الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس سطيف –1–
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في: العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

التحوط في التمويل الإسلامي – دراسة قياسية على السوق المالية الإسلامية الماليزية–

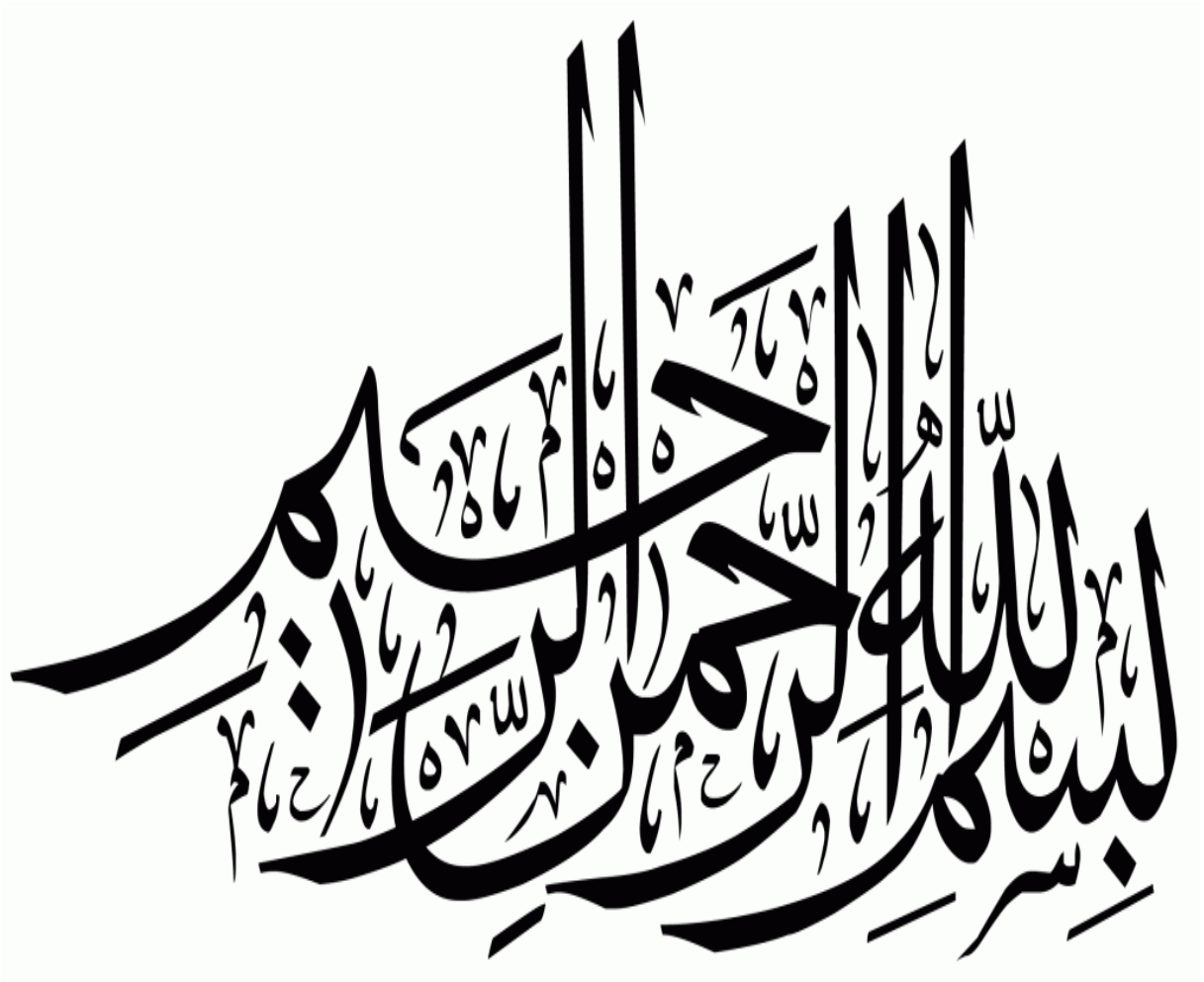
من إعداد الطالبة: **تحت إشراف:**

بوعكاز نوال **الأستاذ الدكتور ذوادي مهيدي**

أعضاء لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
بورقبة شوقي	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف –1–	رئيسا
ذوادي مهيدي	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف –1–	مشرفا ومقررا
فرج الله أحلام	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف –1–	عضوا مناقشا
بن إبراهيم الغالي	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	عضوا مناقشا
بلعباس رابح	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	عضوا مناقشا
بوحيضر رقية	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة جيجل	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2020 – 2021


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

اللهم لك الحمد حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه، ملء السموات وملء الأرض، وملء ما شئت من شيء بعد، أهل الثناء والمجد، أحق ما قال العبد، وكلنا لك عبد، أشكرك ربي على نعمك التي لا تعد، وآلائك التي لا تحد، أحمدك ربي وأشكرك على أن يسرت لي إتمام هذا البحث على الوجه الذي أرجو أن ترضى به عني.

ثم أتوجه بالشكر إلى من رعاني طالبة، ومعدة لهذا البحث أستاذي ومشرفي الفاضل الأستاذ الدكتور: **ذوادي مهيدي**، الذي له الفضل- بعد الله تعالى- على البحث والباحثة هذ كان الموضوع عنوانا وفكرة إلى أن صار رسالة وبحثا. فله مني الشكر كله والتقدير والعرفان.

ويوجب علي الاعتراف بالفضل أن أشكر الدكتور **بورقبة شوقي** على ما قدمه لي من علم نافع وعطاء متميز وإرشاد مستمر وعلى مابذله من جهد متواصل ونصح وتوجيه . فجزاه الله خيرا وجعله في ميزان حسناته.

وأرى أن أقف شاكرة لأستاذتي الفذة الأستاذة الدكتورة **غراب رزيقة** التي أغتبط بالأخذ عنها وصحبتها هذ عرفتها، فكانت نعم المعينة والمرشدة فجزاها الله عني خيرا.

وأتقدم بشكري الجزيل إلى أساتذتي الموقرين في لجنة المناقشة لتفضلهم علي بقبول مناقشة هذه الرسالة، فهم أهل لسد خللها وتقويم معوجها وتهذيب نتوآتها والإبانة عن مواطن القصور فيها، سائلة الله الكريم أن يثيبهم عني خيرا.

وأشكر كل من ساعدني وأعانني على إنجاز هذا البحث، فلهم في النفس منزلة وإن لم يسعف المقام لذكرهم، فهم أهل للفضل والخير والشكر.

إهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله عمرهما

إلى زوجي رفيق دربي

إلى أطفالي الذين تحملوا معي ضغط هذا البحث

إلى إخوتي وأخواتي

إلى كل أم باحثة

وإلى أسرى فلسطين الحبيبة

نوال

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات.....

فهرس المحتويات.....I- X

فهرس الجداول والأشكال.....A-F

المقدمة العامة.....أ-ك

الفصل الأول: إدارة المخاطر في التمويل الإسلامي.....1-58

تمهيد.....2

المبحث الأول: مبادئ التمويل الإسلامي.....3

المطلب الأول: *الإطار المفاهيمي للتمويل الإسلامي*.....4

المطلب الثاني: مبادئ التمويل الإسلامي.....4

الفرع الأول: تحريم الربا.....5

الفرع الثاني: تحريم الغرر.....6

الفرع الثالث: الالتزام بقاعدتي الغنم بالغرم والضمان بالخراج.....7

الفرع الرابع: استثمار المال في الطيبات والابتعاد عن المحرمات.....8

المطلب الثالث: صيغ التمويل الإسلامي.....11

الفرع الأول: صيغ البيوع (صيغ الهامش المعلوم).....11

الفرع الثاني: صيغ المشاركة في الربح والخسارة.....14

المبحث الثاني: المخاطر في التمويل الإسلامي.....17

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمخاطر.....17

الفرع الأول: ماهية المخاطر.....17

الفرع الثاني: المخاطر في الفقه الإسلامي.....18

الفرع الثالث: التأصيل الشرعي للمخاطرة.....21

الفرع الرابع: تصنيف المخاطر المالية.....22

المطلب الثاني: المخاطر الائتمانية.....23

الفرع الأول: ماهية المخاطر الإئتمانية.....24

الفرع الثاني: أسباب المخاطر الائتمانية.....25

الفرع الثالث: المخاطر الائتمانية.....26

المطلب الثالث: مخاطر السوق.....28

الفرع الأول: ماهية مخاطر السوق.....28

الفرع الثاني: مخاطر السوق في صيغ التمويل الإسلامي.....29

المطلب الرابع: المخاطر التشغيلية.....32

الفرع الأول: ماهية المخاطر التشغيلية.....32

الفرع الثاني: المخاطر التشغيلية في صيغ التمويل الإسلامي.....34

المطلب الخامس: مخاطر عدم الالتزام.....36

الفرع الأول: مخاطر عدم الالتزام بالضوابط الشرعية.....36

الفرع الثاني: مخاطر عدم الالتزام بالمعايير الدولية.....37

الفرع الثالث: مخاطر عدم الالتزام بتعليمات السلطة النقدية.....38

المبحث الثالث: إدارة المخاطر في التمويل الاسلامي.....39

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لإدارة المخاطر.....39

الفرع الأول: ماهية إدارة المخاطر 39
الفرع الثاني: مراحل إدارة المخاطر 40
الفرع الثالث: أساليب إدارة المخاطر 41
الفرع الرابع: إدارة المخاطر في التمويل الإسلامي 42
المطلب الثاني: إدارة المخاطر الائتمانية في التمويل الإسلامي 45
الفرع الأول: ماهية إدارة المخاطر الائتمانية *45*
الفرع الثاني: مبادئ إدارة المخاطر الائتمانية 45
الفرع الثالث: أساليب إدارة المخاطر الائتمانية في التمويل الاسلامي 46
المطلب الثالث: إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي 48
الفرع الأول: ماهية إدارة مخاطر السوق 48
الفرع الثاني: مبادئ إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي 49
الفرع الثالث: أساليب إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي 50
المطلب الرابع: إدارة المخاطر التشغيلية في التمويل الإسلامي 51
الفرع الأول: ماهية إدارة المخاطر التشغيلية 52
الفرع الثاني: إدارة المخاطر التشغيلية 53
الفرع الثالث: مبادئ إدارة المخاطر التشغيلية في التمويل الإسلامي 55
المطلب الخامس: آليات إدارة مخاطر عدم الالتزام 55
الفرع الأول: نظم الرقابة الشرعية 55
الفرع الثاني: العنصر البشري 56
الفرع الثالث: الاستقلالية 57
الفرع الرابع: التطوير 57

