

تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية: دراسة مقارنة لعينة من الشركات الماليزية

Managing financial risk in Islamic financial theory: A comparative Study on sample of Malaysian companies

غفوري ليلي

مخبر LFIEGE، جامعة عنابة- الجزائر

manel.belabed@univ-annaba.org

تاريخ النشر: 2022/09/30

بلعابد منال*

مخبر LFIEGE، جامعة عنابة- الجزائر

ghaforileila@gmail.com

تاريخ الإستلام: 2022/04/21

ملخص:

تواجه الشركات نفس التعرض للمخاطر المالية، غير أن تسيير الخطر في بيئة مالية إسلامية يخضع للعديد من القيود تهدف الدراسة لاستطلاع كيفية تسيير الخطر المالي في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وباعتماد عينة من 40 شركة صناعية مدرجة في بورصة ماليزيا، وجدنا تشابه في آليات تسيير المخاطر المالية غير أن الشركات الإسلامية تواجه محدودية أدوات التحوط، مما جعل معامل الشريعة موجب معنوي على خطر السوق، وهذا للجدل القائم حول مشروعية استخدام المشتقات بكونها أنجع الأدوات للتحوط من مخاطر الأسواق، حيث وجدنا معامل سالب معنوي لمعامل المشتقات على المخاطر النظامية والكلية

الكلمات المفتاحية: مخاطر مالية، مشتقات، تمويل إسلامي، تحوط

تصنيف JEL: G32, G13.

Abstract:

Firms face the same exposure to financial risks, however managing risk in an Islamic financial environment is subject to many restrictions. The study aims to explore how financial risk is managed in Sharia-compliant companies, by adopting a sample of 40 industrial companies listed on the Malaysian Stock Exchange, we found similarities in the mechanisms of managing financial risks, but Islamic companies face limited hedging tools, which made the Sharia coefficient a significant positive on market risk. This is for the controversy surrounding the legality of using derivatives as the most effective tools for hedging market risks, as we found a negative significant coefficient of the derivative coefficient on global risk and systematic risks.

Keywords: Financial risk, Derivatives, islamic finance, hedging.

Jel Classification Codes : G13, G32

* المؤلف المراسل.

ان العمل في بيئة ديناميكية يلزم الشركات لتبني استراتيجية إدارة مخاطر نشطة لحماية نفسها من النتائج غير المتوقعة يتكون نظام إدارة المخاطر الفعال من تحديد وقياس ومراقبة والحد من المخاطر، وتعتمد هذه العمليات بدورها على إجراءات الرقابة والتدقيق المناسبة. تعد عملية ادارة المخاطر استراتيجية دفاعية لحماية المؤسسة يتم تصنيف المخاطر في الاقتصاد والتمويل بطرق مختلفة، إحدى الطرق هي التمييز بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية. ترجع مخاطر الأعمال إلى عدم التأكد الناشئ عن طبيعة أعمال الشركة حيث يتعلق الأمر بالعوامل التي تؤثر على سوق المنتجات ، أي عدم التأكد من تكلفة المدخلات أو المبيعات المستقبلية بينما المخاطر المالية هي عدم التأكد الناشئ عن الخسائر المحتملة في الأسواق المالية بسبب تحركات المتغيرات المالية، أي عدم التأكد من أسعار السلع، الأسهم، الصرف والفائدة. أن مفهوم المخاطرة وفقا لفقهاء المسلمين يكاد يكون مشاهبا لما هو موجود التي حددها الاقتصاديون التقليديون. يتجسد المنظور الواسع لإدارة المخاطر في الأهداف الجوهرية للشريعة الإسلامية التي تؤكد على حماية الثروة، ومع ذلك في ضوء المبدأ الشرعي الخراج بالضمان و "الغرر بالغرم" اللذان ينصان على أن عنصر المخاطرة والمسؤولية ضروريان لشرعية استحقاق الربح، كما أن المداخل يجب أن تنشأ بناء 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 إدارة المخاطر المالية الإسلامية لا يزال في مرحلة مبكرة ، كما أن استخدام أدوات التحوط محدود نوعا ما. هذا يرجع بشكل أساسي إلى عدم توافق "المشتقات" مع المبادئ الأساسية للشريعة الإسلامية، على الرغم من التحفظات الموجودة، فإن العلماء والممارسين على حد سواء يقرون بالأهمية فوائد أدوات التحوط والإقرار بتكلفة الفرصة البديلة التي يفرضها الافتقار إلى أدوات التحوط الإسلامية .

تغطية المخاطر من خلال المشتقات يساهم في التحديد المستمر لسعر السوق العادل، كما تعزز المشتقات إدارة السيولة وتكمل الأسواق النقدية بتمويل أقل التكلفة، وضمان التحويل الفعال للأموال من المقرض إلى المقترض، مع تعزيز التخطيط المالي السليم والمال، عدم وجود آليات مناسبة لتحويل المخاطر بموجب الشريعة الإسلامية، تحرم المؤسسات الإسلامية من هذه المزايا.

1.1. إشكالية البحث: في ظل هذه الدراسة سنحاول معالجة الإشكالية التالية:

كيف يتم تسيير المخاطر المالية في بيئة اسلامية؟.

2.1. فرضيات البحث: وفي ظل هذه الدراسة انطلقنا من الفرضيات التالية:

- ❖ تختلف طرق وآليات تسيير المخاطر المالية بين الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والشركات التقليدية.
- ❖ الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا تلجأ للمشتقات للتحوط.
- ❖ ترتفع المخاطر المالية في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

3.1. أهمية الدراسة: تثير هذه الدراسة الأدبيات المالية في جانب التمويل الإسلامي لكن من منظور الشركات، حيث يزخر البحث العلمي بمقارنة ادارة المخاطر في البنوك الإسلامية والتقليدية، إلا أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا تزال حديثة النشأة نسبيا وتقل فيها الدراسات السابقة خاصة في مجال تسيير المخاطر المالية

4.1. أهداف الدراسة: تساهم الدراسة في أدبيات التمويل الإسلامي بالنقاط التالية:

- ❖ التعرف على سمات الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

❖ تقديم نتائج مختبرة على أثر اعتماد مبادئ المالية الإسلامية على المخاطر المالية في الشركات.

