفية:

من خلال تجميع بيانات كل مؤشر وحساب العوائد مع تطبيق اللوغاريتم تحصلنا على الاحصاءات الوصفية الملخصة في الجدول الموالي:

جدول 10: الاحصاءات الوصفية لمؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي

	KLCI	HIJARAH
Mean	-8.4405	-7.5505
Median	-3.08E-06	-0.000171
Maximum	0.066263	0.059428
Minimum	-0.054047	-0.050210
Std. Dev.	0.007195	0.007763
Skewness	-0.263329	-0.078254
Kurtosis	12.71233	9.248949
Jarque-Bera	6267.696	2588.643
Probability	0.000000	0.000000

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال تقدير الاحصاءات الوصفية لكلا المؤشرين نلاحظ أن المتوسط الحسابي للمؤشر التقليدي قدر بـ 8.44- والمتوسط الحسابي للمؤشر الاسلامي 7.5505- أي انه أفضل مقارنة بالمؤشر السابق، غير أنه لتقدير حجم التغير نأخذ قيمة الانحراف المعياري حيث كانت أكبر نسبيًا في المؤشر الاسلامي

¹ Chiadmi Mohammed Salah, Op.Cit, P33

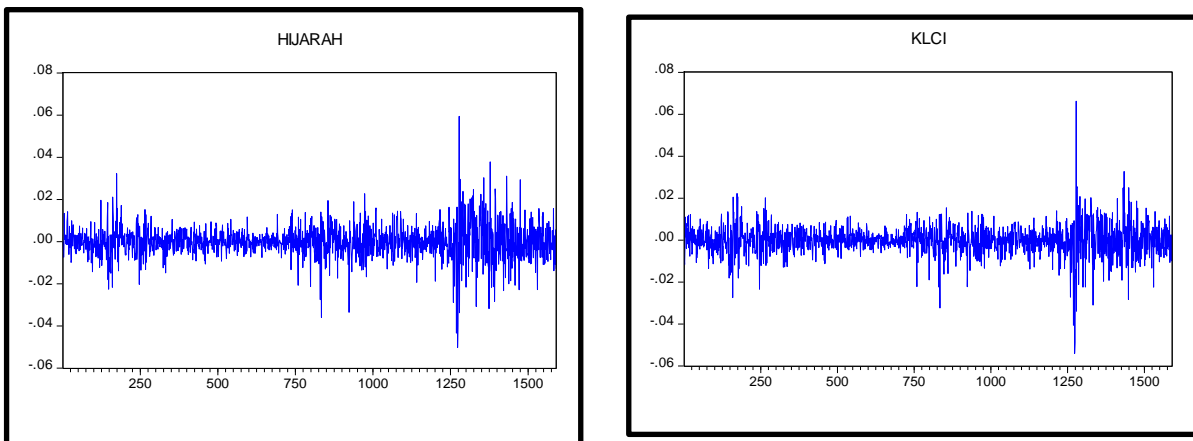
الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

0.007763 و قدرت 0.007195 في المؤشر العام مما يدل على التشتت الأكبر في عوائد مؤشر الأسهم الإسلامية.

معامل الالتواء في كلا المؤشرين يختلف عن الصفر وذو قيمة سالبة خلافا لما هو عليه في التوزيع الطبيعي مما يدل على أن ذيل التوزيع طويل جهة اليسار، مما يشير على أن أسعار المؤشر تتأثر بالصدمات السالبة أكثر من الصدمات الموجبة في كلا المؤشرين. كما تميزت كلا السلسلتين محل الدراسة بمعامل تفرطح أكبر من القيمة 3 المميزة للتوزيع الطبيعي مما يدل على أن التوزيع في هذه السلاسل يحتوي على القيم الشاذة، بالإضافة إحصائية Jarque Berra دعت قيمة الاحتمالية لهذا الاختبار إلى رفض فرضية التوزيع الطبيعي للعوائد وهذا عند مستوى معنوية 1 % وذلك في كل سلاسل عوائد المؤشرات.

لتحليل السلسلة الزمنية يجب البدء بالرسم البياني للملاحظات الذي يظهر الملامح الوصفية للبيانات كالاتجاه العام، كذلك البيانات الشاذة إن كانت موجودة. الشكل الاتي يبين النتائج التي تم الحصول عليها لسلوك السلسلة الزمنية لكل مؤشر خلال مدة الدراسة:

الشكل 8: التمثيل البياني لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والإسلامي:



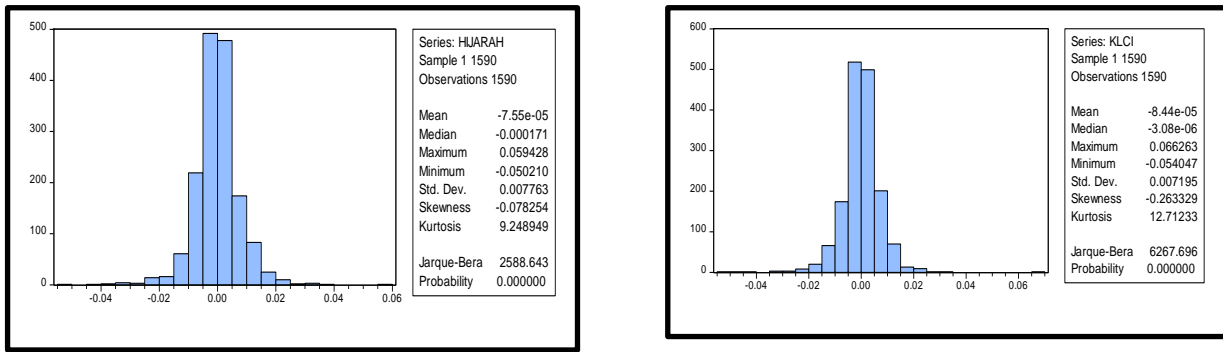
المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال الاطلاع على شكل البيانات نلاحظ التقلبات المستمرة للمؤشرين طوال فترات الدراسة مع تسجيل قيم حرجة الا أنه عموما نلاحظ نفس الاتجاه في المنحنيات. حيث سجلت كل المؤشرات ارتفاع التقلب في سنة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

2015 و2018. مع تشتت الكبير مع بداية أزمة كوفيد 19 لكن قد يبدو التقلب أكبر في المؤشر الاسلامي، يبقى تأكيده من طرف المقياس الكمي.

الشكل 9 : التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي:



المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال مشاهدة التوزيع الطبيعي لعوائد سلسلتي المؤشرين نلاحظ التشتت أكبر في المؤشر الاسلامي لكن مع تسجيله قيم أعلى في المتوسط مقارنة بالمؤشر العام

3- الارتباط الجزئي

يشير الارتباط التلقائي لسلسلة زمنية إلى ارتباط العملية فيما يتعلق بنسخة مزورة زمنيًا من نفسها. يشير غياب الارتباط التلقائي للعائدات إلى فكرة كفاءة السوق. نتذكر أنه بموجب هذا الافتراض، يشمل سعر السهم جميع المعلومات المتاحة. هذا يعني أن الأسعار يمكن أن تختلف بين t و $t+1$ فقط بسبب وصول معلومات جديدة غير متوقعة. هذا يعني أنه بعد ارتفاع الأسعار يوم أمس، هناك نفس فرصة رؤية الأسعار ترتفع أو تنخفض اليوم. بالنسبة للمستثمر، هذا يعني أنه من الصعب استخدام المعلومات بالأسعار السابقة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية.

من الجدول 1 المرفق في الملاحق نجد أن قيم معاملات الارتباط التلقائي منخفضة جدًا، هذا يعني أن العلاقة بين العوائد الحالية والعوائد السابقة منخفضة للغاية. من ناحية أخرى، من خلال تصور مخطط الارتباط للعائدات التريبيعية، يُظهر الأخير معاملات ارتباط تلقائي غير صفرية بشكل ملحوظ. في الواقع، نلاحظ بوضوح في الجدول 1 من الملاحق أن المربعات المربعة مترابطة. لذلك، فإن العائدات ليست مستقلة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

لاحظنا أيضًا أن هناك عدم وجود ارتباط تلقائي للعائدات ولكن وجود ارتباط تلقائي للعوائد المربعة، مما يؤدي بنا إلى رفض فرضية الضوضاء البيضاء التي تنص على أن العوائد مستقلة وموزعة بشكل متماثل. تشير التبعية التسلسلية أيضًا إلى وجود ذاكرة طويلة في الأسواق المالية.

4- اختبار الاستقرار

نقول عن سلسلة زمنية بأنها مستقرة أو ذات تباين مشترك مستقر، إذا كانت أوساطها وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن. ويمكن الكشف عن مدى استقراره السلسلة الزمنية باستخدام التمثيل البياني. لكن الحكم على مدى استقراره السلسلة الزمنية بملاحظة التمثيل البياني غير كافي، حيث ينبغي القيام ببعض الاختبارات للتأكد من مدى وجود جذر وحدوي، ومن بين اختبارات الجذر الوحدوي نذكر: اختبار Fuller-Dickey و Perron-Philips و kps

جدول 11: اختبار جذر الوحدة لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي

Method	Dickey-Fuller	Phillips-Perron
KLCI	-39.75770 (0.0000)	-39.79347 (0.00000)
HIJERAH	-38.88938 (0.0000)	-38.92052 (0.0000)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال الجدول وباعتماد الاختبارين Dickey-Fuller و Phillips-Perron نلاحظ عند المستوى الاحتمالية أقل من المعنوية 0.05 وفي كلا المؤشرين، مما يدل على عدم وجود جذر الوحدة واستقرارية السلسلة عند المستوى. مما يمكننا من اعتماد السلسلتين لتطبيق نماذج Arch-Garch لكن أولاً يجب التأكد من وجود أثر Arch

5- اختبار عدم تجانس التباين (أثر ARCH)

يتم تحديد وجود أثر ARCH من خلال اختبار فيشر ومضاعف لاغرانج Multiplier Lagrange أو ما يعرف باختبار LM لنفس الغرض السابق؛ وهو اختبار يمكننا من معرفة ما إذا كانت الأخطاء تتبع ARCH. حيث أساس فرضية العدم H_0 أن الأخطاء متجانسة أي أن الأخطاء السابقة لا تؤثر على الخطأ الحالي وبالتالي لا يوجد أثر ARCH .

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 12: اختبار تجانس التباين اختبار جذر الوحدة لسلسلة عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي

	klci	Hijarah
F-statistic	202.0994 (0.000)	91.69380 (0.000)
Obs*R-squared	179.4832 (0.0000)	86.79161 (0.0000)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية 10 Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة لكل من اختبار فيشر ولاقرنج كبيرة ومعتبرة، كما أن احتمالية أقل من 0.05 مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بعدم تجانس التباين.

بعد التأكد من وجود أثر ARCH في المؤشرات، نقوم بدراسة نماذج ARCH - GARCH لتقدير التقلب

6- تقدير التقلب

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير نموذج لسلسلة عوائد كل مؤشر كما يلي:

الجدول 13 : تقدير نموذج GARCH(1.1)

Variable	Klci	Hijarah
C	-4.0105 (0.7539)	5.0705- (0.7005)
DKLCI(-1)	-0.010628 (0.6706)	0.002149 (0.9297)
Variance Equation		
C	4.3307 (0.0218)	3.5007 (0.0358)
RESID(-1)^2	0.078448 (0.000)	0.072471 (0.0000)
(GARCH(-1	0.914524 (0.0000)	0.924948 (0.0000)
T-DIST. DOF	7.008004 (0.000)	5.910568 (0.000)
R-squared	0.000183-	0.000085
Adjusted R-squared	0.000813-	0.000545-
S.E. of regression	0.007197	0.007768
Sum squared resid	0.082193	0.095757
Log likelihood	5883.957	5773.126
Durbin-Watson stat	1.973404	1.956168
Mean dependent var	7.8605-	7.5505-
.S.D. dependent va	0.007194	0.007766

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية 10 Eviews

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

نلاحظ من خلال الجدول أن معاملات نموذج GARCH للتباين موجبة ومعنوية عند مستوى 1% المعامل الأول من معادلة التقلب الشرطي يمثل الحد الأدنى من عتبة التباين التي لا يقع دونها التباين الشرطي وقدر بـ 4.33 للمؤشر العام و 3.5 في المؤشر الاسلامي. مما يدل على انخفاض التقلب الحدي في الأسهم الاسلامية،

المعامل الثاني يمثل مجموع البواقي مربعة الذي يعكس تأثير الصدمات على التقلبات عندما يحدث الانهيار في الوقت t، تختلف قيمة الصدمات اختلافاً كبيراً عن متوسطها، وبالتالي تكون البواقي كبيرة جداً. تأخذ قيمة 0.078 في المؤشر العام و 0.072 في المؤشر الاسلامي. وبالتالي فان تأثير الصدمات أقل نسبياً في المؤشر الاسلامي

المعامل الثالث يمثل مجموع الفروق السابقة، والتي لها تأثير في قياس استمرارية التقلب في الواقع، إذا كان التقلب في الوقت t منخفضاً، فإن مساهمته في التباين الشرطي في الوقت t + 1 ستكون أيضاً، مما يزيد من احتمال التباين المنخفض. وقد كانت نتائج المؤشرين متقاربة، بقيمة 0.91 في المؤشر العام و 0.92 في المؤشر الاسلامي

بما أن α_1 و β موجبتان بقيمة مجموعهما أقل من الواحد، كما أن مجموعهما $1 >$ أقل من الواحد. قدرت بـ 0.992972 في المؤشر العام و 0.997419 في المؤشر الاسلامي. مما يحقق شرط الاستقرار لنموذج

GARCH 1.1

تمثل المعادلة التالية التقلب الغير شرطي وهي أقصى قيمة للتقلب قد تسجل مع تغير عامل الزمن

$$V_L = \omega / (1 - \alpha_1 - \beta_1)$$

في المؤشر العام قدرت بـ 616.266

والمؤشر الاسلامي 1356.334

من خلال هذه النتائج فان التقلب على المدى الطويل في المؤشر الاسلامي أعلى من المؤشر العام في السوق المالي الماليزي.

تحليل نتائج الدراسة:

بالرجوع لنتائج نموذج GARCH(1.1) الذي استطعنا من خلاله تقدير التباين على المدى الطويل وجدنا فرق كبير وواضح بين المؤشرين، حيث سجل المؤشر الاسلامي أكثر قيمة وكان الأكثر تقلباً، وهذا يتوافق مع دراسة (Ben Rejeb & Arfaoui 2018)، التي وجدت أن المؤشر الاسلامي كان أكثر تقلباً لقلة التنويع.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

كما وجدت دراسة (Chiadmi, 2015) أن المؤشر الاسلامي في ماليزيا وإندونيسيا كان الأكثر تقلبا على عكس باقي المؤشرات الاسلامية وقد أرجع ذلك لتساهل في معايير الفحص في ماليزيا وأندونيسيا. نفس النتيجة توصل اليها (Ahmed & Farooq 2014) من خلال مقارنة أداء محافظ مختلفة حسب توافقها مع معايير الشريعة، اذا وجد أم المحفظة الأكثر توافقا وشرعية هي الأقل تقلب. كما برر (Anwar & Norli Ali 2014) ، في دراسته لتقلب الأسهم الاسلامية الى نموها المبكر، وعدم ثبات أرباح الشركات وتوزيعاتها. لكن في دراسة أخرى لـ (Jaballah & others, 2017) التي بينت أن تصنيف السهم كمتوافق مع الشريعة الاسلامية في أسواق الدول الاسلامي يؤدي لرد فعل ايجابي، لكن حذفها من قائمة الأسهم الشرعية يحدث انخفاض حاد لأسعارها وتسجيل قلب عنيف. بينما في الدول ذات الأقلية المسلمة فالعكس، ويفسر هذا بالتصور السلبي للمالية الاسلامية. بينما دراسة (Sadeghi Mehdi 2015) وجدت أن المؤشرات الاسلامية سجلت أداء أفضل في ظل تسجيل أكثر للعوائد غير الطبيعية في الأسهم التقليدية. ان الدراسات السابقة كانت متناقضة، ما أكده (Delle Foglie & Panetta 2020) من خلال مراجعته لأهم الدراسات التجريبية.

من خلال مقارنة النتائج والدراسات السابقة يمكننا تفسير تقلب المؤشر الاسلامي الماليزي للأسباب التالية:

- محدودية أدوات التحوط السموحة في الأصول الاسلامي، حسب دراسة (Saadiyah & other 2014) فان المؤسسات الاسلامية تشهد قلة أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، كما أن الأدوات المستحدثة يقل اللجوء اليها للتخوف منها وكونها في مرحلة مبكرة لم يتم وضع اطار قانوني ومحاسبي خاص بها، كما ينقصها عملية التسويق الفعالة§
- ارتباط تقلب بعامل السيولة، في السوق غير السائلة قد تظل الأسعار دون تغيير لفترة زمنية معينة، بسبب عدم وجود معاملات (بيع أو شراء). في هذه الحالة، لا ينبغي تفسير التقلبات المنخفضة على أنها مخاطر سوق منخفضة، ولكن على أنها مخاطر سيولة عالية. حسب دراسة (Chiadmi, 2015) يمكن أن يكون عامل السيولة أساسيًا في تفسير التقلبات خاصة وأن السوق الماليزي يكثر الطلب فيه على المنتجات الاسلامية أكثر مقارنة بالمنتجات التقليدية لكونها دولة ذات أغلبية اسلامية وكونها الرائدة في مجال الاستثمار الشرعي. فالمنتجات الغير اسلامية أقل سيولة مما يجعلها أقل تقلبا.
- التساهل في معايير الفحص والتأكد من احترام النسب الكمية المحددة من طرف الهيئة الشرعية

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

- عدم ثبات حالة الشركة من متوافقة الى غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية، تشير نتائجنا إلى أن الحفاظ على الامتثال للشريعة أمر مهم للحفاظ على ثقة المستثمرين. وفق نتيجة دراسة (Ahmed & Farooq 2014) فان التقلب ينخفض في الأصول الأكثر توافقا مع الشريعة وتحافظ على صفتها.
- سوق الأسهم الاسلامية يعد مبكر ولا يزال قيد التعديل مقارنة بنظيراتها بالرغم من التقلب الذي عرفته الأسهم الاسلامية غير أنه معروف عنها كونها ملاذ آمن للمستثمرين في وقت الأزمات حسب دراسة (Azmat & Others 2018) لكونها منخفضة الرفع ومدعومة باستثمارات حقيقية يجعلها أقل حساسية وفق نتيجة دراسة (Bhatt & Jahangir 2012) وفي المطلب الموالي نحاول اختبار فرضية متانة الأسهم الاسلامية في فترة الأزمات، بأخذ فترة الأزمة الصحية العالمية لانتشار فيروس كوفيد 19 المستجد.

المطلب الثالث : دراسة أثر أزمة كوفيد-19 على المؤشر التقليدي والاسلامي

اختبرت الدراسات السابقة فرضية متانة الأصول الاسلامية خلال الأزمات على فترة أزمة الرهن العقاري، لكن حاولنا في دراستنا تحيين الدراسة بأخذ الأزمة العالمية التي شهدها العالم نتيجة تفشي فيروس كوفيد 19 بأخذ بداية شهر ديسمبر 2019 بداية الأزمة الى غاية 2021/06/30 مما يمثل فترة 19 شهر خلال الأزمة. وقد شكلت 389 مشاهدة مع بداية كوفيد، لذلك أخذنا مقابلها 389 مشاهدة للعوائد اليومية للمؤشرين قبل الأزمة لتعود لتاريخ 2018/05/01، حيث

KIci1 عوائد المؤشر العام قبل الأزمة Kici2 عوائد المؤشر العام بعد الأزمة

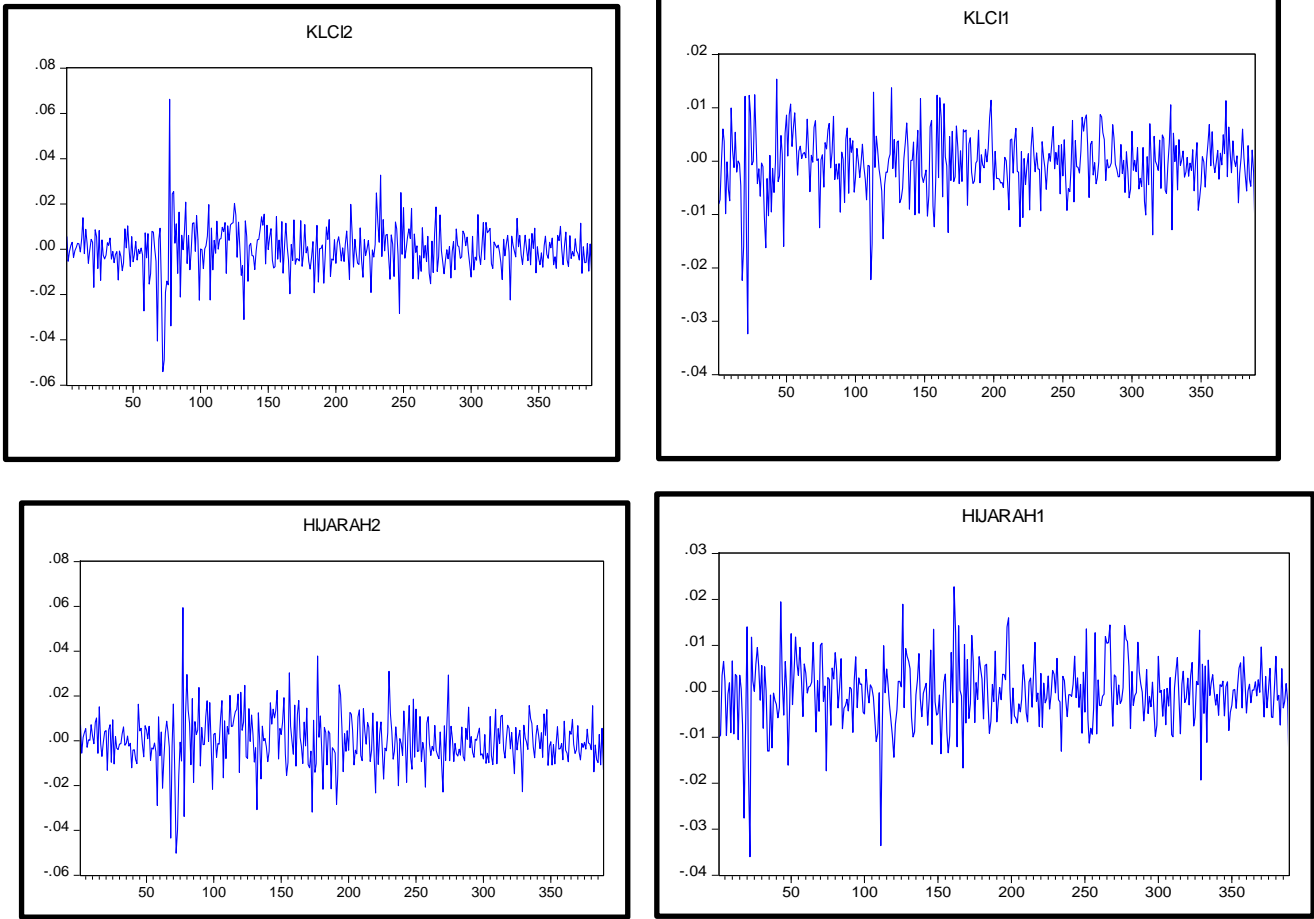
Hijarah1 عوائد المؤشر الاسلامي قبل الأزمة hijarah2 عوائد المؤشر الاسلامي بعد الأزمة

تم استخراج البيانات من نفس الموقع السابق www.investing.com

الشكل الموالي يوضح التمثيل البياني لسلسلة العوائد قبل وبعد الأزمة.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

الشكل 10 : التمثيل البياني لعوائد المؤشر العام والاسلامي لبورصة ماليزيا من 2021/06/30-2018/05/01



المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال البيانات نلاحظ أن التقلبات موجودة قبل وبعد الأزمة لكن القيم الشاذة سجلت أكثر حدة خلال الأزمة، المؤشر الاسلامي واضح بأنه الأكثر تقلبا في الفترة الأولى أو الثانية مقارنة بنظيره، وللتعبير الكمي للظاهرة نقوم بإكمال النتائج الاحصائية الموالية:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 14: الاحصاءات الوصفية لمؤشرات الدراسة قبل وبعد أزمة كوفيد 19

	KLCI1	HIJARAHI	KLCI2	HIJARAHI2
Mean	-0.000477	-0.000431	-4.8405	2.3507
Median	-0.000240	-0.000189	8.59E-05	-0.000930
Maximum	0.015382	0.022729	0.066263	0.059428
Minimum	-0.032368	-0.035999	-0.054047	-0.050210
Std. Dev.	0.005961	0.007173	0.010576	0.011544
Skewness	-0.679194	-0.530275	-0.151410	0.006398
Kurtosis	5.506946	5.742205	9.756999	6.228929
Jarque-Bera	131.7736	140.1122	741.5108	168.9905
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال تقدير الاحصاءات الوصفية لكلا المؤشرين طوال الفترة وقبل الأزمة وبعدها، نلاحظ أن المتوسط الحسابي لعوائد المؤشرات كان سالب ماعدا متوسط عوائد المؤشر الاسلامي خلال الأزمة موجب بقيمة 2.35 مما يشير بأن غالبية الأصول الاسلامية حققت عوائد ايجابية خلال أزمة كوفيد-19. بأخذ قيمة الانحراف المعياري نجد أنها أكبر في المؤشر الاسلامي في الفترتين مقارنة بعوائد المؤشر العام مما يدل على التشتت الأكبر في الأسهم الاسلامي.

معامل الالتواء في كلا المؤشرين يختلف عن الصفر وذو قيمة سالبة خلافا لما هو عليه في التوزيع الطبيعي مما يدل على أن المؤشرين لهما ذيل طويل جهة اليسار، مما يدل على أن أسعار المؤشر تتأثر بالصدمات السالبة أكثر من الصدمات الموجبة ماعدا المؤشر العام طوال الفترة والمؤشر الاسلامي خلال الأزمة كانت القيمة موجبة. كما تميزت كلا السلسلتين محل الدراسة بمعامل تقترح أعلى من القيمة 3 المميزة للتوزيع الطبيعي مما يدل على أن التوزيع في هذه السلاسل يحتوي على القيم الشاذة وقد ارتفع في كلا المؤشرين خلال الأزمة، بالإضافة إحصائية Jarque Berra حيث دعت الاحتمالات الحرجة لهذا الاختبار إلى رفض فرضية التوزيع الطبيعي للعوائد وهذا عند مستوى معنوية 1 % وذلك في كل سلاسل المؤشرات.

في الجدول الموالي نقدر تقلب عوائد المؤشرات خلال الفترتين باستخدام نموذج GARCH

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

الجدول 15 : تقلب عوائد مؤشري بورصة ماليزيا العام والاسلامي قبل وبعد أزمة كوفيد

	Klci1	Klci2	Hijarah1	Hijarah2
α_0	2.000096	3.000032	6.000003	2.000062
α_1	0.084459	0.071553	0.113150	0.054476
β	0.829777	0.896382	0.772713	0.926639
γ	0.085764	0.032065	0.114137	0.018885
V_L	23.3209	93.560	52.5684	105.907

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

نلاحظ من خلال الجدول أن معاملات نموذج GARCH للتباين موجبة ومعنوية عند مستوى 1% المعامل الأول من معادلة التقلب الشرطي يمثل الحد الأدنى من عتبة التباين التي لا يقع دونها التباين الشرطي، وقد ارتفع في المؤشر العام خلال الأزمة من 2.000096 الى 3.000032 بينما انخفض التقلب الشرطي للمؤشر الاسلامي من 6.000003 الى 2.000062.

المعامل الثاني يمثل مجموع البواقي مربعة الذي يعكس تأثير الصدمات على التقلبات عندما يحدث الانهيار في الوقت t ، تختلف قيمة الصدمات اختلافاً كبيراً عن متوسطها، حيث انخفض هذا المعامل في كلا المؤشرين خلال الأزمة، ففي المؤشر العام من 0.0844 الى 0.071 بينما الانخفاض أكثر في المؤشر الاسلامي من 0.113 الى 0.0544.

المعامل الثالث يمثل مجموع الفروق السابقة، والتي لها تأثير في قياس استمرارية التقلب في الواقع، وقد ارتفع هذا المعامل في كلا المؤشرين ففي المؤشر العام من 0.829 الى 0.896 بينما في المؤشر الاسلامي من 0.772 الى 0.9266.

من خلال حساب التباين على المدى الطويل في عوائد المؤشرين قبل الأزمة الصحية كوفيد 19 وبعدها وجدنا ارتفع قيمة التقلب في كلا المؤشرين وقد سجل المؤشر الاسلامي أعلى قيمة بـ 105.907 طوال الفترة مقابل 93.56 في المؤشر العام، مما يؤدي بنا لاستنتاج أن الأصول الاسلامية لم تكن أكثر متانة فقد تأثرت بصدمات السوق نتيجة تباطؤ وتيرة النشاط في ظل الأزمة، بالإضافة لمختلف التأخيرات في توفير التمويل أو التمويل.

تحليل نتائج الدراسة

من الواضح أن أسواق الأسهم الإسلامية الماليزية لم تكن بمعزل تماماً عن الأزمة وهذا نتيجة انتقال العدوى وارتباط الأزمة بالاقتصاد الحقيقي وهو ما يتوافق مع دراسة كل من (Ben Rejeb & Arfaoui 2018) ودراسة (Chiadmi 2015)

في الواقع تعمل الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بيئة معقدة ومع تراجع الاقتصاد العالمي وانخفاض وتيرة الانتاج في بعض الشركات على غرار التي توقفت كلياً عن الانتاج، حيث ترتبط نتائج الشركات الإسلامية بالأرباح المحققة من عمليات الاستغلال ويقل فيها الاعتماد على النتيجة المالية، على عكس الشركات التقليدية التي تشكل أرباحها من مزيج أنشطة الاستغلال والعوائد المالية المحققة في اطار المضاربة المحظورة شرعاً. أولاً الحجج النظرية حول كيفية عمل الأسهم غير التقليدية (أي الإسلامية) كتحوط خلال بيئة هادئة وتوفير المأوى في أوقات الأزمات الاقتصادية والمالية. حسب (Azmat & Others 2018) يعود لانخفاض الرافعة المالية وحظر الأنشطة عالية المخاطرة. يمكن أن تساعد قضايا الكفاءة والسيولة، جنباً إلى جنب مع وجود مستثمرين واعين بالشريعة في تفسير الأداء أفضل في فترات الانكماش الأسهم الشركات الإسلامية. هذه النتيجة لها آثار مهمة على المستثمرين ومديري المحافظ الذين يرغبون في تنويع مخاطرتهم في فئات الأصول الأخرى من الأسهم التقليدية. تشير النتائج النظرية والتجريبية إلى أنه في البلدان التي توجد فيها قاعدة كبيرة من المستثمرين المسلمين تحقق المؤشرات الشرعية أداء أفضل (Sadegh 2015). إلا أن محدودية أدوات التحوط الإسلامي وعدم السماح بالمشتقات لا يضعف فقط قدرة الشركات الإسلامية على إدارة المخاطر والحفاظ على الثروة، يمكن أن يعيق النمو الاقتصادي عن طريق انخفاض القدرة التنافسية.