خلاصة الفصل الأول 58

الفصل الثاني: آليات التحوط الإسلامية.....59-108

تمهيد.....**60**

المبحث الأول: التحوط وموقف الشريعة الإسلامية منه.....**61**

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتحوط 61
الفرع الأول: ماهية التحوط.....*61*
الفرع الثاني: التحوط في المالية الاسلامية 63
الفرع الثالث: تمييز التحوط عن أشباهه 65
المطلب الثاني: ضوابط وأهداف التحوط في المالية الاسلامية 66
الفرع الأول: ضوابط التحوط 66
الفرع الثاني: الهدف من التحوط في المالية الإسلامية 68
المطلب الثالث: أهمية استخدام التحوط في المعاملات المالية الإسلامية 69

المبحث الثاني: آليات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية **72**

المطلب الأول: التحوط الاقتصادي 72
الفرع الأول: مفهوم التحوط الاقتصادي 72
الفرع الثاني: استراتيجيات التحوط الاقتصادي 73
الفرع الثالث: دور التحوط الاقتصادي في مواجهة المخاطر 80

المطلب الثاني: التحوط (التأمين) التكافلي/ التعاوني 81
الفرع الأول: مفهوم التأمين التكافلي 81
الفرع الثاني: سمات التأمين التكافلي..... 83
الفرع الثالث: العلاقات التعاقدية في التأمين التكافلي..... 84
المطلب الثالث: التحوط التعاقدي 89
الفرع الأول: مفهوم التحوط التعاقدي 89
الفرع الثاني: استراتيجيات التحوط التعاقدي 90
المطلب الرابع: التحوط من خلال الجمع بين عقدين 93
الفرع الأول: الجمع بين المرابحة والمشاركة 94
الفرع الثاني: الجمع بين الإجارة والمشاركة 94
الفرع الثالث: الجمع بين المرابحة وبيع العربون 94
الفرع الرابع: التحوط باستعمال خيار الشرط حماية من نكول العميل 95
الفرع الخامس: التحوط باستعمال الضمان 95

المبحث الثالث: التصكيك كآلية للتحوط 97

المطلب الأول :الإطار المفاهيمي للتصكيك الإسلامي 97
الفرع الأول: ماهية التصكيك 97
الفرع الثاني: ضوابط عملية التصكيك الإسلامي 98
الفرع الثالث: مزايا التصكيك الإسلامي 99
الفرع الرابع: آلية التصكيك 100
المطلب الثاني: مخاطر التصكيك 100
الفرع الأول: مخاطر عدم الالتزام بالشريعة الاسلامية في عملية التصكيك 101
الفرع الثاني: المخاطر الائتمانية في عملية التصكيك 102
الفرع الثالث: مخاطر السوق في عملية التصكيك 103
الفرع الرابع: مخاطر تصكيك الأصول العينية 103
الفرع الخامس: المخاطر التشغيلية في عملية التصكيك 104
المطلب الثالث: دور التصكيك في التحوط من المخاطر 105
الفرع الأول: دور التصكيك في التحوط من مخاطر الائتمان 105
الفرع الثاني: دور التصكيك في التحوط من مخاطر السيولة 106
الفرع الثالث: دور التصكيك في التحوط من مخاطر السوق 107
خلاصة الفصل الثاني.....108

الفصل الثالث: الدور التحوطي لصناديق التحوط الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية.....109-166

تمهيد.....109

المبحث الأول: الأسواق المالية الإسلامية 110

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالية الإسلامية 110
الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية الإسلامية 110
الفرع الثاني: مفهوم السوق المالية الإسلامية 111
المطلب الثاني: ضوابط ومقومات السوق المالية الإسلامية 114
الفرع الأول: مشروعية الأسواق المالية 114
الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للسوق المالية الاسلامية 115
الفرع الثالث: مقومات السوق المالية من منظورها الإسلامي *116*

فهرس المحتويات.....

المطلب الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية 117
الفرع الأول: الأسهم المتوافقة مع الشريعة 117
الفرع الثاني: الصكوك 118
الفرع الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية 121
الفرع الرابع: المشتقات المالية الإسلامية 121
المطلب الرابع: المخاطر والتحوط منها في الأسواق المالية الإسلامية 122
الفرع الأول: المخاطر والتحديات الكامنة في الأسواق المالية الإسلامية 122
الفرع الثاني: تطورات إدارة المخاطر والتحوط في الأسواق المالية الإسلامية 123

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية 125

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الاسلامية 125
الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية 125
الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية 126
الفرع الثالث: الاختلافات الرئيسية بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية 127
الفرع الرابع: المتطلبات الشرعية الأساسية لإنشاء صندوق استثمار إسلامي 129
الفرع الخامس: الالتزامات التعاقدية المتعلقة بالعقود الشرعية في إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية 130
المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية 131
الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية 131
الفرع الثاني: صناديق الدخل الثابت الإسلامية 132
الفرع الثالث: صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية 134
الفرع الرابع: صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية 135
الفرع الخامس: صناديق السلع الإسلامية 136
الفرع السادس: صناديق الإجارة 137
الفرع السابع: صناديق المرابحة 137
الفرع الثامن: الصناديق المختلطة الإسلامية 139
المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الاسلامية في الأسواق المالية الاسلامية 140
المطلب الرابع: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية 141
الفرع الأول: حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية 141
الفرع الثاني: التوزيع الجغرافي لصناديق الاستثمار الإسلامية 142
الفرع الثالث: أنواع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية 143
المطلب الخامس: التحديات التي تواجه صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية 144
الفرع الأول: التحديات المتعلقة بتطوير البنية التحتية لصناديق الاستثمار الإسلامية 144
الفرع الثاني: التحديات المتعلقة بالاستثمار والاعتبارات التجارية 145

المبحث الثالث: صناديق التحوط الإسلامية 147

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق التحوط الإسلامية 147
الفرع الأول: نشأة صناديق التحوط الإسلامية 147
الفرع الثاني: مفهوم صناديق التحوط الإسلامية 149
المطلب الثاني: الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية 150
الفرع الأول: آليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل للبيع على المكشوف 150
الفرع الثاني: التزامات الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية 152
المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية 154
الفرع الأول: نمط الاستراتيجيات حسب نوع الاستثمار 154
الفرع الثاني: نمط الاستراتيجيات حسب مدة الالتزام 156

المطلب الرابع: صناعة صناديق التحوط الإسلامية 158
الفرع الأول: أداء صناديق التحوط الإسلامية 158
الفرع الثاني: التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط الاسلامية 159
الفرع الثالث: متوسط حجم الأصول المدارة في صناديق التحوط الاسلامية 161
المطلب الخامس: اعتبارات المخاطر والتحوط في صناديق التحوط الاسلامية 162
الفرع الأول: التحديات التي تواجه صناديق التحوط الإسلامية 162
الفرع الثاني: اعتبارات إدارة المخاطر في صناديق التحوط الإسلامية 163
الفرع الثالث: الدور التحوطي لصناديق التحوط الإسلامية 164

خلاصة الفصل الثالث 166

الفصل الرابع: التحوط باستخدام المشتقات المالية الإسلامية.....167- 232

تمهيد 168

المبحث الأول: عقود المستقبليات ودورها في التحوط 169

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعقود المستقبليات 169
الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات 169
الفرع الثاني: أهم سمات عقود المستقبليات وخصائصها 170
الفرع الثالث: أنواع عقود المستقبليات 172
الفرع الرابع: المتعاملون في أسواق عقود المستقبليات 173
المطلب الثاني: التحوط باستخدام عقود المستقبليات 175
الفرع الأول: استراتيجيات التحوط باستخدام عقود المستقبليات 175
الفرع الثاني: العلاقة بين سعر عقود المستقبليات والسعر الفوري للأصل 178
الفرع الثالث: مخاطر عقود المستقبليات 180
المطلب الثالث: التقدير الشرعي لعقود المستقبليات 182
الفرع الأول: المخالفات الشرعية في عقود المستقبليات التقليدية 182
الفرع الثاني: تطوير عقود المستقبليات بما يتفق مع الشريعة الإسلامية 183
الفرع الثالث: بناء الدور التحوطي لعقود المستقبليات بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية 186
المطلب الرابع: حالة عملية: مستقبليات السلع الإسلامية 187