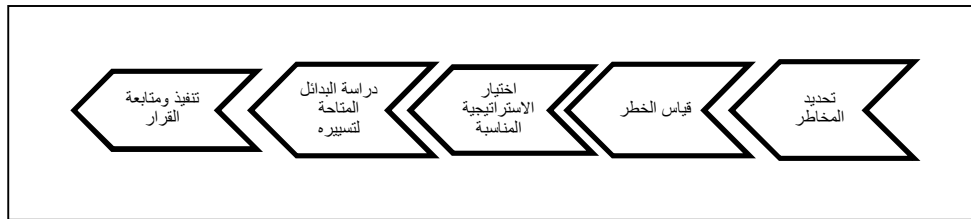
❖ تقصي آليات تسيير المخاطر المالية المطبقة لدى الشركات التقليدية والإسلامية.

❖ تحري أهمية دور المشتقات المالية في التحوط من المخاطر المالية

5.1. منهج الدراسة: من أجل اختبار الفرضيات تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاعتماد على الأدبيات والدراسات السابقة لتغطية الجانب النظري، تحليل محتوى التقارير المالية السنوية لشركات عينة الدراسة في تسيير المخاطر المالية. بالإضافة لاعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات باستخدام برمجية Eviews10

2. تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية التقليدية

ان تسيير المخاطر المالية بالمنشأة يتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المنشأة ، وقياسها ، والتعامل مع مسبباتها ، والآثار المترتبة عليها، من خلال تحديد مستوى مقبول من المخاطر المحتملة وتطوير استراتيجية لتسيير المخاطر الغير مقبولة بما يتوافق مع السياسة الداخلية للمؤسسة. ان الغرض الرئيسي لتسيير المخاطر المالية بالمنشأة يتمثل في تدنية الخسائر المحتملة وتمكين المنشأة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة. (فاطمة، 2017، صفحة 420) ويتم تسيير الخطر من خلال المراحل التالية:



المصدر: من اعداد الباحثين باستخدام عدة مراج

1.2. تحديد المخاطر: من الواضح كف يمكننا إدراك المخاطر أو تحديدها. ستكون بعض المخاطر معروفة منذ فترة طويلة ؛ ستظهر مخاطر أخرى نتيجة لتغير الظروف. قد يكون لدى الإدارة وعي مسبق ، أو قد تكون هناك تجربة محددة لمخاطر معينة. ويتم رسم خريطة للمخاطر المقدره مقابل مصفوفة الاحتمالية / الأثر ،. في كثير من الأحيان ، يتم تصنيف كل من الاحتمالية والتأثير إلى مرتفع أو متوسط أو منخفض. وكلما زادت احتمالية النتيجة ، وكلما زاد التأثير ، زادت أهمية المخاطرة (Woods & Dowd, 2008, p. 7)

2.2. قياس المخاطر: تشمل الأساليب المستخدمة لتقدير التعرضات الانحراف المعياري (الطريقة الأكثر مباشرة) ، وتحليل الانحدار ، وتحليل المحاكاة والقيمة المعرضة للخطر (VaR). من الناحية العملية ، يعتمد ذلك على طبيعة الخطر ولكن يوصى عادة باستخدام أكثر من طريقة. (Louati, 2017, p. 68)

3.2. تحديد استراتيجية التعامل مع المخاطر المالية باستقراء الكتابات المالية العديدة التي ركزت علي موضوع تسيير المخاطر المالية بالمنشأة يمكن تحديد ثلاثة استراتيجيات رئيسية لتسيير المخاطر المالية، وهي:

❖ إستراتيجية تقبل الخطر: ويقصد بذلك الاحتفاظ بمستوي الخطر علي ما هو عليه ، ويمكن أن تعتمد الشركة على هذه الاستراتيجية حينما يكون مستوى الخطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، والاكتفاء بإدارتها داخليا في إطار العمليات التجارية العادية. من الأمثلة على ذلك اتخاذ قرار باستخدام عملة العميل لتسعير جميع الصادرات ، واستخدام عمليات المقاصة الداخلية لإدارة تعرض العملات.

❖ إستراتيجية تقليل الخطر: ويقصد بذلك تحديد مستويات الخطر التي يمكن تحملها بالمنشأة ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيه المخاطر بالمنشأة حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض الخطر مثل: التنوع في خطوط منتجات الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة التشغيلية تبعاً لظروف الشركة (هيكل الاستثمار)، والتغيير في مستوى الرافعة المالية (هيكل التمويل)، واستخدام الأدوات المالية المشتقة.

❖ إستراتيجية نقل الخطر: أي تدنية الخطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل الخطر، مع الاحتفاظ بإمكانية الاستفادة من مخاطر الاتجاه الصعودي مثل: التغطية الكاملة باستخدام عقود الخيارات، تحويل الخطر المالي إلى طرف ثالث بواسطة عقود التأمين، أو التوريق. (Moles, 2016, p. 8)

4.2. اختيار البدائل المناسبة لتسيير الخطر المالي: على ضوء نظرية التمويل يسعى تسيير المخاطر المالية بتغيير العلاقة بين العائد والمخاطر بهدف تعظيم القيمة حيث يتم التعامل مع المخاطر المالية بإحدى الطرق التالية:

❖ إعادة الهيكلة: تتضمن الأساليب المالية التي تغير من هيكل أصول المنشأة لأجل تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد أو تغيير هيكل الملكية الشركة، تقع ضمن إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة. (متولي، 2010، الصفحات 50-52)

❖ التأمين: يتم نقل المخاطر إلى طرف آخر أكثر قدرة على قبول المخاطر. غير أنه أن صعوبة تحديد حجم المخاطر، تجعل قسط التأمين مكلف. كما أن شركات التأمين تقوم بتغطية المخاطر غير المنتظمة التي يمكن توقعها، والمخاطرة البحثية التي تؤدي فقط إلى الخسارة. (Woods & Dowd, 2008)

❖ مؤاممة الأصول والخصوم من خلال اجراء مطابقة الأصول والخصوم ام المقومة بالعملة نفسها. أو ذات تواريخ الاستحقاق لضمان السيولة. على العكس من ذلك للحماية من تحركات أسعار الفائدة، يمكنك مطابقة الأصول والخصوم التي لها معدل فائدة مشترك (Harvey, 2008, p. 12).