رغم عوامل الاستقرار التي تحظى به المالية الإسلامية إلا أنها غير محصنة تماماً من الأزمات لأنها تعمل في بيئة معقدة وغير آمنة. ينبغي على صناع القرار وحتى الأكاديميون وباحثو الشريعة العمل معاً لتزويد الأسواق المالية الإسلامية بالتقنيات والأدوات المناسبة من أجل التخفيف تأثير الصدمات المالية على الأسواق الإسلامي واتخاذ تدابير وقائية لحماية التمويل الإسلامي من عدم الاستقرار الخارجي، وتداعيات الأسواق المالية التقليدية. كل هذا يبرز أهمية ضرورة اعتماد إدارة مخاطر محكمة وحاسمة لكل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية على المستوى الكلي، وعلى المستوى الجزئي في الشركات التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

المبحث الثالث: مقارنة اليات تسيير المخاطر المالية بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية

لقد حاولنا في المبحث السابق قياس ومقارنة تقلب المؤشر العام والاسلامي لبورصة ماليزية خلال مدة زمنية طويلة نسبيا وخلال فترة الأزمة، وقد كان المؤشر الاسلامي الأكثر تقلبا وأقل متانة خلال الأزمة. على المستوى الجزئي فالدراسات قليلة التي تقارن المخاطر المالية بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية خاصة كيفية تسيير المخاطر المالية. كما أن الصعوبة تكمن في تعنت الشركات في الاجابات أو الكشف عن الياتها المعتمدة كما ان الملاحق لا تكشف الكثير وهو الشيء الذي شكل صعوبة في دراستنا. الا أننا حاولنا اتباع الطريقتين للحصول على أكثر معلومة ممكنة لكيفية تسيير المخاطر المالية في الشركات من أجل دعم وتحليل أسباب ارتفاع المخاطرة المقاسة في المبحث الرابع.

نتائج الاستبيان الالكتروني المرسل:

من أجل التعرف على سياسة تسيير المخاطر المالية في الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا قمنا بارسال استبيان الكتروني لـ 116 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا لسنة 2020 من 6 قطاعات مختلفة (صناعي، تجاري، تكنولوجي، قطاع العقارات، البناء وقطاع الطاقة) وهي أكثر الأسهم نشاطا في السوق الاسلامي، الا أننا لم نتلقى سوا 3 اجابات: منها شركتين من القطاع الصناعي واحدة منها مصنفة كشركة متوافقة مع الشريعة الاسلامية والأخرى شركة تقليدية. بالإضافة لشركة واحدة من القطاع العقاري مصنفة كشركة متوافقة مع الشريعة الاسلامية. ونوضح الاجابات في الجدول الموالي:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات المالية

جدول 16: نتائج الاستبيان لكيفية تسيير المخاطر المالية المرسل للشركات المالية

القطاع	العقاري	الصناعي	الصناعي
تصنيف الشركة	متوافقة مع الشريعة الاسلامية	متوافقة مع الشريعة الاسلامية	تقليدية
التمويل المعتمد	الاسلامي	المرابحة	المرابحة والمشاركة
المخاطر المالية التي تواجهها	خطر الصرف	خطر الصرف	خطر الصرف، معدل الفائدة، الائتمان والسيولة
أدوات قياس المخاطر	الانحراف المعياري	الانحدار	تحليل الحساسية
كيفية التعامل مع المخاطر	التنوع	الضمانات، الاسلامية	المشتقات، التنوع، المشتقات المالية
نوع المشتقات المستخدم	عقود آجلة	عقود آجلة	عقود المبادلة
الخطر المتحوط منه	خطر الصرف	خطر الصرف	خطر الصرف
مصدر قرار التحوط	مدير الخزينة	مجلس الادارة	مجلس الادارة
دوافع استخدام المشتقات	- سهولة تصميم المشتقات (الشروط) - مناسبة الوقت للتحوط	مناسبة الوقت لتغطية الخطر	تكلفة معقولة
مزايا المشتقات حسب الشركة	- تعظيم قيمة الشركة - ضمان للدائنين	تعظيم قيمة الشركة	تثبيت التدفقات النقدية
مخاوف من استخدام المشتقات	- خطر تغير سعر المشتقات - خطر المعالجة المحاسبية	خطر تغير سعر المشتقات	/
دوافع عدم استخدام المشتقات	اعتماد بدائل أخرى	تكلفة عالية	تكلفة عالية
أدوات التحوط اسلامي المستخدمة	عقود السلم	التأمين الاسلامي (عقود التكافل)	/
هل تعتقد أن التمويل الاسلامي أقل مخاطرة	نعم	لا	لا
دوافع اللجوء للتمويل الاسلامي	تنوع مصادر التمويل	أقل خطر من الديون	/

المصدر من اعداد الباحثة باستخدام google drive

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

من خلال الجدول فالشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية تمثل (3/2) والتقليدية (3/1)، أهم أدوات التمويل الاسلامي كانت المربحة في الشركة العقارية نظرا لطبيعة نشاطها تكون المربحة أفضل خيار لتمويل احتياجاتها المالية. أما بالنسبة للشركة الصناعية فضلت المربحة والمشاركة. الشركة العقارية لم تصرح بمواجهة مخاطر مالية جوهرية ماعدا خطر الصرف، أما الشركات الصناعية فقد كان خطر الصرف، السيولة، الائتمان ومعدل الفائدة. مقاييس الخطر كانت متفاوتة بين الشركات منها التي لجأت للانحراف المعياري، الانحدار وتحليل الحساسية، أما أدوات تسيير الخطر كانت التنوع في الشركة العقارية نظرا لطبيعة نشاطها الأقل تقلب من النشاط الصناعي، لكن في الشركات الصناعية العقود الاجلة وعقود المبادلات. قرارات تسيير المخاطر المالية في الشركة العقارية صادرة من مدير الخزينة فلم تكن لديها قسم خاص بتسيير المخاطر. لكن في الشركات الصناعية القرار يصدر من اجتماع مجلس الادارة. قد تم اللجوء للمشتقات لمرونة تحديد الشروط وتكلفة المعقولة. وتوافق الشركات التحليل النظري بكون استخدام المشتقات المالية يساهم في رفع قيمة الشركة وتثبيت التدفقات لضمان موارد داخلية. الا أن التخوف من تقلب أسعار المشتقات والخطأ عند التسجيل المحاسبي يحد من استخدامها.

من أجل تحديد التصور المستقبلي للمنتجات الاسلامية، فقد طرحنا أسئلة حول احتمالية اللجوء اليها مستقبلا، حيث صرحت الشركات الاسلامية أنها تلجأ لها لتنوع تركيبة هيكلها المالي، وكونها أقل مخاطرة من الديون الربوية. بالإضافة الا أن المشتقات الاسلامية التي تتصور الشركات أنها قد تستخدمها كانت عقود السلم، وعقود التكافل التي تعرف تزايد الطلب عليها نسبيا. لكن الشركات الصناعية لا تجد المنتجات المالية الاسلامية أقل مخاطرة.

2- تحليل الملاحق

من أجل تقصي البحث عن اليات تسيير المخاطر المالية في الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا قمنا بمراجعة الملاحق المنشورة للشركات. ومن خلال الاطلاع على التقارير المالية لـ 116 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا لسنة 2020 من 6 قطاعات مختلفة (صناعي، تجاري، تكنولوجي، قطاع العقارات، البناء وقطاع الطاقة) مع أخذ في كل قطاع النوعين من الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية حيث كانت مناصفة خلال هذه السنة (58 شركة في كل نوع)، تم استخراج من الملاحق أهم الآليات المعتمدة في تسيير كل نوع من المخاطر المالية حسب استراتيجية وسياسة كل شركة، وبأخذ بغالبية الشركات فقد وجدنا أن أنشطة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

الشركات عينة الدراسة تتعرض لمجموعة متنوعة من المخاطر المالية الناشئة من عملياتهم واستخدام الأدوات المالية. تشمل المخاطر المالية الرئيسية مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر أسعار الفائدة والصراف.

يراجع مجلس الإدارة ويوافق على سياسات وإجراءات تسيير المخاطر، والتي يتم تنفيذها من قبل المديرين التنفيذيين والمسيرين الماليين. توفر لجنة التدقيق وإدارة المخاطر إشرافاً مستقلاً على فعالية عملية تسيير المخاطر. ويتم تسيير المخاطر كما يلي:

المطلب الأول: تسيير مخاطر الائتمان

مخاطر الائتمان عرفت على أنها: مخاطر الخسارة المالية التي قد تنشأ على الأدوات المالية القائمة في حالة تقصير الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته. ينشأ تعرض المجموعة لمخاطر الائتمان بشكل أساسي من ذممها التجارية المدينة والمبالغ المستحقة على الشركات التابعة. كذلك بالنسبة للأصول المالية الأخرى (بما في ذلك الأوراق المالية الاستثمارية والنقدية وأرصدة لدى البنوك)، تقلل المجموعة والشركة من مخاطر الائتمان من خلال التعامل بشكل أساسي مع تصنيف ائتماني مرتفع.

في تاريخ التقرير، يتم تمثيل أقصى تعرض لمخاطر الائتمان من خلال القيمة الدفترية لكل فئة من فئات الأصول المالية المعترف بها في البيانات المالية

- الذمم المدينة التجارية وأصول العقد

يتأثر تعرض المجموعة لمخاطر الائتمان بشكل رئيسي بالسمات الفردية لكل زبون. ومع ذلك، تنتظر الإدارة أيضاً في العوامل التي قد تؤثر على مخاطر الائتمان لقاعدة عملائها، بما في ذلك مخاطر التخلف عن السداد المرتبطة بالصناعة والبلد الذي يعمل فيه العملاء.

وضعت الشركات سياسة ائتمانية يتم بموجبها تحليل بشكل فردي للجدارة الائتمانية لكل عميل جديد قبل الدفع وشروط التسليم القياسية للشركة وتقدم الشروط. في نهاية فترة التقرير، يعين الحد الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان من الذمم المدينة التجارية وموجودات العقد التي يتم تمثيلها بالمبالغ الدفترية في بيان المركز المالي.

تستند معدلات الخسارة المتوقعة إلى ملفات الدفع التاريخية للمبيعات وتاريخ الائتمان المقابل للخسائر التي حدثت خلال هذه الفترات. يتم تعديل معدلات الخسارة لتعكس المعطيات الحالية والمستقبلية، من خلال مراجعة التصنيفات الخارجية، إذا كانت متوفرة، البيانات المالية، ومعلومات وكالة الائتمان، ومعلومات الصناعة.

تقوم الشركة بتقييم ما إذا كانت أي من الذمم المدينة التجارية منخفضة القيمة الائتمانية، ويتم شطب إجمالي القيم الدفترية للذمم المدينة التجارية التي انخفضت قيمتها الائتمانية (إما جزئياً أو كلياً) عند غياب احتمالية

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

للاسترداد. هذا هو الحال بشكل عام عندما تقرر الشركة أن المدين لا يملك أصول أو مصادر دخل يمكن أن تولد تدفقات نقدية كافية لسداد المبالغ المستحقة ومع ذلك، فإن الذم المدينة التجارية التي تم شطبها قد تظل خاضعة لأنشطة الاسترجاع.

في إطار تسيير مخاطر الائتمان للذم المدينة التجارية، تقوم الشركة باتخاذ الإجراءات المناسبة لاسترداد الأرصدة التي فات موعد استحقاقها لفترة طويلة (بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر الإجراءات القانونية).

• النقد المعادل

تؤخذ في الاعتبار مخاطر الائتمان الخاصة بالنقد وما في حكمه للشركة الا أنه غير جوهري في معظم الشركات، لأن الأطراف المقابلة هي بنوك ذات سمعة مع تصنيف خارجي عالي.

• القروض والسلفيات بين الشركات

تقدم الشركات قروضًا وسلفيات غير مضمونة للشركات التابعة، كما تراقب قدرة الشركات التابعة لسداد القروض والسلفيات على أساس فردي. تفترض الشركات أن هناك زيادة كبيرة في مخاطر الائتمان عندما يتدهور المركز المالي للشركة التابعة بشكل كبير. تعتبر الشركة الضمان المالي منخفض القيمة الائتمانية عندما:

• من غير المحتمل أن تسدد الشركة التابعة التزامها الائتماني للبنك بالكامل. أو

• الشركة التابعة تتكبد خسائر بشكل مستمر ولديها عجز في صندوق المساهمين.

• القرض أو السلفة المقدمة من الشركة التابعة متأخرة السداد لأكثر من 365 يومًا

تحدد الشركة احتمالية التخلف عن السداد لهذه القروض والسلف بشكل فردي باستخدام المعلومات الداخلية متوفرة.

لغرض التحليل المقارن قمنا بحساب نسبة أهم الآليات المصرح بها في الملاحق للنوعين من الشركات الموضحة في الجدول الموالي:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 17: آليات تسيير مخاطر الائتمان في شركات عينة الدراسة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
22.41%	26	20.69%	12	24.14%	14	-تقييم وضعية العملاء قبل منح الائتمان
37.93%	44	41.38%	24	34.48%	20	-تقييم وضعية العملاء عند طلب ائتمان
0.00%		0.00%				فوق حد معين
22.41%	26	18.97%	11	25.86%	15	-تحديد شروط للموافقة الائتمانية
55.17%	64	48.28%	28	62.07%	36	-التعامل مع أطراف ذوي تصنيف مرتفع
29.31%	34	27.59%	16	31.03%	18	- تحديد حد أقصى للائتمان
13.79%	16	10.34%	6	17.24%	10	-طلب ضمانات
15.52%	18	13.79%	8	17.24%	10	-تنويع العملاء (تخفيض درجة التركيز)
3.45%	4	3.45%	2	3.45%	2	-تمديد مدة الاستحقاق
4.31%	5	5.17%	3	3.45%	2	-غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ طرق تسيير خطر الائتمان في كلا النوعين من الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والشركات التقليدية، حيث نجد أن كلاهما تولي اهتمام كبير بمخاطر الائتمان لما له من تاثيرات على نشاطها عند التخلف عن السداد وعدم تحصيل مستحقاته. أغلب الشركات تجري مراقبة مستمرة لوضعية المدينين ومراجعة دائمة لمخصصات الخسائر التي تختلف طرق تقييمه. تقوم الشركات بتقييم وضعية العملاء قبل منح الائتمان وقد صرحت بذلك 22.41% من النوعين، غير أن 37.93% تقوم بالتقييم عند وصول الائتمان لحد معين، في حين 29.31% حددت سقف ائتماني. كما أن 55.17% من الشركات يقتصر التعامل فيها مع الأطراف ذوي التصنيف الائتماني المرتفع أكثرها كانت الشركات الاسلامية، مما يبرز أهمية وكالات التصنيف في تخفيف المخاطر المالية. بالنسبة للشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية 17.24% منها فضلت طلب ضمانات لبعض المدينين في حين كانت النسبة 10.34% مع تنويع أكثر في قاعدة العملاء في الشركات التقليدية. من الاجراءات التخفيفية التي اعتمدها القلة من الشركات تمديد مدة الاستحقاق أو تنويع قاعدة العملاء لتقليل مخاطر التركيز وهذا حسب خصوصية كل شركات وأو قطاعها. ويعد خطر الائتمان أهم

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

المخاطر التي تواجهها الشركات حيث 4.31% فقط من الشركات التي كان الخطر فيها غير جوهري، كما نلاحظ عدم اللجوء للتأمين أو التوريق الا من طرف شركة واحدة تقليدية

المطلب الثاني: تسيير مخاطر السيولة

مخاطر السيولة عرفت على أنها "المخاطر التي قد تواجه الشركة في حال صعوبة الوفاء بالالتزامات المالية عند استحقاقها، لعدم تطابق آجال الاستحقاق بين الأصول والخصوم المالية." تتشأ المخاطر بشكل أساسي من الذمم التجارية الدائنة والذمم الدائنة الأخرى والقروض والتسهيلات. تقوم الشركة بتسيير التدفقات النقدية التشغيلية والتسهيلات المصرفية بشكل فعال لتلائم تواريخ استحقاق ديونها وذلك لضمان تلبية احتياجات التسديد والتمويل.

يتم تسيير لمخاطر السيولة في أغلب الشركات من خلال الحفاظ على النقد الكافي وضمان توفر التمويل من خلال وجود كمية كافية من التسهيلات الائتمانية الملتزم بها. نظراً للطبيعة الديناميكية للأعمال، تهدف الشركات إلى الحفاظ على المرونة في التمويل من خلال الاحتفاظ بخطوط الائتمان المتاحة.

يتم في نهاية كل فترة تحليل الأدوات المالية عن طريق الاستحقاقات التعاقدية المتبقية من خلال جدول يوضع في ملاحق القوائم المالية. يوضح الجدول الموالي أهم الآليات المعتمدة بنسب استخدامها في النوعين من الشركات لتسيير خطر السيولة.

جدول 18: آليات تسيير مخاطر السيولة في شركات عينة الدراسة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الاسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
84.48%	98	75.86%	44	93.10%	54	-المحافظة على مستوى نقد متاح
72.41%	84	62.07%	36	82.76%	48	-تسيير الديون وموائمة الأصول والخصوم
67.24%	78	68.97%	40	65.52%	38	-تسهيلات ائتمانية احتياطية
17.24%	20	13.79%	8	20.69%	12	-اقتراض
17.24%	20	17.24%	10	17.24%	10	- استثمار مالي قصير الأجل لضمان
	0					أصول سائلة تحت الطلب
5.17%	6	6.90%	4	3.45%	2	_طلب تمديد آجال الاستحقاق

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

يتم التعامل مع مخاطر السيولة في النوعين من الشركات بطريقة متشابهة نسبياً، حيث 84.48% من شركات عينة الدراسة تحتفظ بمستوى من النقد متاح، و67.24% تعتمد على التسهيلات الائتمانية الاحتياطية. كما تعمل 72.41% على تسيير الديون من خلال تحقيق المؤاممة بين تواريخ التحصيلات والتسديدات حتى تتمكن من تحصيل الأموال ثم تسديد الديون، دون التعرض لأزمة سيولة أو تكاليف غير مبررة، وقد كانت دائماً النسبة الأكبر في الشركات الإسلامية. كما أن 17.24% من الشركات تعمل على ضمان توفر أصول سائلة تحت الطلب لديها من خلال تكوين محفظة استثمار قصيرة الأجل وهذه النسبة متساوية في النوعين من الشركات. وقد صرحت 5.17% من الشركات أنها لجأت لاتفاقيات طلب تمديد أجل الاستحقاق عند العجز عن السداد 2 منها إسلامية و4 تقليدية. أفصحت كذلك 17.24% من الشركات أنها لجأت للاقتراض للوفاء بمسئولياتها أكثرها شركات إسلامية.

المطلب الثالث: تسيير مخاطر السوق

هي مخاطر القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للأداة المالية للشركة نتيجة للتغيرات في أسعار السوق. يتم اعتماد عموماً لقياس هذه المخاطر تحليل الحساسية الذي يحدد أثر تغير أحد العوامل على الدخل الصافي مع افتراض أن جميع المتغيرات الأخرى تبقى ثابتة ويتجاهل أي تأثير للمبيعات والمشتريات المتوقعة، من أهم مخاطر السوق التي تتعرض لها الشركات:

▪ مخاطر معدل الفائدة

مخاطر معدلات الفائدة عرفت على أنها: " مخاطر التقلبات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للأدوات المالية نتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة في السوق". تنشأ المخاطر بشكل أساسي من الالتزامات المالية التي تحمل فائدة والتي تشمل ذمم دائنة تجارية (غير جارية)، السحب على المكشوف من البنوك، التزامات الإيجار التمويلي، أقساط القروض.

في نهاية الفترة يتم اعداد بيان أسعار الفائدة للأدوات المالية الهامة للشركة التي تحمل فائدة على أساس القيم الدفترية. ولتحديد الخطر يتم اعتماد تحليل الحساسية

مثال : إذا كانت أسعار الفائدة أقل / أعلى بمقدار 50 نقطة أساس، مع الاحتفاظ بجميع المتغيرات الأخرى ثابتة، كان صافي أرباح الشركة 966000 رينغيت ماليزي

تستند الحركة المفترضة في نقاط الأساس لتحليل حساسية سعر الفائدة إلى ما يمكن ملاحظته حالياً لبيئة السوق

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

تسير الشركات خطر معدل الفائدة من خلال الحفاظ على مزيج من القروض ذات معدل الفائدة الثابت والمتغير. أما بالنسبة للودائع الثابتة المودعة لدى البنوك يتم تسييرها من خلال التفاوض الفعال مع البنوك المرخصة للحصول على أفضل الأسعار المتاحة. يوضح الجدول الموالي أهم الآليات المعتمدة بنسب استخدامها في النوعين من الشركات لتسيير خطر الفائدة.

جدول 19: آليات تسيير مخاطر معدل الفائدة في شركات عينة الدراسة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
56.90%	66	55.17%	32	58.62%	34	-تنويع الأدوات ذات المعدلات الثابتة والمتغيرة
12.07%	14	6.90%	4	17.24%	10	-اعادة هيكله (ترتيبات الاقتراض)
24.14%	28	20.69%	12	27.59%	16	-التعامل مع عديد من البنوك للحصول على سعر تنافسي
0.00%		0.00%		0.00%		-مبادلات معدلات الفائدة
5.17%	6	6.90%	4	3.45%	2	-ايداع الفواض في المؤسسات مالية للاستفادة من ايراد الفوائد
12.07%	14	13.79%	8	10.34%	6	-غير جوهري
17.24%	20	10.34%	6	24.14%	14	

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

بالرغم من انخفاض نسبة المديونية لأقل من 30% في الشركات المتوافقة على الشريعة الاسلامية وعدم اعتمادها على العوائد الربوية غير أنها ليست بمنأى من خطر معدل الفائدة، نظرا لاعتماده كمرجع للتسعير في الأصول المالية، الا أن خطره أقل حدة عن الشركات التقليدية، حيث 24.14% من الشركات الاسلامية كان الخطر فيها غير جوهري ولم تكن معرضة له، في حين 10.34% فقط من الشركات التقليدية التي لم يكن خطر الفائدة فيها جوهري. أهم آليات التعامل مع هذا الخطر كانت من خلال تنويع المزيج من الأدوات ذات المعدل الثابت والمتغير 58.62% في الشركات الاسلامية 55.17% في الشركات التقليدية، بالإضافة لإجراءات اعادة تسعير الأدوات بنسبة 17.24% في الشركات الاسلامية و6.9% في الشركات التقليدية.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

كما أن غالبية الشركة تفضل التعامل مع عدة بنوك وابداع فوائدها المالية في المؤسسات المالية لتحقيق عوائد والحصول على أسعار تنافسية. بالنسبة للمشتقات فقد وجدنا أن 5.17% فقط من شركات عينة الدراسة استخدمتها وتمثلت في مبادلات معادلات الفائدة منها 3.45% شركة اسلامية و 6.9% شركات تقليدية.

▪ مخاطر الصرف

مخاطر العملات الأجنبية عرفت على أنها " مخاطر تقلب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للأداة المالية بسبب التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية."

تتعرض الشركات لمخاطر معاملات العملات الناشئة عن المبيعات أو المشتريات والقروض لأجل المقومة بعملة غير العملة الوظيفية لمنشآت الشركة، تتعرض المجموعة أيضاً لمخاطر تحويل العملات الناتجة عن صافي استثماراتها في العمليات الأجنبية

وبشكل أساسي العملات التي تم رصدها أهمها الدولار الأمريكي ("USD") والين الياباني ("JPY") ودولار هونج كونج ("USD"). ("") والدولار السنغافوري ("SGD") الجنيه البريطاني ("GBP") واليورو ("EUR") والرنمينبي الصيني.. ("RMB") والتي تختلف حسب جنسية معاملة كل شركة

تعمل الشركات على التخفيف من مخاطر الصرف الأجنبي إلى مستوى مقبول مقابل من خلال مراقبة مستمرة لموجوداتها ومطلوباتها واستخداماتها المحددة بالعملات الأجنبية. في نهاية فترة التقرير تقوم بتحديد القيم الدفترية للموجودات المالية والالتزامات المالية بالعملات الأجنبية في جدول يرفق في الملاحق. كما يتم تحليل الحساسية لمخاطر العملات الأجنبية من خلال جدول يوضح توقعات الربح قبل الضريبة بعد التغير المحتمل في أسعار صرف العملات في تاريخ إعداد التقارير مقابل العملة الوظيفية للشركة، على افتراض بقيت جميع المتغيرات الأخرى ثابتة

يوضح الجدول الموالي أهم الاليات المعتمدة بنسب استخدامها في النوعين من الشركات لتسيير خطر الصرف.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 20: آليات تسيير مخاطر سعر الصرف في شركات عينة الدراسة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
4.31%	5	3.45%	2	5.17%	3	-توحيد مركز العملات
21.55%	25	15.52%	9	27.59%	16	-التحوط الطبيعي
20.69%	24	20.69%	12	20.69%	12	-احتفاظ باحتياطات أجنبية
27.59%	32	32.76%	19	22.41%	13	- العقود الآجلة
8.62%	10	10.34%	6	6.90%	4	-عقود المبادلات
5.17%	6	3.45%	2	6.90%	4	-الشراء والبيع بعملات أجنبية
	0					لضمان المؤامة
3.45%	4	3.45%	2	3.45%	2	-التعامل بأسعار فورية
1.72%	2	-	-	3.45%	2	- عقود تحوط اسلامية
13.79%	16	17.24%	10	10.34%	6	-غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

أغلب الشركات الصناعية عينة الدراسة تتعامل بالعملات أجنبية اما في عمليات البيع والشراء أو استثماراتها مما جعلها معرضة لخطر الصرف 13.79% فقط من شركات عينة الدراسة لم يكن فيها الخطر جوهري. أولت الشركات اهتمام كبير بهذا الخطر من خلال مراقبة مستمرة لأسعار الصرف ومتابعة التغيرات لضمان التعرض للحد الأدنى من الخطر، وقد كانت الشركات الاسلامية أكثر حرصاً نظراً لمحدودية استخدام عقود للتحوط. بالرغم من هذا فقد اعتمدت 29.31% من شركات الاسلامية في سياستها التغطية بالمشتقات عندما تبرر الضرورة التكلفة وقد لجأت 22.41% للعقود الآجلة الاسلامية و 6.9% لعقود المبادلات لتغطية خطر الصرف في حين 32.76% من الشركات التقليدية استخدمت العقود الآجلة للتحوط و 10.34% منها عقود المبادلات. كما أن 20.69% من الشركات تحتفظ باحتياط بعملات أجنبية لاستخدامه عند الحاجة في كلا النوعين، وحوالي 21.55% تلجأ للتحوط الطبيعي أكثرها اسلامية، و 5.17% من الشركات أيضا كانت استراتيجيتها الشراء والبيع بعملات أجنبية لضمان مقابل التحصيلات والتسديدات من نفس العملة أغلبها اسلامية. بينما فضلت شركتين من كل نوع التعامل بالأسعار الفورية.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

كما نجد انعدام لاستخدام أدوات التحوط الاسلامي الا في شركتين متوافقتين مع الشريعة التي صرحت باستخدام عقود الفوركس الاجلة الاسلامية واتفاقيات الشراء. وهو ما يؤكد انخفاض الطلب على هذه الأدوات لعدة أسباب مذكورة سابقا في الاطار النظري أهمها كونها لا تزال في مرحلة مبكرة وعدم توفير الاطار القانوني والمحاسبي لها.

■ مخاطر أسعار الأسهم

القليل من الشركات التي صرحت في قوائمها المالية أنها معرضة لمخاطر أسعار الأسهم، وقد أعلنت الشركات التي تواجه هذا الخطر على أنها تتعرض لمخاطر أسعار الأسهم الناتجة عن استثمارها في أدوات حقوق ملكية المدرجة في بورصة ماليزيا، يتم تسيير عوائد الاستثمار ومخاطر أسعار الأسهم باستخدام التنويع الاستثمارات حسب ثنائية العائد/المخاطرة في تاريخ التقرير، يتم تحليل حساسية أسعار الأسهم لتغيرات مؤشرات السوق. مثال: اذا ارتفع أو انخفض مؤشر بورصة ماليزيا 5 %، سيكون ارتفاع أو انخفاض في القيمة العادلة لحقوق الملكية 12000 رينغيت ماليزي مع افتراض بقاء جميع المتغيرات ثابتة يوضح الجدول الموالي أهم الاليات المعتمدة بنسب استخدامها في النوعين من الشركات لتسيير خطر سعر الأسهم.

جدول 21: آليات تسيير مخاطر سعر الأسهم لشركات عينة الدراسة

طرق تسيير الخطر		الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية		الشركات التقليدية		اجمالي الشركات	
العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة
3	5.17%	6	10.34%	9	7.76%		
1	1.72%	2	3.45%	3	2.59%		
2	3.45%	4	6.90%	6	5.17%		
8	13.79%	10	17.24%	18	15.52%		

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

كان خطر سعر حقوق الملكية (الأسهم) الأقل أثرا على الشركات عينة الدراسة ولم تتخذ أغلب الشركات آليات لتخفيفه، حيث صرحت 13.79% من الشركات الاسلامية أن الخطر فيها غير جوهري، و17.24% في الشركات التقليدية.، كما أن تنويع الأدوات المالية كانت أكثر الأساليب استخداما بنسبة 10.34% في الشركات

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

التقليدية و5.17% في الشركات الاسلامية. كما أن بعض الشركات لجأت للاستثمار في الصناديق ذات الدخل الثابت كصكوك الاجارة في المنتجات الاسلامية والسندات في المنتجات التقليدية الا أنها لا تزيد عن ثلاثة شركات من عينة الدراسة

▪ تسيير مخاطر أسعار المواد الأولية

لم نجد في الملاحق الا عدد قليل جدا من شركات عينة الدراسة التي صرحت أنها معرضة لهذا الخطر (13 شركة من عينة الدراسة) هي التي كانت معرضة لمخاطر أسعار البيع الناتجة عن التغيرات في أسعار المواد الأولية. تقوم الشركات بمراجعة توقعاتها للأسعار بانتظام لضمان بقاء الخطر ضمن مستوى مقبول، مع اعتماد تحليل الحساسية لمخاطر سعر البيع، وأحيانا يتم اللجوء للمشتقات لتغطية. يوضح الجدول الموالي أهم الآليات المعتمدة بنسب استخدامها في النوعين من الشركات لتسيير خطر سعر المواد الأولية.

جدول 22: آليات تسيير مخاطر سعر السلع الأساسية لشركات عينة الدراسة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
1.72%	2	3.45%	2	-	-	- عقود آجلة
0.86%	1	1.72%	1	-	-	- عقود مستقبلية
0.86%	1	-	-	1.72%	1	- عقود المبادلات
2.95%	3	3.45%	2	1.72%	1	- غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

على عكس المخاطر المالية السابقة لم نجد في الملاحق لشركات عينة الدراسة معلومات عن تسيير هذه المخاطر الا في البعض القليل. كما أن الشركات التي ذكرته في الملاحق صرحت أنها لم تكن معرضة بصورة جوهريه لخطر سعر المواد الأولية بنسبة 2.95% من شركات عينة الدراسة منها 1.72% شركات اسلامية و3.45% شركات تقليدية. أما باقي الشركات فقد تابعت مراقبة الأسعار للاحتفاظ بمستويات مقبولة من الخطر. أما المشتقات فنسبة قليلة من الشركات التي استخدمتها 3.45% لجأت للعقود الآجلة من الشركات التقليدية. بالنسبة لعقود المبادلات فشركة واحدة اسلامية هي التي استخدمتها كما تم استخدام العقود المستقبلية لتغطية الخطر في شركة واحدة تقليدية.

تأثير أزمة الكوفيد-19 على اليات تسيير المخاطر المالية

لم تتغير استراتيجية الشركات في تسيير المخاطر المالية بسبب الوباء. ومع ذلك، فإن الانكماش الاقتصادي أثر على أسعار السوق والقيمة العادلة لعقود المشتقات التي أبرمتها الشركات. كان سوق العملات متقلباً بشكل خاص خلال النصف الثاني من سنة 2020 حيث ضعف الرينجت بأكثر من 180 نقطة أساس مقابل الدولار الأمريكي مع بداية جائحة COVID-19 وما تلاه من انكماش اقتصادي حاد. مما أدى لزيادة مخاطر العملات الأجنبية للشركات استجابة لتهديد COVID-19 قام المقرضون بتخفيضات أسعار الفائدة، واستفادت الشركات من انخفاض تكاليف الاقتراض للأدوات المتغيرة وإعادة تسعير الأدوات ذات السعر الثابت. كما يرى أعضاء مجلس إدارة الشركات أن بيئة أسعار الفائدة المنخفضة السائدة ستستمر في المدى القصير إلى المتوسط. وربما يرتفع تدريجياً بالتوازي مع وتيرة الانتعاش الاقتصادي على الرغم من أن هذا لا يزال غير مؤكد في هذا المنعطف. كما أن أهم التصريحات بشأن التعديلات في سياسة تسيير المخاطر كانت برفع مخصصات الخسائر، حيث أن أغلب الإفصاحات كانت دون تعديل عن السنة السابقة بذكر ذلك صراحة في الملاحق وهو ما يجعل تسيير المخاطر جامدة وغير مرنة للاستجابة للمعطيات الحديثة، والمجازفة باستعمال أدوات وتقنيات جديدة.