المبحث الثاني: عقود الخيارات ودورها في التحوط 191

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعقود الخيارات 191
الفرع الأول: ماهية عقود الخيارات 191
الفرع الثاني: أركان عقد الخيار 192
الفرع الثالث: أنواع عقود الخيارات 193
الفرع الرابع: تسعير عقود الخيارات: نموذج بلاك وشولز 194
المطلب الثاني: التحوط باستخدام عقود الخيارات 195
الفرع الأول: آليات التحوط باستخدام عقود الخيارات 195
الفرع الثاني: مؤشرات إدارة مراكز التحوط بعقود الخيارات 197
الفرع الثالث: التحوط بعقود الخيارات مقارنة بالتحوط بعقود المستقبليات 201
المطلب الثالث: التقدير الشرعي لعقود الخيارات 203

الفرع الأول: المخالفات الشرعية في عقود الخيارات التقليدية.....204
الفرع الثاني: التكييف الشرعي لعقود الخيارات 205
الفرع الثالث: الدور التحوطي لعقود الخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية 207
المطلب الرابع: حالة عملية: خيارات الصرف الأجنبي الإسلامية 208
الفرع الأول: ماهية خيارات الصرف الأجنبي الاسلامية 208
الفرع الثاني: هياكل خيار الصرف الإسلامي 208
الفرع الثالث: التحوط باستخدام خيارات الصرف الإسلامية 212

المبحث الثالث: التحوط باستخدام عقود المبادلات 214

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعقود المبادلات 214
الفرع الأول: ماهية عقود المبادلات 214
الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات 215
الفرع الثالث: عقود المبادلات والميزة النسبية 218
الفرع الرابع: تقييم عقود المبادلات 220
المطلب الثاني: التحوط باستخدام عقود المبادلات *221*
الفرع الأول: التحوط ضد الالتزام المرجعي 221
الفرع الثاني: التحوط ضد مخاطر تدهور الائتمان 222
المطلب الثالث: التقدير الشرعي لعقود المبادلات *223*
المطلب الرابع: حالة عملية: مبادلة معدل الربح الاسلامية *224*
الفرع الأول: ماهية مبادلة معدل الربح الاسلامية 225
الفرع الثاني: شروط التعهد والصفقة الخاصة بمبادلة معدل الربح 226
الفرع الثالث: شراء أصول معدل الربح المتغير بموجب اتفاقية مرابحة 227
المطلب الخامس: حالة عملية: مبادلة العملات الإسلامية *227*
الفرع الأول: ماهية مبادلة العملات الإسلامية 227
الفرع الثاني: الهياكل المختلفة لمبادلة العملات الإسلامية 228

خلاصة الفصل الرابع 232

الفصل الخامس: أداء صناديق التحوط الإسلامية في السوق المالية الماليزية.....232-297

تمهيد 234

المبحث الأول: السوق المالية الماليزية 235

المطلب الأول: تقديم السوق المالية الماليزية 235
الفرع الأول: التطور التاريخي للسوق المالية الماليزية 235
الفرع الثاني: ماهية السوق المالية الماليزية 237
الفرع الثالث: وظائف السوق المالية في ماليزيا 238
المطلب الثاني: أقسام السوق المالية الماليزية 240
الفرع الأول: سوق الملكية 240
الفرع الثاني: سوق السندات 242
الفرع الثالث: بورصة ماليزيا للمشتقات المالية 243

الفرع الرابع. مركز لبوان للخدمات المالية 247
المطلب الثالث: السوق المالية الإسلامية الماليزية 247
الفرع الأول: تقديم السوق المالية الإسلامية الماليزية 248
الفرع الثاني: أدوات السوق المالية الإسلامية في ماليزيا 251
المطلب الرابع: الهيئات الاشرافية في السوق المالية الماليزية 256
الفرع الأول: الهيئات الاشرافية العليا 257
الفرع الثاني: الجهات الرقابية الفرعية للسوق المالية في ماليزيا 259

المبحث الثاني: صناديق التحوط الاسلامية في ماليزيا 261

المطلب الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا 261
الفرع الأول: تقديم صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا 262
الفرع الثاني: الأهداف الاستثمارية لصناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا 264
الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية الماليزية 265
الفرع الرابع: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا 267
الفرع الخامس: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية 269
المطلب الثاني: صناديق التحوط الاسلامية الماليزية 270
المطلب الثالث: العوامل الرئيسية لنجاح صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا 271

المبحث الثالث: نماذج الدراسة القياسية 273

المطلب الأول: طريقة العائد غير المعدل للمخاطر 273
المطلب الثاني: طريقة العائد المعدل للمخاطر 274
الفرع الأول: نسبة شارب(SR) 274
الفرع الثاني: نسبة ترينور Trynor (TR) 274
الفرع الثالث: معيار مودغلياني – مودغلياني أو معيار الأداء المعدل بالمخاطر 275
المطلب الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد 275
المطلب الرابع: نموذج توقيت السوق 276
المطلب الخامس: البيانات المقطعية 276
الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي 277
الفرع الثاني: نموذج الآثار الثابتة 277
الفرع الثالث: نموذج الآثار العشوائية 278
الفرع الرابع: المفاضلة بين النماذج 280

المبحث الرابع: نتائج الدراسة القياسية 281

المطلب الأول: بيانات الدراسة 281
المطلب الثاني: تحليل العوائد غير المعدلة للمخاطر 283
المطلب الثالث: تحليل العوائد المعدلة للمخاطر 284
الفرع الأول: نتائج مقياس شارب 284
الفرع الثاني: نتائج مقياس ترينور 285
الفرع الثالث: نتائج مقياس مودغلياني مودغلياني 285

المطلب الرابع: نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد 286
الفرع الأول: نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد لفترة العينة الكاملة 286
الفرع الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد للفترات الفرعية 290
المطلب الخامس: نتائج نموذج توقيت السوق 291
الفرع الأول: نتائج نموذج توقيت السوق للعينة كاملة 292
الفرع الثاني: نتائج نموذج توقيت السوق للفترات الفرعية 295

خلاصة الفصل الخامس.....297

الفصل السادس: قياس فعالية التحوط باستخدام المشتقات المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تمهيد 299

المبحث الأول: المشتقات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية 300

المطلب الأول: عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام 300
الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام 300
الفرع الثاني: تداول عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام 302
الفرع الثالث: حجم تداول عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام 304
الفرع الرابع: التحوط باستخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام 305
الفرع الخامس: عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام كأدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية 307
المطلب الثاني: عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام 309
الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام 309
الفرع الثاني:خصائص عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام 309
الفرع الثالث: مزايا عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام 310
الفرع الرابع: تداول عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام 312
الفرع الخامس: التحوط بإستخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام 312
المطلب الثالث: مستقبليات السهم الواحد الإسلامية 313
الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات للسهم الواحد 314
الفرع الثاني: خصائص مستقبليات السهم الواحد في بورصة ماليزيا 314
الفرع الثالث: مزايا مستقبليات السهم الواحد 315
الفرع الرابع: التحوط باستخدام مستقبليات السهم الواحد ومخاطر تداولها 316
الفرع الخامس: تصنيف مستقبليات السهم الواحد كأداة متوافقة مع الشريعة الإسلامية 319

المبحث الثاني: النماذج القياسية المستعملة في قياس نسبة وفعالية التحوط 320

المطلب الأول: النظرية التقليدية للتحوط 320
المطلب الثاني: نسبة التحوط الثابتة (الإحصائية) 324
الفرع الأول: طريقة المربعات الصغرى العادية.....324
الفرع الثاني:. نموذج شعاع الانحدار الذاتي 325
الفرع الثالث: نموذج شعاع تصحيح الخطأ 326
الفرع الرابع: نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة 327
المطلب الثالث: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن 328

المبحث الثالث: نتائج الدراسة القياسية 330

المطلب الأول: بيانات الدراسة 330
الفرع الأول: حجم العينات 330
الفرع الثاني: الاحصائيات الوصفية للسلاسل الزمنية المستخدمة 331
الفرع الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية 334
المطلب الثاني: تقدير نسبة التحوط الثابتة باستخدام طريقة المربعات الصغرى 336
المطلب الثالث: تقدير نسبة التحوط باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ 340
الفرع الأول: اختبار جوهانسن للتكامل المشترك 340
الفرع الثاني: اختبار السببية لغرانجر 342
الفرع الثالث: تقدير نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ 343
المطلب الرابع: تقدير نسبة التحوط باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة 344
الفرع الأول: اختبار الحدود 345
الفرع الثاني: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة 345
المطلب الخامس: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن 346
الفرع الأول: الاختبارات الأولية 348
الفرع الثاني: تقدير نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس ذات المتغيرين 351
الفرع الثالث: الاختبارات التشخيصية لنماذج (1،1) BIVARIATEGARCH المقدرة 358
الفرع الرابع: المقارنة بين نسبة التحوط وفعالية التحوط في النماذج المختلفة 361

خلاصة الفصل السادس 362

خاتمة عامة.....363
الملحق رقم 01.....373
الملحق رقم 02.....377
قائمة المراجع.....386
الملخص.....406