❖ التنوع: يتم تقليل المخاطر من خلال تنوع محفظة المؤسسة، أو نشاطها بالإضافة للعملاء والموردين لتقليل درجة التركيز على شخص أو نشاط واحد

❖ التحوط: يعد أحد أهم الأساليب الناجحة التي تستخدم للتعويض أو الحماية من مخاطر التحركات السعرية المعاكسة، يعرف بأنه ترحيل مؤقت لخطر محتمل في السوق إلى جهات أخرى مستعدة لتحمله من خلال انشاء مراكز عكسية باستخدام المشتقات المالية. (Horcher, 2005, p. 8)

5.2. تنفيذ ومراقبة الخطر:

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. (Bodie & Merton, 2007, p. 300)

3. تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية

بخلاف الفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي يعتمد في ادارة المخاطر لنقلها لطرف آخر، فان الفكر الاقتصادي الاسلامي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة الذي بموجبه يتم تقاسم المخاطر بين مختلف الأطراف المشاركة في العملية. تتمثل أهم الفروقات في آلية تسيير الخطر المالية في المرحلة الأولى من تحديد الخطر والاستراتيجيات والبدايل الممكنة لتخفيض حجم التعرض للمخاطر. بينما تقنيات قياس المخاطرة وآليات المراقبة والمتابعة فهي نفسها.

1.3. تحديد المخاطر:

يميز الإسلام بوضوح بين شكلين مختلفين من المخاطر هما:

- ❖ المخاطر المرتبطة بالمعاملات الاقتصادية، أي الأنشطة التي تخلق قيمة مضافة أو ثروة؛
 - ❖ المخاطرة المصاحبة للقرار "أكل المال بلا مقابل" يشير إلى الأنشطة ذات المجموع الصفري، حيث لا يتم فيها إنشاء ثروة إضافية، إن ربط المخاطرة بإمكانية الخسارة غير مقبول في المنهج الإسلامي. (JOBST, 2007)
- ان مفهوم الخطر باحتمالية انحراف العوائد المتوقعة عن المحققة موافق للشريعة الإسلامية غير أن المخاطرة مسموح بها طالما أن احتمال تحقيق الربح هو السائد، بمعنى آخر إذا كان هناك احتمال رياضي أكبر للحصول على نتيجة إيجابية (Bousslama & Lahrichi, 2017, p. 722).

2.3. استراتيجية التعامل مع المخاطر

- ❖ إستراتيجية تقبل المخاطرة: تتماشى هذه الاستراتيجية مع مبادئ المالية الإسلامية بتقبل الخطر على ما هو عليه ويمكن للشركات تحديد مستوى أدنى للخطر المقبول الذي لا تتخذ عنده أي إجراء.
- ❖ إستراتيجية نقل الخطر: في النظرية المالية الإسلامية لا يتم اعتماد هذه الاستراتيجية لازالة المخاطر لأن الحق في العائد على أي أصل مالي مرتبط جوهريا بمسؤولية خسارة هذا الأصل بالرجوع لمقاصد الشريعة الخراج بالضمان والغنم بالغرر 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. (بوخرص، 2019، صفحة 48)
- ❖ استراتيجية تقليل الخطر: لا تتنافى هذه الاستراتيجية مع النظرية المالية الإسلامية غير أن البدائل المتخذة لتخفيض حجم التعرض للخطر يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. من أهم البدائل التي يمكن اعتمادها نذكرها في العنوان الموالي.

3.3. تقييم البدائل المناسبة لتسيير الخطر المالي

- ❖ 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 جدا (أحداث متكررة تؤدي إلى مستويات منخفضة من الخسارة). لكن عادة ما تكون أكثر صعوبة في الإنشاء ولديهم أوجه قصور خطيرة. في كثير من الأحيان لا يمكن لشركة انشاء معاملة في بلد أجنبي لخلق التزام. والأسوأ من ذلك، غالبا ما يتم إنشاء مخاطر أخرى في هذه العملية. استخدام استراتيجية التسعير له جانب سلبي خطير يجعل الشركة غير قادرة على المنافسة. خصوصا، ضد الشركات غير المسلمة التي يمكنها بسهولة استخدام المشتقات للتحوط بدرجة كبيرة تكاليف أقل / يمكن إهمالها
- ❖ التأمين: يتمثل النهج البديل في المشاركة وهو نموذجي لإدارة المخاطر في السياق الإسلامي كمشاهدة لتجنب الغرر و/ 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
- ❖ التحوط: في النظرية المالية الإسلامية لا يعتبر التحوط منافيا لمبادئ الشريعة الإسلامية، لان الاسلام يدعو للمحافظة على رأسمال والربح الممكن تحقيقه من الاستثمار. لكن الغاية لا تبرر الوسيلة باستخدام المشتقات 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 يجب اجراء تعديلات حتى تتوافق مع مقاصد الشريعة. فنظرية التحوط في المالية الإسلامية يجب أن تتوافق مع مبدأ الخراج بضمان والغنم بالغرم. (Ahmad, 2014, p. 44)

يضيف السويلم شرطا مهما واحدا وهو أن أداة التحوط الإسلامية يجب أن تكون خالية من ميزات اللعبة ذات المجموع الصفري، حيث يكون صافي التغيير في الثروة أو المنفعة مساويا للصفر. بمعنى آخر، لا يجوز استخدام أداة تحوط في معاملة مالية عندما يكون ربح أحد الأطراف معادلا لخسارة طرف آخر، لأنه يؤدي إلى "خلق الثروة". بدون أي مبرر (Saadia & others, 2015, p. 222)

يكمن الموقف السلبي لعلماء الشريعة من استخدام المشتقات في كون استخدام المشتقات مشبوه للمضاربة نظرا لسهولة استخدامها والرافعة المالية الداخلية، الا أن إمكانية استخدامها بشكل فعال للتحوط والحفاظ على القيمة لا ينبغي إغفالها. 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 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 (Obiyathulla, 2013) في عالم محصلته صفر، إذا تخيلنا شركتين تتداولان مع بعضهما البعض، إذا كان أحد الطرفين قادرا على ذلك التحوط الكامل بينما الآخر غير قادر على ذلك، فإن الخسائر التي يتكبدها أحدهما ستشكل مكاسب للآخر. (Obiyathulla, 2003)

4. ادوات التحوط الإسلامية البارزة

1.4. المشتقات المالية الإسلامية: هناك نوعان من الاختلافات الرئيسية بين الإسلامية والتقليدية:

أولا، الأدوات المشتقة الإسلامية تستخدم لتغطية مخاطر حقيقية وليس مشاريع مضاربة

ثانياً أدوات المشتقات الإسلامية غير قابلة للتداول بخلاف الخيارات، المبادلات والعقود المستقبلية الآجلة.