المبحث الرابع: تحليل بيانات البانل لعينة من الشركات الماليزية

قمنا في هذا المبحث اعتماد تحليل بيانات البانل لمعادلة الانحدار المتعدد لكل من الخطر المالي وخلق القيمة باتباع الخطوات الاحصائية اللازمة لبناء واختبار نموذج قياسي الى غاية التحقق من صحته. حيث أولا نوضح ونعرف بأهم الاختبارات الاحصائية اللازم، ثم المطلب الثاني متغيرات الدراسة، في المطلب الثالث نتائج الاختبار ونتائج النماذج القياسية الموضوعة لنختم بتحليل النتائج والاجابة على الفرضيات في المطلب الرابع

المطلب الأول : الأساليب الاحصائية المعتمدة:

نعرف أولا بنوع البيانات المعتمدة في الدراسة وتحديد خصائصها،

1- أنواع البيانات:

- بيانات السلاسل الزمنية: مجموعة بيانات السلسلة الزمنية من مشاهدات متغير أو عدة متغيرات خلال فترة من الزمن. ومن الأمثلة على بيانات السلسلة الزمنية أسعار الأسهم، ومؤشر أسعار المستهلك،
 - البيانات المقطعية: تتكون مجموعة البيانات المقطعية من عينة الأفراد أو مجموعة متنوعة من الوحدات الأخرى التي اتخذت في نقطة معينة من الزمن. وفي بعض الأحيان لا تتوافق بيانات جميع الوحدات مع نفس الفترة الزمنية بالضبط. فعلى سبيل إيننا، المثال، قد يتم مسح عدة أسر خلال أسابيع مختلفة في السنة، وفي تحليل عينة مقطعية بحثه نتجاهل أي اختلافات طفيفة في توقيت جمع البيانات.
 - البيانات المقطعية المجمعّة تجمع بين خصائص السلسلة الزمنية والبيانات المقطعية، فهي تعطي بيانات من مجموعة مختلفة من المفردات عبر سلسلة زمنية، مثل إجراء مسح للأسر لدخل، حجم الأسرة خلال 3 سنوات وكل سنة تؤخذ مجموعة جديدة
 - البيانات الزمنية المقطعية (أو البيانات الطولية) هي مجموعة تتألف من سلسلة زمنية لكل مجموعة بيانات مقطعية في مجموعة البيانات. افترض على سبيل المثال أنه يتوفر لدينا بيانات عن الأجور، والتعليم، والتاريخ الوظيفي لمجموعة أفراد متتابعة على مدى فترة عشر سنوات، أو قد نقوم بجمع المعلومات، مثل الاستثمار والبيانات المالية، حول نفس المجموعة من الشركات على مدى فترة زمنية
- الميزة الرئيسية التي تميز حزم البيانات الزمنية المقطعية عن البيانات المقطعية المجمعّة هي أن نفس البيانات المقطعية (الأفراد والشركات، أو المحافظات) مرتبة خلال فترة زمنية معينة. هناك عدة تسميات لبيانات البانل،

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

فقد تسمى "البيانات المدمجة" والتي تشمل على أعداد كبيرة من المشاهدات، كما تسمى أيضا "البيانات الطولية" عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة.¹

لقد اكتسبت هذه النماذج في العقد الحالي اهتماما بالغا وخصوصا في الدراسات الاقتصادية والطبية، لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر التغير في الزمن وكذلك أثر التغير في المشاهدات المقطعية. وتتمتع هذه البيانات بالعديد من المزايا، نذكر منها:

- التحكم في التباين الفردي (تجانس التباين Heteroscedasticity) الخاص الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة البيانات الزمنية الذي قد يؤدي إلى نتائج متحيزة. من خلال التحليل الفردي للوحدات يتم أخذ بعين الاعتبار الاختلافات والآثار الفردية الخاصة بكل منها، كما يمكن الأخذ في الحسبان الآثار الزمنية المشتركة بين الوحدات التي تتغير عبر الزمن.
- تمنح كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية، وكذلك أقل تعددية خطية بين المتغيرات (Multicollinearity) مما يجعل التقديرات أكثر دقة.

عندما تكون المشاهدات المقطعية مقاسة لنفس الفترات الزمنية فتعرف بالبيانات الطولية المتزنة (Balanced Panel Data)، أما إذا كانت المشاهدات مختلفة خلال الفترات الزمنية فتعرف بـ (Unbalanced Panel Data)

2- الاختبارات الإحصائية المستخدمة:

تعد طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) OLS أهم الطرق لاختبار الانحدار حيث تعتمد هذه الطريقة على إيجاد أفضل خط مستقيم يربط العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وتعطي أقل انحراف للنقاط الأسية عن الخط المستقيم فيكون لها أقل تباين ممكن، ولكي نتمكن من بناء نموذج قياسي دقيق باستخدام طريقة المربعات الصغرى لابد من توفر مجموعة من الافتراضات للوصول لأفضل النتائج والتقديرات، أهم

- العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة خطية
- البيانات خالية من الارتباط الذاتي

¹ السواعي خالد محمد، (2012): Eviews والتحليل الاقتصادي، الطبعة 1، دار الكتاب الثقافي: عمان، الأردن، ص28-34

- البواقي خالية من الارتباط المتعدد
- عدم تجانس البواقي
- البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً
- النموذج خالي من البيانات المفقودة

من أهم الاختبارات التي تكشف هذه المشاكل القياسية نذكر:

▪ اختبار الاستقرار: **Testing for Stationarity**

تشكل السلاسل الزمنية غير المستقرة مشكلة في التحليل الاقتصادي القياسي كون الخواص الإحصائية لتحليل الانحدار تفقد عند استخدام سلاسل غير ساكنة، كما ينتج عن عدم استقراره البيانات نتائج انحدار غير منطقية. هناك عدة اختبارات للتأكد من الاستقرار وتعد اختبارات جذور الوحدة أهم طريقة في تحديد مدى استقرار السلاسل الزمنية، وقد ظهر حديثاً عدد من الاختبارات لتحليل جذر الوحدة لبيانات البانل، يمكن التمييز بين جيلين من الاختبارات:

- أ. اختبارات الجيل الأول : تركز على الأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي (عدم تجانس معلمات النموذج أي معلومات خاصة بكل فرد n في الفترة)، منها اختبار Levin، Lin and Chu 2002، واختبار Im، Pesaran and Shin 2003 واختبارات فيشر Maddala and Wu 1999 و Choi 2001 وغيرهم
- ب. اختبارات الجيل الثاني : تأخذ بالخصوصيات الأكثر موجودة في البيانات (أهم العوامل المشتركة) لتشمل حالات متعددة من الارتباطات بين الوحدات.

من بين اختبارات الجيل الثاني اختبار Chang 2004 واختبار Bai and Ng 2004 واختبار Phillips and Sul 2003 وغيرهم¹

¹ معطي صفاء، بلحويصل محمد (2019): استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة عالقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة (2006-2013)، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد الثاني(العدد 01)، 259-305 ص 271

▪ اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي: (residuals serial correlation)

يقصد بالارتباط الذاتي هو أن قيم المتغير العشوائي التي تحدث خلال فترة زمنية سابقة، ترتبط بقيم المتغير التي تسبقها أو تليها. عادة ينشأ الارتباط الذاتي بصورة أكبر في حال بيانات سلسلة زمنية، إلا أن هذا لا يعني عدم وجودها في حالة البيانات المقطعية.

يمكن اكتشاف الارتباط الذاتي بين البواقي من خلال رسم الأخطاء (البواقي) فإذا كانت تنتشر بصورة عشوائية غير منتظمة فهذا يدل على عدم وجود الترابط، أما إذا كانت تميل أن تكون تتبع شكل واحد فهو يدل على وجود الترابط

من أهم الاختبارات للكشف عن الارتباط بين البواقي هو اختبار دارين واتسون، فإذا كانت القيمة تقارب 2 فلا يوجد تداخل، أما إذا كانت تقارب 0 أو 4 فيوجد ارتباط موجب أو سالب على التوالي. وهناك عدة اختبارات أخرى

▪ اختبار الارتباط المتعدد (Multicollinearity test)

يعني وجود علاقة خطية تامة أو قريبة من الخطية بين المتغيرات المستقلة، الارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة في النموذج مما يجعل النتائج متحيزة. اعتبر بعض الباحثين أن معامل الارتباط مساوي أو أكثر من 0.5 يدل على وجود تداخل خطي

يتم اختبار الارتباط التعددي من خلال مضاعف التباين (Variance inflation Factor) VIF الذي يقيس مقدار الزيادة في تباين مقدرات معالم الانحدار نتيجة وجود التداخل الخطي المتعدد، فكلما كانت قيمة المعامل كبيرة زاد تباين التقديرات وبالتالي أخطائها المعيارية. ويحسب يلي:

$$\text{VIF} = 1 / (1 - R^2_1) \quad // \text{معامل التحديد } R^2_1$$

لا توجد جداول احصائية يمكن استخدامها لمعرفة اذا كامن قيمة المعامل كبيرة أو لا، لكن اتفق الباحثون على أنه اذا زادت القيمة عن 5 دل ذلك على وجود التداخل الخطي المتعدد

يستخدم لمعرفة درجة الخطورة للتداخل ولكن ليس للحكم اذا كان يوجد التداخل موجودا أو لا، وذلك لأن التداخل الخطي بين المتغيرات يكون موجود غالبا بدرجات متفاوتة في الظواهر الاقتصادية.

▪ اختبار عدم تجانس (اختلاف التباين)

يقصد بعدم تجانس التباين حد الخطأ العشوائي أن قيمة البواقي مرتبطة بقيمة المتغير المستقل، فإذا كانت البواقي تنتشر بطريقة عشوائية لا تعكس أي مسار منتظم مقابل قيم المتغير المستقل فهذا يدل على تجانس تباين حد الخطأ العشوائي وفي المقابل إذا كانت البواقي لها اتجاه أو مسار معين فهذا يدل على عدم تجانس تباين حد الخطأ العشوائي.

يظهر تجانس التباين أكثر في البيانات المقطعية لكونها تختص بخصائص وحدات مختلفة الأحجام في فترات زمنية معينة، واختلاف الأحجام يؤدي لاختلاف التباين¹. يمكن استخدام اختبارات احصائية، من أهم هذه الاختبارات للكشف عن مشكلة تجانس التباين اختبار وايت White Test أو بروش باجان – Breusch Pagan-Godfrey

في حال التأكد من تجانس التباين يمكن معالجته باعتماد طريقة المربعات الصغرى المرجحة Weighted (Least Squares (WLS

3- اختبار معنوية النموذج المعتمد:

يتم التحقق من معنوية النموذج على المستوى الكلي أو على المستوى الجزئي:

← المعنوية الكلية:

لاختبار المعنوية الكلية لنموذج الانحدار نعلم على اختبار F فيشير تقوم الفرضية الصفرية على عدم معنوية العلاقة الخطية للانحدار حيث المعاملات تساوي الصفر بينما الفرضية البديلة أن العلاقة الخطية للانحدار معنوية (تكون المعاملات تختلف عن الصفر) كما يلي:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_n \neq 0$$

نأخذ بقيمة الاحتمالية (Prob value) إذا كانت أقل من مستوى الدلالة α فاننا نرفض الفرضية الصفرية ونستنتج أن الانحدار الخطي المتعدد معنوي، أما إذا كانت أكبر من مستوى الدلالة α فنقبل الفرضية العدمية.

¹ سمير خالد صافي، (2015): مقدمة في تحليل نماذج الانحدار باستخدام Eviews 2015، الطبعة 1، الجامعة الإسلامية: غزة، فلسطين. ص 57،

← المعنوية الجزئية:

ننطلق من اختبار ستيودنت تقوم باختبار معنوية كل معامل على حدى، تقوم الفرضية الصفرية على عدم معنوية المعاملة حيث تكون تساوي الصفر بينما الفرضية البديلة أن تختلف قيمة المعامل عن الصفر كما يلي:

$$H_0: \beta_n = 0$$

$$H_1: \beta_n \neq 0$$

نأخذ بقيمة الاحتمالية (Prob value) اذا كانت أقل من مستوى الدلالة α فاننا نرفض الفرضية الصفرية ونستنتج أن معامل المتغير معنوي، أما اذا كانت أكبر من مستوى الدلالة α فنقبل الفرضية العدمية.

4- أنواع نماذج البيانات المقطعية:

يكون النموذج العام لبيانات البائل ممثل بالعلاقة الرياضية التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \sum (\beta_{i,t} X_{i,t}) + \mu_{i,t}$$

i: 1...N عدد الوحدات الاقتصادية محل الدراسة (شركات، عمال....)

t: 1....n الفترات الزمنية للدراسة

α_0 الأثر الفردي للوحدة في الفترة t، ويكون ثابتا خلال الزمن

$\mu_{i,t}$ حد الخطأ العشوائي للوحدة i والفترة t حيث

$$\mu_{i,t} = \alpha_{i,t} + V_t + r_{i,t}$$

$\alpha_{i,t}$ الأثر الفردي للوحدة

$r_{i,t}$ الأثر المتبقي الناتج عن أثر متغيرات أخرى خارج النموذج

V_t أثر الزمن في النموذج

هناك ثلاثة أنواع من النماذج الاحصائية التي تدرج ضمن لوحة بيانات البائل وفقا للبعدين الزمني والمقطعي :

1- نموذج الأثر التجميعي: Pooled OLS Lagrangian Multiplier

يعتبر من أبسط النماذج يتكون من معاملات ثابتة، حيث تكون قيمة المعاملات متساوية في جميع الوحدات الاقتصادية، فهو يلغي البعد الزمني للوحدات، كما يلغي خصوصية الوحدات، ونتحصل على النموذج التجميعي وفق الصيغة التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \sum(\beta_{i,t} X_{i,t}) + \mu_{i,t}$$

$$\mu_{i,t} = \alpha_i + V_t + W_{i,t}$$

$\mu_{i,t}$ حد الخطأ العشوائي

α_i الآثار الفردية الخاصة

V_t الآثار الزمنية الخاصة

$W_{i,t}$ الأثر المتبقي

يفترض النموذجان الآخريان وجود الخصائص أو التأثيرات الفردية لكل وحدة يختلف النموذجين من حيث وجود ترابط بين الخصائص الفردية مع المتغيرات المفسرة (نموذج الأثر الثابت) وعدم وجود الترابط (نموذج الأثر العشوائي)¹

2- نموذج الأثر الثابت Fixed Effect Model

يعتمد هذا النموذج على أساس وجود ترابط بين الخصائص الفردية لكل وحدة مع المتغيرات المفسرة، إذ تتميز التأثيرات الفردية بثباتها زمنيا لكل وحدة واختلافها من وحدة لأخرى، حيث تكون المعادلة كالتالي:

$$Y_{i,t} = \alpha_{0(i)} + \sum(\beta_{i,t} X_{i,t}) + \mu_{i,t}$$

حيث يكون الاختلاف في قيمة α_0 لكل مقطع إلا أنها تبقى ثابتة خلال الزمن مع بقاء المعاملات β نفسها في باقي المقاطع، من أجل تحديد سلوك كل مقطع على حدا

¹ طاسين عائشة، مرجع سبق ذكره، ص 173

3- نموذج الأثر العشوائي Random Effect Model

في النماذج السابقة تفترض أن حد الخطأ العشوائي توزيعه طبيعي حيث متوسطه يساوي 0 وتباينه ثابت لجميع المقاطع، وليس هناك ارتباط ذاتي خلال الزمن بين مجموع المشاهدات، وفي حال عدم تحقق هذه الفرضيات يعتمد على نموذج الأثر العشوائي الذي يأخذ بالمعامل α 0 كمتغير عشوائي μ وتصيح المعادلة كما يلي:

$$Y_{i,t} = \mu + \sum (\beta_{i,t} X_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} + V_i$$

4- المفاضلة بين النماذج:

← اختبار فيشر: يسمح هذا الاختبار بمعرفة وجود اختلاف بين الشركات من عدمه، بمعنى هل ثابت حساب قيمة الانحدار مشترك بين جميع الشركات أم لكل شركة ثابت خاص

للمفاضلة بين النموذج التجميعي والنماذج الأخرى نستعمل هذا الاختبار والذي يقوم على الفرضيات التالية"

- الفرض H0 : نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم،

- الفرضية H1 نموذج REM او FEM هو الملائم

فاذا كانت قيمة p-value اقل من 0.05 فان هذا يعني رفض فرضية العدم (H0) وقبول فرضية الوجود (H1) وهذا يعني ان REM او FEM هو النموذج المناسب.

اما اذا كانت قيمة p-value اكبر من 0.05 فان هذا يعني قبول فرضية العدم (H0) وهذا يعني ان Pooled OLS هو النموذج المناسب.

← اختبار هوسمان Hausman test

يقوم هذا الاختبار على أساس الاختلاف الجوهرى بين نموذج الأثر الثابت والعشوائى، تقوم الفرضية العدمية على أساس نموذج الأثر العشوائى هو الأفضل، وفي هذه الحالة يتم اعتماد طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS يكون نموذج الأثر الثابت هو المناسب، ويتم اعتماد في هذه الحالة طريقة المربعات الصغرى العادية OLS .

إذا كانت قيمة p أقل من 5% فإن النموذج المناسب هو نموذج الآثار الثابتة.¹

المطلب الثاني: منهجية ونماذج الدراسة:

1- منهجية الدراسة

للإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضية قمنا باستخدام النموذج على بيانات البانل لعينة من 116 شركة من ستة قطاعات مختلفة (صناعي، تجاري، طاقة، عقارات، بناء، تكنولوجيا) للفترة من 2015-2020، ويكون عدد المشاهدات (696 = 6*116) وقد تم اختيار العينة على أساس:

- القطاعات الأولى التي تنتمي لها أكثر الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
- الشركات الأكثر نشاطا في بورصة ماليزيا
- الشركات التي تتوفر على البيانات طوال مدة الدراسة

أسماء شركات عينة الدراسة حسب توزيعها القطاعي موضحة في الملاحق

قمنا باتخاذ الخطوات الأولى بالتحقق من صلاحية البيانات ثم تحديد نتائج وفق النماذج الثلاثة ثم المفاضلة بين النماذج لاختيار الأنسب تليها التحقق من صلاحية النموذج واستخراج نتائج الدراسة

2- نموذج الدراسة

اعتمدت الباحثة في الدراسة على 4 نماذج انحدار متعدد، حيث:

- النموذج الأول والثاني المتغير التابع هو حجم الخطر المالي مقاس في النموذج الأول بالانحراف المعياري السنوي لعوائد الأسهم، وفي النموذج الثاني مقاس بمعامل بيتا الذي يعكس حساسية الأسهم لتقلبات السوق
- النموذج الثالث والرابع المتغير التابع هو مؤشر خلق القيمة مقاسة في النموذج الثالث بالقيمة السوقية المضافة، وفي النموذج الرابع مقاسة بمؤشر توبين
- أما المتغيرات المستقلة التي تعكس أثر تسيير المخاطر واعتماد مبادئ المالية الإسلامية متمثلة في معامل وهمي لاستخدام المشتقات للتحوط، وتصنيف الشركة كمتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

¹ جرودي رنده، (2020): أثر مخاطر السوق على الأداء المالي للمصارف الإسلامية وآليات إدارتها وفم معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية ولجنة بازل -دراسة قياسية -2018-2008، أطروحة دكتوراه غي منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس -سطيف، الجزائر، ص192-198

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

باقي المتغيرات تم اضافتها كمتغيرات ضبط لتفسير المتغيرات المستقلة والمعمول بها في أغلب الدراسات السابقة. الجدول الموالي يوضح المتغير، طريقة حسابها وأهم الباحثين الذين اعتمدوا عليه في دراستهم

جدول 23: متغيرات ونماذج الدراسة:

الدراسات التي استخدمت المؤشر	طريقة الحساب	الرموز
	الرسملة البورصوية - حقوق الملكية	mva
كل الدراسات المعتمدة اعتمدها لقياس القيمة	= (القيمة السوقية لحقوق الملكية + اجمالي الديون) / القيمة المحاسبية لاجمالي الأصول	Qt
(Khaw & others 2019) Karimov & others 2020	الانحراف المعياري لأسعار الأسهم اليومية للشركات عينة الدراسة خلال سنة، يقيس الخطر المالي الكلي	Ecart
Miglietta & Battisti 2015 Anwar & Norli 2015	$\beta = \frac{COV (R_m \cdot R_i)}{Var R_m}$ عائد السوق R_m عائد السهم R_i	Beta
Al Rahahleh & others 2021 Karimov & others 2020	متغير وهمي يأخذ قيمة 1 اذا كانت الشركة متوافقة مع الشريعة الاسلامية و 0 في حال العكس	SC
Augusto & Prietoa2017 Shi Li, & others 2011	متغير وهمي يأخذ قيمة 1 اذا كانت الشركة تستخدم المشتقات و 0 في حال العكس	DRV
Cheong W2020 Hadian & Adaoglu 2020	نسبة السيولة السريعة = الاصول الجارية / الخصوم الجارية: تعكس قدرة الشركة على مواجهة العسر المالي	liquit
Cheong W2020 Shah Bt & Wan 2015 Bhatt & Jahangir 2012	نسبة الديون / مجموع الأصول تقيس مديونية الشركة ونسبة الرفع المالي	debt
Karimov & others 2020 Saputra2019 Fitriya 2015	مجموع الاصول باللوغاريتم يقيس حجم الشركة	size
Irum Saba & others 2020 Diby & others 2019 Shah Bt & Wan 2015	النتيجة الصافية / مجموع الأصول: يعكس ربحية الشركة	prof
Augusto & Prietoa2017 Spricc Milos& others 2016	نسبة النمو = النفقات الرأسمالية / مجموع الأصول	Grow
Irum Saba & others 2020 Khaw & others2019 Diby & others 2019	القيمة السوقية الى القيمة الدفترية = سعر اغلاق السهم في السوق في نهاية السنة / قيمة السهم الدفترية	MTBV
Augusto & Prietoa2017 Panaretou 2014	توزيعات الأرباح ان وجدت	DIV

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

مؤشرات الاقتصاد الكلي	التغير في الناتج المحلي السنوي changpib نسبة البطالة unemployment التضخم inflation	Irum Saba & others 2020 Bendima & others 2019 Bhatt & Jahangir 2012
النماذج المعتمدة	$Ecart = \alpha + B_{1SC} + \beta_2 DRV + \beta_3 debt + \beta_4 liquit + \beta_5 PROF + \beta_6 Grow + \beta_7 SIZE + \beta_8 MTBV + \beta_9 CHANGPIB + \beta_{10} UNEMPLOY + \beta_{11} INFL + \mu$ $Beta = \alpha + B_{1SC} + \beta_2 DRV + \beta_3 debt + \beta_4 liquit + \beta_5 PROF + \beta_6 Grow + \beta_7 SIZE + \beta_8 MTBV + \beta_9 CHANGPIB + \beta_{10} UNEMPLOY + \beta_{11} INFL + \mu$ $Mva = \alpha + B_{1SC} + \beta_2 DRV + \beta_3 debt + \beta_4 liquit + \beta_5 PROF + \beta_6 Grow + \beta_7 SIZE + \beta_8 ECART + \beta_9 BETA + \beta_{10} MTBV + \beta_{11} DIV + \mu$ $Qt = \alpha + B_{1SC} + \beta_2 DRV + \beta_3 debt + \beta_4 liquit + \beta_5 PROF + \beta_6 Grow + \beta_7 SIZE + \beta_8 ECART + \beta_9 BETA + \beta_{10} MTBV + \beta_{11} DIV + \mu$	

المصدر: من اعداد الباحثة

وصف المتغيرات المستعملة في الدراسة:

● **مؤشر توبين:** تم اعتمادها كمؤشر لخلق القيمة في كل الدراسات السابقة المذكورة في الملاحق لأنها لا تتطلب تعديل أو تقييم الخطر، تعكس التوقعات المستقبلية للسوق وأقل عرضة للتغيرات في الممارسات المحاسبية بتلاعبات المسيرين. وبالتالي يتم استخدامها على نطاق واسع. استخدمها كل من

Allayannis 2001, Shi Li 2011, Bhatt & Jahangir 2012, Panaretou 2014, Shah Bt 2015, Spricc Milos Danijela and others 2016, Augusto & Prietoa 2017, Saputra 2019, Hadian 2020

● **القيمة السوقية المضافة:** لتدعيم الدراسة بمؤشر اضافي تم اعتماد القيمة السوقية المضافة بكونها من المقاييس الحديثة والتي يمكن حسابها، لم نعلم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في النموذج لأنها تعتمد على تقدير تكلفة رأس المال، وقد وجدنا صعوبة كبيرة في تحديده لتعدد مصادر تمويل الشركات وعدم الافصاح عن جميع البيانات اللازمة وخاصة أن تركيبة الهيكل التمويلي لم تقتصر على الأسهم العادية والديون، بل أيضا الأسهم الممتازة منتجات المالية الاسلامية كالصكوك، التي تتعارض الدراسات حول الية تسعيرها.

● **مخاطر الشركة** تستخدم هذه الدراسة مقياسين لمخاطر الشركة: المخاطر الكلية والمخاطر النظامية: إجمالي المخاطر هو الانحراف المعياري السنوي لعوائد الأسهم اليومية على مدار السنة.

بالنسبة للمخاطر النظامية مقاسة بمعامل حساسية السوق "بيتا" المستخدم في نموذج CAPM

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

نسبة المديونية: تع الديون مصدر تمويلي محدود التكلفة مقارنة بالتمويل بالأسهم مما يمكن المؤسسات بإنشاء استثمارات بتكلفة منخفضة مما يسمح برفع المردودية وبالتالي المساهمة في خلق قيمة من خلال مزايا الرفع المالي، إلا أنه مع ارتفاع نسبة الديون يزداد خطر الافلاس والعسر المالي خاصة عند التخلف عن السداد، وبالتالي فإن نسبة الديون في تركيبة هيكل التمويل مفسر لحجم الخطر والقدرة على خلق القيمة.

● **نسبة السيولة:** تعكس القدرة على الوفاء بالتزامات التمويل قصيرة الأجل وتمثل مؤشر لحالة العسر المالي فمع انخفاض السيولة يرتفع الخطر وتزيد تكاليف المباشرة وغير مباشرة لحالة التخلف عن السداد مما يخفض القيمة

● **نسبة الربحية:** الشركات الأقل ربحية قادرة على تحمل المزيد من المخاطر لزيادة عوائد الشركة من المتوقع أن تكون مرتبطة بشكل سلبي بالمخاطر، عادة ما تكون الشركات المربحة ذات قيمة عالية لأنها تحصل على تصنيفات أفضل في السوق وبالتالي تكون مرتبط إيجاباً مع خلق القيمة

● **الحجم:** يكون للشركات الكبرى قدرة أكبر في تحمل تكاليف المعاملات لاقتصاديات الحجم لديها، كما تتمتع بملاءة أكبر وتكون تكاليف الافلاس فيها أقل لذلك يجب أن يكون الحجم مرتبط سلباً بالخطر. نستخدم اللوغارتم لتقليل قيمة التشتت بين أحجام الشركات، وتقادي ضوضاء احصائية وتعديل أثر الحجم الكبير، الشركات الأصغر تسعى إلى المخاطرة أكثر من الشركات الأكبر لتوسيع عملياتها التجارية، وبالتالي فإن هذه الشركات أكثر خطورة. كما أن الشركات الكبرى تكون أكثر قدرة على الاستثمار وأحسن حظ لجمع مصادر التمويل وبالتالي يساهم الحجم في رفع فرص خلق القيمة.

● **نسبة النمو:** تكون الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية أكثر مخاطرة نتيجة حالة عدم التأكد التي تشوب العوائد المستقبلية لكنها أيضاً تكون أكثر قدرة على خلق قيمة إذا كانت الاستثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة، يعتقد بارتباط إيجابي لنسبة النمو مع الخطر وخلق القيمة.

● **القيمة السوقية للقيمة الدفترية:** تشير النسبة التي تقل عن واحد إلى أن شركة مقومة بأعلى من قيمتها، بينما يشير المعدل الذي يزيد عن واحد إلى شركة مقومة بأقل من قيمتها. أشار Fama إلى وجود علاقة قوية بين نسبة MTBV والأداء المالي.

● **التوزيعات:** أغلب الدراسات حول قيمة المؤسسة تأخذ مقدار التوزيعات التي كان لها الأثر الإيجابي على خلق القيمة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

• **متغيرات الاقتصاد الكلي:** (الناتج المحلي الخام، البطالة، التضخم) في حال تراجع المؤشرات الاقتصادية يتوقع زيادة المخاطرة. ان تراجع الناتج المحلي وارتفاع البطالة دليل على حالة الانكماش الاقتصادي التي يقل فيها الطلب على الاستثمار مما يؤدي لزيادة الخطر، خاصة لصعوبة التخلص من الأصول المالية مع استمرارية انخفاض الأسعار بالنسبة للبائعين، واحجام المستثمرين عن الشراء لانتظار انخفاض أكثر في الأسعار. بالنسبة لمعدل التضخم فان ارتفاع معدل التضخم يؤدي لتحول المستثمرين من السندات (خاصة ذات معدل الفائدة الثابتة) الى الاستثمار في الأسهم، مما قد يؤدي لتشجيع الطلب عليها.