الجداول والأشكال

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الفرق بين إدارة المخاطر في التمويل الإسلامي والتمويل الرأسمالي	44
02	أنواع الصكوك الإسلامية	119
03	مثال عن الفرق في توزيع الأصول بين المستثمر التقليدي والإسلامي	128
04	احصائيات العائد والمخاطرة لصناديق التحوط الإسلامية (نوفمبر2020)	160
05	مثال عن التحوط بمركز قصير باستخدام عقود المستقبليات	176
06	مثال عن التحوط بمركز طويل باستخدام عقود المستقبليات	177
07	ملخص لأربع استراتيجيات أساسية للخيارات	192
08	النتائج المحتملة للتحوط باستعمال الخيارات لشركة (General Engineering)	196
09	مثال عن التحوط بعقود المستقبليات مقارنة بعقود الخيارات	203
10	الميزة النسبية في عقود المبادلات	219
11	خصائص السندات في السوق المالية الماليزية	243
12	عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق المالية الإسلامية بماليزيا وفقا للقطاع (ماي 2018)	252
13	تطور صناعة إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا	261
14	الأهداف الاستثمارية للصناديق الإسلامية الماليزية	263
15	نتائج العوائد غير المعدلة للمخاطر لصناديق التحوط الإسلامية والمؤشر الشرعي في ماليزيا	283
16	مقاييس أداء العائد المعدل للمخاطر	284
17	نموذج تسعير الأصول بإستخدام الآثار المدمجة للعينة كاملة 2018/09-2007/05	286
18	نموذج تسعير الأصول بإستخدام الآثار الثابتة للعينة كاملة 2018/09-2007/05	287
19	نموذج تسعير الأصول بإستخدام الآثار العشوائية للعينة كاملة 2018/09-2007/05	288
20	اختبار مضاعف لاغرانج لBreusch and Pagan لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد لفترة العينة الكاملة	289
21	نتائج اختبار هوسمان لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد لفترة العينة الكاملة	290
22	نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد	290

23	نموذج توقيت السوق باستخدام الآثار المدمجة للعينة كاملة 2018/09–2007/05	292
24	نموذج توقيت السوق بإستخدام الآثار الثابتة للعينة كاملة 2018/09–2007/05	292
25	نموذج توقيت السوق بإستخدام الآثار العشوائية للعينة كاملة 2018/09–2007/05	293
26	اختبار مضاعف لاغرانج لBreusch and Pagan لنموذج توقيت السوق لفترة العينة الكاملة	294
27	نتائج اختبار هوسمان لنموذج توقيت السوق للعينة كاملة	295
28	نتائج نموذج توقيت السوق	295
29	نمو حجم التداول في العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام في بورصة ماليزيا	304
30	تحوط شركة منتجة بإستخدام عقود مستقبليات زيت النخيل الخام	305
31	مثال عن استراتيجية التحوط القصير باستخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام	313
32	مستقبليات السهم الواحد المتاحة في بورصة ماليزيا	314
33	معدلات الهامش المبدئية لمستقبليات السهم الواحد في بورصة ماليزيا للمشتقات	315
34	الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية المستعملة في قياس فعالية التحوط	331
35	نتائج اختبار ديكي فولر الموسع	334
36	نتائج نماذج المربعات الصغرى	336
37	الاختبارات التشخيصية للانحدار الخطي لشركة AirAsia	339
38	نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك	341
39	نتائج سببية غرانجر بين الأصل والعقد المستقبلي	342
40	تقدير نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ	343
41	نتائج نسبة التحوط وفعالية التحوط بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ	344
42	نتائج اختبار الحدود BOUNDS TEST	345
43	نتائج تقدير نماذج الإنحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة	346
44	اختبار Breusch-Pagan-Godfrey لنموذج ARDL لشركة AIRASIA	347
45	الإختبارات الأولية لنماذج BIVARIATE GARCH	349
46	نتائج اختبار Multivariate ARCH Effects test	351
47	نموذج الارتباط الشرطي الديناميكي غير المتناظر ((DCC(1–1)	353
48	نموذج GARCH المتعامد المعمم المتناظر (NLS) GOGARCH	355
49	نموذج الارتباط الشرطي الديناميكي غير المتناظر ((ADCC(1–1)	356

50	نموذج Scalar BEKK(1–1) المتناظر	357
51	الاختبارات التشخيصية لنماذج BIVARIATE GARCH	359
52	الخصائص الإحصائية لنسب التحوط المتغيرة عبر الزمن	360
53	المقارنة بين نسبة التحوط وفعالية التحوط في النماذج المختلفة	361

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	حالات الخطر وأحكامه	21
02	أسباب المخاطر الائتمانية	25
03	المخاطر السوقية في صيغ التمويل الإسلامي	32
04	المخاطر التشغيلية في صيغ التمويل الإسلامي	36
05	مراحل إدارة المخاطر	41
06	نموذج التحوط المتوافق مع الشريعة الاسلامية	108
07	هيكل نموذج الوكالة في عقد التكافل	84
08	هيكل نموذج المضاربة في عقد التكافل	86
09	هيكل النموذج الهجين في عقد التكافل	88
10	هيكل التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية	100
11	الهيكل الأساسي لصندوق الأسهم الإسلامية	131
12	الهيكل الأساسي لصندوق الدخل الثابت الإسلامي	133
13	الهيكل الأساسي لصندوق الاستثمار العقاري الاسلامي	135
14	الهيكل الأساسي لصندوق المؤشرات المتداولة الإسلامي	136
15	الهيكل الأساسي لصندوق الإجارة	137
16	الهيكل الأساسي لصندوق المرابحة	138
17	دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الوساطة المالية	139
18	حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية للفترة 2008–2018 (مليار دولار)	142
19	التوزيع الجغرافي لصناديق الاستثمار الإسلامية نهاية 2018	142
20	أصول صناديق الاستثمار الإسلامية حسب الفئات (2018)	143
21	أداء مؤشر Eurekahedge لصناديق التحوط الإسلامية للفترة 1999–2020	158
22	توزيع عدد صناديق التحوط حسب الدول (نوفمبر2020)	160
23	توزيع صناديق التحوط الإسلامية العالمية حسب الأصول المدارة إلى غاية01 نوفمبر 2020 (مليون دولار أمريكي)	163
24	العلاقة بين سعر عقود المستقبليات وسعر الأصل مع اقتراب فترة التسليم	179
25	آلية مقترحة لسوق عقود المستقبليات الإسلامية	186

26	مخطط توضيحي لخطوات عملية التورق في بورصة سوق السلع	188
27	العلاقة بين قيمة الأسهم وقيمة الخيار	199
28	قيم Rho لخيار شراء عند أسعار مختلفة للسهم مع آجال استحقاق مختلفة	201
29	هيكل خيار الصرف الإسلامي	211
30	التحوط باستخدام مبادلات التعثر عن السداد ضد مخاطر الالتزام المرجعي	222
31	التحوط باستخدام مبادلات التعثر عن السداد ضد مخاطر تدهور الائتمان	223
32	هيكل مبادلة معدل الربح الإسلامية	225
33	هيكل مبادلة العملات الإسلامية وفق مرابحتين متزامنتين	229
34	هيكل مبادلة العملات الإسلامية المبنية على الوعد	231
35	حجم الأصول المدارة في السوق المالية الماليزية	239
36	حجم التداول السنوي في بورصة ماليزيا للمشتقات للفترة 2009–2018	246
37	تطور رسملة السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة 2016–2020	250
38	احصائيات الصكوك الماليزية للفترة 2017/01/31–2020/11/30	256
39	مفهوم وهيكل الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا	263
40	حجم الأصول المدارة في صناديق الاستثمار في ماليزيا	264
41	حجم صناعة إدارة صناديق الاستثمار الماليزية المدرجة وغير المدرجة بالمليار دولار(سبتمبر 2020)	264
42	اختبار Zivot and Andrews	282
43	أسعار زيت النخيل الخام للفترة 2016–2020	305
44	أسعار زيت نواة النخيل للفترة 2009 إلى غاية 2018.	311
45	أسعار عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام في بورصة ماليزيا للفترة 2006–2020	312
46	منهج المتوسط – التباين للتحوط عند التحوط المثالي	320
47	اختيار أفضل نموذج ARDL لشركة AIRASIA	347
48	اختبار استقرار المقدرات لنموذج ARDL لشركة AIRASIA	348
49	نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات زيت النخيل الخام	354
50	نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد لشركة AirASIA	356
51	نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد لشركة Telekom Malaysia	357
52	نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation	358

المقدمـــــة

تمهيد:

حازت الصناعة المالية الإسلامية في الآونة الأخيرة على الاهتمام من خارج العالم الإسلامي، حيث أن الأسواق المالية التقليدية أبدت اهتماما كبيرا بها، وذلك بعد أن وفر استقرارها ومرونتها خلال الأزمة المالية العالمية 2008 بديلاً آمناً للعديد من المستثمرين. ولقد أوجد مسار النمو المذهل للخدمات المالية الإسلامية على مدى السنوات القليلة الماضية توقعات عالية لدى أصحاب المصلحة، لذلك عملت المؤسسات المالية الإسلامية على ابتكار العديد من أدوات تقاسم الأرباح التي مكنتها من التنافس مع نظيراتها التقليدية. ومع ذلك، فإن هذه المحاولة لتعظيم العائد على الأصول، تجعلها هي الأخرى معرضة للمخاطر، وقد ارتبط تنفيذ عملية إدارة المخاطر والتحوط في المؤسسات المالية الإسلامية مباشرة بأدائها. وبما أن التحوط يوفر الحماية للوكلاء الاقتصاديين، فليس من المستغرب أن يكون مباحا.

هناك وجهات نظر مختلفة لمفهوم التحوط الإسلامي، على الرغم من أن الهدف الرئيسي لمفهوم التحوط هو تقليل الخسائر، فإن الأسئلة تثار فيما إذا كان يمكن استخدام مفهوم التحوط لتجنب المخاطر، أو القضاء على المخاطر، أو لتحقيق مزيد من المكاسب، أو ربما ببساطة لتقليل المخاطر وحدها. وهذا يدل على أن مفهوم التحوط وفقاً للمنظور الشرعي يكتنفه الالتباس. وقد رأى مجمع الفقه الإسلامي أن ضرورة التحوط أمر بالغ الأهمية لحماية الثروة، ويقع في نطاق مقصد من مقاصد الشريعة، وهو حفظ المال، لذلك سارع إلى حسم الجدل حول التحوط في المعاملات المالية، من ناحية الضوابط والأحكام بإصداره للقرار رقم: 224 (23/8)، ثم جاء القرار رقم 238 (24/9) ليوضح عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية.