❖ العقود الآجلة الإسلامية: تقوم على مواعدة يلتزم فيها البائع ببيع سلع مثلية موصوفة في الذمة بالكمية محددة وسعر محدد في زمن محدد ويلتزم المشتري بالشراء بالسعر والمواصفات والزمن المتفق عليه، ولا يتم الاستلام ولا التسليم الا في اليوم المحدد وهي في مفهوم العقود الآجلة الا أنه بشرط فيها:

- تأجيل تسليم البديلين الى الموعد المتفق كما يجوز تعجيل رأسمال
- يجوز أن يكون رأسمال منفعة معلومة أو دين يحين أجله في موعد الاستحقاق
- أن تكون السلعة معلومة القدر ومتعارف عليها ومقدور على تسليمها
- لا يجمع البديلين على علل الربا

❖ التحوط باستخدام خيار الشرط: خيار الشرط ثبت بالاشتراط لأحد المتعاقدين يخول له فسخ العقد في مدة معلومة. ذهب جمهور الفقهاء الى الأخذ بخيار الشرط واعتباره مشروعاً لا ينافي العقد. وذهب مالك الى أنه تتحدد أقصى مدة جائزه للخيار بقدر الحاجة فلو استخدم الخيار بغرض التحوط تحدد مدته بالفترة التي يراد بها التحوط ولا يجوز تأييده ولا توقيته بوقت مجهول بل يجب أن تكون المدة معلومة.

❖ تطبيق الوعد في آلية التحوط الإسلامية يتم تبني مبدأ الوعد على نطاق واسع في منتجات أسواق رأس المال الإسلامية كأداة السيولة والتحوط على الرغم من أن وعد لا يزال ينتقد . يمكن اعتماد مبدأ الوعد لتسهيل المعاملات المتوافقة مع أنشطة تجارة الاستيراد والتصدير .

يمكنهم 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. تضمن مبادلة العملات الأجنبية الإسلامية المبنية على هيكل "وعد" تبادل العملات على أساس مبدأ بيع الصراف في أوله. وبعد ذلك تدخل وعد في التاريخ المستقبلي بناء على السعر المحدد اليوم

❖ التحوط بالمقايضة المؤقتة: تقوم على أساس مبادلة أصول أو تدفقات خلال فترة معينة للتحوط من تقلبات المخاطر المالية. ويكون حكمها في المالية الإسلامية كما يلي:

- مقايضة العملات الأجنبية: تهدف للتحوط من التغيرات في أسعار الصرف من خلال استبدال أصلين بعملة مختلفة بسعر صرف محدد. وناقش الفقهاء حكمها وقد أفتوا بأن الوعد بتبادل عملات أجنبية في وقت محدد في المستقبل وبسعر صرف ثابت متفق عليه جائز اذا كان الوعد غير ملزم. كما أفتوا بجواز تبادل القروض الحسنة بين الأطراف بعملات أجنبية مختلفة وذلك للتحوط من مخاطر التقلب في أسعار الصرف
- مقايضة العوائد: يتم الاتفاق بين طرف لديه أصول ذات عوائد ثابتة وبين طرف لديه أصول ذات عوائد متغيرة لفترة محددة، مثل طرف لديه عوائد ثابتة من الاجارة لعقار وطرف آخر لديه عوائد متغيرة من أرباح أسهم، فيمكن للطرفين الدخول في عقد مقايضة للعوائد لازالة مخاطر التقلب بحيث يبيع الطرف الثاني أسهمه للطرف الأول ويكون الثمن هو العقار المملوك له ويشترط أنه بعد سنة سيقوم بشراء أسهمه بنفس القيمة فيكون خلال تلك السنة تبادل للعوائد وفي النهاية يستعيد كل طرف أصله. (الساعاتي، 1999). يتم التنفيذ بتنفيذ سلسلة منعقود المرابحة الأساسية على السلع.

2.4. 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:

❖ عقد السلم هو عقد تحوطي مستقبلي بما 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 اتباعها في سبيل تحقيق الأرباح. حيث يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي.

❖ الدور التحوطي لعقد الاستصناع: يظهره 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. (نصبة، 2013، صفحة 27)

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.

3.4. أسباب انخفاض اللجوء أدوات التحوط الإسلامي:

التحوط الإسلامي لا يزال منخفضا. لا يوجد سوى حوالي 2٪ من استخدام التحوط الإسلامي من أصل إجمالي التحوط. لا يستخدم العملاء منتجات التحوط الإسلامية لأن:

- ❖ النقص في الوعي ربما يرجع ذلك إلى انخفاض التسويق على التحوط الإسلامي
 - ❖ انعدام الثقة لمنتجات التحوط الإسلامية وخاصة أنه لا يزال التحوط جديدا 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 لاحقا لتجنب الشركة خسائر .
 - ❖ يعتقد أن البنوك التقليدية تفعل ذلك لديها أداء أفضل وأفضل في إدارة المخاطر من البنوك الإسلامية لأن البنوك التقليدية أكثر رسوخا 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 قدرا كبيرا من التعرض للتحوط وبالتالي فهي فقط مهتمة بالبنوك الكبيرة الحجم وذات القدرة الكبيرة على التحوط غالبا ما تكون البنوك الإسلامية الجديدة الأصغر في وضع غير موات
 - ❖ التوثيق: الامتثال لأحكام الشريعة يتطلب التوثيق والإجراءات التي يقوم بها بعض الناس قد تجده مرهقا . في التحوط الإسلامي ، تحتاج الشركة إلى توقيع بعض العقود قبل وبعد الصفقة. بالإضافة إلى ذلك، يحتاجون أيضا إلى قراءة وفهم ملف وثيقة كاملة أكثر صرامة من وثائق التحوط التقليدية، وبالنسبة للبعض العملاء، قد لا يفهمون المصطلحات الإسلامية المستخدمة في العقود (Saadia & others, 2015)
- عدم الاهتمام الحالي بأدوات التحوط يمكن أن يكون لها آثار خطيرة طويلة الأجل على الاقتصاد الكلي، حيث قد تسبب مخاطر حقوق الملكية والخسائر الناتجة في تدفق الأموال بعيدا 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 "الأمنة"، الشيء الذي قد ينشأ عنه فقاعات أسعار، والنتيجة ستكون تكلفة باهظة لرأس المال للشركات حيث هناك تكلفة اجتماعية لتجاهل إدارة المخاطر (Obiyathulla, 2003)

5. الجزء التطبيقي

1.5. عينة الدراسة (بورصة ماليزيا):