3- التحليل الوصفي الاحصائي لمتغيرات الدراسة:

نلخص في الجدول الموالي الاحصائيات الوصفيات لمتغيرات الدراسة وفق برمجية 10 Eviews

جدول 24: الاحصاءات الوصفية لشركات عينة الدراسة

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Prob
QT	2.01	1.41	11.68	0.00	1.81	2.07	7.86	1174.33	0.00
MVA	-2585.65	-71.16	186800.	-2374194.	91018.	-25.55	667.12	12811020.	0.00
ECART	0.04	0.03	1.15	0.00	0.07	9.68	124.43	436591.70	0.00
BETA	1.02	0.84	9.24	-4.45	1.56	0.54	5.23	177.30	0.00
DEBT	0.40	0.41	1.81	0.00	0.22	0.57	5.09	163.84	0.00
LQUT	4.23	1.95	100.22	0.13	8.18	6.86	63.50	111130.80	0.00
SIZE	6.44	6.15	12.44	2.99	1.73	0.62	3.01	44.81	0.00
PROF	0.01	0.01	2.57	-0.93	0.16	5.52	102.97	292063.60	0.00
GROW	0.10	0.02	21.98	-0.06	0.99	19.48	399.28	4578253	0.00
MTBV	1.07	0.57	9.80	0.00	1.41	2.79	11.63	3047.71	0.00
DIV	0.02	0.00	3.46	0.00	0.14	20.22	471.26	6378525.	0.00
INFL	1.09	0.63	3.78	-0.78	1.44	0.67	2.59	56.78	0.00
CHAnPIB	1.79	3.44	4.38	-6.86	3.91	-1.73	4.08	378.46	0.00
UNEMPL	3.52	3.31	4.55	3.10	0.48	1.57	3.83	302.99	0.00

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية 10 Eviews

من خلال تقدير الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة نلاحظ أن المتوسط لقيمة 2.01 هي قيمة مقبولة ضمان مجال تشتت 1.81 وأكبر قيمة 11.68 وأصغر قيمة 0.0. أما القيمة السوقية المضافة فكان متوسطها سالب مما يدل على أن غالبية شركات عينة الدراسة كانت القيمة فيها سالبة أكثر من الموجبة، حيث أكبر قيمة مسجلة 186800 بينما أصغر قيمة فقد كانت معتبرة -234194. بالنسبة لمؤشرات المخاطر المالية فقد كان

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

متوسطها ضمن المقبول بقيمة 0.04 للانحراف المعياري، و1.02 لبيتا. متوسط نسبة المديونية 0.4 وهي قيمة معقولة لمتوسط شركات مسقفة الدين وأخرى تعتمد أكثر على الرفع المالي في هيكل رأس مالها، حيث أكبر قيمة 1.81 وأصغر قيمة تقارب الصفر. تمتعت شركات عينة الدراسة بنسب سيولة مرتفعة فقد كان متوسطها 4.23 وأكبر قيمة 100.22. بالنسبة لمتغير الحجم فقد أخذ باللوغاريتم الطبيعي ولا يعكس القيم الحقيقية. أما نسب الربحية فقد كانت ضعيفة الى متوسطة في أغلب الشركات حيث سجلت متوسط 0.01 بأكبر قيمة 2.57 بينما أصغر قيمة -0.93. نسب النمو أيضا كانت محتشمة بمتوسط 0.1 وأكبر قيمة 21.98 بينما أصغر قيمة 0.06. التوزيعات كانت قليلة وتكاد تنعدم في غالبية الشركات وطوال فترة الدراسة. معامل الالتواء يختلف عن الصفر وذو قيمة سالبة لمؤشر MVA و CHAnPIB وباقي المتغيرات المعامل موجب. أما معامل التفرطح أكبر من القيمة 3 المميزة للتوزيع الطبيعي لكل المتغيرات ما عدا INFL مما يدل على أن التوزيع في هذه السلاسل يحتوي على القيم الشاذة، كما أن قيم احصائية Jarque Berra كانت معتبرة محققة احتمالية 0.000 لكل المتغيرات مما يدفعنا إلى رفض فرضية التوزيع الطبيعي للمتغيرات وهذا عند مستوى معنوية 1 %.

جدول 25: مقارنة الإحصاءات الوصفية حسب تصنيف الشركات عينة الدراسة

	شركات عينة الدراسة			الشركات الاسلامية			الشركات التقليدية		
	Mean	Maximum	Minimum	Mean	Maximum	Minimum	Mean	Maximum	Minimum
QT	2.01	11.68	0.00	1.61	10.48	0.00	2.21	10.11	0.21
MVA	-2586	186800	-2374194	-9391	44756	-2374194	1919	186800	-37643
ECART	0.04	1.15	0.00	0.04	1.15	0.00	0.04	0.58	0.00
BETA	1.02	9.24	-4.45	1.09	5.21	-4.05	0.91	9.24	-3.75
DEBT	0.40	1.81	0.00	0.36	0.78	0.01	0.39	1.14	0.00
LQUT	4.23	100.22	0.13	3.46	35.15	0.63	6.18	100.22	0.23
SIZE	6.44	12.44	2.99	6.55	12.44	3.21	6.55	11.53	2.99
PROF	0.01	2.57	-0.93	0.03	2.57	-0.72	0.01	0.39	-0.79
GROW	0.10	21.98	-0.06	0.04	1.78	-0.03	0.05	1.74	-0.06
MTBV	1.07	9.80	0.00	0.91	8.49	0.00	1.19	8.28	0.00
DIV	0.02	3.46	0.00	0.04	3.46	0.00	0.02	0.50	0.00

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال مقارنة الجدول أعلاه لمواصفات الاحصائية لعينة الدراسة ككل. وجدول متغيرات الشركات الاسلامية وجدول متغيرات الشركات التقليدية الموجود في الملاحق. نأخذ كل متغير على حدا كما يلي:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

- القيمة السوقية المضافة: متوسط القيمة سالب في العينة ككل وهو الحال في الشركات الاسلامية. الا أن الشركات التقليدية كان متوسطها موجب قدره "1919" مليون رينغيت ماليزي. في حين كان متوسط القيمة السوقية المضافة في الشركات الاسلامية - "9391" مليون رينغيت ماليزي. أكبر قيمة سجلت للشركات التقليدية وأصغر قيمة في الشركات الاسلامية مما يدل على أن الأولى كانت أفضل في خلق قيمة سوقية مضافة.
- مؤشر توبين: أكبر من الواحد في عينة الدراسة يعني أن غالبية الشركات مسعرة بأعلى من قيمتها السوقية لارتفاع العوائد والتوقعات الايجابية لها. لكن أيضا متوسط المؤشر كان أفضل في الشركات التقليدية "2.21" بمقابل "1.61" في الشركات الاسلامية. انعكاس السوق أفضل في الشركات التقليدية لها قدرة أفضل على خلق القيمة. لكن أكبر قيمة سجلت في الشركات الاسلامية 10.48 مقابل 10.11 في نظيراتها. لكنها أيضا سجلت هي الأقل قيمة.
- بالنسبة لمقاييس المخاطر المالية فقد كانت متشابهة لمؤشر الانحراف المعياري بمتوسط "0.04" للكل. الا أن أكبر قيمة كانت في الشركات الاسلامية. أما بالنسبة لمؤشر بيتا سجلت العينة متوسط يقارب الواحد أي أن العينة تمثل محفظة السوق. لكن الأقل مخاطرة كانت الشركات التقليدية حيث كانت القيم فيها أقل "0.91" لمتغير بيتا أما الشركات الاسلامية فبيتا أعلى من محفظة السوق "1.09" أي أنها أكثر حساسية لتقلبات السوق. لكن القيمة الأعلى كانت في الشركات التقليدية "9.24" في حين في الشركات الاسلامية "5.21"
- نسبة المديونية في شركات عينة الدراسة قدرت بـ "0.40" وهي تقارب النسبة في الشركات التقليدية. "0.39" ويجدر الاشارة أن الديون هنا تتمثل في جميع المستحقات من المنتجات الربوية أو الاسلامية. واعتمدت الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية على المنتجات الاسلامية أكثر في تركيبة هيكلها التمويلي مع التذكير بأنها مقيدة بنسبة الديون الربوية التي لا يجب أن تتجاوز 33%.
- متوسط السيولة "4.23" في العينة. "3.46" في الشركات الاسلامية و "6.18" في الشركات التقليدية التي كانت أكثر سيولة. وكما سبق وأشرنا أن ارتفاع السيولة يوفر سهولة الوصول للنقد المتاح وقد يشجع المسيرين على التلاعب بالأرباح مما يزيد من تكاليف الوكالة.
- بالنسبة للحجم والربحية فقد تفوقت الشركات الاسلامية بمتوسط أعلى وسجلت هي أقصى قيمة. في حين أضعف القيم كانت في الشركات التقليدية. مما يبين أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية كانت

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

الأكبر حجمها وأكثر ربحا. الا أن متوسط النسبة أقل من 5% يدل على أن شركات العينة ككل ذات أصول كثيفة تتطلب الاستثمار الدوري لضمان تحقيق الأرباح

- مؤشر القيمة السوقية للدفترية كان المتوسط أكبر في الشركات التقليدية، على عكس قيمة التوزيعات كان المتوسط والقيمة القصوى أكبر في الشركات الاسلامية. حيث كانت أكثر توزيعا للأرباح. من خلال المقارنة بين الجداول الثلاثة أظهرت الشركات التقليدية أداء أفضل حسب متوسط القيم لمؤشرات خلق القيمة، الخطر والسيولة، الا أنه على مستوى الحجم، الربحية والتوزيعات كانت الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية الأحسن.

معاملات الارتباط

بالرجوع للجدول 3 الموجود في الملاحق الذي يحدد معاملات الارتباط وبقراءة الأسطر نلاحظ أولا:

- بالنسبة لمؤشر القيمة السوقية المضافة: ارتباط ايجابي مع مؤشرات الخطر، استخدام المشتقات، الدين، الربحية، السيولة والقيمة السوقية للدفترية. أما الارتباط السلبي فكان مع الحجم ومعامل الشريعة. أي أن الشركات التقليدية والأصغر حجما التي تلجأ للمشتقات للتحوط هي التي تستطيع خلق قيمة سوقية مضافة.
- مؤشر توبين: نفس العوامل التي تؤثر بالإيجاب أو السلب على القيمة السوقية كان لها نفس الارتباط مع مؤشر توبين. ماعدا الحجم فمعامل الارتباط كان ايجابي على عكس القيمة السابقة.
- بالنسبة للحساسية السوق فقد ارتبطت ايجابا مع معامل الشريعة. الحجم. القيمة السوقية للدفترية والنمو. بينما العلاقة العكسية مع نسبة السيولة. الربحية. التضخم. الناتج المحلي واستخدام المشتقات الذي يخفض من حجم مخاطر السوق.
- الخطر الكلي كانت اشارة الارتباط موجبة مع معامل الشريعة. السيولة والبطالة. أما باقي المتغيرات كان الارتباط سالب. أي أن الشركات الاسلامية يقل فيها عامل المخاطرة في ظل توفر السيولة.
- معامل الامتثال للشريعة كان له ارتباط ايجابي مع الحجم والتوزيعات. مما يؤكد النتيجة السابقة أن الأكبر حجما والأكثر توزيعا للأرباح.
- معامل استخدام المشتقات ارتباط ايجابي مع نسبة الدين، الحجم والربحية. مما يشير بأن الشركات الكبرى التي تمتع بمستوى ربحية تلجأ للمشتقات للتحوط لتخفيض خطر الرفع المالي.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

المطلب الثالث: خطوات تقدير النموذج:

قبل استخراج نتائج النماذج القياسية نعتمد أولاً على مجموعة من الاختبارات الاحصائية للتأكد من صحة النموذج وتوفر الشروط اللازمة للدراسة القياسية.

جدول 26: اختبار جذر الوحدة للمتغيرات التابعة

	qt	Mva	Ecart	Beta
Levin, Lin & Chu t*	-15.2114*** (0.0000)	-14.2164*** (0.0000)	-129.372*** (0.0000)	-29.8157*** (0.0000)
Im. Pesaran and Shin W-stat	-1.12734 (0.1298)	-0.5846 (0.2794)	-6.1256*** (0.0000)	-7.8224*** (0.0000)
ADF - Fisher Chi-square	273.700** (0.0314)	251.927 (0.1760)	259.499 (0.1038)	470.445*** (0.0000)
PP - Fisher Chi-square	371.904*** (0.0002)	325.015*** (0.0001)	294.199*** (0.0035)	606.579*** (0.0000)

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برمجية Eviews 10 (* تشير الى أن النتيجة معنوية عند مستوى α 10%، ** معنوية عند مستوى 5%، *** معنوية عند مستوى 1%)

من خلال نتائج الاختبارات الأربعة لاستقرارية لسلسلة المتغيرات التابعة الملاحظة في الجدول أعلاه والمتغيرات المستقلة المرفقة في الملاحق. يمكن رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة بعدم وجود جذر الوحدة. حسب اختبار Levin, Lin & Chu t كانت الاحتمالية أقل من 0.05 لجميع المتغيرات. أما اختبار Im. Pesaran and Shin W-stat فقد كانت النتائج متفاوتة بين الاحتمالية التي تجاوزت 0.05 لمتغيرات القيمة mva وqt. وكانت أقل من 0.05 لمقاييس الخطر المالي ecart وbeta. كذلك كانت نتائج اختبار ADF - Fisher Chi-square متفاوتة. حيث حققت درجة احتمالية أكبر من 0.05 لكل من mva وecart. وكانت الاحتمالية أقل من 0.05 لكل من qt وbeta. بينما نتائج الاختبار الأخير PP - Fisher Chi-square فقد كانت مشابهة لنتائج الاختبار الأول بتحقيق درجة احتمالية أقل من 0.05 في المتغيرات الأربعة. بالأخذ بأغلبية النتائج يمكن الحكم باستقرارية السلاسل الزمنية المقطعية مما يسمح بدراسة المتغيرات وبناء نموذج قياسي.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 27: الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة

متغيرات النموذج الأول والثاني										
sc	drv	debt	lqut	size	pr	MTBV	GROW	INFL	CHNG	UN
0.051	0.130	0.254	0.200	0.167	0.036	0.040	0.009	0.768	0.980	0.974
1.054	1.149	1.341	1.250	1.200	1.037	1.042	1.009	4.313	51.222	38.370
متغيرات النموذج الثالث والرابع										
sc	drv	debt	lqut	size	pr	MTBV	GROW	ecart	Beta	div
0.050	0.134	0.257	0.221	0.196	0.034	0.036	0.006	0.051	0.019	0.017
1.053	1.154	1.346	1.284	1.244	1.035	1.038	1.006	1.054	1.019	1.018

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برمجية Eviews 10

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن قيم معامل VIF لأغلبية المتغيرات الدراسة أقل من 5. مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة. ماعدا بالنسبة لمتغيرات الاقتصاد الكلي لكونها نفس القيم في جميع الشركات لكون الشركات من نفس البلد.

بعد استكمال الاختبارات الاحصائية نستعرض في ما يلي نتائج اختبار نماذج الانحدار المتعدد

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 28: نتائج معادلة الانحدار للنموذج الأول والثاني

	Ecart			Beta		
	POOLS	Fixed effect.	Random effect	Pools	Fixed effect.	Random effect
C	0.1318 (0.284)	0.1558 (0.185)	0.128 (0.257)	22.037 (0.000)	20.936 (0.000)	21.984 (0.000)
DRV	-0.0067 (0.2522)	0.0032 (0.8923)	-0.0059 (0.446)	-0.1659 (0.184)	0.0041 (0.994)	-0.168 (0.234)
SC	0.0065 (0.2171)	0.0146* (0.0721)	0.0087 (0.144)	0.3198*** (0.004)	0.363** (0.047)	0.326*** (0.0065)
DEBT	0.0041 (0.765)	0.0035 (0.888)	0.0071 (0.661)	-0.0975 (0.739)	-0.645 (0.247)	-0.1347 (0.672)
LQUT	-8.93e-05 (0.803)	0.0004 (0.459)	7.10E-05 (0.8567)	0.0005 (0.951)	0.0011 (0.924)	0.001. 869)
SIZE	-0.0078*** (0.000)	-0.0153*** (0.028)	-0.0083*** (0.0001)	0.045 (0.192)	0.2799* (0.074)	0.0497 (0.202)
PROF	-0.0116 (0.47)	0.022 (0.252)	0.0037 (.822)	-0.602** (0.077)	0.147 (0.735)	-0.486 (0.165)
GROW	-0.0016 (0.548)	0.0002 (0.94)	-0.0008 (0.753)	0.021 (0.704)	0.0363 (0.575)	0.024 (0.660)
MTBV	-0.0009 (0.6159)	0.0006 (0.84)	-0.00045 (0.83)	0.0427 (0.278)	0.111* (0.081)	0.049 (0.243)
INFL	-0.00164 (0.66)	-0.0018 (0.605)	-0.0016 (0.625)	0.6512*** (0.000)	0.653*** (0.000)	0.65*** (0.000)
CHANGPIB	-0.0032 (0.492)	-0.0029 (0.504)	-0.0031 (0.464)	-0.941*** (0.000)	-0.951*** (0.000)	-0.94*** (0.000)
UNEMPLOY	-0.0087 (0.794)	-0.0051 (0.868)	-0.0079 (0.796)	-5.814*** (0.000)	-5.91*** (0.000)	-5.81*** (0.000)
R-squared	0.069940	0.356828	0.056754	0.169533	0.353606	0.175807
Adjusted R- S.E.	0.054961	0.214152	0.041563	0.156158	0.210216	0.162533
squared resid	0.067755	0.061786	0.061822	1.434033	1.387340	1.389469
Log likelihood	3.135495	2.168316	2.610413	1404.557	1093.236	1318.616
F-statistic	890.7286	1018.899	-	-1230.651	-1143.575	-
Prob(F-sta)	4.669202	2.500972	3.7359	12.67534	2.466042	13.24448
Mean var	0.000001	0.000000	0.000033	0.000000	0.000000	0.000000
S D var	0.044259	0.044259	0.029575	1.016537	1.016537	0.858342
Akaike info	0.069698	0.069698	0.063147	1.561093	1.561093	1.518397
Schwarz	-2.528715	-2.566616	-	3.575975	3.656330	-
Hanan-Quinn.	-2.450259	-1.736290	-	3.654431	4.486657	-
Durbin-Wats	-2.498377	-2.245540	-	3.606313	3.977407	-
	1.638304	2.354200	1.961410	1.971284	2.516783	2.096751

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برمجية Eviews 10 (* المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

نلاحظ من الجدول أعلاه نتائج اختبار النموذجين الأول والثاني بالنماذج الثلاث كانت معنوية باعتماد اختبار فيشر (F). فقد وجدت F_{tab} المحسوبة أكبر من الجدولية ($F_{ca} > F_{tab}$) كما أن الاحتمالية أقل من نسبة المعنوية 5% .

نلاحظ من خانة المعاملات التي تحدد تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بأن احتمالية Prob أكبر من (0.05) درجة المعنوية مما يدل على أنها لم تكن ذات دلالة احصائية. ماعدا متغير الحجم كان معنوي بتحقيق احتمالية أقل من 0.05 وذو معامل سالب في النموذج الأثر التجميعي الثابت والعشوائي. مما يبين أن الخطر المالي المقاس بالانحراف المعياري يرتفع في الشركات الأصغر حجما. أما في خطر السوق المقاس بببينا كان متغير الحجم معنوي موجب في نموذج الأثر الثابت.

المتغير الثاني المعنوي كان لمعامل الشريعة في معادلة خطر السوق، وكان معامله موجب يعني أن الشركات الاسلامية أكثر حساسية لتقلبات السوق. وقد كان المعامل موجب معنوي أيضا في معادلة الخطر الكلي بنموذج الأثر الثابت.

بالنسبة لمتغيرات الاقتصادية الكلية فقد كانت معنوية في معادلة الخطر النظامي بمعامل موجب للتضخم، مما يفسر بانخفاض درجة المخاطرة في الشركات عند انخفاض مستوى التضخم حيث تنخفض معدلات الفائدة على القروض مما يقلل تكاليف الدين ومخاطر العسر المالي. بالنسبة لكل من البطالة والناتج المحلي كان المعامل السالب.

للمفاضلة بين نموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت وفق اختبار المقيد الموضح في الجدول التالية:

جدول 29: اختبار F المقيد للنموذج الأول والثاني:

	Ecart	Beta
Cross-section F	2.203104 *** (0.0000)	1.406514*** (0.0066)
Cross-section Chi-square	256.3412 *** (0.0000)	174.1527*** (0.0003)

المصدر: من اعداد الباحثة باستخدام برمجية Eviews 10 (* المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

من خلال قيمة والاحتمالية التي أقل من 0.05 مما يمكننا من رفض فرضية العدم بعدم مناسبة النموذج التجميعي وقبول الفرضية البديلة بأن نموذج الأثر الثابت هو المناسب. تبقى المفاضلة بينه وبين نموذج الأثر العشوائي وفق اختبار هوسمان

جدول 30: اختبار Hausman للنموذج الأول والثاني

	Ecart	Beta
Cross-section random	0.000000 (1.0000)	11.0977 (0.4351)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية 10 Eviews

كان اختبار هوسمان غير صحيح في معادلة الانحراف المعياري. أما في معادلة بيتا فكان الاحتمالية أكبر من 0.005 مما يعني رفض فرضية الأثر الثابت وقبول الفرضية البديلة بكون الأثر العشوائي هو الأنسب. للتأكد من صلاحية النموذج وفق طريقة المربعات الصغرى لابد أن تكون البواقي لمعادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي. الا أن شكل توزيع البواقي الموجود في الملاحق للمعادلتين بين أنها لا تتبع التوزيع الطبيعي. كما أكدته احصائية Jaque Bera التي كانت قيمتها مرتفعة واحتمالية أقل من 0.01. وللتأكد أكثر قمنا بالاختبارات التالية:

جدول 31: اختبار تجانس التباين للنموذج الأول والثاني:

	Ecart	Beta
Breusch-Pagan LM	9797.159*** (0.0000)	8217.417*** (0.0000)
Pesaran scaled LM	27.07523*** (0.0000)	13.39768*** (0.0000)
Pesaran CD	14.82636*** (0.0000)	0.227074 (0.8204)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية 10 Eviews*) المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%

بمراجعة نتائج الاختبارات الثلاثة في الجدول أعلاه نجد قيمة احتمالية 0.0000 أي أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و 1% مما يؤدي لرفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة بالاقرار بوجود تجانس للبواقي.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

مما يجعل طريقة المربعات الصغرى تعطي نتائج مغلطة. ولتصحيح النتائج نعتمد اختبار معادلتى الانحدار

طريقة المربعات الصغرى المرجحة (WLS) Weighted Least Squares

لنصل للنتائج النهائية لمعادلتى الانحدار لمؤشرات الخطر المالى:

جدول 32: نتائج معادلة الانحدار للخطر المالى:

Variable	Ecart				Beta			
	Coff	Sd error	t-Statisc	Prob	Coff	Sd error	t-Stat	Prob
C	0.0574	0.013050	4.387427	0.0000	20.444	1.6298	12.544	0.0000
DRV	0.0037***	0.000705	5.221403	0.0000	-0.109	0.0815	-1.343	0.1798
SC	0.00106*	0.000592	1.791341	0.0737	0.314***	0.0718	4.38	0.0000
DEBT	0.0073***	0.001562	4.660001	0.0000	0.663***	0.199	3.323	0.0009
LQUT	-7.1e-05*	3.88E-05	-1.84288	0.0658	0.001	0.0027	0.422	0.6732
SIZE	-0.003***	0.000180	-15.535	0.0000	0.061***	0.023	2.655	0.0081
PROF	-0.021***	0.003069	-6.878	0.0000	-0.307	0.195	-1.574	0.1160
GROW	-0.0005*	0.000279	-1.7566	0.0794	0.021	0.0178	1.197	0.2314
MTBV	-0.0005**	0.000192	-2.679	0.0076	0.052*	0.027	1.891	0.0590
INFL	-0.0006*	0.000393	-1.6733	0.0947	0.538***	0.049	10.89	0.0000
CHANGPIB	-0.0017***	0.000498	-3.442	0.0006	-0.85***	0.062	-13.65	0.0000
UNEMPLO	-0.003	0.003543	-0.824	0.4100	-5.543**	0.445	-12.45	0.0000
Y								
R-squared	0.561632				0.292346			
Adjusted R-	0.554572				0.280949			
S.E.	0.070683				1.463759			
squared resid	3.412332				1463.389			
Log likelihood	1963.857				-1072.814			
F-statistic	79.55016				25.65104			
Prob(F-sta)	0.000000				0.000000			
Mean var	0.222039				1.294247			
S D var	0.179111				1.740621			
Akaike info	-5.616854				3.121766			
Schwarz	-5.538398				3.200222			
Hanan-Quinn.	-5.586516				3.152103			
Durbin-Wats	1.150605				1.911270			

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10 (المتغير معنوي عند نسبة 10%). ** المتغير معنوي عند نسبة 5%

و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

نلاحظ نتائج الجدول أعلاه أن النموذجين كان معنويين وفق اختبار F فيسجلت 79.55 في النموذج الأول و 25.65 في النموذج الثاني وهي أكبر من الجدولية كما أن الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية 5% مما يدل على أن النموذج ذو دلالة احصائية. كما استطاعت المتغيرات تفسير 56% من تغيرات الخطر الكلي وهي نسبة مقبولة (أكثر من النصف والباقي يرجع لعوامل أخرى خارج الدراسة). ونسبة 29% من تغيرات

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

خطر السوق (نسبة منخفضة). قيمة Durbin-Wats مقبولة في النموذجين بحيث تقل عن 2 وتتجاوز 1 وهي ضمن المجال المستحب

من خلال مقارنة t المحسوبة مع t الجدولية نجد أن في النموذج الأول كانت كل المتغيرات المعنوية (ذات دلالة احصائية) ماعدا متغير البطالة. كانت اشارة موجبة لمعامل استخدام المشتقات، الدين، ومعامل الشريعة عند مستوى معنوية 10%، أي أن الخطر يزداد مع استخدام المشتقات، وارتفاع الديون وكذلك التصنيف كمتوافقة مع الشريعة الاسلامية. الا أن المعاملات كانت ذات قيمة ضعيفة. بالنسبة للمعاملات السالبة كانت للسيولة، الربحية، الحجم، النمو، القيمة السوقية للدفترية، التضخم وتغير الناتج المحلي، مما يبين العلاقة العكسية مع حجم المخاطرة التي تزداد مع انخفاض مستوى السيولة، الأرباح والحجم، فالشركات الصغيرة متدنية الأرباح تكون أكثر هشاشة في مواجهة أي عسر مالي خاصة مع انخفاض مستويات السيولة التي تغطي الالتزامات المستحقة مما يجعلها أكثر خطرا.

بالنسبة لمؤشر (بيتا) الذي يعكس حساسية السوق، فقد كانت النتائج متشابهة لمعامل الشريعة والدين (موجب معنوي) أي أن الشركات الاسلامية والأكثر استنادة أكثر حساسية لتقلبات السوق. أما متغير الحجم فقد كان معاكس للنموذج الأول حيث تزداد درجة الحساسية في الشركات الكبرى ربما لكونها أكثر حضورا وتعاملا على مستوى الأسواق المالية. باقي المتغيرات من مؤشرات السيولة، الربحية والنمو لم تكن معنوية (احتمالية أكبر من 0.05 و 0.1). مؤشرات الاقتصاد الكلي نأخذ أولا مؤشر تغير الناتج المحلي هو الذي كان متشابه في كلا النموذجين بمعامل سالب معنوي (علاقة عكسية). أي أن الخطر يزداد مع انخفاض قيمة الناتج المحلي الذي يشير لتراجع أو تباطؤ النشاط الاقتصادي مما يجعل السوق في حالة تخوف أكثر ويزيد من عوامل الخطر. التحليل النوعي:

في النموذجين السابقين قمنا بقياس تأثير المتغيرات السابقة على العينة ككل. ولتحديد أثر كل متغير حسب طبيعة الشركة قمنا باسقاط النموذج على الشركات التي احتفظت بصفحتها طوال مدة الدراسة منها 41 شركة كانت متوافقة مع الشريعة الاسلامية حسب تصنيف هيئة الأسواق المال في ماليزيا. و 41 شركة تقليدية. وقد كانت النتائج كما يلي:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 33: قياس عوامل المخاطرة في الشركات الإسلامية والتقليدية

	الشركات الإسلامية		الشركات التقليدية	
	ecart	beta	Ecart	Beta
C	0.066 (0.000)	22.972 (0.000)	0.3312 (0.0379)	15.625 (0.000)
DRV	0.0074*** (0.000)	-0.1007 (0.484)	-0.0063 (0.463)	-0.1193 (0.395)
DEBT	0.0205*** (0.000)	1.47*** (0.006)	0.0075 (0.663)	0.0743 (0.791)
LQUT	0.0005* (0.091)	0.005 (0.834)	-0.00017 (0.574)	-0.0028 (0.289)
SIZE	-0.004*** (0.000)	0.0887** (0.035)	-0.0030 (0.148)	0.099*** (0.0035)
PROF	-0.013** (0.02)	-0.149 (0.377)	-0.039 (0.216)	-0.931 (0.286)
GROW	-0.0021 (0.792)	0.542 (0.3765)	-0.0165 (0.514)	0.1907 (0.684)
MTBV	-0.0006 (0.143)	-0.117*** (0.0054)	-0.0021 (0.369)	0.0794* (0.085)
INFL	-0.0016*** (0.000)	0.53*** (0.000)	0.00621 (0.199)	0.5215*** (0.000)
CHANGPIB	-0.002*** (0.000)	-0.95*** (0.000)	-0.0115* (0.059)	-0.691*** (0.000)
UNEMPLOY	-0.004 (0.1452)	-6.225*** (0.000)	-0.072* (0.098)	-4.237*** (0.000)
R-squared	0.899907	0.358425	0.062904	0.301177
F-statistic	211.2816	13.12860	1.577480	10.12799
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000	0.114052	0.000000
Durbin-Watson	1.255276	2.012080	1.457402	1.857529

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10 (المتغير معنوي عند نسبة 10%). ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

من خلال التحليل النوعي لتأثير متغيرات الدراسة على الخطر المالي في النوعين من الشركات، وجدنا أولاً بالنسبة لمتغير استخدام المشتقات لم يكن ذو دلالة احصائية ماعدا في الخطر الكلي للشركات الإسلامية (معامل موجب معنوي لكن ضعيف).

بالنسبة لمؤشر المديونية فقد كان معامل موجب معنوي في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وغير معنوي في الشركات التقليدية. معاملات الحجم كانت سالبة في نموذج الخطر الكلي للشركات الإسلامية. وموجب معنوي في نموذج خطر السوق للنوعين من الشركات. بالنسبة لمؤشر الربحية، السيولة، النمو والقيمة السوقية للدفترية نتائج مختلطة وأغلبها غير معنوي. أما مؤشرات الاقتصاد الكلي فأهم مؤشر كان لتغير الناتج المحلي بمعامل سالبة معنوي كمعادلة العينة ككل. مما يفيد بأن الخطر المالي لأي شركة يزداد مع تراجع

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

الوضعية الاقتصادية لأي بلد ومهما كانت طبيعة الشركة. يمكننا الاستنتاج من النتائج أعلاه أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يزداد فيها حجم المخاطرة عند لجؤها للمشتقات للتحوط. واعتماد أكثر للديون في تركيبة هيكلها المالي فتكون بهذا تحاكي الشركات التقليدية وتتحرف قليلا عن مسارها فتضيع في تحديد سياستها المالية مما يجعل استراتيجيتها لتسيير المخاطر أكثر ضعفا.