لكن استمرار التطور السريع للصناعة المالية الإسلامية، أبرز الحاجة إلى أدوات إسلامية للتحوط من مخاطر التقلبات في الأسواق المالية الإسلامية. في حين، تحظر الشريعة الإسلامية كل من الربا والمقامرة، وتنص على أن الدخل يجب أن يتم الحصول عليه كأرباح من التوليد المشترك للسلع والخدمات بين الأطراف المقابلة بدلاً من الفوائد أو العائد المضمون. ينطوي التحوط في الأسواق المالية التقليدية على استخدام الأدوات المشتقة وصناديق التحوط التقليدية التي هي محرمة من وجهة النظر الإسلامية.

وتشمل الأشكال الشائعة للمشتقات التقليدية المتاحة للتحوط كل من عقود المستقبليات والخيارات والمبادلات، وتستخدم على نطاق واسع كوسيلة للتحوط الفعال وللوصول السريع والسهل إلى السوق في القطاع المالي التقليدي. أما بالنسبة لأدوات التحوط الإسلامية، فقد حدثت تطورات مشجعة من قبل الأطراف المؤثرة في مجال تقديم هياكل منتجات متعددة بآليات مختلفة. وعلى الرغم من وجود عدد من المؤسسات المالية التي تقدم ابتكارات تراها متوافقة

مع الشريعة الإسلامية للتحوط من المخاطر، يتعرض استخدامها بهدف التحوط للكثير من الجدل، وتظل موضوعا مثيرا للانقسام في التمويل الإسلامي. ويبقى التركيز دائما حول مشروعيتها دون الخوض في مدى كفاءتها.

لم يتم التوسع في استخدام بعض المشتقات المتوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي، على الرغم من أنها أصبحت منتجات نشطة في الأسواق المالية الإسلامية. وليست المشتقات وحدها من تواجه تخوفا من المستثمرين المسلمين بسبب شكوك تتعلق بتوافقها مع الشريعة من عدمه، فصناديق التحوط الإسلامية مازالت هي الأخرى في دائرة الاتهام، بالرغم من أن احصائيات سنة 2019، تأكد أنها تمثل ثلث صناعة الصناديق الإسلامية (511 صندوق تحوط إسلامي ضمن مجموع 1535 صندوق إسلامي). وفي حين تركز معظم الأبحاث على المصداقية الشرعية لمنتجات التحوط الإسلامية، تم إهمال الكفاءة الاقتصادية لهذه المنتجات، لذلك ارتأينا تسليط الضوء على فعاليتها ومدى نجاح أدائها في هذا البحث.

الإشكالية الرئيسية للبحث:

إن التحوط يهدف إلى حماية الاستثمار من المخاطر المحتملة، ويتم التحوط بأنواع مختلفة من الأدوات في الأسواق المالية التقليدية وكذلك في الأسواق المالية الإسلامية التي تتيح منتجات تحوط يتم مراقبة توافقها مع الشريعة باستمرار، في حين لم يتم إثبات كفاءتها في الحد من المخاطر. ومن هنا جاء هذا البحث لاستكشاف:

ما مدى كفاءة أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة الاسلامية في الحد من المخاطر في الأسواق المالية الإسلامية؟

و يمكن ترجمة هذا السؤال الأساسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

1. ماهي مخاطر التمويل الإسلامي؟ وكيف يمكن إدارتها؟
2. ما الفرق بين آليات التحوط في التمويل الإسلامي وآليات التحوط في التمويل التقليدي؟
3. إلى أي حد يعتبر أداء صناديق التحوط الإسلامية كفؤا في ظل أداء الأسواق المالية الإسلامية؟
4. إلى أي حد يعتبر أداء المشتقات المالية الاسلامية كفؤا في ظل أداء الأسواق المالية الإسلامية؟

فرضيات البحث:

على ضوء الإشكالية والأسئلة المطروحة، تمت صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: تختلف آليات التحوط في التمويل الإسلامي عن آليات التحوط في التمويل التقليدي.

الفرضية الثانية: تتميز صناديق التحوط الإسلامية بكفاءة أدائها مهما كان اتجاه السوق المالية الإسلامية.

الفرضية الثالثة: تعتبر المشتقات المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية أدوات كفؤة للتحوط من المخاطر.

أهمية البحث:

لا يزال النقاش حول التحوط الإسلامي مستمراً مع إيلاء اهتمام أكبر للموضوع في خضم تقلبات الأسواق المالية العالمية الحالية، وعلاقته المباشرة بقدرة المؤسسات المالية الإسلامية على مواجهة المخاطر التي تتعرض لها. ورغم انقسام علماء المسلمين حول شكل المشتقات الإسلامية وجوازها، وكذلك الجدل حول استراتيجيات صناديق التحوط الإسلامية، فلا يجب إنكار أن هذه الأدوات أصبحت جزءا من الصناعة المالية الإسلامية، ولا بد من قياس تأثيرها وقدرتها على الحد من المخاطر. وعلى الرغم أن الهدف النهائي الذي يسعى إليه الباحثون في التمويل الاسلامي يتثمل في إيجاد آليات وأدوات تحوط متوافقة مع الشريعة و قادرة على تنفيذ تحوط مثالي يقضي تماما على التعرض للمخاطر، إلا أن الواقع يفرض أن التحوط لا يخلو من بعض الجوانب السلبية، كونه غير مجاني بفعل التكاليف المتضمنة في عملية التحوط. وغير ضروري في سوق جيد الأداء أو سوق يتحرك بشكل جانبي. ومن هنا جاءت أهمية هذا البحث لتسليط الضوء على الفوائد التطبيقية لأدوات التحوط الإسلامية وكفاءتها الاقتصادية في الأسواق المالية الإسلامية.

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي:

- التعرف على مفهوم المخاطر وتحديد الآليات والأدوات المتوافقة مع الشريعة والمستخدمة لمواجهة المخاطر المختلفة في التمويل الاسلامي.
- التعرف على آليات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- إيضاح دور التصكيك في التحوط من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية.
- إيضاح حقيقة صناديق التحوط الإسلامية وحجمها في الصناعة المالية الإسلامية، مع قياس أدائها وتأثرها بتقلبات الأسواق المالية الاسلامية.
- تبيان هياكل المشتقات الإسلامية الموجودة في الأسواق المالية الاسلامية وقياس مدى كفاءتها كأدوات للتحوط باستخدام أحدث النماذج المتاحة.

منهج البحث:

لتحقيق أهداف البحث، وتماشيا مع مقتضياته، فقد تم الاعتماد على:

المنهج الوصفي التحليلي: وهذا في سبيل التشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة من مختلف جوانبه، ويقوم المنهج الوصفي التحليلي على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالموضوع.

المنهج المقارن: تم استخدامه لإيضاح الفروقات الجوهرية بين التحوط في التمويل الإسلامي وأدواته والتحوط في التمويل التقليدي وأدواته. وكذلك في الجانب التطبيقي للمقارنة بين أداء صناديق التحوط الإسلامية خلال فترات التقلبات المختلفة، ولإبراز الاختلافات في نسب التحوط الخاصة بأنواع المستقبليات الإسلامية، والمقارنة بين النتائج المتحصل عليها من النماذج القياسية المستعملة.

منهج دراسة حالة: لإبراز وقياس فعالية التحوط باستخدام المشتقات المالية وكذلك لقياس أداء صناديق التحوط الإسلامية وتأثرها بالسوق المالية الماليزية، اعتمادا على النماذج الإحصائية، وقد تم استخدام البرامج التالية:

Eviews 10, WINRATS 8, STATA 16 ،OXmetrics7

عينة البحث:

فيما ركزت الدراسة على السوق المالية الإسلامية الماليزية، شملت الدراسة عينة مكونة من 64 صندوق تحوط إسلامي محلي في ماليزيا، تم إقصاء عدد منها بسبب عدم توفر بعض الشروط، المتعلقة سواء باستراتيجياتها أو بالفترة الزمنية للدراسة. حيث تطلب الأمر أن يكون لكافة صناديق التحوط المشمولة بيانات عن العوائد عن فترة متصلة لا تقل عن 36 شهرا من ماي2007 إلى سبتمبر 2018. واستوفى عدد 13 صندوق تحوط اسلامي كافة المعايير من أصل64 صندوق تحوط إسلامي محلي ماليزي، مع ما مجموعه 1781 ملاحظة شهرية.

في حين شملت الدراسة حول المشتقات المالية، خمسة عقود مستقبليات إسلامية يتم تداولها في السوق المالية الماليزية مع الأصول الخاصة بها، وهي:

- ❖ عقود مستقبليات زيت النخيل الخام.
- ❖ عقود مستقبليات زيت نواة النخيل الخام.
- ❖ عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة AIRASIA.
- ❖ عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة TELEKOM MALAYSIA.
- ❖ عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة IOI CORPORATION.

في حين كانت الفترة الزمنية للدراسة متباينة حسب ما توفر لنا من معطيات، وذلك من سنة 2006 إلى غاية سنة 2020.