في ماليزيا ، بدأ تطوير سوق رأس المال بعد أزمة العملة 1997-1998. اكتسبت ماليزيا شعبية باعتبارها الدولة الوحيدة في العالم التي أدخل فيها المنظمون التوافق مع الشريعة الإسلامية على جميع الجبهات بما في ذلك سوق رأس المال. بدأت عملية الفرز الشرعي للشركات الماليزية المدرجة في عام 1995 وتم نشر أول قائمة للأسهم / الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا في عام 1997. من عام 1998 ، تم الإعلان عن قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة مرتين خلال عام. في عام 1999 ، أطلقت بورصة ماليزيا أول مؤشر شرعي لكوالالمبور. في عام 2004 ، شاركت هيئة الأوراق المالية المعايير المستخدمة في فحص الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. الشركة المدرجة في ماليزيا لديها العديد من التكاليف والفوائد لكونها متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

❖ أولاً، لكي يتم تصنيفها على أنها متوافقة مع الشريعة، يجب أن تلغي أو على الأقل تقلل مساهمة الدخل لجميع الأنشطة غير الإسلامية على النحو المنصوص عليه في معايير الفرز SAC و SC. وبالتالي، لا يمكنها جني إيرادات (كبيرة) من التمويل القائم على الفائدة، و دفع الغرامات مقابل الخدمات المقدمة لاحقاً، وبيع الأطعمة غير الحلال أو المشروبات الكحولية (على سبيل المثال للمطاعم) وتوفير بعض وسائل الترفيه الحديثة غير المسموح بها أو المقامرة (على سبيل المثال والكازينوهات).

❖ ثانياً، تقتصر خيارات التمويل والاستثمار الخاصة بها أيضاً على الأدوات المالية الخالية من الربا والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

❖ ثالثاً، تحتاج العديد من المؤسسات المالية (المؤسسات المالية) أيضاً إلى الاستعانة بخدمات لجنة شرعية أو مستشار للمساعدة في فحص منتجاتها. تحتاج المؤسسات المالية الدولية، على سبيل المثال، أيضاً إلى إجراء عمليات تدقيق شرعية لأنشطتها. كل هذه العوامل تضيف إلى تكلفة التشغيل الخاصة بألية التشغيل.

❖ بالإضافة إلى ذلك، فإن مستوى الدين يقتصر على أقل من 33٪، مما يعني أنه يجب عليهم الاستفادة من حقوق الملكية أو الشريعة. (Cheong, 2020)

2.5. تحليل بيانات عينة الدراسة:

من خلال الاطلاع على التقارير المالية ل 40 شركة صناعية مدرجة في بورصة ماليزيا لسنة 2020، التي منها 20 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية و 20 شركة تقليدية، تم استخراج من الملاحق أهم الآليات المعتمدة في تسيير كل نوع من المخاطر المالية حسب استراتيجية وسياسة كل شركة، الموضحة في الجداول الموالية:

جدول 1: آليات تسيير خطر الائتمان

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الإسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
75%	30	75%	15		15	مراقبة مستمرة لضمان التعرض لحد مقبول
50%	20	50%	10	75%	10	-تقييم وضعية العملاء قبل منح الائتمان
60%	24	45%	9	50%	15	-التعامل مع أطراف ذوي تصنيف ائتماني مرتفع
15%	6	20%	4	75%	2	- تحديد حد أقصى للائتمان
10%	4	-	-	10%	4	-طلب ضمانات
12.5%	5	20%	4	20%	1	-الشروع في الاجراءات القانونية عند تأخر السداد
15%	6	15%	3	5%	3	-تنوع العملاء (تخفيض درجة التركيز)
35%	14	40%	8	15%	6	-شطب الائتمان عند انخفاض القيمة أو العجز
2.5%	1	5%	1	30%	-	-تأمين
2.5%	1	5%	1			غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثان 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 الإسلامية والشركات التقليدية، حيث نجد أن كلاهما تولي اهتمام كبير بمخاطر الائتمان لما له من تبعات على نشاطها عند التخلف عن السداد وعدم تحصيل مستحقاته. أغلب الشركات تجري مراقبة مستمرة لوضعية المدينين ومراجعة دائمة لمخصصات الخسائر التي تختلف طرق تقييمه، كما أن 60% من الشركات تتعامل مع أطراف ذوي تصنيف ائتماني مرتفع مما يبرز أهمية وكالات التصنيف في تخفيف المخاطر المالية. بالنسبة للشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 20% منها

فضلت طلب ضمانات لبعض المدينين في حين لم تفرضه الشركات التقليدية. كما نلاحظ عدم اللجوء للتأمين أو التوريق إلا من طرف شركة واحدة تقليدية .

جدول 2: آليات تسيير خطر السيولة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الإسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
82.5%	33	85%	17	80%	16	-المحافظة على مستوى نقد متاح
65%	26	65%	13	65%	13	-تسهيلات ائتمانية احتياطية
32.5%	13	25%	5	40%	8	-تحليل الاستحقاقات وترتيبها حسب زمن
10%	4	5%	1	15%	3	- اتاحة أصول سائلة
15%	6	10%	2	20%	4	-تقدير التدفقات المستقبلية
32.5%	13	25%	5	40%	8	-تسيير الديون وموائمة الأصول والخصوم

المصدر: من اعداد الباحثان بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

يتم التعامل مع مخاطر السيولة في النوعين من الشركات بطريقة متشابهة نسبيا، حيث 80% من النوعين من الشركات تحتفظ بمستوى من النقد متاح، و65% تعتمد على التسهيلات الائتمانية الاحتياطية. كما أن 40% من الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تقوم بتحليل تاريخ استحقاقاتها وترتيبها حسب التسلسل الزمني، كما تعمل على تسيير الديون من خلال تحقيق المؤامة بين تواريخ التحصيلات والتسديدات حتى تتمكن من تحصيل الأموال ثم تسديد الديون دون التعرض لأزمة سيولة أو تكاليف غير مبررة. بينما كانت النسبة 25% في الشركات التقليدية. إلا أننا نجد ان الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أكثر حرص في تخفيف خطر السيولة حيث 20% منها تقوم بتقدير تدفقاتها المستقبلية و15% تتيح أصول سائلة بينما النسب أقل من 10% في الشركات التقليدية. قد يعود هذا لمحاولة الشركات الإسلامية تفادي قدر الامكان للقروض القصيرة لتمويل الثغرات المالية.