تأثير تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة

نضع في الجداول الموالي نتائج الانحدار لمتغير المستقل لخلق القيمة

جدول 34: نتائج معادلة الانحدار للنموذج الثالث والرابع

	Mva			Qt		
	POOLS	Fixed effect.	Random effect	Pools	Fixed effect.	Random effect
C	-11389.38 (50.491)	-19532.01 (0.773)	-11482.98 (0.494)	-0.793393 (0.000)	-1.525 (0.000)	-0.8046 (0.000)
DRV	9719.1 (0.222)	2593.58 (0.942)	9677.287 (0.232)	-0.1704*** (0.0017)	0.0034 (0.985)	-0.1679** (0.048)
SC	-7684.75 (0.28)	-1122.27 (0.926)	-7580.299 (0.293)	-0.134*** (0.0055)	-0.122* (0.052)	-0.1301** (0.015)
DEBT	27676.78 (0.139)	21236.37 (0.563)	27661.90 (0.145)	4.285*** (0.000)	3.550*** (0.000)	3.8876*** (0.000)
LQUT	477.139 (0.32)	794.91 (0.289)	482.7116 (0.32)	0.0163*** (0.000)	0.005 (0.201)	0.0105*** (0.002)
SIZE	-1639.89 (0.462)	-355.135 (0.972)	-1630.573 (0.472)	0.0114 (0.4506)	0.1640*** (0.0021)	0.0396* (0.089)
PROF	1476.97 (0.945)	-5450.29 (0.849)	1259.55 (0.954)	-0.2459* (0.094)	-0.0100 (0.946)	-0.146 (0.285)
GROW	269.82 (0.939)	-79.793 (0.985)	258.53 (0.942)	-0.0184 (0.441)	-0.0097 (0.662)	-0.0125 (0.555)
MTBV	4029.63 (0.107)	6369.877 (0.126)	4063.446 (0.1092)	0.986*** (0.000)	1.024*** (0.000)	1.0031*** (0.000)
DIV	1886.77 (0.938)	-3094.535 (0.909)	1726.637 (0.944)	0.036 (0.8265)	0.0249 (0.859)	0.018 (0.895)
ECART	24512.17 (0.63)	-1823.944 (0.976)	23959.81 (0.641)	-0.0385 (0.911)	0.0797 (0.8015)	0.0571 (0.851)
BETA	1708.01 (0.446)	589.642 (0.813)	1680.161 (0.456)	0.0416*** (0.0064)	0.019122 (0.139)	0.0267* (0.0349)
R-squared	0.013676	0.175855	0.013433	0.884342	0.943364	0.854616
Adjusted R-	-0.002256	-0.007612	-0.002503	0.882474	0.930756	0.852268
Log likelihood	-8891.297	-8829.052	-	-644.7713	-397.3726	-
F-statistic	0.858398	0.958511	0.842941	473.3669	74.82244	363.9237
Prob(F-sta)	0.581411	0.607566	0.596941	0.000000	0.000000	0.000000
Mean var	-2585.651	-2585.651	-2542.904	2.012460	2.012460	0.879441
S D var	91018.92	91018.92	90765.21	1.805337	1.805337	1.245042
Akaike info	25.69494	25.84719	-	1.895444	1.513341	-
Schwarz	25.77357	26.67939	-	1.974076	2.345535	-
Hanan-Quinn.	25.72535	26.16903	-	1.925854	1.835182	-
Durbin-Wats	2.399925	2.865219	2.412610	0.624509	1.151080	0.9818

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10 (* المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5%

و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

نلاحظ من الجدول أعلاه نتائج النموذج الثالث والرابع بالآثار الثلاثة (التجميحي. العشوائي. الثابث. العشوائي) لمتغيرات تفسير خلق القيمة المقاسة ب مؤشر mva و Qt . بالنظر لقيمة F فيشير في النموذج الثالث بأنها أقل من 0.85. 0.95. 0.84 بالآثار الثالث على التوالي وهي أقل من القيمة الجدولية. كما أن الاحتمالية تتجاوز نسبة 5% ($Prob \geq 0.05$) مما يعني أن النماذج الثلاثة غير معنوية. لذلك لا نعتمد تفسير خلق القيمة من خلال مؤشر mva

بالنسبة لمؤشر qt فقد كانت قيمة فيشر معتبرة وأكبر من القيمة لجدولية. كما أن الاحتمالية (0.0000). مما يعني النموذج الرابع بالآثار الثلاثة معنوي مما يدل على أن النموذج ذو دلالة احصائية. ومن خلال مقارنة t المحسوبة مع t الجدولية نلاحظ أن المتغيرات ذات دلالة احصائية وحقت احتمالية أقل من 0.05 كانت (معامل الشريعة، مؤشر استخدام المشتقات، المديونية، السيولة الحجم، الربحية، القيمة السوقية للدفترية ومؤشر بيتا)

أولا متغير DRV كان له معامل سالب معنوي في الأثر التجميحي والعشوائي، مما يشير الى أن استخدام المشتقات قد يساهم في تخفيض قيمة الشركات من خلال حرمانها من فرص ربح أو تكاليف التحوط المتحملة، وهي نتيجة مخالفة للدراسات السابقة. ثانيا معامل الشريعة أيضا كان له معامل سالب معنوي في الآثار الثلاثة. حيث لم يكن التوافق مع الشريعة الاسلامية عامل لخلق القيمة بل كانت تأثيره عكسي. ثالثا متغير المديونية له معامل موجب كبير معنوي، هو ما يتوافق مع أغلب الدراسات بمساهمة مزايا الرفع المالي في خلق القيمة. في حين أن هذه النسبة مسقفة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ما يحرمها من فرص تعظيم قيمتها. بالنسبة للسيولة والحجم والقيمة السوقية للدفترية معامل موجب معنوي. فالشركات الكبيرة هي الأكثر قدرة على خلق القيمة. كذلك متغير β كان معامل موجب معنوي، فمع ارتفاع حجم المخاطرة ترتفع العوائد المنتظرة بالتالي ترتفع قيمة الشركة.

ولكن للمفاضلة بين النماذج حسب الآثار الثلاثة نستعين بالاختبارات التالية:

جدول 35 اختبار F المقيد للنموذج الثالث والرابع

	MVA	QT
Cross-section F	0.968524 (0.5746)	5.129091*** (0.000)
Cross-section Chi-square	124.4895 (0.2569)	494.7973*** (0.0000)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

من الجدول أعلاه بالنسبة لمؤشر MVA فالاحتمالية أكبر من 0.05 مما يعني قبول الفرضية العدمية بكون نموذج الأثر التجميعي هو الأنسب. أما بالنسبة لمؤشر QT فالاحتمالية التي أقل من 0.05 مما يمكننا من رفض فرضية العدم بعدم مناسبة النموذج التجميعي وقبول الفرضية البديلة بأن نموذج الأثر الثابت هو المناسب. تبقى المفاضلة بينه وبين نموذج الأثر العشوائي وفق اختبار هوسمان

جدول 36: اختبار Hausman للنموذج الثالث والرابع

	MVA	QT
Cross-section random	3.788589 (0.9757)	21.538496** (0.0282)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

كان احتمالية اختبار هوسمان أكبر من 0.05 في معادلة القيمة السوقية المضافة مما يعني رفض فرضية الأثر الثابت وقبول الفرضية البديلة بكون نموذج الأثر العشوائي هو الأنسب. أما في معادلة QT توبين فكان الاحتمالية أقل من 0.05 مما يعني قبول فرضية العدمية بكون نموذج الأثر الثابت هو الأنسب. للتأكد من صلاحية النموذج وفق طريقة المربعات الصغرى لابد أن تكون البواقي لمعادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي. الا أن شكل توزيع البواقي الموجود في الملاحق للمعادلتين بين أنها لا تتبع التوزيع الطبيعي. كما أكدته احصائية Jaque Bera التي كانت قيمتها مرتفعة واحتمالية أقل من 0.01. وللتأكد أكثر قمنا بالاختبارات التالية

جدول 37: اختبار ثبات التباين لبواقي للنموذج الثالث والرابع

	MVA	QT
Breusch-Pagan LM	9315.139*** (0.0000)	10168.48*** (0.0000)
Pesaran scaled LM	22.90185*** (0.0000)	30.29013*** (0.0000)
Pesaran CD	21.21168*** (0.0000)	5.947544*** (0.0000)

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10 (* المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

بمراجعة نتائج الاختبارات الثلاثة في الجدول أعلاه نجد قيمة احتمالية 0.0000 أي أنها أقل من مستوى المعنوية 5% و 1% مما يؤدي لرفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة بالاقرار بوجود تجانس للبواقي. مما يجعل طريقة المربعات الصغرى تعطي نتائج مغلطة. ولتصحيح النتائج نعتمد اختبار معادلتى الانحدار طريقة المربعات الصغرى المرجحة Weighted Least Squares

لنصل للنتائج النهائية لمعادلتى الانحدار لمؤشرات خلق القيمة:

جدول 38: نتائج لمعادلة الانحدار خلق القيمة

Variable	MVA				QT			
	Coff	Sd error	t-Statist	Prob	Coff	Sd error	t-Statist	Prob
C	139.5782	6.765765	20.63008	0.0000	-0.3663	0.008489	-43.150	0.0000
DRV	2.472***	0.574312	4.3053	0.0000	0.02***	0.002624	-7.464	0.0000
SC	-1.054***	0.308983	-3.412	0.0007	0.00205	0.002786	0.73	0.4630
DEBT	111.98***	1.780493	62.892	0.0000	2.56***	0.016835	152.15	0.0000
LQUT	-0.000525	0.068808	-0.0076	0.9939	0.013***	0.000586	21.52	0.0000
SIZE	-56.98***	1.300671	-43.807	0.0000	0.0015*	0.000932	1.655	0.0983
PROF	17.03***	5.030114	3.3857	0.0008	0.028**	0.013798	2.088	0.0372
GROW	-7.68***	1.788498	-4.296	0.0000	-0.001*	0.000833	-1.854	0.0642
MTBV	115.50***	0.760134	151.94	0.0000	1.004***	0.001300	772.44	0.0000
DIV	-0.10012	2.929045	-0.0342	0.9727	0.007474	0.008884	0.841	0.4005
ECART	14.26996	10.85833	1.314195	0.1892	0.079***	0.012704	6.21	0.0000
BETA	-0.080214	0.100730	-0.79633	0.4261	0.000329	0.000885	0.372	0.7101
R-squared	0.985305				0.998977			
Adjusted R-	0.985067				0.998961			
S.E.	91772.65				0.763282			
squared resid	5.74E+12				396.7500			
Log likelihood	-4492.762				554.9507			
F-statistic	4150.945				60476.12			
Prob(F-sta)	0.000000				0.000000			
Mean var	-503612.7				23.25643			
S D var	2457210.				34.33867			
Akaike info	13.00076				-1.566957			
Schwarz	13.07939				-1.488325			
Hanan-Quinn.	13.03117				-1.536547			
Durbin-Wats	0.749813				0.980522			

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10 (* المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

نلاحظ نتائج الجدول أعلاه أن النموذجين كان معنويين وفق اختبار F فيشير التي سجلت 4150 في النموذج الأول و 60476.12 في النموذج الثاني وهي أكبر من الجدولية كما أن الاحتمالية أقل من مستوى

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

المعنوية 5% (Prob 0.000) مما يدل على أن النموذج ذو دلالة احصائية. كما استطاعت المتغيرات تفسير 98% من تغيرات القيمة السوقية المضافة وهي نسبة جيدة جدا ونسبة 99% من تغيرات مؤشر توبين ما يعني أن المتغيرات استطاعت تفسير تغيرات وبقية جزء صغير جدا 2% و 1% للمتغير العشوائي.

من خلال مقارنة t المحسوبة مع t الجدولية نجد أن في النموذج الأول كانت كل المتغيرات المعنوية (ذات دلالة احصائية) ماعدا متغير السيولة، التوزيعات ومؤشرات الخطر. في النموذج الثاني كانت المتغيرات غير المعنوية هي معامل الشريعة، التوزيعات وبيتا.

معامل استخدام المشتقات كان معامل موجب معنوي كبير في معادلة MVA ضعيف في معادلة QT، فالتحوط باستخدام المشتقات يخلق قيمة سوقية مضافة. وهو ما يتوافق مع غالبية الدراسات السابقة في مساهمة المشتقات في التحوط من المخاطر المالية وتقليل تقلب التدفقات النقدية الذي يسمح بتعزيز فرص خلق القيمة.

معامل الشريعة كان سالب معنوي في معادلة MVA أي ان اعتماد الشريعة الاسلامية يؤدي لتراجع القيمة السوقية ولا يعزز خلق قيمة مضافة، وهذا قد يعود لعدم وجود اليات مناسبة لتخفيض المخاطرة ودعم فرص خلق القيمة.

معامل المديونية موجب قوي فكلا المعادلتين وهو ما يتوافق مع غالبية الدراسات السابقة بمساهمة اعتماد الديون في تركيبة الهيكل التمويلي لخلق قيمة للشركة من خلال مزايا الرفع المالي. بالنسبة لمعامل النمو سالب معنوي كبير في كلا النموذجين مما يعني أن الشركات التي تسرف في نفقاتها الرأسمالية لغرض تحقيق النمو المستقبلي قد تؤدي في تدهور قيمتها في السنة الجارية. باقي المتغيرات كانت النتائج متباينة في تفسير خلق القيمة بالمؤشرين MVA و QT.

التحليل النوعي:

في النموذجين السابقين قمنا بقياس تأثير المتغيرات السابقة على العينة ككل. ولتحديد أثر كل متغير حسب طبيعة الشركة قمنا باسقاط النموذج على الشركات التي احتفظت بصفقتها طوال مدة الدراسة منها 41 شركة كانت متوافقة مع الشريعة الاسلامية حسب تصنيف هيئة الأسواق المال في ماليزيا، و 41 شركة تقليدية. وقد كانت النتائج كما يلي:

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

جدول 39: قياس عوامل خلق القيمة في الشركات الاسلامية والتقليدية

	الشركات الاسلامية		الشركات التقليدية	
	mva	Qt	Mva	Qt
C	-39499.05 (0.431)	-0.335 (0.000)	71.808 (0.000)	-0.4807 (0.005)
DRV	22395.4 (0.290)	-0.0021 (0.635)	-37.507*** (0.000)	-0.160* (0.089)
DEBT	112248.2 (0.133)	2.483*** (0.000)	167.042*** (0.000)	4.756*** (0.000)
LQUT	3067.52 (0.321)	0.0103*** (0.000)	-0.0118 (0.829)	0.0148*** (0.000)
SIZE	-7001.61 (0.233)	0.0019 (0.342)	-51.115*** (0.000)	-0.056** (0.018)
PROF	-9173.42 (0.85)	0.0475** (0.032)	63.106*** (0.000)	-0.759** (0.034)
GROW	-6247.27 (0.94)	0.0257 (0.613)	40.543*** (0.000)	0.119 (0.672)
MTBV	8906.11 (0.311)	1.003*** (0.000)	166.88*** (0.000)	0.965*** (0.000)
ECART	36149.32 (0.777)	0.149*** (0.0034)	162.07*** (0.000)	0.045 (0.95)
BETA	5611.09 (0.408)	-0.0038*** (0.002)	-3.6277*** (0.000)	0.013 (0.596)
DIV	7918.84 (0.853)	0.0029 (0.738)	-94.096*** (0.001)	-0.433 (0.501)
R-squared	0.024555	0.999081	0.986755	0.917160
F-statistic	-3254.194	25327.11	1750.697	260.1779
Prob(F-statistic)	0.586523	0.000000	0.000000	0.000000
Durbin-Watson	2.435103	1.303588	0.933349	0.615504

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10 (* المتغير معنوي عند نسبة 10%. ** المتغير معنوي عند نسبة 5% و *** المتغير معنوي عند نسبة 1%)

من خلال التحليل النوعي لعوامل خلق القيمة حسب طبيعة الشركة كان اختبار فيشر معنوي بتحقيق احتمالية أقل من (0.05)، ما عدا القيمة السوقية المضافة في الشركات الاسلامية، استطاعت المتغيرات تفسير النموذج كليا تقريبا. على مستوى المعاملات وجدنا في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية المتغيرات التي كان لها أثر كبير موجب معنوي كانت نسبة المديونية، السيولة، الربحية، ارتفاع المخاطرة والقيمة السوقية للدفترية. بينما المعاملات السالبة كانت لمؤشر بيتا وكانت قيمته ضعيفة. ففرص خلق القيمة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية كغيرها تكون بتحمل مخاطر أكبر مع تمتعها بمستوى ربحية ووجود سيولة كافية

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

لتمويل الفرص الاستثمارية، كما أن اعتماد الديون يساهم في رفع القيمة من خلال مزايا الوفر الضريبي التي يحققها.

في الشركات التقليدية المعاملات في كلا النموذجين المعنوية الموجبة كانت لمتغير المديونية، السيولة، القيمة السوقية للدفترية والمخاطرة. أم المعاملات السالبة المعنوية كانت لمتغير لاستخدام المشتقات، الحجم، حساسية السوق والتوزيعات. في حين أن متغير الربحية والنمو كانت الاشارة متفاوتة بين نموذج MVA و QT. يمكننا استنتاج أنه في الشركات التقليدية ترتفع فرص خلق القيمة مع مزايا الرفع المالي، وتحمل مخاطر قد تعظم فرض الربح مع وجود سيولة تغطي أعباء الديون. بينما استخدامها المشتقات له أثر عكسي حيث قد تحرمها من فرص خلق القيمة، وتحمل الشركات تكاليف اضافية. كما أن خلق القيمة يزيد في الشركات الأصغر والتي تحجز أرباحها عن التوزيعات لتمويل فرص استثمارية تسمح بتعظيم العوائد.

المطلب الرابع: تحليل نتائج الدراسة:

انطلقت الدراسة من فرضية أن تسيير المخاطر المالية يساهم في خلق قيمة، وقد ربطنا تسيير المخاطر المالية باستخدام المشتقات المالية كأدوات للتحوط وتغطية المخاطر المالية التي تعد أهم ابتكارات النظرية المالية التقليدية، لكن للجدل القائم بشأن مدى صحة مساهمتها في تخفيض حجم المخاطر أو خلق مخاطر أخرى للنظام المالي ككل، انتقلنا لنهج بديل آخر قائم على أساس مبادئ الشريعة الاسلامية التي عرفت بمتانة وصلابة منتجاتها في ظل تقلبات الأسواق المالية، من أجل التحقق من أن أي البديلين يوفر أكثر محيط آمن وفرصة أكبر لخلق قيمة في ظل التحكم في حجم المخاطر المالية. من خلال تطبيق الدراسة على عينة من 116 شركة غير مالية مدرجة في بورصة ماليزيا من 6 قطاعات مختلفة، من بينها 41 شركة متوافقة مع الشريعة الاسلامية طوال مدة الدراسة، و 41 شركة تقليدية لم تصنف خلال مدة الدراسة كمتوافقة مع الشريعة، بينما 34 شركة كانت هجينة منها التي صنفت كمتوافقة مع الشريعة وبعدها فقدت الصفة، وأخرى العكس لم تكن متوافقة مع الشريعة وأصبحت كذلك.

بتحليل عوامل الخطر الكلي المقاس بالانحراف المعياري السنوي لعوائد الأسهم اليومية لكل شركة من عينة الدراسة، والخطر النظامي المقاس بمؤشر بيتا الذي يعكس حساسية عوائد الشركة لتقلبات السوق. وجدنا أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية سجلت أعلى مقاييس الخطر الكلي والسوقي، يمكن ارجاع هذا لتقلب صفة الشركات حيث لم تكن مستقرة بين الوضع المتوافق وغير المتوافق مع الشريعة الاسلامية، ففي الدراسات السابقة (Khaw2019 و (Cheong 2020) التي وجدت أن الشركات الاسلامية أقل مخاطرة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

أرجعت ذلك الى أن العلاقة السلبية تنطبق بشكل خاص على الشركات المتوافقة مع الشريعة التي تمكنت من الاحتفاظ بوضعها، وهذا يعني أن هذه الشركات تحافظ باستمرار على مستوى منخفض من المخاطر للاحتفاظ بوضعها الشرعي.

ان الامتثال لمبادئ الشريعة حسب المعايير النوعية (حظر الأنشطة الغير شرعية) والمعايير الكمية بتسقيف نسبة الديون، الأرباح الغير شرعية والفوائد الربوية لم يساهم في تقليل الخطر. حيث كانت الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية الأعلى قيمة في مقاييس المخاطر المالية. وهو ما يتوافق مع دراسة (Miglietta & Battisti, 2015). وجدنا ان الشركات الاسلامية لديها متوسط معامل حساسية أعلى من نظيراتها وهي أكثر تشتت وتقلب في عوائد أسهمها لأن صفة الشركة غير ثابتة على التصنيف الشرعي. حسب دراسة (Karimov & Others, 2020) بين أن في بداية اعتمادها كشركة اسلامية تعرف أسعار أسهمها تقلبات عنيفة نظرا للالتزام الصارم بالقيود الشرعية. ان هذه القيود المفروضة على الشركة تزيد من خوف المستثمرين وتجعلهم يطالبون بعائد أعلى مما يرفع تكلفة رأسمالها. كما أن هذه الاستثمارات تكون أقل سيولة لقلة التنوع فهي تهم أكثر المستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات متوافقة مع معتقداتهم الدينية ويكونون على استعداد لدفع تكلفة أعلى فقط للالتزام بتعاليم دينهم. فتكون أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية الأكثر طلبا والأعلى سعرا في الدول ذات الأغلبية المسلمة على عكس الدول ذات الأقلية المسلمة. كما بينت دراسة (Khaw. Nordin. & Wong. 2020) أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية الأقل مخاطرة، لكن رد فعل السوق عنيف على الشركات التي تفقد صفتها الشرعية وتتحمل عقوبات قاسية. فعند كون معايير الفحص الشرعي متساهلة قد يزيد هذا من حالة عدم التأكد من وضعية الشركات وصفتها. يمكننا اعتماد هذه النتيجة لتفسير الارتباط الايجابي للخطر مع معامل الشريعة حيث أن 34 من شركات عينة الدراسة (ما تمثل نسبة 29%) لم تحتفظ بامتثالها لمعايير الشريعة. فألية الفحص تلعب دور مهم. وحسب دراسة (Chiadmi, 2015) وجدت أن معايير الفحص الشرعي أكثر تساهلا في كل من ماليزيا وأندونيسيا.

كما أن استخدام المشتقات كأداة للتحوط لم يكن ذو دلالة احصائية على المخاطر السوقية، وهو عكس النتيجة التي توصلت لها دراسة (Bendima & Others, 2019). لكن عند التحليل حسب طبيعة كل شركة فقد وجدنا أن هذه النتيجة تنطبق فقط على الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية وهي التي يعد استخدام المشتقات للتحوط فيها مشبوه ومثير للشكوك من شرعية هذه الأدوات. لكن في الشركات التقليدية فان استخدام المشتقات لم يكن له تأثير على حجم المخاطرة، نظرا لعدم اقتصار استخدامها للتحوط بل أيضا لاستخدام

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

لأغراض أخرى كالمضاربة والمراجعة فلم يكن الأثر واضحا. وهو ما يتوافق مع دراسة (جمال معتوق 2015) الذي ارجع الاختلاف في التأثير للحجم حيث المؤسسات الكبيرة هي من استقادت من استخدام المشتقات بانخفاض المخاطرة على عكس المؤسسات المتوسطة والصغيرة. كما أن دراسة (اللايد، القاضي وطلال 2017) كشف أن المشتقات ترفع من حجم المخاطر السوقية والائتمانية والتشغيلية في الشركات الصناعية التي تستخدمها.

ان حجم الشركة عامل مخفض للخطر الكلي، فمع كبر حجمها تكون الشركات أكثر متانة وقوة ونظرا لاقتصاديات الحجم فهي تستطيع تحمل تكاليف تسيير المخاطر المالية سواء بتوظيف الخبراء، اقتناء برمجية معلوماتية متخصصة، تكوين العمال لتجديد معارفهم وتحمل تكاليف المشتقات التي صرحت العديد من الشركات في ملاحظتها أنها لا تلجأ للتحوط بالمشتقات نظرا لارتفاع تكلفة التحوط، يتوافق هذا مع دراسة كل من (معتوق 2015) و (Shi Li & others 2011)

ان وجود فرص نمو للشركات يعزز نظرة السوق خاصة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، حيث أن توسع الشركة في النفقات الرأسمالية يعد عامل ايجابي للعوائد المتوقعة المستقبلية وتعد تعويض للمستثمرين الباحثين على الاستثمار الطويل الأجل خاصة وأن هذا النمو مدعوم بأصول ملموسة تمثل ضمان للدائنين مما يخفض تكلفة رأسمال. كما وجدت دراسة (Irum Saba & others. 2020) أن التمويل الاسلامي يساهم في تعزيز النمو واستدامة الشركات الاسلامية. على عكس الشركات التقليدية فان ارتفاع نسبة النمو يزيد من تخوف المستثمرين بعدم ثبات العوائد وزيادة حالة عدم التأكد خاصة أن سياستها الاستثمارية غير مقيدة.

عند الانتقال لتحليل نتائج النموذج الثالث والرابع لعوامل خلق القيمة للعينة فقد كانت الشركات التقليدية أفضل بتسجيل أكبر متوسط للقيمة وأقصى قيمة مسجلة في حين أن أدنى القيم كانت في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ويعود هذا لمزايا الرفع التي تتمتع بها الشركات التقليدية وفق دراسة (Bhatt & Jahangir 2012) التي وجدت معامل ايجابي للرفع المالي على الخطر والقيمة

الا أنه على مستوى المعاملات فالامتثال لمبادئ الشريعة الاسلامية كان مثبتا لخلق القيمة، حيث ان الشركات التي تلبى متطلبات الشريعة تواجه قيود اضافية كما أنها موجهة لمجموعة صغيرة من المستثمرين مع احتمال ضعيف للتنوع وتكلفة أعلى مما يقلل من الأرباح والتنافسية. أن معايير التوافق مع الشريعة تضعف بشكل فعال قدرة الشركة على إيجاد المشاريع ذات القيمة المضافة والاستثمار فيها.

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

استخدام المشتقات للتحوط كان معاملها موجب لخلق القيمة ما يتوافق مع دراسة كل من (Shi Li & others 2011) و (Spric Milos 2013) حيث تسمح عقود المشتقات المالية بتثبيت التدفقات النقدية لضمان وجود موارد داخلية كافية لتمويل استثمارات ذات مردودية موجبة، مع تخفيض احتمال التخلف عن السداد وتحسين ملاءة المؤسسة مما يسمح لها بالحصول على تمويل خارجي بشروط مناسبة والاستفادة من مزايا الرفع المالي.

في الشركات التقليدية خلق القيمة يزداد مع ارتفاع مستوى المديونية، السيولة وحساسية العوائد لتقلبات السوق. أي من خلال تعريض نفسها لمخاطر أعلى تسمح بتحقيق عوائد أعلى ترفع من قيمة أسهمها. فيكون استخدام المشتقات للتحوط يسمح لها بمرونة أكبر. وهذه النتيجة توافق الدراسات السابقة لكل (shy & others, 2011) (Hadian & Adgolu. 2020) من (Allayannis & Weston. 2001) أما ارتفاع مستوى المديونية، الربحية ونسبة القيمة السوقية للدفترية كانت عوامل محفزة لخلق القيمة. (Diby & others 2019) (Wan & others 2015) وجدت أن درجة الرفاعة المالية كان لها التأثير الأكبر والأكثر أهمية على استدامة الشركات تليها النسبة السوقية للدفترية.

ان الشركات الاسلامية لديها فرص أفضل لخلق القيمة من خلال تسيير مخاطرها المالية، حيث تساهم مبادئ الشريعة الاسلامية في بناء قاعدة متينة لها مدعومة بأصول حقيقية. كما أن تشجيع الشريعة لمقاصد حفظ الثروة وعدم تعارض سيرورة تسيير المخاطر مع معارض الشريعة. كما وجد في دراسة (Saputra & others 2019) التي بينت أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية تطبق عملية تسيير المخاطر أفضل من نظيراتها. لكن يبقى ينقصها اعتماد أدوات تحوط كفؤة ومتوافقة مع الشريعة الاسلامية لتكليل العملية من خلال تخفيض حجم المخاطرة وتحسين نظرة المستثمرين لها تجعلها أكثر طلبا وسيولة في جميع الأسواق العالمية مع تخفيض تكلفة رأسمالها. ان ادراج الأسهم في الأسواق العالمية يوفر فرصة للوصول لشريحة أكبر من المستثمرين. ويقلل قيود السيولة مما يخفض تكلفة رأس المال خاصة وأن أسواق الدول الاسلامية أقل تطورا وتنظيما وعمقا من الأسواق المالية الدولية.

الشركات الإسلامية الغير قادرة على التحوط ستتضرر لرفع أسعارها لمراعاة المخاطر الإضافية التي تتعرض لها، بينما الشركات المنافسة التي لا تواجه مثل هذه القيود ستكون قادرة على تجاوز السعر المتوافق مع الشريعة الإسلامية في ظل تجارة تنافسية يمكن أن تكون العواقب طويلة المدى مكلفة، فإذا كانت شركتين متنافستين

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لتسيير المخاطر المالية وتأثيرها على خلق القيمة لعينة من الشركات الماليزية

تستطيع احدهما الوصول الى التحوط الكامل بينما الأخرى غير قادرة على ذلك، فإن الخسائر التي تتكبدها احدهما ستشكل مكاسب للأخرى.

قلة الاهتمام الحالي بأدوات التحوط الاسلامي يمكن أن يكون لها آثار خطيرة طويلة الأجل على الاقتصاد الكلي، حيث قد تتسبب مخاطر حقوق الملكية والخسائر الناتجة في تدفق الأموال بعيداً عن أسواق رأس المال مثل العقارات أو الذهب وما في حكمها. ان انخفاض نشاط الأسواق المالية يحرم الشركات من سهولة الوصول إلى رأس المال للنمو الذي لا يخصص لإنتاج السلع ولكن في الأصول "الآمنة". الشيء الذي قد ينشأ عنه فقاعات أسعار والنتيجة ستكون تكلفة باهظة لرأس المال للشركات حيث هناك تكلفة لتجاهل تسيير المخاطر

خلاصة الفصل الرابع

تعد ماليزيا واجهة للاستثمار الشرعي، وتتميز بسوق مالي مزدوج يجمع بين الأدوات التقليدية والمنتجات المالية الإسلامية، وقد كان هذا السبب وراء اختيارها كمجتمع الدراسة. انطلقنا من فرضية أن التمويل الإسلامي مصدر آمن وأفضل مقاومة للصدمات قمنا باختبار الفرضية على المستوى الكلي بمقارنة تقلبات المؤشر العام للسوق الماليزي ومؤشر الشريعة لكن وجدنا أن التقلب على المدى الطويل كان أعلى في المؤشر الإسلامي وهذا نظرا لكثرة الطلب عليها في ظل انخفاضه على المنتجات التقليدية التي أقل سيولة، تخوف المستثمرين من القيود المفروضة على الاستثمارات الشرعية ومطالبتهم بعوائد أعلى، بالإضافة لعدم ثقتهم في محافظة الشركات على مدى التزامها بالتوافق مع الشريعة الإسلامية. كما أنه في ظل أزمة كوفيد سجل المؤشر الإسلامي تقلب أكبر من المؤشر العام للسوق، حيث لم تكن المنتجات المالية الإسلامية بمنأى عن الأزمة خاصة مع ارتباطها بتباطؤ وتيرة الاقتصاد الحقيقي.

أما التحليل على المستوى الجزئي للشركات التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية أظهر اهتمام من الطرفين بتسيير مخاطرها المالية، التي تعد ضرورة للمحافظة على استمرارية وتنافسية الشركة. كما أن اليات تسيير الخطر متشابهة في كلا النوعين لكن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أقل لجوءا للتحوط لعدم مشروعية المشتقات وانخفاض الطلب على أدوات التحوط الإسلامية. في هذا الإطار كان معامل الامتثال للشريعة موجب على الخطر حيث ارتفعت درجة المخاطرة في الشركات الإسلامية عكس التقليدية. لكن استخدام المشتقات أيضا لم يكن عامل لتخفيض حجم المخاطرة. كما أن تقليل المخاطر بالتغطية أو اعتماد الشريعة لم يكن عامل لخلق قيمة بل كان الرفع المالي أكبر مساهم لتعظيم القيمة.



الخاتمة

العامّة

الخاتمة:

تحتم المنافسة القوية والمتزايدة على الشركات الزامية تسيير المخاطر من أجل التمرکز أو التميز على منافسيهم من خلال الاستثمار في مشاريع جديدة. غالبًا ما يدعي كل من خبراء الصناعة والمحللين أن تسيير المخاطر هي سلاح استراتيجي في معركة بناء القيمة (للمساهمين)، نظرًا لأن الأسواق تعاقب الشركات عندما تدرك أن مخاطر الشركة أعلى مما هي عليه بالفعل، فإن تسيير المخاطر يمكن أن يساعد في تقليل مصادر سوء الفهم ويمكن أن يحقق قيمة للشركة. إلى جانب الحجة المستخدمة أعلاه يجب تسيير المخاطر لضمان بقاء الشركة، فهناك العديد من الأسباب الأخرى التي تجعل تسيير المخاطر منطقية في الممارسة.