الدراسات السابقة:

هناك جملة من الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع التحوط في الصناعة المالية الإسلامية، وتناولته من زوايا مختلفة، وقد تنوعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية. وسوف نستعرض جملة من الدراسات السابقة التي تم الاستفادة منها، مع الإشارة إلى أبرز ملامحها، والتعليق عليها، وفي الأخير سوف نتطرق إلى جوانب الاختلاف والاتفاق بين هذه الدراسة والدراسات السابقة، وبيان الفجوة العلمية التي تناقشها هذه الدراسة، ونود أن نشير أن الدراسات التي سوف يتم استعراضها جاءت في الفترة بين 2008– 2017. وقد قمنا بتقسيمها إلى محورين أساسين هما: الدراسات التي تناولت المشتقات المالية الإسلامية، والدراسات التي تناولت صناديق التحوط الإسلامية.

الدراسات التي تناولت المشتقات المالية الإسلامية:

1- **Andreas Jobst, Risk Management of Islamic Finance Instruments, Chapter in Bloomsbury Publishing :Islamic Finance : Instruments and Merkets, Bloomsbury Information Ltd, United Kingdom, 2010**.

أوضح الباحث أن المشتقات الإسلامية قليلة في الدول الإسلامية. وأرجع ذلك إلى حقيقة أن توافق معاملات سوق رأس المال مع الشريعة الإسلامية يتطلب تطوير هياكل متوافقة مع الشريعة التي تضمن التأكد من التزامات الدفع عند المطالبات الطارئة على الأصول ذات الخصائص غير القابلة للتغيير. كما أكد أنه على الرغم من القيود الدينية، تمكن التمويل الإسلامي من ابتكار منتجات قريبة للمشتقات التقليدية. وعرض كل من مبادلات العملات الإسلامية، ومبادلات معدل الربح الإسلامية. كما لخص الاعتراضات الرئيسية لعلماء الشريعة التي تتحدى جواز المشتقات بموجب الشريعة الإسلامية.

2- **Noriza Binti Mohd Saad et al, Performance of Crude Palm Oil and Crude Palm Kernel Oil Futures in Malaysian Derivatives Market, Journal of Business & Management Volume 2, Issue 1, 2013.**

بحثت هذه الدراسة في أداء عقدين هما مستقبليات زيت النخيل الخام وعقود زيت نواة النخيل الخام في سوق المشتقات الماليزية. تم تحليل آثار تسوية العقد، وحجمه، والفائدة المفتوحة باتجاه السعر لكلا العقدين المتداولين. وتم استخدام البيانات الثانوية، والتي تم جمعها من بلومبرج وبورصة ماليزيا لـ 1296 مشاهدة خلال الفترة بين عامي 2006 و2010. وقد أظهرت النتائج؛ أن المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة لها علاقة قوية. ويشير الانحدار إلى وجود علاقة قوية بين سعر العقد المستقبلي والفائدة المفتوحة وحجم التداول والتسوية النقدية. كما أظهرت النتائج أيضا أن تنفيذ أسعار وحجم التداول لمستقبليات زيت النخيل الخام يتم بشكل أفضل مقارنة بعقود مستقبليات زيت نواة النخيل الخام المتداولة في بورصة ماليزيا.

3- **You-How Go, Evaluating the Hedging Effectiveness in Crude Palm Oil Futures Market:A Bivariate Threshold GARCH Model, The Empirical Economics Letters, Volume 13, Issue 11, November 2014.**

بحثت هذه الدراسة في ما إذا كان هناك تغير كبير في فعالية التحوط في سوق عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام خلال الفترة من جانفي 1986 إلى أكتوبر 2010. و يرى الباحث أن تقلبات الأسواق الفورية وعقود المستقبليات لا تتشابه مع مرور الوقت، لذلك فإن كلا السوقين يعرضان نقل معلومات غير متماثل. وأظهرت النتائج أنه تم العثور على نموذج VAR(16)– Threshold(1)–GARCH(1,1) ليكون نموذجا مناسبا لالتقاط امتداد التقلب بين السوقين. كما أظهرت نسبة التحوط المتغيرة بمرور الوقت تقلبا كبيرا خاصة خلال الأزمة المالية الآسيوية 1997–1998، تليها الأزمة المالية العالمية في عام 2008. وأشار الباحث أنه من الضروري دمج امتداد التقلب في معادلات التباين والتباين الشرطي لضمان دقة التقدير.

4- **Tze San Ong zt al, Hedging Effectiveness of Crude Palm Oil Futures Market in Malaysia, World Applied Sciences Journal, Volume 19, Issue 04, 2012.**

بحثت هذه الدراسة في فعالية التحوط لسوق العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام والتي تم تداولها تحت بورصة ماليزيا للمشتقات من جانفي 2009 إلى جوان 2011. باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لحساب نسبة التحوط الدنيا للتباين وفعالية التحوط باستخدام البيانات اليومية لسعر تسوية العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام والسعر الفوري لزيت النخيل الخام. وأشارت النتائج القياسية إلى أن أعلى نسبة تحوط قد سجلت في فيفري 2009 والمقدرة بـ 66.76% ، بينما سجلت أدنى نسبة تحوط في جويلية 2010 بنسبة 35.71٪. وأشار الباحثون أن فعالية التحوط في سوق العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام في ماليزيا تظهر مستوى منخفض من فعالية التحوط، وهذا نتيجة إلى أن السعر الفوري لزيت النخيل الخام في ماليزيا مستقر ومتسق نسبيا خلال الفترة من 2009 إلى 2011.

5- **R. M. Marzuki, et al, Analysis of Malaysia's single stock futures and its spot price, pertanika journal of science and technology, Volume 25, 2017.**

في هذه الدراسة تم استخدام طرق إحصائية مختلفة لتحليل مستقبليات السهم الواحد في بورصة ماليزيا، وعوائدها الموضعية، وهي اختبار جذر الوحدة، واختبار التكامل المشترك لـ Johansen و Juselius، واختبار سببية جرانجر، اختبار تحليل التباين، نموذج VAR، نموذج VECM، ونموذج GARCH. وقد شملت هذه الدراسة مستقبليات السهم الواحد وعوائد الأسهم الخاصة بها لثماني شركات مدرجة في بورصة ماليزيا. ووجدت أن Berjaya Sports Toto Bhd و Genting Bhd ليس لهما علاقة سببية طويلة أو قصيرة المدى. في حين

انخفضت تقلبات العوائد الفورية لشركة AirAsia Bhd وAMMB Holdings Bhd بعد إدخال مستقبليات السهم الواحد؛ بينما زادت التقلبات في الشركات الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، فإن العائد المستقبلي لشركة AMMB Holdings Bhd فقط لم يؤثر على عائده الفوري. بينما تقود العوائد الفورية لشركتي Bursa Malaysia Bhd وRHB Capital Bhd عوائدها المستقبلية للإنخفاض.

الدراسات التي تناولت صناديق التحوط الإسلامية:

6- Siddiqi A, Hrubi P., Islamic investment funds versus hedge funds, GRIN Verlag, Germany, 2008

لم نجد دراسات تحدثت بشكل صريح عن صناديق التحوط الإسلامية، ولكن هذه الدراسة كانت أقرب ما وجدناه للموضوع. يناقش الكتاب الذي هو في الأصل مذكرة ماجستير، صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق التحوط وقد حاول الباحثان توفير نظرة حول ما إذا كان باستطاعة صناديق الاستثمار الإسلامية اللحاق بصناديق التحوط التقليدية ؟ ولهذا تقارن الأطروحة بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق التحوط على أساس عوامل مختلفة، في محاولة تبيان مزايا وعيوب كل منهما، والاختلافات وأوجه التشابه بين الاثنين. وقد توصل الباحثان إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية توفر مجموعة كبيرة من المزايا تمكنها من التفوق في الأداء على صناديق التحوط، على الرغم من قيود الاستثمار بموجب الشريعة الإسلامية، كما أوضحا أن الفرق الرئيسي بينهما هو أن الاستثمارات الإسلامية توفر مزيدا من التحكم في المخاطر من خلال الترتيبات التعاونية. غير أن الباحثان لم يتطرقا مطلقا إلى صناديق التحوط الإسلامية.

7- Dewi M K and Ferdian I R, Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia, Journal of Applied Economics & Business Research, Volume 2 Issue 1, 2012.

تقيس هذه الدراسة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في إندونيسيا وماليزيا، باعتبارهما دولتان تتمتعان بأسواق مالية إسلامي متنامية. بعد اختيار صناديق الاستثمار الإسلامية التي تتوفر عوائدها اليومية على مدى فترة لا تقل عن ثلاث سنوات، من 1 يناير 2006 إلى 31 أبريل 2009. تم جمع 10 صناديق استثمار إندونيسية إسلامية و14 صندوق استثمار ماليزي إسلامي. استخدم الباحثون خمسة أدوات قياس وهي: مؤشرات Sharpe وTreynor وJensen، بالإضافة إلى منهجية Snail Trail ونموذج توقيت السوق. وجدت الدراسة أن السوق المالية الماليزية الإسلامية تتفوق على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية الإندونيسية حتى في فترة الأزمة الاقتصادية العالمية. كما توصلت هذه الدراسة إلى أن قدرة توقيت السوق لمديري الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية في البلدين لا يمكن أن تزيد من عوائد الصناديق ككل.