جدول 3: آليات تسيير خطر معدل الفائدة

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الإسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
37.5%	15	40%	8	35%	7	- مراقبة مستمرة لتغيرات معدل الفائدة
52.5%	21	60%	12	45%	9	- تنوع الأدوات بين معدل ثابت ومتغيؤ
10%	4	5%	1	15%	3	- اعادة هيكلة (ترتيبات الاقتراض)
22.5%	9	20%	4	25%	5	- التعامل مع عديد من البنوك للحصول على سعر تنافسي
32.5%	13	40%	8	25%	5	- عدم تطبيق محاسبة التحوط، بعدم تسجيل التغير خلال الدورة
15%	6	20%	4	10%	2	- اللجوء للمشتقات
10%	4	-	-	20%	4	- لا تلجأ للمشتقات لارتفاع تكلفتها
10%	4	-	-	20%	4	- غير جوهري
25%	10	20%	4	30%	6	

المصدر: من اعداد الباحثان بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

بالرغم من انخفاض نسبة المديونية لأقل من 30% في الشركات المتوافقة على الشريعة الإسلامية وعدم اعتمادها على العوائد الربوية غير أنها ليست بمنأى من خطر معدل الفائدة، نظرا لاعتماده كمرجع للتسعير في الأصول المالية، إلا أن خطره أقل حدة عن الشركات التقليدية، حيث 30% من شركات عينة الدراسة كان الخطر غير جوهري ولم تكن معرضة له، في حين 20% فقط من الشركات التقليدية التي لم يكن خطر الفائدة فيها جوهري. لم يتم اللجوء للمشتقات لتغطيتها

غير أن 15% من الشركات كان لها قابلية لاستخدام المشتقات عند تخطي الحد الأدنى المقبول للتعرض للخطر، كما أن 20% من الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أقرت في تقاريرها المالية أنها لا تلجأ للمشتقات لارتفاع تكلفتها. أهم آليات التعامل مع هذا الخطر كانت من خلال تنويع المزيج من الأدوات ذات المعدل الثابت والمتغير 45% في الشركات الإسلامية و 60% في الشركات التقليدية.

جدول 4: آليات تسيير خطر سعر الصرف

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الإسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
62.5%	25	50%	10	75%	15	-مراقبة مستمرة لضمان الحد المقبول
5%	1	-	-	5%	1	-توحيد مركز العملات
17.5%	7	20%	4	15%	3	-التحوط الطبيعي
25%	10	25%	5	25%	5	-احتفاظ باحتياطات بالعملة الأجنبية
52.5%	21	65%	13	45%	9	- العقود الآجلة
5%	2	10%	2	5%	1	-عقود المبادلات
5%	2	-	-	10%	2	-غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثان بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

أغلب الشركات الصناعية عينة الدراسة تتعامل بالعملات الأجنبية اما في عمليات البيع والشراء أو استثماراتها مما جعلها معرضة لخطر الصرف 5% فقط من شركات عينة الدراسة لم يكن فيها الخطر جوهري (وهي شركات متوافقة مع الشريعة الإسلامية). أولت الشركات اهتمام كبير بهذا الخطر من خلال مراقبة مستمرة لأسعار الصرف 62.5% من الشركات تعمل على متابعة التغيرات لضمان التعرض للحد الأدنى من الخطر منها 75% شركات إسلامية و 50% شركات تقليدية وقد كانت الشركات الإسلامية أكثر حرصا نظرا للجدل القائم حول استخدام عقود للتحوط. بالرغم من هذا فقد اعتمدت 45% من شركات الإسلامية في سياستها التغطية بالمشتقات عندما تبرر الضرورة التكلفة وقد لجأت للعقود الآجلة الإسلامية و 5% لعقود المبادلات لتغطية خطر الصرف في حين 65% من الشركات التقليدية استخدمت العقود الآجلة للتحوط و 10% منها عقود المبادلات. كما أن 25% من الشركات تحتفظ باحتياط بعملات أجنبية لاستخدامه عند الحاجة، وحوالي 20% تلجأ للتحوط الطبيعي، و 20% من الشركات أيضا كانت استراتيجيتها استخدام المشتقات عندما يتعدى الخطر الحد الأدنى المحدد للتعرض

جدول 5: آليات تسيير خطر سعر السلع الأساسية

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الإسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
17.5%	7	20%	4	15%	3	-مراقبة مستمرة لضمان للحد المقبول
10%	4	10%	2	10%	2	-عقود آجلة
5%	2	10%	2	0	0	-عقود مستقبلية
5%	2	5%	1	5%	1	-عقود المبادلات
70%	28	60%	12	80%	16	-غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثان بناء على التقارير المالية السنوية لسنة 2020 لشركات عينة الدراسة

على عكس المخاطر المالية السابقة وبالرغم من كون شركات عينة الدراسة صناعية غير أنها لم تكن معرضة بصورة جوهريّة لخطر سعر المواد الأولية بنسبة 70% من شركات عينة الدراسة منها 80% شركات إسلامية و 60% شركات

تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية الاسلامية: دراسة مقارنة لعينة من الشركات الماليزية

تقليدية. أما باقي الشركات فقد تابعت مراقبة الأسعار للاحتفاظ بمستويات مقبولة من الخطر. أما المشتقات فنسبة قليلة من الشركات التي استخدمتها 10% من الشركات الاسلامية استخدمت العقود الآجلة، ونفس النسبة للشركات التقليدية بالنسبة لعقود المبادلات فشركة واحدة من كلا النوعين بنسبة 5% لجأت لها للتحوط. كما تم استخدام العقود المستقبلية لتغطية الخطر في شركتين تقليديتين.

جدول 6: آليات تسيير خطر سعر حقوق الملكية

اجمالي الشركات		الشركات التقليدية		الشركات الاسلامية		طرق تسيير الخطر
النسبة	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
45%	8	25%	5	15%	3	-مراقبة مستمرة لضمان الحد المقبول
10%	4	15%	3	5%	1	-تنوع الأدوات
5%	2	5%	1	5%	1	-استثمار في صناديق ذات دخل ثابت
77.5%	31	60%	12	95%	19	-غير جوهري

المصدر: من اعداد الباحثتان 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 90% من الشركات الاسلامية لم يكن الخطر فيها جوهري، و 60% في الشركات التقليدية. الا أن بعض الشركات حوالي 20% كانت تراقب بصفة مستمرة للأسعار لضمان التعرض لمستوى مقبول، كما أن تنوع الأدوات المالية كانت أكثر الأساليب استخداما بنسبة 15% في الشركات التقليدية و 5% في الشركات الاسلامية.