في كل من النظرية المالية التقليدية والاسلامية يبرز أهمية تسيير المخاطر المالية غير أن تحليل أثرها على خلق القيمة اختلفت حوله الدراسات والمبررات، حاولنا من خلال هذه الدراسات استعراض أهم الحجج النظرية ومقارنتها فيما بينها، تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة حول الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تركز بشكل أساسي على أثر اعتماد مبادئ المالية الإسلامية من منظور تمويل الشركات. نقوم بفحص إذا كان التصنيف الامتثال للشريعة يرتبط بالحد من المخاطر. وقد قمنا بتطبيق الدراسة على السوق المالي الماليزي بمقارنة عينة من المؤسسات الاقتصادية التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد توصلنا لجملة من النتائج نستعرضها في النقاط التالية:

- تتمثل المخاطر المالية في احتمال تحقيق خسائر نتيجة تقلبات أسعار المتغيرات المالية ويزيد الخطر المالي في ظل اعتماد الرفع المالي عند تعذر المؤسسة تسديد التزاماتها في مواعيدها مما قد ينجر عنه تهديد لاستمراريته
- يتم تسيير الخطر المالي من خلال تحديد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، قياسها كميًا، ثم تحديد أسلوب التعامل معها في اطار الاستراتيجية والأهداف الموضوعية مع ضمان المتابعة والرقابة.
- أحد أهم الأساليب للتعامل مع الخطر اللجوء للمشتقات المالية للتحوط من الخطر المالي، والتي تعد أهم ابتكارات الهندسة المالية، حيث تقوم بنقل الخطر لطرف آخر وتحييده من المؤسسة مما يضمن تخطيط أفضل لتدفقاتها المستقبلية، غير أن استخدام المشتقات يتطلب طاقم اداري مؤهل لدراسة قرارات التسعير، المتابعة كما أنه قد ينجر عنها مخاطر جديدة للمؤسسة وللنظام المالي ككل.
- قد تكون المالية الإسلامية بديل للتحوط، حيث تساهم مبادئها في تخفيض المخاطر المالية الخاصة بالشركات من خلال تخفيض احتمال العسر المالي بتوفير قاعدة أصول ملموسة تعد ضمان للدائنين،

وتسقيف نسب الاعتماد على الديون مع تقاسم المخاطر كما أنها تدعو لتسيير المخاطر لضمان حفظ الثروة.

• أن فلسفة تقاسم المخاطر في التمويل الإسلامي تتطلب قبول المخاطر لتبرير العوائد، فإن الشريعة تتطلب أيضًا من أتباعها تجنب المخاطرة غير الضرورية. إن شرط تجنب الميسير هو في جوهره دعوة للإدارة الحسنة للمخاطر

• يتمثل النهج الإسلامي البديل في المشاركة أو تبادل مخاطر مماثلة تواجهها شركات مختلفة. هذا المنظور الأخلاقي هو نموذجي لتسيير المخاطر في السياق الإسلامي. في الواقع، بالإضافة إلى محاولة تجنب الغرر بشكل صرف أو تقليله إلى مستوى محتمل، يمكن أن يشمل هذا النوع من التسيير استخدام خدمات التأمين الإسلامي (التكافل) القائم على مبدأ التضامن، أو اللجوء إلى المشتقات الإسلامية التي يتم ربطها بمعاملات حقيقية ولا يكون لها سوق ثاني لاستعمالها لأغراض أخرى خارج التحوط.

• هدف خلق قيمة غاية أساسية في كل من النظرية المالية التقليدية والمالية الإسلامية، كما أن ضرورة تسيير المخاطر المالية تعد مطلب الزامي لضمان تنافسية واستمرارية الشركات والحفاظ على الثروة الذي يعد من مقاصد الشريعة

• في النظرية المالية التقليدية باعتماد فرضية كفاءة الأسواق المالية فإن القرارات المالية للشركة لا تؤثر على خلق القيمة بما فيها تسيير المخاطر. كما أن المستثمر يمكنه تقليل حجم المخاطرة في سهم الشركة من خلال تكوين توليفة متنوعة من أصول محفظة تؤدي لإلغاء المخاطر الخاصة. لكن في إطار التخلي على فرضية كفاءة الأسواق المالية يظهر أثر تسيير المخاطر المالية على خلق القيمة من خلال تقليل الالتزامات الضريبية وتكاليف المعاملات الناتجة عن احتمال العسر المالي ونزاعات أصحاب المصالح التي تنشأ عنها تكاليف الوكالة والتي كانت مساهمة أعمال كل من ستولز، سميث جونسون ومكلنج في توضيح ذلك حيث تسمح أنشطة تسيير المخاطر المالية بالتأثير على محددات القيمة بتقليل تقلب التدفقات النقدية، تخفيض تكلفة رأسمال من خلال ضمان موارد داخلية وتحسين ملاءة الشركة، مما يسمح بتمويل الفرص الاستثمارية لتعزيز معدلات النمو المستقبلية.

• في النظرية المالية الإسلامية قد تسمح أنشطة تسيير المخاطر المالية بتعزيز عوامل خلق القيمة خاصة مع تخفيض تقلب التدفقات النقدية، لكن قد يبرز الأثر على المدى الطويل، من خلال التأقلم مع القيود

المفروضة وتقبل السوق أكثر لهذا النوع الجديد من الأصول لإزالة احجام المستثمرين الغير مسلمين عن تداولها وتوفير سيولة أكبر خاصة في الدول ذات الأقلية المسلمة مما قد يخفض تكلفة رأس المال

- عدم تطوير أدوات تغطية مستمدة من أسس النظرية الاسلامية واعتماد محاكاة المشتقات التقليدية للحوط يثير الجدل بشأن شرعية ويقلل اللجوء لقرار التغطية في الشركات الاسلامية، مما يضعف بشكل خطير قدرة الشركات على تسيير المخاطر والحفاظ على الثروة، ويمكن أن يكون بشكل خطير تعوق النمو الاقتصادي عن طريق انخفاض القدرة التنافسية

نتائج الدراسة التطبيقية:

- من خلال تطبيق الدراسة على السوق المالي الماليزي، توصلنا للنتائج التالية:
- تعد ماليزيا سوق مالي متطور مزدوج يجمع بين الأصول التقليدية والشرعية وتشكل الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أكثر من ثلثي الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا
- تخضع الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية لمعايير فحص من اللجنة الشرعية لهيئة الأوراق المالية على المستوى النوعي بتحديد الأنشطة المسموحة والنسبة الأقصى من المداخل من الأنشطة المحظورة. بالإضافة لمعايير كمية لنسبة الديون، الذمم المدينة. يتم مراقبة الالتزام بمعايير الشرعية مرتين سنويا بإعلان قائمة الأسهم الحلال في شهري ماي ونوفمبر من كل سنة
- تتصح هيئة الأوراق المالية الماليزية المستثمرين الحائزين على أسهم اسلامية تم اعادة تصنيفها وفق القائمة المستحدثة كغير متوافقة مع الشريعة الاسلامية التخلص من هذه الأصول عند مساواة سعرها مع تكلفة استثمارها، مما قد يزيد من تخوف المستثمرين على اقتناء هذه الأصول أو حتى الاحتفاظ بها.
- التقلب على المدى الطويل كان أعلى في المؤشر الاسلامي وهذا نظرا لكثرة تداول الأصول المتوافقة مع الشريعة في ظل انخفاض تداول المنتجات التقليدية التي كانت أقل سيولة، تخوف المستثمرين من القيود المفروضة على الاستثمارات الشرعية ومطالبتهم بعوائد أعلى.
- خلال فترة أزمة كوفيد ارتفع تقلب كل من المؤشر العام للسوق والمؤشر الاسلامي، حيث لم تكن الأصول المالية الاسلامية بمنأى عن الأزمة التي أدت لتباطؤ وتيرة الانتاج وتوقف جزئي وكلي لبعض المؤسسات، انجز عنها ارتفاع حالة عدم التأكد وصعوبة التنبؤ بالتدفقات المستقبلية في ظل هذه الظروف الاستثنائية خاصة وأن مخرج الأزمة لم يكن واضحا.

- تقوم الشركات بالافصاح في ملاحق القوائم المالية عن توضيحات لآليات تسيير المخاطر المالية وسياستها المعتمدة في تسيير كل من مخاطر الائتمان، السيولة، الصرف والفائدة الا أنه يقل الافصاح عن تسيير مخاطر أسعار الأسهم أو السلع الأساسية، وحتى ان وجد يكون التعرض غير جوهري.
- اهتمام كل من الشركات التقليدية والاسلامية بتسيير مخاطرها المالية التي تعد ضرورة للمحافظة على استمرارية وتنافسية الشركة، كما أن آليات وتقنيات تسيير الخطر متشابهة في كلا النوعين لكن الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أقل لجوءاً للتحوط لعدم مشروعية المشتقات وانخفاض الطلب على أدوات التحوط الاسلامية
- اعتماد التعامل مع أطراف أصحاب تصنيف ائتماني مرتفع لتخفيض مخاطر الائتمان بالإضافة لتحديد حدود وشروط لمنح الائتمان، مع الحرص على التنوع العملاء داخل وخارج البلد لتقليل خطر التركيز
- يتم جدولة التحصيلات والتسديدات المستقبلية لشركات عينة الدراسة من اجل ضمان وجود سيولة كافية لمواجهة التزامات الشركة مع الاحتفاظ بنقد متاح
- يتم اعتماد تحليل الحساسية لقياس مخاطر السوق في شركات عينة الدراسة، ولم يتم التصريح بتقنيته أخرى في الملاحق لقياس حجم مخاطر السوق المتعرض لها
- يتم اللجوء الى المشتقات المالية لتغطية خطر الصرف بالدرجة الأولى، ومن أهم الأنواع المستخدمة العقود الآجلة وعقود المبادلات.
- تمتع بعض الشركات اللجوء للمشتقات للتحوط بسبب ارتفاع التكلفة مقارنة بفوائد التحوط. كما أن التكلفة لا تقصر فقط على سعر المشتق بل أيضا تكاليف البرمجيات المعلوماتية اللازمة والطاقتقني المؤهل والخبير في استخدام وتسجيل عمليات التحوط
- الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية بالرغم من حظر التعامل بالفوائد الربوية الا أنها لم تكن بمنأى من خطر معدل الفائدة لعدم استطاعتها التخلص من كل المعاملات الربوية في ظل نظام مالي مزدوج لكنها مطالبة بالمحافظة عليها ضمن النسب المحددة.
- تميزت سياسة اجراءات تسيير المخاطر المالية بالجمود وتقريبا اعتماد نفس الأدوات والآليات طوال فترة الدراسة، حيث غلبت عبارة عدم وجود تغييرات عن الفترة السابقة في افصاحات الشركة. كما لم يتم الافصاح عن اعتماد أدوات جديدة للتحوط الا من طرف عدد قليل جدا من الشركات عينة الدراسة.

- ترتفع حجم المخاطرة مع انخفاض مستوى السيولة، الأرباح والحجم، فالشركات الصغيرة متدنية الأرباح تكون أكثر هشاشة في مواجهة أي عسر مالي خاصة مع انخفاض مستويات السيولة التي تغطي الالتزامات المستحقة مما يجعلها أكثر خطرا.
- تؤثر عوامل الاقتصاد الكلي على حجم الخطر، حيث يزداد مع انخفاض قيمة الناتج المحلي الذي يشير لتراجع أو تباطؤ النشاط الاقتصادي مما يجعل السوق في حالة خوف أكثر ويزيد من حالة عدم التأكد.
- الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية يزداد فيها حجم المخاطرة عند لجؤها للمشتقات للتحوط، واعتماد أكثر للديون في تركيبة هيكلها المالي فتكون بهذا تحاكي الشركات التقليدية وتتحرف قليلا عن مسارها فتضيق في تحديد سياستها المالية مما يجعل استراتيجيتها لتسير المخاطر أكثر وهنا.
- اعتماد الشريعة الاسلامية يؤدي لتراجع القيمة السوقية ولا يعزز خلق قيمة مضافة نظرا لارتفاع تكلفة رأس مالها، بارتفاع حجم المخاطرة فيها ومطالبة أصحاب رؤوس الأموال بعوائد أعلى في ظل قلة أدوات التغطية المناسبة والفعالة.
- الشركات التقليدية ترتفع فيها فرص خلق القيمة مع مزايا الرفع المالي، وتحمل مخاطر قد تعظم فرض الربح مع وجود سيولة تغطي أعباء الديون، مع امكانية استخدام المشتقات للتحوط التي تسمح بتثبيت التدفقات النقدية لضمان موارد تغطي خدمة الديون. كما أن خلق القيمة يزيد في الشركات الأصغر والتي تحجز أرباحها عن التوزيعات لتمويل فرص استثمارية، والتي تكون معاكسة لاتجاهات السوق بحيث تستفيد من الفرص التي تسمح بتحقيق قيمة مضافة.
- استخدام المشتقات كأداة للتحوط لم يكن عامل لتخفيض حجم المخاطرة بل على العكس، هذه النتيجة تنطبق فقط على الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية وهي التي يعد استخدام المشتقات للتحوط فيها مشبوها ومثير للشكوك من شرعية هذه الأدوات. لكن في الشركات التقليدية فان استخدام المشتقات كان الأثر ضئيل على حجم المخاطرة، نظرا لعدم اقتصار استخدامها للتحوط بل أيضا لاستخدام لأغراض أخرى كالمضاربة والمراجحة فلم يكن الأثر واضحا
- ان الامتثال لمبادئ الشريعة حسب المعايير النوعية (حظر الأنشطة الغير شرعية) والمعايير الكمية بتسقيف نسبة الديون، الأرباح الغير شرعية والفوائد لم يساهم في تقليل الخطر، حيث كانت الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية الأعلى قيمة في مقاييس المخاطر المالية

- ان الشركات الاسلامية كان لديها معامل حساسية أقل من نظيراتها لكنها أكثر تشتت وتقلب في عوائد أسهمها لأن صفة الشركة غير ثابتة على التصنيف الشرعي، ما يقارب ثلث الشركات عينة الدراسة كان يتفاوت تصنيفها بين متوافق وغير متوافق مع الشريعة الاسلامية.
- رد فعل السوق عنيف على الشركات التي تفقد صفتها الشرعية وتحمل عقوبات قاسية، فعند كون معايير الفحص الشرعي متساهلة قد يزيد هذا من حالة عدم التأكد من وضعية الشركات وصفتها
- حجم الشركة عامل مخفض للخطر الكلي، فمع كبر حجمها تكون الشركات أكثر متانة وقوة، ونظرا لاقتصاديات الحجم فهي تستطيع تحمل تكاليف تسيير المخاطر المالية سواء بتوظيف الخبراء، اقتناء برمجية معلوماتية متخصصة، تكوين العمال لتجديد معارفهم وتحمل تكاليف المشتقات
- وجود فرص نمو للشركات يعزز نظرة السوق خاصة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، حيث أن توسع الشركة في النفقات الرأسمالية يعد عامل ايجابي للعوائد المتوقعة المستقبلية وتعد تعويض للمستثمرين الباحثين على الاستثمار الطويل الأجل خاصة وأن هذا النمو مدعوم بأصول ملموسة تمثل ضمان للدائنين مما يخفض تكلفة رأسمال
- الشركات التقليدية أفضل أداء بتسجيل أكبر متوسط للقيمة وأقصى قيمة مسجلة، في حين أن أدنى القيم كانت في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ويعود هذا لمزايا الرفع التي تتمتع بها الشركات التقليدية فالامتثال لمبادئ الشريعة الاسلامية كان مثبت لخلق القيمة. حيث ان الشركات التي تلبى متطلبات الشريعة تواجه قيود اضافية، كما أنها موجهة لمجموعة صغيرة من المستثمرين، مع احتمال ضعيف للتنوع وتكلفة أعلى، مما يقلل من الأرباح والتنافسية
- الشركات الاسلامية لديها فرص أفضل لخلق القيمة من خلال تسيير مخاطرها المالية، حيث تساهم مبادئ الشريعة الاسلامية في بناء قاعدة متينة لها مدعومة بأصول حقيقية. كما أن تشجيع الشريعة لمقاصد حفظ الثروة وعدم تعارض سيرورة تسيير المخاطر مع معارض الشريعة.
- اعتماد أدوات تحوط كفاءة ومتوافقة مع الشريعة الاسلامية لتكليل العملية من خلال تخفيض حجم المخاطرة وتحسين نظرة المستثمرين لها تجعلها أكثر طلبا وسيولة في جميع الأسواق العالمية مما يخفض العائد المطلوب عليها وبالتالي تكلفة رأسمالها.
- الشركات الإسلامية الغير قادرة على التحوط ستضطر لرفع أسعارها لمراعاة المخاطر الإضافية التي نتعرض لها، بينما الشركات المنافسة التي لا تواجه مثل هذه القيود، ستكون قادرة على تجاوز السعر المتوافق مع الشريعة الإسلامية في ظل تجارة تنافسية يمكن أن تكون العواقب طويلة المدى مكلفة

- هناك عاملان أساسيين ساهما في الحد من التقدم الأساسي لإنشاء نظام مالي إسلامي في بلد أو منطقة. أولاً، مع زيادة الطلب على المنتجات المالية الإسلامية كان التركيز ينصب على التطوير السريع للأدوات المالية وتسويقها، وفي السياق لكسب المال كانت الطرق المختصرة قد أخلت بالمتطلبات الإسلامية الأساسية لتقاسم المخاطر وحظر سعر فائدة محدد مسبقاً. ثانياً، كان هناك القليل من الجهود، لتطوير نظام شامل للتمويل الإسلامي على المستوى المحلي ليتنافس مع التمويل التقليدي.

اختبار الفرضيات:

- 1- تفيد الفرضية الأولى بانخفاض درجة تقلب الأصول الإسلامية وكونها أكثر متانة في فترة الأزمات، إلا أنه بحساب درجة التقلب بنموذج garch أظهر أن المؤشر الإسلامي أكثر تقلباً على المدى الطويل وفي فترة أزمة كوفيد 19 وبالتالي نرفض الفرضية الأولى
- 2- من خلال تحليل الملاحق لشركات عينة الدراسة وجدنا تشابه في تقنيات واليات تسيير المخاطر المالية ماعدا أن الشركات التقليدية تلجأ أكثر للتحوط، مما يمكننا برفض الفرضية الثانية
- 3- في النظرية المالية التقليدية يتم اللجوء للمشتقات لتغطية المخاطر المالية وكونها أهم أدوات الهندسة المالية التي أثبتت مساهمتها في خلق القيمة إلا أن معاملها على الخطر الكلي كان ايجابي مما يمكننا من قبول الفرضية الثالثة بمساهمات أدوات المشتقات في رفع المخاطر المالية وتعزيز خلق القيمة.
- 4- معامل الامتثال لمعايير الشريعة الإسلامية كان ايجابي معنوي على الخطر وسالب معنوي على خلق القيمة مما يدفعنا لرفض الفرضية الرابعة التي تفيد بكون المالية الإسلامية بديل للتحوط تقلل حجم المخاطرة المالية وترفع من قيمة المؤسسة.

مقترحات الدراسة:

في ظل النتائج المتوصل اليها يمكننا تقديم التوصيات التالية:

- تعزيز نظم الافصاح على أنشطة التحوط للتمكن من معرفة كفاءة الشركات في تسيير مخاطرها المالية
- اعتماد التنوع في المشتقات والتعامل أكثر في الأسواق المنظمة الخاضعة للرقابة،
- توفير تكوين للعمال في مجال استخدام المشتقات في مجال التسعير، التسجيل المحاسبي واعداد التقارير،

- تشجيع تداول المشتقات في الأسواق العربية بعد توفير البيئة القانونية والتنظيمية المناسبة لتنشيط الأسواق المالية وجذب رؤوس الأموال،
- تشجيع وترويج الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لتحقيق البعد الأخلاقي والاجتماعي الذي تؤكد عليه الأبحاث المالية اليوم خاصة في الدول ذات الأقلية المسلمة.
- تشجيع عمليات الابتكار وتطوير أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتخلي عن محاكاة الأدوات التقليدية
- دعم الأسواق المالية لأدوات التحوط الإسلامية بتوفير الدعائم القانونية والشرعية، و تسويق أكثر أدوات التحوط الإسلامية الحالية
- توصي الدراسة بالتحليل القطاعي للأسهم التقليدية والإسلامية لتحديد القطاع الأكثر تقلباً.
- من باب الحرص على أهمية التصنيف الشرعي يجب على المجلس الشرعي لتحديد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التشديد أكثر على الالتزام بمعايير الشريعة وتوسيع النطاق ليتعدى المعايير النوعية والكمية للنشاط، ليشمل السياسات المالية خاصة في مجال تسيير المخاطر.

آفاق الدراسة:

- دراسة سلوك المستثمرين أكثر لمعرفة نقاط القوة والضعف في الأسهم الإسلامية من وجهة نظرهم، لتفسير التقلب وتدارك النقائص
- اعتماد دراسات أكثر للمقارنة بين فوائد استخدام المشتقات والمخاطر الناشئة عنها، بأخذ عينة أكبر ومدة أطول في أسواق مالية مختلفة
- تسليط الضوء على السياسة المالية والاستثمارية في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
- تشجيع وتمويل الدراسات لتطوير أدوات تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية تكون مبتكرة وفعالة بعيدة عن محاكاة الأدوات التقليدية
- توسيع عينة البحث على باقي القطاعات وفي دول أخرى مع فترة أطول حيث يعتقد بأن الأثر لمعامل الشريعة على خلق القيمة يكون في المدى الطويل.



قائمة

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب:

- 1- البكري وليد صافي أنس، (2010): الأسواق المالية و الدولية، الطبعة 1، دار البداية للنشر: القاهرة، مصر.
- 2- السواعي خالد محمد، (2012): Eviews والتحليل الاقتصادي، الطبعة 1، دار الكتاب الثقافي: عمان، الأردن
- 3- السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية و النقدية، الطبعة 1، دار الفكر للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
- 4- العبادي عبير فوزان، (2015): إدارة المخاطر المالية في إدارة أعمال الصيرفة والتمويل الإسلامي، الطبعة 1، دار الفكر للنشر: عمان، الأردن.
- 5- النصور عمر عبد الرزاق (2008): الأسواق المالية الاسلامية، طبعة1، دار الأمانة للنشر والتوزيع، عمان الأردن
- 6- براني عبد الناصر أبو شهد، (2014): ادارة المخاطر في المصارف الاسلامية، الطبعة1، دار الفنائس للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
- 7- حمداوي الطاوس، (2017): الاستثمار في الأوراق المالية وادارة الخطر، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
- 8- سمير خالد صافي، (2015): مقدمة في تحليل نماذج الانحدار باستخدام Eviews 2015 ، الطبعة 1، الجامعة الاسلامية: غزة، فلسطين.
- 9- عرفة سيد سالم، (2009): ادارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة 1، دار الراهة للنشر: عمان، الأردن.
- 10- قندوز عبد الكريم، (2016): التحوط وإدارة المخاطر في التمويل الاسلامي، الطبعة1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
- 11- كويل بريان، (2007): نظرة عامة على الأسواق المالية، الطبعة 2، دار الفاروق: القاهرة، مصر.
- 12- محمد عبد الله شاهين محمد،(2017): محافظ الأوراق المالية، الطبعة1، دار حميترا للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.

II. الرسائل والأطروحات:

- 13- جرودي رنده، (2000): أثر مخاطر السوق على الأداء المالي للمصارف الإسلامية وآليات إدارتها وفهم معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية ولجنة بازل-دراسة قياسية -2018-2008، أطروحة دكتوراه غير منشورة لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر.
- 14- حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات تمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر.
- 15- سعدي سكيمة ايمان، (2019): تقييم المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل اعتماد منهج الإدارة بالقيمة -دراسة حالة مؤسسات قطاع صناعة الإسمنت في الجزائر-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر.
- 16- سويسي هوارى (2008): تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر
- 17- طاسين عائشة، (2018): دور الحوكمة المؤسسية في خلق القيمة في المؤسسة- دراسة عينة من المؤسسات-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر.
- 18- طهراوي أسماء، (2014): ادارة المخاطر في البنوك الإسلامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر.
- 19- عيساوي سهام، (2015): دور تداول المشتقات في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر.
- 20- كتاف شافية، (2014): دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر.

- 21- لقوقي فاتح، (2019): استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر.
- 22- محمد داود عثمان، (2008): أثر مخفضات مخاطر الائتمان على قيمة البنوك -دراسة تطبيقية على قطاع البنوك التجارية الأردنية باستخدام معادلة Tobin's Q -، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية والمصرفية- الأكاديمية العربية، مصر.
- 23- محمد علي محمد علي، (2005): تسيير المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية - مدخل لتعظيم القيمة-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة-جامعة القاهرة، مصر.
- 24- مزبان محمد توفيق، (2017): قياس وتسيير المخاطرة في الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي اليابس-سيدي بلعباس، الجزائر.
- 25- معتوق جمال، (2016): تسيير المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية جامعة محمد بوضياف-المسيلة، الجزائر.
- 26- نايت عطية مريم، (2018): مساهمة الأطراف ذوي المصالح في خلق القيمة في المؤسسات الصناعية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة، الجزائر.
- 27- نزار بسمه، (2019): الحوكمة وادارة المخاطر في الأسواق المالية دراسة مقارنة لعينة من الشركات المدرجة في بورصتي عمان والجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليابس- سيدي بلعباس، الجزائر

III. المقالات:

- 28- الحشلوفي مصطفى، (2016): أساسيات نظرية المخاطرة في المالية الاسلامية، مجلة الاقتصاد والمال، (المجلد 01، العدد 01).
- 29- اللايد علي، القاضي علي و العرادة طلال، (2015): مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات، مجلة البحوث الاقتصادية والادارية، (العدد 03).
- 30- ايت بارة مريم، صاري محمد (2014): تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة شركة أرسلور ميتال -فرع عنابة-، مجلة الباحث، المجلد 14 (العدد 14)

- 31- بتال أحمد حسين، حمد عبد علي و خليفة أنور رشيد، (2020): استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر حجم التداول اليومي لسوق العراق -الأوراق المالية للمدة 2013-2018، مجلة الدنانير، (العدد 20).
- 32- بحري هشام، (2014): تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الانسانية، (المجلد 25، العدد 04).
- 33- بن سعدية زهرة و زيدان محمد، (2018): المنتجات المالية الاسلامية واستراتيجية تطويرها، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، (المجلد 04، العدد 07).
- 34- بوعبد الله عبد الحميد، بلغيث بشير (2021): نمذجة تقلبات العوائد اليومية لمؤشر أسعار الذرة في البرازيل باستخدام نموذج ARMA-APARCH، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 12 (العدد 04)
- 35- بوهالي فاطمة، (2017): تسيير المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، العدد الاقتصادي، (المجلد 35، العدد 01).
- 36- جبار محفوظ و مريم عديلة، (2010): الهندسة المالية و التحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة. مجلة علوم اقتصادية وتسيير، (المجلد 10، العدد 10).
- 37- حولي محمد، طحطوح مسعود (2021): مساهمة المراجعة الداخلية في تفعيل وتطوير دور ادارة المخاطر وفق اطار COSO ERM، مجلة اقتصاد المال والأعمال، (المجلد 06، العدد 01).
- 38- دلفوف سفيان، (2018): أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، (المجلد 14، العدد 19).
- 39- سليمان عادل وبوخرص عبد الحفيظ، (2019): دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأسهم وفق الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي، مجلة العلوم الانسانية، (المجلد 19، العدد 02).
- 40- سويسي هوارى، (2010): قياس الأداء من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، (المجلد 07، العدد 07).
- 41- طلعت عبد الحكيم هشام و غضنفر عباس حسين، (2019): استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط و المضاربة و أثرها في ربحية المنشأة -دراسة تحليلية في مصرف TD Bank-، مجلة الادارة و الاقتصاد، (المجلد 42 ، العدد 118).
- 42- عطوي فارس فضيل، (2015): الصكوك الاستثمارية حقيقتها مشروعيتها، مجلة كلية الجامعة الاسلامية، (العدد 10).

- 43- عوايجية حياة و مفتاح صالح، (2017): تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت، مجلة رؤى اقتصادية، (المجلد 7، العدد 2).
- 44- عياش زبير و مناصرة سميرة، (2016): التمويل الاسلامي كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، (العدد 03).
- 45- فوزي محمد و دلول عماد، (2016): تقييم الأداء باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة"، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، (المجلد 23، العدد 99).
- 46- قريشي مدحت كاظم و ميسون عبد الغني (2012): المصارف الاسلامية في مواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية (العدد 32).
- 47- قطوفي ياسين و براق محمد، (2020): أثر المخاطر المالية على الأداء المالي لشركات التأمين التكافلي السعودية -دراسة قياسية-، مجلة دراسات العدد الاقتصادي جامعة الأغواط ، (المجلد 11، العدد 02).
- 48- قندوز عبد الكريم أحمد، (2019): المالية الاسلامية، صندوق النقد العربي.
- 49- قندوز عبد الكريم (2020): القيمة الزمنية للنقد في التمويل الاسلامي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، (العدد 02).
- 50- لومايزية عفاف و خيارى زهية(2018): استخدام أسلوب تحليل التعادل في تحليل حساسية ربحية المشاريع الاستثمارية-دراسة حالة مشروع انتاج زيت الزيتون-، مجلة رؤى اقتصادية، (المجلد 08، العدد 02).
- 51- مرداسي أحمد رشاد و بوطبة صبرينة، (2017): الهندسة المالية الاسلامية كآلية لتوفير التمويل، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، (المجلد 1، العدد 01).
- 52- مرغاد لخضر و عيساوي سهام، (2014): استخدام المشتقات في ادارة المخاطر المالية، أبحاث اقتصادية وادارية، (المجلد 8، العدد 01).
- 53- معتوق جمال و سعدي يحي، (2015): قياس أثر المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، (المجلد 8، العدد 13).
- 54- معطي صفاء، بلحويصل محمد، (2019): استخدام تحليل بيانات البائل في نمذجة عائقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن لفترة (2006 -2013)، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، (المجلد الثاني، العدد 01).

- 55- مقدم ليلي، (2017): دراسة حجم المخاطر على عوائد الأسهم بين سوق الأوراق المالية السوداني الأردني باعتماد طريقة VAR، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، (المجلد 04، العدد 02).
- 56- نصبة مسعودة و محددة ناصر، (2018): إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية، حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة العلوم الانسانية بسكرة، (العدد 48).
- 57- نعمة حسين نعمة ورغد محمد نجم، (2010): المصارف والمؤسسات الاسلامية في دول الخليج، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، (المجلد 12، العدد 02).
- 58- همت محمد عصام الدين السويفي (2021): مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22 (العدد 3)

.IV المداخلات والملتقيات:

- 59- العمراني عبد الله بن محمد، (2019): البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية، ندوة البركة 39 للاقتصاد الاسلامي 13-14 ماي 2019، جدة، السعودية .
- 60- بناس منيرة، (2009): الضوابط الشرعية للمشتقات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة الدولية المنعقد يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر .
- 61- سويلم سامي بن ابراهيم، (2019): ضوابط التحوط في التمويل الاسلامي، ندوة البركة 39 للاقتصاد الاسلامي 13-14 ماي 2019، جدة، السعودية.
- 62- محزة بن حسني الفعر الرشيف، (2019): البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية، ندوة البركة 39 للاقتصاد الاسلامي 13-14 ماي 2019، جدة، السعودية.