8- **Mansor F and Bhatti M. I, Risk and Return Analysis on Performance of the Islamic mutual funds: Evidence from Malaysia, Global Economy and Finance Journal, Volume 4. Issue. 1. March 2011.**

استخدمت الدراسة العوائد الإجمالية الشهرية لتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في ماليزيا، من عام 1996 إلى عام 2009. وتتكون عينة الدراسة من إجمالي عوائد 128 صندوقاً إسلاميا و 350 صندوقاً تقليديا، وقد أظهرت النتائج كان أداء كلا من الصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية أفضل من أداء محفظة السوق خلال الفترة. ومع ذلك، فإن صناديق الاستثمار الإسلامية توفر عوائد أقل قليلاً مقارنة بمثيلاتها التقليدية. وكشفت النتائج أن صناديق الاستثمار الاسلامية أكثر خطورة من نظيرتها التقليدية.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الدراسات السابقة نشير أن هذه الدراسة تتفق مع الدراسات السابقة في موضوعها الرئيس وهدفها العام إلا أنها تختلف عنها في عدة جوانب تمثل الفجوة العلمية التي تعالجها هذه الدراسة، ولعل من المناسب أن ندرجها في النقاط التالية:

- تعالج هذه الدراسة موضوع التحوط في الأسواق المالية الإسلامية، بينما هناك عدد معتبر من الدراسات التي تناولت التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية.
- تناقش هذه الدراسة حالات عملية للمشتقات المالية الإسلامية الموجودة حاليا، والتي لم تنل كفايتها من التحليل والمناقشة بسبب تركيز معظم الدراسات حول المخالفات الشرعية التي تحملها المشتقات التقليدية وكيفية تكييفها لتوافق الشريعة الإسلامية.
- تقوم هذه الدراسة بقياس نسبة التحوط وفعالية التحوط لمشتقات مالية إسلامية، حيث استعملت هذه الدراسة كل النماذج المتاحة والموجودة لقياس نسبة التحوط لمستقبليات السهم الواحد الإسلامية ومستقبليات السلع الإسلامية في السوق المالية الماليزية . كما تم استخدام نماذج متقدمة من Multivriate GARCH مثل GO GARCH و O-GARCH.
- تتناول هذه الدراسة صناديق التحوط الإسلامية صراحة، مبرزة استراتيجياتها، أهدافها وحجم الصناعة والتوزيع الجغرافي لصناديق التحوط الإسلامية عبر العالم.

صعوبات البحث:

لقد واجهتنا صعوبات، واصطدمنا ببعض العوائق التي يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- عدم توفر البيانات من أجل الجانب التطبيقي، فمثلا عكفنا على جمع أسعار مستقبليات السهم الواحد الإسلامية من الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا أولا بأول منذ ماي 2017، وذلك راجع لعدم توفرها في المواقع العالمية المجانية. كما أننا حاولنا شراءها من بورصة ماليزيا، من أجل زيادة حجم العينة ورفع دقة النتائج، لكن تكلفة السنة الواحدة كانت جد مرتفعة للعقد المستقبلي الواحد، في حين نحتاج إلى أسعار التسوية لثلاثة عقود مستقبلية. وقد أرسلنا طلبات عديدة لمسؤولي البورصة من أجل الحصول على تخفيض على البيانات المراد شراؤها، لكن قوبلت بالرفض.
- صعوبة الاقتصاد القياسي المالي، ولاسيما بعض النماذج المعقدة مثل Multivriate GARCH.
- لاستيفاء متطلبات الجانب القياسي كان علينا إتقان أربعة برامج إحصائية، وذلك من أجل الوصول بالبحث إلى أفضل النماذج وأدق النتائج.
- تضارب الآراء حول أدوات التحوط الإسلامية، وخاصة المشتقات المالية. وعدم وجود تقييم شرعي صادر من هيئات رسمية، فكل البحوث الموجودة حولها عبارة عن اجتهادات شخصية لأصحابها. في حين لا توجد بحوث تتناول صناديق التحوط الإسلامية بشكل واف.

خطة البحث:

ينقسم هذا البحث إلى جانبين أحدهما نظري ويشمل أربعة فصول توضح المخاطر والتحوط من وجهة نظر اسلامية، والآخر تطبيقي قياسي يضم فصلين يقيسان قدرة المنتجات المتوافقة مع الشريعة على التحوط من المخاطر في السوق المالية الماليزية. ويمكن إيجاز محتويات الفصول كما يلي:

الفصل الأول: يتناول مدخل تمهيدي للمخاطر المشروعة التي يمكن التحوط منه، طبيعتها ثم أنواعها، لكن قبل ذلك كان لا بد من توضيح مبادئ التمويل الإسلامي وصيغه، لنتمكن لاحقا من توضيح كل من المخاطر الائتمانية والمخاطر السوقية والمخاطر التشغيلية إضافة إلى مخاطر عدم الإلتزام في التمويل الإسلامي، لنخصص المبحث الأخير لكيفية إدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدة.

الفصل الثاني: خصصنا هذا الفصل للإحاطة بكل ما يتعلق بمفهوم التحوط من وجهة نظر الاسلام، ثم انتقلنا لتفصيل آليات التحوط في التمويل الاسلامي من تحوط اقتصادي، تحوط تعاوني وتحوط تعاقدي والتحوط من خلال الجمع بين عقدين، لنختتم الفصل بإيضاح دور التصكيك كآلية للتحوط.

الفصل الثالث: بدأنا بتقديم ماهية السوق المالية الإسلامية وأهم أدواته، كي نتمكن بعدها من شرح دور الصناديق الإسلامية في هذه السوق، وقبل أن نتطرق لصناديق التحوط الإسلامية كان لابد من التعرف على صناديق الاستثمار الإسلامية، باعتبار صناديق التحوط الإسلامية هي نوع من أنواعها.

الفصل الرابع: تم تخصيصه للحديث عن المشتقات المالية الإسلامية ودورها التحوطي، أين تم تقسيم الفصل إلى ثلاث محاور كبرى، تتمثل في أنواع المشتقات وهي المستقبليات والخيارات والمبادلات. وفي كل محور حاولنا التطرق للمفهوم والأنواع، الدور التحوطي والتقديم الشرعي، لنختتم كل محور بعرض حالة عملية لمشتقات إسلامية يتم حاليا التعامل بها في الصناعة المالية الإسلامية.

الفصل الخامس: يمثل الجانب التطبيقي المتعلق بصناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا، أين بدأنا بتقديم السوق المالية الماليزية، ثم بإلقاء نظرة على صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا مرورا بالصناديق الإسلامية الماليزية، في المحور الثالث تناولنا منهج قياس أداء صناديق التحوط الاسلامية في ماليزيا، والممثل في كل من طريقة العائد غير المعدل للمخاطر، ثم طريقة العائد المعدل للمخاطر مستخدمين نسبة شارب، نسبة ترينور ونسبة مودغلياني- مودغلياني، ثم تناولنا كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد، ونموذج توقيت السوق مع شرح البيانات المقطعية التي تم استخدامها لتقدير النموذجين الأخيرين. أما في المحور الأخير فتم عرض نتائج الدراسة القياسية.

الفصل السادس: يمثل الجانب التطبيقي المتعلق بالمشتقات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية، والمتمثلة في مستقبليات زيت النخيل الخام، مستقبليات زيت نواة النخيل الخام، ومستقبليات السهم الواحد الإسلامية، فبعد عرض وتقديم كل نوع وكيفية استخدامه في التحوط، قمنا بشرح النماذج التي سوف نستعملها في الدراسة القياسية من أجل حساب نسبة التحوط وفعالية التحوط والمتمثلة في: طريقة المربعات الصغرى، نموذج الانحدار الذاتي، نموذج شعاع تصحيح الخطأ، نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية الموزعة، وأخيرا نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس، أما في المحور الأخير فيتم عرض نتائج الدراسة القياسية.

الفصل الأول:
إدارة المخاطر في التمويل الاسلامي

تمهيد:

إن المؤسسات المالية الإسلامية تواجه نوعين من المخاطر أثناء إجراء عملياتها: مخاطر مماثلة للمؤسسات التقليدية، ومخاطر فريدة ومحددة ناتجة عن التصميم التعاقدي للأدوات بناء على مبادئ التمويل الاسلامي والبنية التحتية للسيولة والحوكمة القانونية الشاملة. وتظهر هذه المخاطر الفريدة نتيجة تقاسم الخسائر، أو المضاربة والمشاركة، أو تنشأ بسبب متطلبات معينة ضرورية للامتثال لمبادئ الشريعة، ويأتي تحقيق الربح في المرتبة الثانية بعد الالتزام بالشريعة الإسلامية. كما يحدد تحريم الفائدة نوع وطبيعة الأدوات التي يمكن أن تستخدمها المؤسسات المالية الإسلامية والمخاطر المرتبطة بها. وبناء عليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المحاور التالية:

المبحث الأول : مبادئ التمويل الإسلامي.

المبحث الثاني: المخاطر في التمويل الإسلامي.

المبحث الثالث: إدارة المخاطر في التمويل الاسلامي.

المبحث الأول: مبادئ التمويل الإسلامي

التمويل الإسلامي هو نظام مالي يعمل وفقًا للشريعة الإسلامية، يضم التمويل الإسلامي المصارف وأسواق رأس المال وإدارة الصناديق وشركات الاستثمار وشركات التأمين تماما مثل الأنظمة المالية التقليدية. ولكن تخضع كل هذه الكيانات لمبادئ الشريعة الإسلامية ، والتي سيتم توضيحها في هذا المحور بعد التطرق إلى مفهوم التمويل الإسلامي.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل الإسلامي

إن للمال في الإسلام وظيفة اجتماعية ذات أبعاد واسعة إلى جانب وظيفته الاقتصادية. فهو يعتبر وسيلة للحياة الكريمة للإنسان في الدنيا وسببا لفوزه في الآخرة، لا غاية في حد ذاته. لذلك وضع الإسلام ضوابط لكسبه وإنفاقه[1]. سنحاول في هذا العنصر الوقوف على مفهوم التمويل في الإسلام.