3.5. نموذج الدراسة: من أجل اختبار الفرضية الثالثة قمنا بدراسة معادلة الانحدار التالية:

$$\text{Risk} = \alpha + \beta_1 \text{SC} + \beta_2 \text{drv} + \beta_3 \text{debt} + \beta_4 \text{Iqt} + \beta_5 \text{roa} + \beta_6 \text{pers} + \beta_7 \text{ASST}$$

حيث تم قياس الخطر في النموذج الأول بالانحراف المعياري الذي يمثل الخطر الكلي، وفي النموذج الثاني بمعامل بيتا

الذي يمثل خطر السوق

جدول 7. متغيرات الدراسة

Ecart	الانحراف المعياري لأسعار الأسهم اليومية للشركات خلال سنة، يقيس الخطر الكلي
Beta	R_m $\beta = \frac{COV(R_m, R_i)}{Var R_m}$ عائد السوق
SC	متغير وهي يأخذ 1 اذا كانت الشركة تتوافق مع المالية الاسلامية و 0 اذا كانت شركة تقليدية
drv	متغير وهي يأخذ 1 اذا كانت تستخدم المشتقات و 0 للحالة الأخرى
Iqt	السيولة السريعة= الاصول الجارية / الخصوم الجارية: تعكس القدرة على مواجهة العسر المالي
debt	نسبة الديون / حقوق الملكية تقيس مديونية الشركة ونسبة الرفع المالي
ASST	مجموع الاصول بيقاس حجم الشركة
ROA	النتيجة الصافية / مجموع الأصول: يعكس ربحية الشركة
Pers	يقيس ربحية السهم

المصدر: من اعداد الباحثتان.

4.5. تحليل نتائج الدراسة: وقد كانت نتائج معادلة الانحدار كما يلي:

جدول 8: نتائج النموذج الاحصائي

	Ecart				Beta			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.150	0.079	14.50	0.0000	1.823438	0.756	24.114	0.00000
SC	0.0356	0.066	0.538	0.5905	0.229	0.063	3.611	0.0003
DRV	-0.215	0.049	-4.376	0.0000	-0.373	0.046	-7.974	0.0000
ASST	-1.505	4.24	-3.538	0.0004	-5.506	4.056	-1.358	0.1744
DEBT	0.442	0.063	6.979	0.0000	-0.114	0.06	-1.885	0.0596
LQT	0.836	0.602	1.387	0.1654	-5.869	0.575	-10.207	0.0000
PERS	-0.063	0.016	-4.336	0.0000	0.083	0.014	5.933	0.0000
ROA	-1.359	0.159	-8.543	0.0000	-0.448	0.15	-2.953	0.0032
R-squared	0.14766				0.154124			
S.E. of regression	0.122422				0.129070			
F-statistic	5.849133				6.151469			
Prob(F-statistic)	0.000000				0.000000			

المصدر: من اعداد الباحثان باستخدام برمجية EViews 10

من خلال استقراء نتائج معادلة الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول والثاني نلاحظ أن كلا النموذجين معنويين بناءً على اختبار فيشر، حيث حقق احتمالية أقل من نسبة المعنوية 0,05 وقيمة محسوبة 5.85 في النموذج الأول و"6.15" في النموذج الثاني وكلا القيمتين المحسوبتين أكبر من القيم الجدولية. ومن خلال اعتماد اختبار ستودنت نحدد أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة من خلال مقارنة t محسوبة كبر من t جدولية، والاحتمال بنسب أقل من المعنوية 5%. أظهرت الدراسة أن معامل الشريعة لم يكن له أثر على الخطر الكلي، بينما وجدنا أثر موجب معنوي عند مستوى معنوية 1% في النموذج الثاني مما يدل على أن اعتماد الشريعة يزيد من المخاطر النظامية. قد يعود هذا لمحدودية أدوات التحوط المسموح بها والجدول القائم في شرعية استخدامها، أما معامل المشتقات فكان معنوي سالب في النموذجين مما يظهر علاقة عكسية لاستخدام المشتقات وحجم المخاطر المالية، حيث تساهم في تثبيت التدفقات ووضع تقدير جيد للتخطيط المالي مع تخفيض للمخاطر السوق والمخاطر الكلية. بالنسبة لتأثير باقي المتغيرات فقد كانت متفاوتة الأثر، حيث حجم المؤسسة (المقاس باجمالي الأصول) كان له أثر معنوي سالب على الخطر الكلي في حين لم يكن له أثر على خطر السوق، بينما المديونية أثر موجب قوي ذو دلالة عند مستوى معنوية 5% وغياب الأثر على خطر السوق. السيولة كان أثرها سلب معنوي على بيتا وغير معنوي على الانحراف المعياري، بينما ربحية السهم فالأثر ضعيف ذو دلالة عكسي على الخطر الكلي وطردى على خطر السوق، في حين أن العائد على الاستثمار فقد تماثل أثره على المتغيرين المستقلين بإيجاد معامل سالب ذو دلالة احصائية في كلا النموذجين. من خلال النتائج السابقة يمكننا قبول الفرضية الثالثة بارتفاع المخاطر المالية في الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية.

تواجه الشركات نفس حالات التعرض للمخاطر التي تتعرض لها الشركات التقليدية، حتى الآن البدائل المتاحة لهم لتسيير هذه المخاطر محدود للغاية. القيد ينشأ من حقيقة تعارض التفكير الحالي بين الفقهاء المسلمين. هذا الموقف له اثنان من الآثار المترتبة على الحفاظ على القيمة وخلق الثروة للشركات الإسلامية. أولاً، يجعلهم عرضة لفقدان القيمة، وثانياً يجعلهم أقل قدرة على المنافسة. من خلال استعراض الأدبيات السابقة ومقارنة تسيير المخاطر المالية في النظرية المالية التقليدية والنظرية المالية الإسلامية،

1.6. نتائج الدراسة

تطبيق الدراسة على عينة من 40 شركة صناعية مدرجة في بورصة ماليزيا موزعة بالتساوي بين الشركات الإسلامية والشركات التقليدية، توصلنا للنتائج التالية:

- ❖ تتشابه الاجراءات المعتمدة في تسيير المخاطر المالية في كلا الشركتين، في تحديد، قياس ومراقبة المخاطر المالية.
- ❖ يتماثل مفهوم المخاطرة في كلا النظريتين غير أن المالية الإسلامية تستثني للمخاطر التي ترتفع فيها درجة عدم التأكد، وتشرط أن يكون دائماً الخطر المقبول هو الذي يكون فيه احتمال الربح هو السائد.
- ❖ يتم الاحتفاظ باستراتيجيات التعامل مع المخاطر المالية في النظرية المالية الإسلامية التي تتوافق مع مبدأ "الغنم بالغرر" و"الخراج بالضمان" من تقبل وتخفيض المخاطرة، لكن لا يتم الأخذ باستراتيجية نقل المخاطر تحويلها لطرف آخر
- ❖ يتماشى التحوط مع مبادئ المالية الإسلامية للحفاظ على الثروة، غير أنه يخضع لشروط شرعية.
- ❖ يعد عقد السلم والاستصناع من البدائل الشرعية للمشتقات نظراً لخاصيتها في تثبيت الأسعار.
- ❖ تم اعتماد مبدأ المحاكاة لاستحداث مشتقات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية كالعقود الآجلة الإسلامية والمبادلات مع تحديد شروط تتماشى مع مقاصد الشريعة
- ❖ تواجه الشركتين نفس المخاطر المالية ويتم تسييرها بطرق متشابهة، غير أن الشركات الإسلامية عينة الدراسة كانت أكثر حرصاً نسبياً من الشركات التقليدية.
- ❖ أهم السياسات المعتمدة لتسيير خطر الائتمان التعامل مع أطراف حسب التصنيف الائتماني، مما يبرز أهمية وكالات التنقيط في تخفيض المخاطر المالية والتنبؤ بالفشل المالي.
- ❖ تتوافق الشركات في تسيير خطر السيولة من خلال الاحتفاظ بمستوى من النقدية واطاحة تسهيلات ائتمانية، مع العمل على تسيير التدفقات لتحقيق المؤامة بين آجال التحصيلات والتسديدات.
- ❖ خطر معدل الفائدة أكثر حدة في الشركات التقليدية لاعتمادها على نسب مديونية مرتفعة، في حين تسقيف النسبة في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. أهم أدوات تخفيض الخطر المحافظة على تنوع الأدوات المالية ذات المعدلات الثابتة والعائمة.
- ❖ تغير سعر الصرف كان من أكثر المخاطر التي تعرضت لها الشركات التي تقوم بعمليات مقومة بعملات أجنبية، حيث تم اللجوء للمشتقات المالية لتغطية الخطر بنسبة 45% في الشركات الإسلامية و65% في الشركات التقليدية.
- ❖ لم يكن خطر سعر الأسهم والمواد الأساسية جوهرية في معظم شركات عينة الدراسة 70% لمخاطر أسعار السلع الأساسية، و 77.5% لمخاطر أسعار الأسهم.

- ❖ أغلب أنواع المشتقات المالية المستخدمة في شركات عينة الدراسة العقود الآجلة والمبادلات، والتي استخدمت عموماً للتحوط من مخاطر أسعار الصرف، في حين فقط شركتين تقليديتين استخدمت العقود المستقبلية لتغطية خطر أسعار المواد الأولية، ولم يتم اللجوء للخيارات كأدوات تحوط لارتفاع تكلفتها.
- ❖ 15% من شركات عينة الدراسة امتنعت عن استخدام المشتقات للتحوط نظراً لارتفاع تكلفتها.
- ❖ وجود أثر معنوي موجب لمعامل الشريعة على خطر السوق، مما يدل على ارتفاع الخطر في الشركات الإسلامية لمحدودية أدوات التحوط المتاحة.
- ❖ وجود أثر معنوي سالب لمعامل المشتقات المالية على المخاطر المالية الكلية والنظامية مما يؤكد مساهمتها في تخفيض مستويات التعرض للمخاطر
- ❖ محدودية أدوات التحوط في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يفقدها ميزتها التنافسية ويجعلها أكثر عرضة للمخاطر

2.6. مقترحات الدراسة: في ظل النتائج المتوصل إليها يمكننا تقديم التوصيات التالية:

- ✓ تشجيع عمليات الابتكار وتطوير أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتخلي عن محاكاة الأدوات التقليدية؛
- ✓ تسويق أكثر أدوات التحوط الإسلامية الحالية؛
- ✓ دعم الأسواق المالية لأدوات التحوط الإسلامية بتوفير الدعائم القانونية والشريعة.

3.6. آفاق الدراسة:

- ✓ توسيع عينة البحث على باقي القطاعات وفي دول أخرى؛
- ✓ تسليط الضوء على السياسة المالية والاستثمارية في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- ✓ قياس أثر أدوات التحوط الإسلامية على المستوى الجزئي والكلية.

7. المراجع:

2. JOBST , A. (2007). DERIVATIVES IN ISLAMIC FINANCE. International Conference on Islamic Capital Markets.15, pp. 2-34. Jakarta: Islamic Economic Studies.
3. Ahmad, A. A. (2014). The Concept of Hedging in Islamic Financial Transactions. Asian Social Science, 44.
4. Bodie, Z., & Merton, R. (2007). Finance. France: Nouveaux Horizons .
5. Bouslama, G., & Lahrichi, Y. (2017). Uncertainty and risk management from Islamic perspective. Research in International Business and Finance,, 39, 718-726.
6. Cheong, C. (2020). Risk, Resilience, and Shariah-Compliance . Research in International Business and Finance , 1-32.
7. Harvey, J. (2008). Financial risk management . Paris: Official terminology edition.
8. Moles, P. (2016). Financial Risk Management Sources of Financial Risk and Risk Assessment. United Kingdom: Edinburgh Business school.
9. Obiyathulla, I. B. (2003). Value Preservation Through Risk Management. A Shariah Compliant Proposal For Equity Risk Management . Kuala Lumpur: Management Center Kulliyah of Economics & Management Sciences .
10. Obiyathulla, I. B. (2013). Risk Management, Derivatives and Shariah Compliance. AIP Conference (pp. 17-28). USA: American Institute of Physics.
11. Saadia, M., & others. (2015). The use of Islamic hedging instruments as non-speculative risk management tools. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 16(3), 207-226.
12. Woods, M., & Dowd, K. (2008). Financial risk management for management accountants. Canada: Society of management Accountants.

13. اسلماني عادل، بوخرص. (2019). دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على الأسهم وفق الشريعة الاسلامية في سوق رأس المال الاسلامي. مجلة العلوم الانسانية، 47-50.
14. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي. (1999). نحو مشتقات مالية اسلامية لادارة المخاطر التجارية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الاسلامي، 11، 65-89.
15. مسعودة نصبة. (2013). التقدير الشرعي للعقود المستقبلية و الدور التحويطي لها بعد تطويرها بما يتفق و الشريعة الإسلامية. (مركز أبحاث فقه المعاملات الاسلامية، المحرر) مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، 2013(14)، 25-28.