-V المواقع الإلكترونية:

- 63- <https://www.cgma.org/content/dam/cgma/resources/tools/downloadabledocuments/finance-risk-tool.pdf> 12/01/2020
- 64- <https://www.iso.org/iso-31000-risk-management.html> 30/9/2021
- 65- <https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2021/08/IIFM-Sukuk-Report-10th-Edition.pdf> 09/082021 IIFM SUKUK report 20212021/10/5
- 66- <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc> 30/09/2021

- 67- https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Bursa_Malaysia_Indices_Series_FAQ.pdf 10/10/2021
- 68- https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/ftse_bursa_malaysia_klci 10/09/2021
- 69- www.bursamalaysia.com 10/09/2021
- 70- <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=7b5e5a18-0108-48fe-8d2e-1f6bfc78f21711/09/2021>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

I. Les Livre:

- 71- Arrègle Jean-Luc, Cauvin Eric et Ghertman Michel, (2000) : Les nouvelles approches de la gestion des organisations, Economica, Paris, France.
- 72- Balling Morten & Gnan Ernest, (2013): The development of financial markets and financial theory: 50 years of interaction, SUERF - The European Money and Finance Forum, Vienna, Austria
- 73- Barneto Pascal, Gregorid Georges, (2009) : Finance : manuel et application, 2em edition, Dunod, Paris, France.
- 74- Barenato Pascal & Gregoria Georges, (2015): Fianance lessentiel en fiche, Edition Dunond , Paris, France.
- 75- Bodie Zvi, Merton Robert, (2007) : Finance , 2em edition, Nouveaux Horizons , France.
- 76- Dun & Bradstreet, (2006): Financial Risk Management: Instructor's Manual. Hardcover, Tata McGraw-Hill Education, New Delhi, India.
- 77- Galanti Sebastien, (2018) : Risques financiers: Mesures et conséquences Rennes: PUR (Presses universitaires de Rennes), France.
- 78- Harvey Jasmin, (2008): Financial risk management, CIMA Official Terminology edition
- 79- Hull John, Godelwski Christophe et Merli Maxime, (2007): Gestion des risques et institutions financières , 2em Edition, Pearson education, Paris, France
- 80- Horcher Karen, (2005): Essentials of financial risk , Wiley edition, Hoboken, New Jersey , USA.
- 81- Lahsasna Ahcene, (2014): Shariah Non Compliance Risk Management and Legal Documentation in Islamic Finance, Wiley Finance Series, Solaris South Tower, Singapore.

- 82- Louisot Jean-Paul, (2014) : Gestion des risques, 2 em édition, afnor édition, , Paris, France.
- 83- Moles Peter, (2016): Financial Risk Management, Edinburgh Business School Heriot-Watt University Edinburgh, United Kingdom.
- 84- Roncalli Thierry, (2009): La gestion des risques financiers , 2ém edition, Collection Finance, Economica edition, Paris France.
- 85- Pierandrei Laurent, (2015): Gestion des risques en entreprise, banque et assurance, DUNOD, Paris , France
- 86- Schroeck Gerhard (2002): Risk management and value creation in financial institutions, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey USA
- 87- Vernimmen Pierre, Quiry Pascal, Le fur Yann, (2019) : Finance dentreprise , Edition DALLOZ, France.
- 88- Woods Margeret, Dowd Kevin, (2008): Financial Risk Management for Management Accountants, The Society of Management Accountants, Canada.

II. :Les Theses

- 89- Chiadmi Mohammed Salah, (2015) :La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière, Thèse Doctorat non publier, Ecole Mohammadia d'Ingénieurs, Université Mohammed V de Rabat, Maroc.
- 90- Elmehdi Majid, (2016) : La finance islamique et la croissance économique : Quelles interactions dans les pays de MENA? Thèse Doctorat non publier, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, Université de Pau et des Pays de l'Adour Bordeaux France.
- 91- Korbi Fakhri, (2016): La finance islamique: une nouvelle éthique : Comparaison avec la finance conventionnelle , Thèse Doctorat non publier, Faculté de L'économie et Finance, Université Paris, Sorbonne France.
- 92- Louati Houda, (2017) : Analyse des Déterminants de la Qualité de la Gestion Intégrée des Risques d'Entreprise et Impact sur la Valeur des Entreprises Canadiennes , thèse doctorat non publier, Institut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises, Université Menouba, Tunis.
- 93- Rais Hassen, (2012) : Gestion des risques, Mesure et stratégie, Thèse doctorat non publier, Université Toulouse, France.

III. Les Revues:

- 94- Agha Syed Ehsan Ullah, Sabirzyanov Ruslan, (2015): International Journal of Business, Economics and Law, (Vol 7, No 3)
- 95- Ahmed Arif Karim, (2009) : The impact of financial islamik on Risk and return, مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية (العدد 21)
- 96- Ahmed Neveen, Farooq Omar, (2018): Does the degree of Shari'ah compliance affect the volatility? Evidence from the MENA region Research in International Business and Finance, (No 45).
- 97- Al Rahahleh Naseem, Akguc Serkan, (2021): Shariah Compliance and Investment Behavior: Evidence from GCC Countries, Emerging Markets Finance and Trade, (Vol. 57, issue 13).
- 98- Albouy Michel, (2006): Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur, Revue française de gestion, (No 160).
- 99- Alam Nafis, (2019): Regulatory and supercisory issues in shariah-compliant hedging instruments, IFSB Working Paper series WP-14/12/2019.
- 100- Allayannis George, Weston James , (2001): The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value, Review of Financial Studies, (Vol 14, No 1).
- 101- Anwar Bin Abu Bakar, Norli Ali, (2014):Performance Measurement Analysis: Shariah-compliant vs. Non Shariah compliant Securities, Malaysian Accounting Review, (Vol 13 No 01).
- 102- Augusto César Prietoa –Giraldo, (2017): Financial hedging with derivatives and its impact on the Colombian market value for listed companies, Contaduría y Administración, (Vol 62, Issue 5).
- 103- Azad Asm Sohel , Azmat Saad, Chazi Abdelaziz & Ahsan Amirul, (2018): Sailing with the non conventional stocks when there is no place to hide, Journal of international financial markets, institutions & money, (No 57).
- 104- Azlin Alisa, Ahmad Mustafa & Afifi Ab Halim, (2014): The Concept of Hedging in Islamic Financial Transactions, Asian Social Science, (Vol 10, N 08).
- 105- Bhatt Vaishnavi, Jahangir Sultan, (2012): Leverage risk, financial crisis, and stock returns: A comparison among Islamic, conventional, and socially responsible stocks, Islamic Economic Studies, (Vol 20, No 1).

- 106- Bendima Nesrine, Benbouziane Mohamed, Bentouir Naima and Bendob Ali, (2019): Does the usage of financial derivatives decrease the systemic risks in the GCC banks? An empirical study, *International Journal of Management and Enterprise Development*, Vol 18(1/2)
- 107- Ben Rejeb Aymen, Arfaoui Mongi, (2018): Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A state space modeling approach, *European Journal of Management and Business Economics*, (Vol 28, No 03).
- 108- Bouslama Ghassen, (2016): Uncertainty and risk management from Islamic perspective, *Research in International Business and Finance*, (Vol 39, Part B).
- 109- Bouslama Ghassen & Lahrichi Younes, (2017): Uncertainty and risk management from Islamic perspective, *Research in International Business and Finance*, (Vol 39, Part B).
- 110- Cheong Calvin, (2020): Risk, Resilience, and Shariah-Compliance, *Research in International Business and Finance* , (No 55).
- 111- Clifford Smith and Rene Stulz, (1985): The Determinants of Firms' Hedging Policies, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (Vol. 20, No 04).
- 112- Damodran Aswath ,(2005): Value and risk Beyond beta, *Financial analyst journal*, (Vol 61, No 02).
- 113- Da Silva Jorge Maria Joao, Gomes Augusto Mario Antonio, (2011): financial risk exposures and risk management: evidence from european nonfinancial firms, *Ram, Rev Adm, Mackenzie*, (Vol 12, No 5).
- 114- Delle Foglie Andrea, Panetta Ida Claudia, (2020):Islamic stock market versus conventional: Are islamic investing a 'Safe Haven' for investors? A systematic literature review, *Pacific-Basin Finance Journal*, (Vol 64, C).
- 115- Diby François Kassi, Dilesha Nawadali Rathnayake, Pierre Axel Louembe & Ning Ding, (2019) : Market Risk and Financial Performance of Non-Financial Companies Listed on the Moroccan Stock Exchange, *Risks*, MDPI, (Vol 7, No1)
- 116- Eldomiaty Tarek Ibrahim, Choi Chong Ju and Cheng Philip, (2007): Determinants of financial signalling theory and systematic risk classes in Egypt: implications for revenue management, *International Journal of Revenue Management*, (Vol 01, No 2).
- 117- Frantz Maurer, (2005): L'impact du risque de marché sur le résultat d'entreprise, *Revue française de gestion*, (No 157).

- 118- Hadian Azadeh, Adaoglu Cahit, (2020): The effects of financial and operational hedging on company value: The case of Malaysian multinationals, *Journal of Asian Economics*, (Vol 70).
- 119- Harmadji Dwi Ekasari, Saraswati Erwin & Prihatiningtias Yeney Widya, (2018): From Theory to Practice of Signaling Theory: Sustainability Reporting Strategy Impact on Stock Price Crash Risk with Sustainability Reporting Quality as Mediating Variable, *knE Social Sciences*, (Vol 03, N 10).
- 120- Hearn Bruce, (2009): Overcoming financing constraints to corporate expansion: evidence from a company in emerging islamic market, *Transnational corporations*, (Vol 18, No 03).
- 121- Iqmal Muhammad, Kamaruddin Hisham, Shaharuddin Amir (2019): Challenging the Current Shariah Screening Methodology Assessments in Kuala Lumpur Shariah Index (KLSI), *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences* , (Vol 9, No 04)
- 122- Irum Saba, Ariff Mohamed, Eskandar Shah Mohd Rashid, (2020): Performance of Shari'ah compliant and non-Shari'ah compliant listed firms: a case study of Malaysia, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, (Vol 14, No 01).
- 123- Jaballeh Jamil, Peillex Jonathan, Weil Laurent (2017): Is Being Sharia compliant worth it? *Economic Modelling*, (Vol 72).
- 124- Jensen Michael, Meckling William, (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, (Vol 03, No 04).
- 125- Jensen Michael C, (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, (Vol 76, No 2) .
- 126- Karimov Jamshid, Balli Faruk, Balli Hatice-Ozer and De Bruin Anne, (2020): Shari'ah compliance requirements and the cost of equity capital, *Pacific-Basin Finance Journal*, Elsevier, (Vol 62, C).
- 127- Khaw Kareen Lee-Hwa, Nordin Sabariah & Wong Woei-Chyuan, (2019): Firm risk and corporate policies: from the shariah certification perspective, *International Journal of Business and Society*, (Vol 20, No 03).
- 128- Kouakou Armel Assienin, (2019): Les déterminants et l'effet du management des risques sur la performance dans les entreprises non financières : un état del'art, *Assurances et gestion des risques*, (Vol 86).

- 129- Kraeusl Roman and Hayat Raphie, (2011): Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds Emerging Markets Review, (Vol 12, No 02).
- 130- Merdad Hesham Jamil, Kabir Hassen, & Hippler William, (2015): The islamic risk factor in expected stock returns: an empirical study in Saudi Arabia. Pacific-Basic finance journal, (Vol 34).
- 131- Meyrs Stewart, Majluf Nicholas, (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, (Vol 13).
- 132- Miglietta Nicola, Battisti Enrico, (2015): A Comparative Study on Beta in Islamic Finance: Evidence from Malaysian Stock Exchange, International Journal of Finance and Accounting, (Vol 004, No 06).
- 133- Minhat Marizah & Dzolkarnaini Nazam, (2017): Which firms use islamic financing, Economics letters, (Vol 150).
- 134- Modigliani Franco & Miller Merton, (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investement, The American economic Review, (Vol XLVIII, n 03).
- 135- Muhammad Anwar, (2017): Financial Risk Management Practices in Financial and Non-Financial Firms; Survey of Pakistani Firms , SSRN Electronic Journal. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2953881> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2953881>
- 136- Oubdi Lahsen and Raghibi Abdessamad, (2017): An Overview on the Practice and Issues of Hedging in Islamic Finance” International Journal of Contemporary Research and Review, (Vol 08, No 10).
- 137- Panaretou Argyro, (2014): Corporate risk management and firm value: evidence from the UK market, The European Journal of Finance, (Vol 20, No 12).
- 138- Pashchenko Svetlana, Pashchenko Nikolay & Krioni Olga, (2017): Financial risk management, Advances in Economics, Business and Management Research, (Vol 38).
- 139- Rashid Ameer, Rosiatimah Biti, & Azrul Abdullah, (2011): A survey on the use of derivatives nd Their Effect on Cost of Equity Capital, The journal of Derivatives, (Vol 19, No 01).
- 140- Saadiah Mohamada, Jaizah Othmana, Rosmimah Roslina & Othmar M. Lehnerb, (2014): The use of Islamic hedging instruments as non-speculative risk management tools, Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, (Vol 16, No 03).

- 141- Saito André Taue, Savoia José Roberto Ferreira & Famá Rubens, (2013): Financial theory evolution , International Journal of Education and Research, (Vol 1, No 4).
- 142- Saputra Jumadil, Husain Husain, Saiful Saiful & Albra Wahyuddin, (2019): A Study of Supply Chain Manangement of Board Composition, E RM, and Performance of non and Islamic Companies in Indonesia, Internationl journal of Supply Chain Management, (Vol 08, No 5).
- 143- Scott Pepis, Pieter de Jong, (2018): Effects of Shariah-compliant business practices on long-term financial performance Pacific-Basin Finance Journal, (Vol 53).
- 144- Sharp William, (1964): Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, The Journal of FINANCE, (Vol XIX, No 3).
- 145- Shi Li & Wang Peng-fei and Zhou Jian, (2010): Financial risk management and enterprise value creation, Nankai Business Review International, (Vol 01, N01).
- 146- Spricc Danijela Milos, (2013): Corporate risk management and value creation, Montengrin journal of economics, (Vol 9, No 2).
- 147- Spricc Danijela Miloš, Žagara Marina Mešin, Željko Šević and Marcd Mojca, (2016): Does enterprise risk management influence market value – A long-term perspective, Risk Management, (Vol 18).
- 148- Valaskova Katarina, Kliestik Tomas, Svabova Lucia and Adamko Peter, (2018): Financial Risk Measurement and Prediction Modelling for Sustainable Development of Business Entities Using Regression Analysis, Sustainability, (No 10).

IV. Sminair & Conference:

- 149- Asyraf Wajdi, Dato Dusuki & Edib Smolo, (2009): Islamic Hedging: Rationale, Necessity and Challenges, International Seminar on Muamalat, Islamic Economics and Finance (SMEKI 09), October 20-21, 2009, Faculty of Islamic Studies, University Kebangsaan, Malaysia.
- 150- Dragana S. Labović, Aleksandar M Damnjanović, (2008): Techniques for managing financial risk, International Conference on Research and Development in Mechanical Industry, Radmi, Serbia 14-17 Sep 2008.
- 151- Fitriya Fauzi, Stuart Locke, Abdul Basyith and Muhammad Idris, (2015): The impact of Islamic debt on company value, The 8 and 9 International

- Conference on Islamic Economic and Finance, Doha-Qatar, Bloomsbury Qatar Foundation Journals, (Vol 03).
- 152- Gonzalez Jorge Arturo Martinez, Salgado Roberto Joaquin Santillan, (2006): Measuring Business Risk through Cash flow at risk ; Modeling and Hedging choices in a multinational company based in an emerging country , Conger annual administrativas, AV Sans Luis Potosi, Mexique, may 3-5, 2006
- 153- Jobst Andreas, (2007): Dervatives in Islamic finance, The International Conference on Islamic Capital Markets August 27-29, 2007, Jakarta, Indonesia.
- 154- Obiyathulla Ismath Bacha, (2012): Risk Management, Derivatives and Shariah Compliance, the 20 National Symposium on Mathematical Science, 18-20 December 2012, Putrajajaya-Malaysia, AIP Conference Proceedings Vol 1522, (No 1)
- 155- Saadiah Mohamad & Tabatabaei Ali, (2008): Islamic Hedging: Gambling or Risk Management? the 21st Australian Finance and Banking Conference 16 -18 December, Australia.
- 156- Sadeghi Mehdi, (2015): Is Shariah-compliant investment universally sustainable? A comparative study. The 8 and 9 International Conference on Islamic Economic and Fiance, Doha-Qatar, Bloomsbury Qatar Foundation Journals, (Vol 03).
- 157- Shah Bt Shahar Wan Shahzlinda, Shah Bt Shahar Wan Shahdila, (2015): Impact of Firm Leverage to Performance: Evidence from Shariah and Non-Shariah Compliant Companies in Malaysia. First International Conference on Economics and Banking Malaysia: Atlantis Press.

V. Recherche Laboratoire

- 158- Boyer Marcel, Boyer Martin & Garcia Réne, (2005): The Value of Real and financial Risk management, Montréal: CIRANO, Canada.
<https://cirano.qc.ca/files/publications/2005s-38.pdf> vu 05/11/2019
- 159- Cliché Jo-Anne (2000): Les déterminants de la gestion des risques par les entreprises non financières : une revue de la littérature, Cahier de recherche 00-02 École des Hautes Études Commerciales (HEC) Montréal, Canada.
<http://www.finance.dauphine.fr/wpcontent/uploads/2015/07/cereg200503.pdf>
vu 06/02/2020
- 160- Meftah Selma, (2005): La couverture des risques financiers par les entreprises françaises, Université de Paris Dauphine: CEREG, France.

<http://www.finance.dauphine.fr/wp-content/uploads/2015/07/cereg200502.pdf> vu 11/01/2020

- 161- Mellios Constantin, (2001): la gestion des risques financiers par les entreprises : explication theoriques versus etudes empiriques, Document de recherche (N 2001-09), Laboratoire Orleanais de gestion, Université Orleans, France. <https://www.aef.asso.fr/telecharger-article/1724-la-gestion-des-risques-financiers-par-les-entreprises-explications-th-eacute-oriques-versus-eacute-tudes-empiriques/pdf> vu 15/10/2019
- 162- Raghibi Abdessamad, (2018) : Financial Risk Management from an Islamic Perspective: The case of CPO Futures, Finance and Audit Laboratory (LAREFA) Ibn Zohr University, Agadir Morocco.
<https://islamicmarkets.com/publications/paper-financial-risk-management-from-an-islamic-perspective-the-case> vu 05/08/2021
- 163- Sole Juan, Jobst Andreas, (2012): Operative Principles of Islamic Derivatives - Towards a Coherent Theory. IMF Working Paper No. NO.12/63, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2028239> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2028239P21>



قائمة

الملاحق

الملحق 1: جدول الارتباط الجزئي لبواقي سلسلة عوائد مؤشر KLCI

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.001	-0.001	0.0031	0.956
		2	0.057	0.057	5.2323	0.073
		3	0.055	0.056	10.084	0.018
		4	0.016	0.013	10.492	0.033
		5	-0.011	-0.017	10.668	0.058
		6	-0.031	-0.036	12.213	0.057
		7	-0.027	-0.027	13.336	0.064
		8	-0.023	-0.019	14.217	0.076
		9	-0.041	-0.034	16.927	0.050
		10	0.038	0.044	19.224	0.038
		11	-0.030	-0.023	20.645	0.037
		12	0.017	0.015	21.085	0.049
		13	0.011	0.009	21.279	0.068
		14	-0.001	-0.004	21.279	0.095
		15	0.016	0.011	21.681	0.116
		16	-0.022	-0.024	22.465	0.129
		17	-0.001	-0.004	22.466	0.167
		18	0.027	0.029	23.677	0.166
		19	-0.000	0.006	23.677	0.209
		20	0.036	0.032	25.757	0.174
		21	-0.005	-0.005	25.806	0.214
		22	-0.038	-0.046	28.093	0.173
		23	0.040	0.037	30.720	0.130
		24	-0.030	-0.024	32.126	0.124
		25	-0.010	-0.011	32.291	0.150
		26	-0.016	-0.011	32.719	0.170
		27	-0.023	-0.020	33.578	0.179
		28	0.003	0.005	33.589	0.215
		29	0.027	0.036	34.761	0.212
		30	-0.014	-0.017	35.073	0.240
		31	0.026	0.022	36.199	0.239
		32	0.023	0.022	37.029	0.248
		33	0.001	-0.013	37.029	0.288
		34	0.025	0.026	38.022	0.291
		35	0.018	0.013	38.545	0.312
		36	0.015	0.014	38.915	0.340

قائمة الملاحق

الملحق 2: جدول الارتباط الجزئي لبواقي سلسلة عوائد مؤشر HIJARAH

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.000	-0.000	4.E-05	0.995
		2	0.006	0.006	0.0632	0.969
		3	0.038	0.038	2.3236	0.508
		4	-0.019	-0.019	2.8885	0.577
		5	0.035	0.034	4.7956	0.441
		6	-0.002	-0.003	4.8033	0.569
		7	-0.011	-0.010	5.0106	0.659
		8	-0.032	-0.035	6.6076	0.579
		9	-0.044	-0.043	9.7278	0.373
		10	0.052	0.052	14.077	0.169
		11	0.007	0.010	14.154	0.225
		12	-0.029	-0.027	15.465	0.217
		13	0.002	-0.002	15.469	0.279
		14	0.034	0.039	17.339	0.239
		15	0.039	0.037	19.800	0.180
		16	0.009	0.005	19.938	0.223
		17	0.009	0.005	20.061	0.271
		18	0.009	0.009	20.196	0.322
		19	-0.045	-0.043	23.485	0.217
		20	0.045	0.039	26.764	0.142
		21	0.001	-0.002	26.765	0.179
		22	-0.062	-0.054	32.884	0.064
		23	0.019	0.020	33.446	0.074
		24	-0.037	-0.033	35.682	0.059
		25	-0.004	-0.006	35.713	0.076
		26	-0.012	-0.014	35.930	0.093
		27	-0.036	-0.029	38.029	0.077
		28	-0.026	-0.031	39.103	0.079
		29	0.030	0.039	40.576	0.075
		30	0.037	0.032	42.786	0.061
		31	0.021	0.014	43.522	0.067
		32	0.012	0.017	43.764	0.080
		33	0.010	0.008	43.922	0.097
		34	0.054	0.051	48.674	0.049
		35	0.030	0.023	50.095	0.047
		36	0.044	0.042	53.200	0.032

قائمة الملاحق

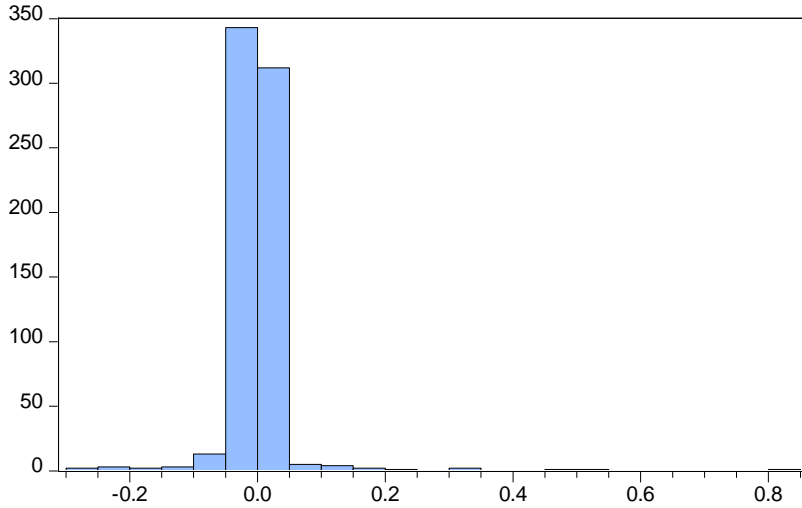
الملحق 3: معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

Prob	QT	MVA	ECAR T	BETA	DRV	SC	DEBT	LQUT	SIZE	PROF	GRO W	MTB V	DIV	INFL	uply	CH AN GPI B
QT	1,00															
MVA	0,08	1,00														
ECART	-0,03	0,02	1,00													
BETA	0,06	0,03	0,06	1,00												
DRV	0,10	0,04	-0,10	-0,03	1,00											
SC	-0,07	-0,04	0,05	0,08	0,11	1,00										
DEBT	0,54	0,05	-0,04	0,00	0,14	0,00	1,00									
LQUT	-0,17	0,02	0,01	-0,03	-0,13	-0,15	-0,44	1,00								
SIZE	0,12	-0,01	-0,20	0,03	0,32	0,01	0,27	-0,16	1,00							
PROF	0,02	0,01	-0,05	-0,05	0,01	-0,06	-0,09	0,05	0,04	1,00						
GROW	-0,02	0,00	-0,03	0,02	-0,03	-0,06	0,00	-0,01	-0,01	0,00	1,00					
MTBV	0,80	0,07	-0,02	0,03	0,10	-0,02	0,08	-0,04	0,00	0,11	-0,02	1,00				
DIV	-0,01	0,00	-0,05	-0,04	0,05	0,02	-0,07	0,03	0,06	0,04	-0,01	0,03	1,00			
INFL	-0,03	-0,02	-0,12	-0,08	-0,01	-0,06	-0,03	-0,02	-0,02	0,04	0,02	0,00	0,02	1,00		
UNEMP LOY	0,07	0,01	0,13	0,22	0,00	0,03	0,02	0,00	0,03	-0,05	-0,04	0,06	-0,04	-0,49	1,00	
CHANG PIB	-0,06	-0,02	-0,14	-0,26	0,00	-0,03	-0,02	0,00	-0,03	0,05	0,03	-0,05	0,04	0,66	-0,97	1,00

الملحق 4: اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المستقلة

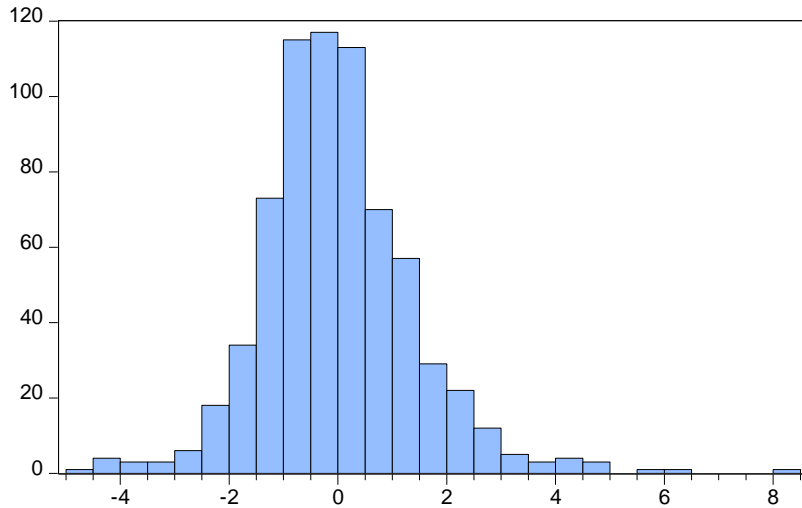
	Debt	Lqut	Size	Prof	Grow	Mtbv	div	infl	chpib	uply
Levin, Lin & Chu t*	-28.88 (0.00)	-23.82 (0.00)	-15.08 (0.0000)	-22.435 (0.000)	-127.03 (0.000)	-17.63 (0.00)	-212.9 (0.00)	-3.15 (0.08)	125.5 (1.00)	37.75 (1.0)
Im, Pesara n and Shin W- stat	-3.25 (0.00)	-2.6 (0.04)	0.41734 (0.6618)	-2.7087 (0.003)	-21.387 (0.000)	-0.9938 (0.160)	-15.96 (0.00)	3.927 (1.00)	14.03 (1.00)	6.7 (1.0)
ADF - Fisher Chi- square	334.79 (0.000)	312.5 (0.03)	258.386 (0.1128)	314.696 (0.002)	481.977 (0.000)	265.34 (0.06)	170.184 (0.002)	92.85 (1.00)	8.3 (1.00)	53.29 (1.0)
PP - Fisher Chi- square	423.57 (0.00)	431.4 (0.00)	360.355 (0.0000)	393.827 (0.00)	546.448 (0.000)	358.589 (0.000)	191.285 (0.000)	92.85 (1.00)	0.36 (1.00)	8.33 (1.0)

الملحق 5: التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار للمتغير المستقل للخطر العام



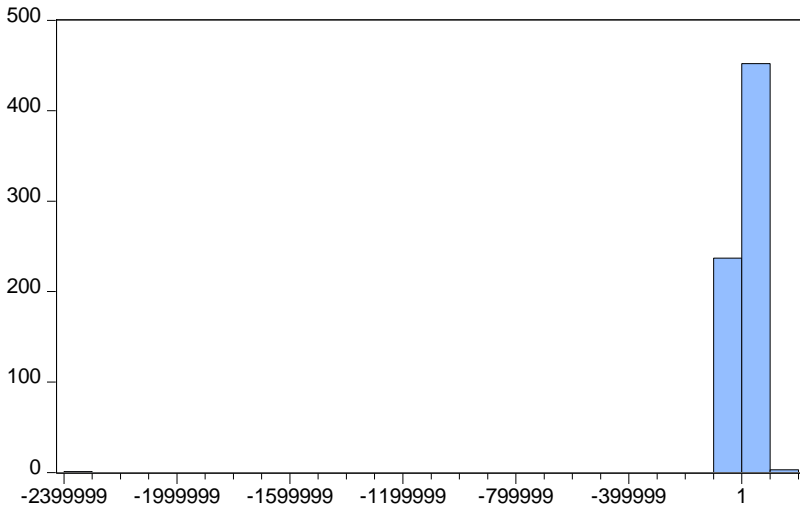
Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2020	
Observations 695	
Mean	-7.11e-19
Median	-0.000867
Maximum	0.822732
Minimum	-0.254945
Std. Dev.	0.055896
Skewness	6.615570
Kurtosis	92.10111
Jarque-Bera	234969.9
Probability	0.000000

الملحق 6: التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار للمتغير المستقل لخطر السوق



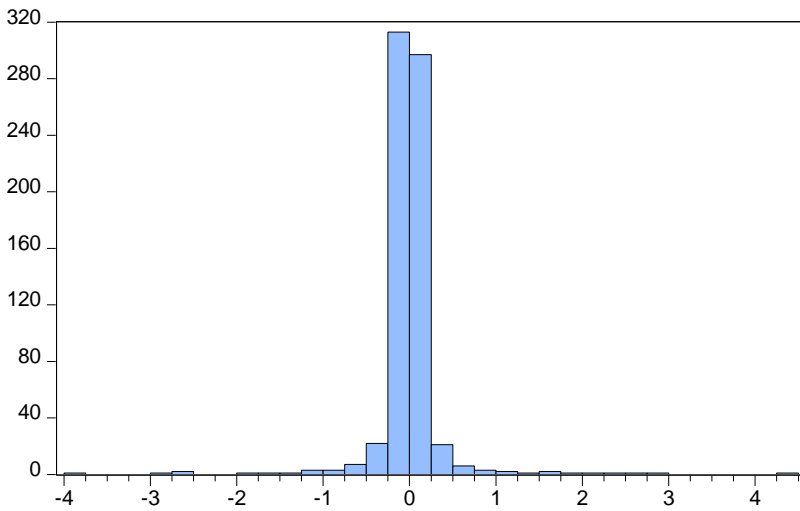
Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2020	
Observations 695	
Mean	-0.000253
Median	-0.126149
Maximum	8.471904
Minimum	-4.782143
Std. Dev.	1.422865
Skewness	0.733221
Kurtosis	6.254278
Jarque-Bera	368.9517
Probability	0.000000

الملحق 7: التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار للمتغير المستقل القيمة السوقية المضافة



Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2020	
Observations 693	
Mean	-1.06e-11
Median	4248.468
Maximum	159703.2
Minimum	-2348644.
Std. Dev.	90394.40
Skewness	-25.34868
Kurtosis	659.5408
Jarque-Bera	12520663
Probability	0.000000

الملحق 8: التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار للمتغير المستقل لمؤشر Q توبين



Series: Standardized Residuals	
Sample 2015 2020	
Observations 693	
Mean	4.33e-18
Median	-0.001599
Maximum	4.340363
Minimum	-3.972137
Std. Dev.	0.429640
Skewness	0.450671
Kurtosis	42.74378
Jarque-Bera	45633.48
Probability	0.000000

قائمة الملاحق

قائمة الشركات عينة الدراسة حسب القطاع						
الصناعي		التكنولوجي	التجاري	العقاري	البناء	الطاقوي
KARYO	TAWIN	DNEX	EMICO	TANC	JAKS	DIALOG
WKT	ALCOM	DATA PREP	AD VANCE	TIGER	PUNCAKE	KNM
LION	LEON	DATA SONIC	TAFI	MERI MEDANC	VIZIONE	BUMI ARMADA
FITTTERS	A-RANK	CUSCAPI	MSM	EWEIN	GAMUDA	SCOMI
PRESS METAL PA	CN-ASIA	EDARAN	KSTM	JIAN KUN	IJMS	COSTAL
RESOURCES	SOUTHERN	JHM	MFMS	YONG TAI	MUDJAYA	
HIAP TECK	WIDETECK	INARI	SYFR	UEM	WCCEHB	
KTG BERHAD	HAP SENG	NCIA	HWTAI	ENCORP	AGES-PA	
MINHO	MALAYSIA SMELTONG	OMESTI	PARKSON	MCTB	BENALEC	
RUBREX	SCICOM	TRIVA	FIAMMA	SEAL		
KUMPULAN	SAMCHEM	WILLOW	PAOS	BERJAYA		
MIECO	JASAKIA	ARBR	KAREX	IGR		
BIGI	JBSTAT	TURIYA	XIDELANG	TEKALA WMGH		
PETRONAS	KECK SENG	DIGISTAR	GENT GENTING	OSK		
SARAWAK	LYSAGHT	HEITECH	GEN M	RAPID		
MYCRON	CAN-ONE		MARCO	FARLIM		
HEVEABORD	FACR		LAND MARKS	PARKWOOD		
BTM	SCREMB		PENSONIC	LHCK		
CSC STEEL	ANALABS		MY NEWS	SHLC		
AJIYA	GPA		PERTEME	GUOCOLAND		
			RGB			
			MULPHIN			
			HB GLOBAL			

الدراسات السابقة				
تأثير تسيير الخطر على خلق القيمة				
رقم	الدراسة	العينة	المتغيرات	النتائج
1	Allayannis George, Weston James "The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value" 2001	عينة من 720 شركة أمريكية كبيرة غير مالية بين عامي 1990 و 1995	التابع: QTobin التحوط: متغير وهمي 1 دا تستخدم المشتقات و0 ادا لا - الحجم - دفع التوزيعات - الرفع المالي - النمو - الربحية - التنوع الجغرافي (الصادرات/ المبيعات) - تنوع النشاط - التصنيف الائتماني	أظهرت نتائج الدراسة أن العلاقة بين قيمة الشركة المقاسة بواسطة توبين Q واستخدام مشتقات الصرف إيجابية بشكل كبير. الشركات التي تستخدم مشتقات السرف لها قيمة أعلى بنسبة 4.87% من الشركات التي لا تتحوط . كما أن علاوة التغطية ذات دلالة إحصائية على القيمة
2	Da Silva Jorge Maria Joao Gomes Augusto Mario Antonio "Financial risk exposures and risk management: evidence from european nonfinancial firms" 2011	304 شركة أوروبية مدرجة في يورونكست خلال الفترة من 2006- 2008	ASSET CAPEX DIV FS/TS GDP INS LEV LIQ PE TAX TITS	تعرض شركات العينة لنسبة عالية من التعرض لمخاطر الصرف، الفائدة وأسعار السلع مقارنة بالدراسات التجريبية الأخرى. التحوط يرتبط بشكل كبير بتغطية مخاطر الأسعار.
3	Shi Li, Wang Peng-fei , Zhou Jian « Financial risk management and enterprise value creation" 2011	عينة من 217 شركة معادن مدرجة في بورصة شنغهاي للفترة من 2002-2008	التابع: QTobin التحوط: متغير وهمي 1 دا تستخدم المشتقات و1 ادا لا - السيولة - المديونية - الربحية - تركيز الملكية لدى المساهم - الحجم - العوائد	-تأثير ايجابي للمشتقات على القيمة -انخفاض السيولة دافع للتحوط لتقليل اللجوء للتمويل الخارجي -ارتفاع الديون دافع للتحوط لتقليل خطر الإفلاس -الشركات الكبرى وعالية العوائد تلجأ للمشتقات للتحوط لقدرتها على تحمل التكاليف وتقليل التقلب -تركز الملكية يجعل المساهم يطلب تقليل المخاطر للحدود الدنيا
4	Spric Milos Danijela "Corporate risk management and value creation " 2013	عينة من 157 شركة اقتصادية مدرجة في بورصة كرواتيا للفترة من 2002-2008	التابع: وهمي 1 وجود المشتقات و0 ادا لا -الرفع المالي أو نسبة المديونية - نسبة الأسهم المملوكة من المؤسسات الاستثمارية -فرص النمو -الخسائر الضريبية	علاقة ايجابية بين الرفع المالي والتحوط لأن المشتقات تقلل من خطر العجز المالي وتخفف ضغط الدائنين و مشاكل الوكالة ارتفاع فرص النمو دافع للتحوط لضمان توفر موارد داخلية وتقليل اللجوء للتمويل الخارجي المكلف

<p>86.88% من الشركات في العينة تستخدم المشتقات لإدارة نوع واحد على الأقل من المخاطر أولها خطر الصرف ب72% وخطر اسعار السلع 18.29%. علاوة التحوط من خطر الصرف معنوي على القيمة، بينما الدليل ضعيف على أن التحوط من أسعار الفائدة يزيد من قيمة الشركة. أجل التحوط له تأثير على علاوة التحوط، في حين أن التحوط من المخاطر التشغيلية لا تؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للشركة</p>	<p>التابع: QTobin التحوط: نسبة التحوط (للمشتقات/ الأصول) الحجم الربحية</p> <ul style="list-style-type: none"> - نسبة الصادرات - دفع التوزيعات - نسبة الدين - النمو - التنوع الجغرافي (الصادرات/ المبيعات) - تنوع النشاط (1 اذا كانت تعمل في أكثر من نشاط و0 اذا لا) 	<p>تمت على شركات المملكة المتحدة الغير مالية من 8 قطاعات مختلفة للفترة من 2003-2010 بمعدل 1372 ملاحظة</p>	<p>Panaretou Argyro "Corporate risk management and firm value: evidence from the UK market" 2014</p>	<p>5</p>
<p>تأثير ايجابي لاستخدام أنشطة تسير المخاطر على قيمة المؤسسة في المدى القصير لكن يتلاشى تأثيرها على المدى الطويل.</p>	<p>Tobin0 ERMit ROICit GRATEit FCFAit Volatilityit Sizeit Leverageit Dividendit GRWTOi</p>	<p>258 مؤسسة مدرجة في السوق الأمريكي للفترة من 2003-2012</p>	<p>Spricc Milos Danijela and others "Does enterprise risk management influence market value" 2016</p>	<p>6</p>
<p>وجود أثر ايجابي للمشتقات الرفع المالي سعر السوق والربحية على خلق القيمة</p>	<p>التابع: QTobin التحوط: 1 اذا تستخدم المشتقات و 1 اذا لا</p> <ul style="list-style-type: none"> - الرفع المالي - الاستثمار في الأصول الثابتة - الاستثمار في الأصول المعنوية - القيمة السوقية - الصادرات الى مجموع المبيعات - دفع التوزيعات - الربحية - العائد التشغيلي -التنوع الجغرافي 	<p>39 شركة اقتصادية مدرجة في بورصة كولومبيا من 2008-2014</p>	<p>Augusto César Prietoa -Giraldo "Financial hedging with derivatives and its impact on the Colombian market value for listed companies" 2017</p>	<p>7</p>
<p>الشركات غير المالية تطبق ممارسات إدارة المخاطر ولكن النسبة منخفضة مقارنة بالشركات المالية. استخدمت الشركات العاملة في التجارة الدولية اليات إدارة المخاطر واتبعت الإجراءات اللازمة لتقييم وإدارة المخاطر</p>	<p>توزيع الاستبيانات على موظفي شركات عينة الدراسة، حول ممارسات إدارة المخاطر واستخدامها. تتناول: المشتقات، التعرض للعملة، التعرض لأسعار الفائدة وإجراءات الرقابة</p>	<p>تهدف الدراسة إلى استكشاف ممارسات إدارة المخاطر التي تستخدمها الشركات المالية وغير المالية في باكستان. تم جمع البيانات من 6 شركات مالية و 6 شركات غير مالية (شركات صناعية) من باكستان من خلال استبيانات</p>	<p>Muhammad Anwar "Financial Risk Management Practices in Financial and Non-Financial Firms; Survey of Pakistani Firms" 2017</p>	<p>8</p>

9	Louati Houda « les déterminants de la qualité de la gestion intégrée des risque et impact sur la valeur » 2017	203 مؤسسة كندية للفترة من 2011 الى 2013	إنشاء مؤشر جودة إدارة المخاطر المؤسسية ، تحليل محددات جودة إدارة المخاطر المؤسسية ، تحديد تأثير جودة إدارة المخاطر المؤسسية على إنشاء القيمة	كان الحجم والرافعة المالية وفرص النمو لهم تأثير إيجابي كبير على جودة إدارة المخاطر المؤسسية مع استقلالية مجلس الإدارة والتعظيم ووجود غالبية المساهمين له تأثير سلبي كبير على الأخير. تكشف أيضًا النتائج أن جودة إدارة المخاطر المؤسسية لها تأثير إيجابي كبير على قيمة الشركة
10	Bendima Nesrine & others “Does the usage of financial derivatives decrease the systemic risks in the GCC banks? An empirical study Management and Enterprise Development 2019	اشتملت الدراسة على 19 بنك موزعة على الدول (البحرين ، الإمارات ، قطر ، السعودية) خلال الفترة 2000-2013	التابع DIVL DIVA مشتقات أصول ومشتقات خصوم على التوالي مؤشرات الأداء: AQ جودة الأصول L السيولة CA كفاية رأس المال. متغيرات الاقتصاد الكلي : الناتج المحلي الإجمالي الناتج المحلي الإجمالي INFLA معدل التضخم UNEMLO معدل البطالة بيتا المخاطر النظامية OB العمليات خارج الميزانية	قدمت النتائج دليلاً على أن الأدوات المشتقة التي تستخدمها البنوك التجارية تستخدم لأغراض التحوط من أجل تقليل المخاطر النظامية للبنوك والتي أثبتت نجاعتها. ، تختلف تأثيرات مؤشرات الأداء بين التأثير السلبي والأثر الإيجابي على استخدام المشتقات. تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على استخدام المشتقات إيجابي ، للتضخم والبطالة على استخدام المشتقات
11	Hadian Azadeh, Adaoglu Cahit, “The effects of financial and operational hedging on company value” 2020	257 شركة مالية مدرجة في بورصة ماليزيا من 2004-2018	التابع: QTobin -نسبة عقود مشتقات الصرف من إجمالي المبيعات -نسبة الديون بعملة أجنبية من المبيعات -عدد الدول المشاركة - السيولة - المديونية - الربحية - الصادرات - الحجم	التحوط التشغيلي لا يؤثر على القيمة لكن التحوط المالي يخلق قيمة 49.9% من الشركات عينة الدراسة لا تستخدم المشتقات يقتصر التعامل بالعقود الآجلة والمبادلات
الدراسات المقارنة بين أداء الأصول التقليدية والأصول الإسلامية				
12	Bhatt Vaishnavi, Jahangir Sultan “Leverage risk,,” 2012	3704 سهم من 55 دولة للفترة 2009-2000	مؤشر توبين لقياس القيمة نسبة الدين اجمالي الأصول ملموسية الأصل نسبة البطالة والتضخم أسعار اغلاق مؤشر داوجونز	معامل ايجابي للرفع المالي على الخطر والقيمة. معامل سلبي للبطالة والتضخم. ارتفاع عوامل الخطر خاصة خلال الازمات لكن الأسهم الإسلامية لها حساسية أقل لانخفاض نسبة الدين وكونها مدعومة بالأصول الحقيقية

<p>تقترح هذه الدراسة أن السعر والتوثيق وسمعة البنك والوعي والملكية هي عوامل تؤثر على الطلب على منتجات التحوط الإسلامية. تهدف أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى جذب المزيد من العملاء الذين يبحثون عن أدوات تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية للتحوط من تعرضهم للمخاطر وأقل للمستثمرين الذين يبحثون عن مشاريع مضاربة لكسب عوائد كبيرة مثل الاستثمار في صناديق التحوط. لا يزال استخدامه محدوداً ويبدو أنه يتعلق أكثر بالتسويق حيث لا يزال التحوط الإسلامي غير معروف.</p>	<p>باستخدام المنشورات والمعلومات من المواقع الإلكترونية الرسمية بالإضافة إلى المقابلات مع الممارسين في الصناعة حول أدوات التحوط الإسلامية من بنك Muamalat Malaysia Berhad و CIMB Islamic Berhad</p>	<p>مراجعة الدراسة السابقة</p>	<p>Saadiah Mohamada, Jaizah Othmana, Rosmimah Roslina and Othmar M. Lehnerb The use of Islamic hedging instruments as non-speculative risk management tools” 2014</p>	<p>13</p>
<p>-ارتفاع معامل حساسية السوق بيتا للشركات التقليدية في فترة الأزمات في حين الشركات الإسلامية تحافظ على ثباتها. تقلب الأسهم الإسلامية يعود لنموها الميكرو وعدم ثبات الأرباح والتوزيعات للشركات الإسلامية</p>	<p>اعتماد مؤشر جونسون مؤشر ترينور معامل بيتا</p>	<p>107 شركة ماليزية من 1990-2011</p>	<p>Anwar Bin Abu bakar Norli Ali Performanc Measurement Analysis: Shariah-compliant vs. Non Shariah-compliant Securities 2014</p>	<p>14</p>
<p>الأسمه الإسلامية حققت أداء أفضل نسبياً خاصة في البلدان الإسلامية، * الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة تؤدي أداءً أفضل من السوق ككل في البلدان الإسلامية، وأسوأ من السوق في البلدان ذات الغالبية غير المسلمة</p>	<p>حساب ومقارنة أداء و العوائد الغير طبيعية لكل مؤشر</p>	<p>أسعار الاغلاق اليومية لمؤشر داوجونز التقليدي والاسلامي من 2006-2011</p>	<p>Sadeghi Mehdi “Is Shariah-compliant investment universally sustainable? A comparative study” 2015</p>	<p>15</p>
<p>نسبة الدين لا تؤثر على أداء الشركة المتوافق مع الشريعة الإسلامية بناءً على العائد في الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ولكن يظهر الأثر على القيمة الـ (MTBV) ذات العلاقة السلبية. الحجم له علاقة إيجابية مع أداء الشركة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية</p>	<p>مؤشر توبين ROA ROE MTBV الحجم، المديونية والنمو</p>	<p>70 شركة ماليزيا من قطاع البناء من 2008-2012</p>	<p>Shah Bt Shahara Wan Shahzlinda Impact of Firm Leverage,,, 2015</p>	<p>16</p>

<p>الشركات المصنفة متوافقة مع الشريعة لديها في المتوسط مستوى من المخاطر (يقاس بالبيتا) أعلى من الشركات المدرجة غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في نفس السوق</p>	<p>مقارنة بين بيتا لعينة من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ، مصنفة وفقاً لمبادئ التمويل الإسلامي</p>	<p>789 شركة ماليزية من 8 قطاعات منها 569 اسلامية و 210 تقليدية</p>	<p>Miglietta Nicola, Battisti Enrico, "A Comparative Study on Beta in Islamic Finance: Evidence from Malaysian Stock Exchange 2015</p>	<p>17</p>
<p>- المؤشرات الإسلامية أظهرت ثباتاً كبيراً في عنصر التقلب مثل نظيراتها التقليدية -مؤشرين إسلاميين (ماليزي وإندونيسي) كانا أكثر تقلباً من نظرائهما التقليديين. - على الرغم من أن الأسواق الإسلامية تجنبت التعرض لأزمة الرهن العقاري ، إلا أنها كانت عرضة لتأثير الجولة الثانية من الأزمة.</p>	<p>المؤشرات الإسلامية (S&P و DJIMI و Sharia FTSE و Sharia MSCI و Islamic) باستخدام نماذج GARCH EGARCH FGARCH</p>	<p>دراسة تقلب مؤشرات البورصة الإسلامية في سياق الأزمة المالية الأخيرة (2007-2008)</p>	<p>Chiadmi Mohammed Salah, « La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière » 2015</p>	<p>18</p>
<p>علاقة سلبية بين الشركات الإسلامية السعودية ومتوسط عوائد الأسهم. وجدت أثر سلبي لمعامل الشريعة الإسلامية على العوائد لارتفاع الخطر النظامي وقلة التنوع.</p>	<p>مقارنة العوائد لأسهم الشركات الإسلامية والتقليدية باعتماد نموذج الانحدار المتسلسل الزمني بيانات ديناميكية</p>	<p>الشركات الإسلامية والشركات التقليدية في المملكة العربية السعودية من جانفي 2003 إلى أفريل 2011</p>	<p>Merdad, & others, The islamic risk factor in expected stock returns: an empirical study in Saudi 2015</p>	<p>19</p>
<p>وجود معامل ايجابي لاصدار الدين الاسلامي على القيمة. يساهم التمويل الاسلامي في رفع القيمة من خلال عوامل داخلية (تحفيز الادارة) و عوامل خارجية (ثقة السوق، الرقابة، التصنيف الجيد) لكن الاكثار من الاصدار يفقد الثقة في الاستثمار خاصة في حال التخلف عن السداد</p>	<p>مؤشر توبين لقياس القيمة نسبة الدين الاسلامي من اجمالي الديون نسبة المديونية ككل وتيرة اصدار الدين الاسلامي الحجم (لو غار تيم مجموع الأصول)</p>	<p>80 شركة ماليزية تصدر ديون اسلامية من 2000-2009</p>	<p>Fitriya Stuart Abdul and Muhammad "The impact of Islamic debt on company value" 2015</p>	<p>20</p>

<p>الإضافات إلى المؤشر الإسلامي تؤدي إلى رد فعل إيجابي لسوق الأسهم في البلدان الإسلامية ولكن رد فعل سلبي في الولايات المتحدة. على العكس من ذلك ، تؤدي عمليات الحذف من المؤشر الإسلامي إلى رد فعل سلبي في سوق الأسهم في الدول الإسلامية ولكن إيجابية في الولايات المتحدة. يمكن تفسير تأثيرات التقييم المختلفة باختلاف تصورات المستثمرين</p>	<p>بفحص الآثار السعيرية للإضافات والحذف من مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية (DJIMI).</p>	<p>منهجية دراسة الحدث ، قياس العوائد غير الطبيعية للشركات من الدول الإسلامية والولايات المتحدة خلال الفترة 2000-</p>	<p>Jaballeh & others “Is Being shariah compliant worth it?” 2017</p>	<p>21</p>
<p>الشركات الأقل ربحية تفضل التمويل الإسلامي حيث يعد أفضل ثاني مصدر تمويلي لأنه أقل تبريرا للاستثمارات على عكس الديون التقليدية التي تزيد تكاليف الوكالة مما قد يجعلها ترفض استثمارات ذات مردودية</p>	<p>مراجعة الدراسة السابقة</p>	<p>219 شركة من 14 دولة تعتمد تمويل اسلامي للفترة 2005-2009</p>	<p>Minhat Marizah & Dzolkarnain i Nazam Which firms use islamic financing, 2017</p>	<p>22</p>
<p>أسواق الأسهم الإسلامية أكثر تقلباً من نظيراتها التقليدية. خلال فترة الدراسة ، أظهرت المؤشرات الإسلامية درجة أكبر من المخاطر مقارنة بالمؤشرات التقليدية. يبدو أن المؤشرات الإسلامية تستفيد من عائد إضافي مرتبط بخطر أكبر من نقص التنوع. وجود ترابط قوي بين الأسواق وأيضاً بين أسواق الأسهم التقليدية والإسلامية ، خاصة أثناء أزمة الرهن العقاري. وهذا يدل على أن تأثيرات الأزمة قابلة للانتقال حتى أسواق الأسهم الإسلامية ليست محصنة بالكامل ضد تلك الآثار.</p>	<p>GARCH</p>	<p>عشرة مؤشرات للأسهم الإسلامية البيانات اليومية ، تغطي الفترة من 1 يناير 1996 إلى 18 يناير 2016</p>	<p>Ben Rejeb Aymen Arfaoui Mongi Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A state space modeling approach 2018</p>	<p>23</p>
<p>تأثير غير متماثل لسلوك التقلب بين المحافظ الثلاثة في ما قبل الأزمة المالية في مقابل ما بعد الأزمة المالية. بالإضافة إلى ذلك ، تظهر المحفظة الأكثر توافقاً انخفاضاً في تأثير المدى القصير على التقلبات طويلة المدى. بالإضافة إلى ذلك ، الأثر يتلاشى بعد الأزمة المالية في المحفظة الأكثر توافقاً مع الشريعة الإسلامية.</p>	<p>بناء محافظ حسب الامتثال للشريعة؛ الأكثر توافقاً، والأقل توافقاً مع الشريعة ومقارنتها بمحفظة السوق</p>	<p>منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الفترة بين عامي 2003 و 2013 ، تقسيم العينة إلى ما قبل الأزمة المالية وما بعدها ، ثلاث محافظ بتحليل Component-GARCH لتحليل الاختلاف في سلوك التقلب</p>	<p>Ahmed Neveen, Farooq Omar “Does the degree of Shari’ah compliance affect the volatility? Evidence from the MENA region” 2018</p>	<p>24</p>

<p>تقدم الدراسة دعماً قوياً للأسهم الإسلامية كأداة تحوط بالنسبة لغالبية الأسواق قيد الدراسة مما يشير إلى أنها توفر ملاذاً آمناً في معظم الأسواق الدولية. تقترح أنه خلال الأزمات الاقتصادية والمالية، يمكن للمستثمرين استخدام الأسهم الإسلامية للتنويع وتقليل المخاطر</p>	<p>حجم العينة 4166 ملاحظة للبيانات اليومية و 886 ملاحظة أسبوعية و 192 ملاحظة شهرية. تقسيم العينة ل3 فترات (أ) فترة ما قبل الأزمة، خلال وبعدها</p>	<p>تقلبات مختلفة (يومية وأسبوعية وشهرية) لمؤشر داو جونز الإسلامي ومقارنتها مع المؤشر التقليدي في الأسواق المتقدمة والناشئة بما في ذلك أستراليا والبرازيل واليونان ، فرنسا وألمانيا وهونغ كونغ واليابان وروسيا وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة لمدة 15 عامًا من 3 يناير 2000 إلى 22 ديسمبر 2015</p>	<p>Azad ASMm Azmat S “Sailing With the Non- Convention al Stocks When There Is No Place to Hide 2018</p>	<p>25</p>
<p>تظهر النتائج أن الإجراءات المختلفة للمخاطر السوقية لها تأثير سلبي مهم على أداء الشركات المالي درجة الرافعة المالية كان لها التأثير الأكبر والأكثر أهمية على استدامة الشركات ، تليها نسبة المديونية يجب على صانعي القرار والمديرين التخفيف من مخاطر السوق من خلال الاستراتيجيات المناسبة لإدارة المخاطر ، مثل المشتقات وأساليب التأمين</p>	<p>ROA ROE وهامش الربح. الرافعة المالية ، MTBV -نسبة المديونية ، اعتماد نموذج OLS المجمع ، ونموذج التأثيرات الثابتة ، ونموذج التأثيرات العشوائية ، ونماذج اختلاف GMM-</p>	<p>31 شركة غير مالية مدرجة في بورصة الدار البيضاء (CSE) خلال الفترة 2000-2016.</p>	<p>Diby François & others, “Market Risk and Financial Performanc e of Non- Financial Companies Listed on the Moroccan Stock Exchange” 2019</p>	<p>26</p>
<p>بمقارنة أداء الشركات، حققت الشركات الإسلامية أداء أفضل، عدم وجود أثر لمجلس الإدارة على الأداء لكن تسيير المخاطر كان لها تأثير ايجابي على الاداء في النوعين من الشركات</p>	<p>مؤشر توبين متغير وهمي للشريعة ROA متغير وهمي لتطبيق ERM الحجم، المديونية</p>	<p>95 شركة إسلامية و 858 شركة غير إسلامية في أندونيسيا من 2011-2015</p>	<p>Saputra Jumadil & others, “A Study of Supply Chain Manangeme nt 2019</p>	<p>27</p>
<p>الامتثال الشريعة يؤدي إلى الحد من المخاطر. الشركات الإسلامية مرتبطة بشكل سلبي بمخاطر الشركة ؛ كما أن العلاقة السلبية تنطبق بشكل خاص على الشركات المتوافقة مع الشريعة التي تمكنت من الاحتفاظ بوضعها. وهذا يعني أن هذه الشركات تحافظ باستمرار على مستوى منخفض من المخاطر للاحتفاظ بوضعها الشرعي. ، تركز الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على النفقات الرأسمالية التي تؤدي إلى انخفاض مخاطر الشركة</p>	<p>- الانحراف المعياري السنوي للعوائد اليومية -الانحراف المعياري السنوي للمبيعات -الانحراف المعياري لعائد (ROA) -الرافعة المالية - إجمالي الدين للاصول - نسبة النفقات - المتغير الشرعي -نسبة النقد -MTBV- معدل النمو السنوي للمبيعات. الحجم</p>	<p>729 شركة ماليزية 2000-2016</p>	<p>Khaw Karren & others “ Firm risk and corporate policies: from the shariah 2019</p>	<p>28</p>

<p>الشركات الإسلامية لديها مخاطر أقل سواء المخاطر الكلية والخاصة، - الشركات تواجه عقوبات صارمة لفقدان حالة الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية. - لا يؤثر الامتثال للشريعة على المخاطر لاختلاف معايير الفحص وتعد بورصة ماليزيا الأكثر تساهلا</p>	<p>الخطر: التشتت السنوي لعوائد الأسهم، الأرباح العائد على الأصول نسبة الرفع المالي ملموسية الأصول نسبة النقد المتاح متغير وهمي لمعامل الشريعة</p>	<p>العينة 17280 ملاحظة لفترة العينة البالغة 8 سنوات من 2160 شركة ماليزية ، 2007 – 2014</p>	<p>Cheong W Calvin Risk, Resilience, and Shariah-Compliance 2020</p>	<p>29</p>
<p>الشركات الإسلامية لديها بيتا أقل بالمقارنة مع الشركات غير الشرعية. أولاً أدت حالة التوافق في البداية إلى حدوث تقلبات عنيفة لكن مع تخفيف نسب القيود التي كانت في الحدود القصوى سمح الاستثمار بتعزيز مركز المخاطر.</p>	<p>عائد السهم الانحراف المعياري لعوائد السهم الحجم متغير وهمي لمعامل الشريعة الرفع المالي التضخم</p>	<p>100 سهم لشركات أمريكية للفترة من 2006-2016</p>	<p>Karimov Jamshid, Balli Faruk & others Shari'ah compliance requirements and the cost of equity capital 2020.</p>	<p>30</p>
<p>عدم وجود توافق في الآراء بشأن الإجابات. ركزت معظم المساهمات على التحقق من وجود ترابط أو علاقة بين هذين النوعين. بما في ذلك استراتيجيات تخصيص الأصول للمستثمرين الأفراد والمؤسسات وكذلك قرارات صانعي السياسات، من أجل المساهمة في تطوير نظام مالي أكثر مرونة وشمولية واستدامة.</p>	<p>المقارنة بين سوق الأسهم الإسلامية (ISM) والنظراء التقليديين</p>	<p>مراجعة منهجية للأدبيات على عينة من المقالات المنشورة في المجلات الأكاديمية من 2009 إلى 2019</p>	<p>Delle Foglie Andrea, Panetta Ida Claudia Islamic stock market versus conventional: Are Islamic investing a 'Safe Haven' for investors? 2020</p>	<p>31</p>
<p>ان الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية يرفع من قيمته ويؤدي إلى أداء المعاملات وفقاً للشريعة الإسلامية ويتجنب الأنشطة غير المسموح بها. للامتثال للشريعة تأثير إيجابي على استدامة ونمو المؤسسات المالية.</p>	<p>ROA, ROE النمو الحجم النفقات الرأسمالية الرفع المالي القيمة السوقية للدفترية الناتج المحلي الخام التضخم معدل الفائدة</p>	<p>634 شركة متوافقاً مع الشريعة مدرجة في بورصة ماليزيا في هذه الدراسة لفترة 2000-2014</p>	<p>Irum Saba Mohamed Ariff Eskandar Shah Mohd Rasid Performance of Shari'ah compliant and non-Shari'ah compliant listed firms : 2020</p>	<p>32</p>

33	Al Rahahleh Naseem Akguc Serkan Shariah Compliance and Investment Behavior: Evidence from GCC Countries 2021	1689 للشركات المتوافقة مع الشريعة (SC) مقابل 1659 مشاهدة الشركات غير المتوافقة مع الشريعة (NSC) في ستة دول من مجلس التعاون الخليجي. خلال الفترة من 2000 إلى 2014	إجمالي الاستثمار نمو الأصول الثابتة متغير وهمي للامتثال للشريعة نمو المبيعات تدفقات النقد التشغيلي.	الشركات الاسلامية تستثمر أقل بكثير مما تستثمره الشركات الأخرى وأن هذا التأثير يكون أكثر أهمية بين الشركات التي تتمتع بفرص استثمارية أعلى وغير مهم بين الشركات ذات نمو المبيعات المنخفض. يرجع هذا لمحدودية وصول شركات الاسلامية للموارد التمويلية ظهور فجوة الاستثمار أعلى بكثير بين الشركات الأصغر منها بين الشركات الأقدم ، مما يوفر بعض الدعم الإضافي إلى تفسير رأس المال. بالمقارنة مع الشركات الأصغر سناً ، الشركات الأقدم تكون أفضل سمعة ، مما يسهل عليها زيادة رأس المال السهمي
الدراسات باللغة العربية				
34	جمال معتوق رسالة دكتوراه "ادارة المخاطر المالية في ظل مشتقات الهندسة المالية" قامت بدراسة تأثير استخدام المشتقات على خطر السوق 2015	بورصة الكويت وتركيا للفترة من 1999-2005 و 2005- 2015	قياس الانحراف المعياري بيتا القيمة المعرضة للخطر قبل وبعد ادراج المشتقات المالية	في سوق تركيا المؤسسات الكبيرة هي من استفادت من استخدام المشتقات بانخفاض المخاطرة على عكس المؤسسات المتوسطة والصغيرة كما وجد انخفاض جزئي للخطر في بورصة الكويت مقارنة بالأسواق العربية
35	اللايد عبد الغاني علي . علي عبد الله القاضي ابراهيم . مزيد العرادة طلال . مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت 2017	(142) مستجيبا من الوسطاء الماليين الذين يعملون في شركات الوساطة التي تستثمر في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية،	التحليل الإحصائي SPSS	وجود أثر ذي دلالة إحصائية لمخاطر استخدام المشتقات المالية (مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية) على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية

<p>تأثير سلبي للربحية، العمر، السيولة على الرفع المالي. التأثير الايجابي للحجم، النمو، ملموسية الأصل والخطر على نسبة الرفع المالي</p>	<p>التابع: نسبة الرفع المالي الربحية، الحجم، النمو، العمر، ملموسية الأصول سعر السهم Pt/Pt-1</p>	<p>406 شركة ماليزية من 2005-2016</p>	<p>36 دلفوف سفيان "أثر محددات القرار على قيمة الرفع المالي بالمؤسسات من وجهة نظر اسلامية" 2018</p>
<p>نشاط عقود المشتقات في كل من عمليات التحوط والمضاربة كان له الاثر الكبير في معدلات العائد على الموجودات ويزداد هذا الاثر بزيادة العوائد التي تحققها هذه العقود</p>	<p>تحليل قيمة ونوع عقود المشتقات حسب الغرض، وحسب الربح الخسارة ثم تحليل أثرها على الربحية مقاسة بمعدل العائد على الأصول</p>	<p>القيم الاجمالية لعقود المشتقات لمصرف TD Bank خلال الفترة 2015-2004</p>	<p>37 هشام طلعت عبد الحكيم غضنفر عباس حسين "استخدام ادوات الهندسة المالية في التحوط والمضاربة واثرها في ربحية المنشأة دراسة تحليلية في مصرف TD Bank</p>