أولا: التمويل لغة

- جاء في القامو س المحيط: التمويل مشتق من المال، يقال تَمولْتَ واستَمْلَتَ كثُر مالك. ومولَه غيره ومْلْتَه بمعنى أعطيته المال[2].
- وفي لسان العرب: وَمِلْتَ بعدنا تَمالُ ومْلْتَ وتَمولْتَ، كلَه كثر مالك. ويقال تَمولَ فلان مالا إذا اتخذ قنية. ومنه قول النبي صلى الله عليه وسلم: "فليأكل منه غير متمول مالا، وغير متأثل مالا." والمعنيان متقاربان[3].

ثانيا: التمويل اصطلاحا

- التمويل هو توفير المال اللازم للاستثمار بغض النظر عن تعدد مصادر هذا التمويل سواء التمويل الذاتي أو الخارجي. أي يختص بدراسة كل ما يتعلق برؤوس الأموال[4].
- التمويل: هو دراسة كيفية حصول الأفراد والمؤسسات والحكومات على الموارد المالية ثم إنفاقها وإدارتها. إن فهم التمويل مهم لمعرفة الآثار المالية للقرارات التجارية والاقتصادية (قرار الإنفاق أو الاستهلاك الآن بدلاً من الإنفاق أو استهلاك المزيد في المستقبل)[1].

---

[1] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، نشر جمعية التراث، غرداية، الجزائر، 2002، ص.25.

[2] الفيروز آبادي، القاموس المحيط، الطبعة الثالثة، القاهرة، المطبعة المصرية، الجزء الرابع، 1933، ص. 52.

[3] ابن منظور، لسان العرب، الطبعة الأولى، دون مكان نشر: دار إحياء التراث للطباعة والنشر والتوزيع، المجلد السادس، 1981، ص. 4300.

[4] حسين محمد سمحان، أحمد عارف العساف، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل الإسلامي والتقليدي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص.38.

ثالثا: التمويل شرعا

التمويل من منظور إسلامي لا يختلف عن المفهوم التقليدي إلا بوضع ضوابط نابعة من الشريعة الإسلامية لوسائل الحصول على الأموال واستثمارها.

- ❖ التمويل الإسلامي هو نظام مالي قائم على العقيدة وأسسه منصوص عليها في الشريعة الإسلامية ومبادئ الاقتصاد الإسلامي. لأن المعرفة الأصلية لهذا النظام مشتقة من مصدر إلهي وهو القرآن الكريم الذي حل محل الأساليب العلمية والقرارات البشرية. تؤكد المبادئ التوجيهية للتمويل والمصارف الإسلامية على العدل والتعاون والأخلاق والصالح العام للمحيط والمجتمع، وليس فقط زيادة الربح[2].
- ❖ يمكن تعريف التمويل الإسلامي على أنه التطبيق العملي للمبادئ القانونية والاقتصادية المتدفقة من الشريعة الإسلامية، والتي تؤكد خضوع المرء لإرادة الله. ويشير التمويل الإسلامي إلى تطبيق القانون الإسلامي في إدارة الأموال ويغطي الأنشطة الاقتصادية التي تؤدي وظيفة الوسيط وتحويل المخاطر مثل التمويل التقليدي ولكنها تعمل بدون فائدة (ربا) وقائمة على الأصول الحقيقية وحقوق الملكية، والامتناع عن المخاطرة التي تصل إلى حد القمار أو إظهار درجة مفرطة من عدم اليقين (الغرر)[3].
- ❖ يعرف أيضا بأنه: تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الإسترباح من مالكها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية[4].

من خلال ما سبق يمكن تعريف التمويل الإسلامي بأنه النظام المالي المتوافق مع الشريعة الإسلامية من حيث: مصدر الأموال، الأنشطة الممولة، كيفية تحقيق الأرباح وصيغة التعاقد. يمكن التعرف على هذا النظام المالي الفريد القائم على الدين وفهمه بشكل أفضل من خلال توضيح مبادئه وضوابطه في العنصر الموالي.

المطلب الثاني: مبادئ التمويل الإسلامي

مبادئ التمويل الإسلامي هي التي تحكم العمليات التمويلية عبر صيغ مختلفة، وهي مستنبطة من فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية، وسنركز في هذا العنصر على أهم المبادئ التي تميز التمويل الإسلامي عن التمويل التقليدي.

---

[1] Melicher R.W and Norton E.A., Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management, 16th Edition, United States of America, John Wiley & Sons Inc, 2017, p.5.

[2] Habib S.F., Fundamentals of Islamic finance and banking, United Kingdom, John Wiley & Sons Ltd, 2018 p.3.

[3] Hajjar M., Islamic Finance in Europe: A Cross Analysis of 10 European Countries, Switzerland, Springer, 2019, p.2.

[4] منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي (تحليل فقهي واقتصادي)، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة،2003 ، ص. 12.

الفرع الأول: تحريم الربا

أولا: تعريف الربا

1. **الربا لغة:** ربا الشيء يربو، ربوًّا ورباء أي زاد ونما. وأربيته بمعنى أنميته.[1] والربا تفيد النماء، والزيادة في الشيء، وارتفاعه، ومنه قوله تعالى: ﴿ فَإِذَا أَنْزَلْنَا عَلَيْهَا الْمَاءَ اهْتَزَّتْ وَرَبَتْ﴾[2].
2. **الربا شرعا:** يعرفه ابن كثير أنه الزيادة على أصل المال من غير عقد تبايع. وعرفه العيني بأنه فضل مال بالعوض في معاوضة مال بمال[3]. كما يعرف أيضا: بأنه زيادة مشروطة في دين بسبب الأجل. أي أن الربا في الشريعة هو زيادة فوق مقدار الدين، سواء كانت هذه الزيادة عند استحقاق الدين بسبب تأجيله إلى استحقاق جديد مع شرط الزيادة، أم كانت زيادة في مقدار الدين الذي ينشأ عند منح قرض بسبب الزمن بين تاريخ القرض وتاريخ سداده[4].

حيث أن التمويل بدلا من أن يكون عاملاً مساعداً لزيادة الدخل وتحقيق الرفاهية، أصبح في ظل نظام الربا عبئا عليه وسببا لتدهور المستوى المعيشي، وبدلا من أن يكون التمويل خادما للنشاط الاقتصادي أصبح النشاط لاقتصادي خادماً للتمويل[5].

ثانيا: أنواع الربا

1. **ربا النسيئة:** النسيئة لغة هي التأخير والتأجيل، وربا النسيئة هو الزيادة في المال الواجب في الذمة مقابل الأجل أي أن محله يكون في عقود القروض والديون، وهو الربا السائد في الأسواق والمنتشر في عصرنا الحاضر. وينقسم ربا النسيئة بدوره إلى قسمين:[6]
2. **ربا القروض:** هو الزيادة المشروطة عند بداية القرض التي يطلبها المقرض من المقترض سواء كانت الزيادة ثابتة المقدار أو متغيرة بحسب المبلغ كما يعرف اليوم في الفائدة على القرض التي تحدد بنسبة مئوية سنوية. ذلك أن الأصل في عقد القرض أن يرد بمثله، وأي زيادة تعتبر من النفع المحرم.

---

[1] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.1572.
[2] سورة فصلت، الآية 39.
[3] نقلا عن: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، العلة الاقتصادية لتحريم ربا النسيئة والفضل، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي، المجلد52، العدد2، 2012، ص ص.43-44.
[4] منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، الطبعة الأولى، كوالالمبور، ماليزيا، 2011، ص. 211.
[5] سامي السويلم، حقيقة التمويل الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، المركز العالي للمهن الإدارية والمالية، طرابلس، 29-30 جوان 2008، ص.3.
[6] عز الدين خوجة، المدخل العام للمعاملات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الامتثال للمالية الإسلامية، تونس، 2013، ص.134.

3. **ربا الديون:** هو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير تأجيل الدين بعد حلول أجله أي عند تأخير السداد، وقد يكون الدين عن قرض أو ثمن مبيع، أي أن محله يكون في عقود المداينات كالقروض والبيوع الآجلة. وتسمى هذه العملية جدولة الدين. وكان الدائن في الجاهلية يقول للمدين الذي يحل أجل سداد دينه: زدني أنظرك أي زد الدين أمنحك مهلة. وهذا محرم لقوله تعالى:﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَى مَيْسَرَةٍ﴾[1].

4. **ربا البيوع:** ربا البيوع هو الذي جاء تحريمه في السنة السابعة للهجرة. فقد قال الرسول عليه الصلاة والسلام: الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلا بمثل، سواء بسواء، يدا بيد.

الفرع الثاني: تحريم الغرر

- **الغرر لغة:** غره يغره غرا وغرورا وغرة فهو مغرور وغرير: بمعنى خدعه وأطمعه بالباطل. والغرر هو الخطر، يقال غرر بنفسه وماله تغريرا وتغرة أي عرضهما للهلكة من غير أن يعرف[2].
- **الغرر في الفقه:** هو مالا يعرف مآله لجهالة حول حقيقة وجوده أو لجهالة صفاته الأساسية. أي أن الغرر إذا اتصفت به سلعة فمعنى ذلك أن صفاتها الأساسية المؤثرة في ثمنها والانتفاع بها غير معلومة، أو أن هناك شك في أصل وجود هذه السلعة أو عدم وجودها[3]. وقد تعددت عبارات الفقهاء في تعريف الغرر لاختلافهم فيما يتحقق به الغرر وتتجه التعريفات الفقهية نحو ثلاث اتجاهات:[4]

أولا: يجعل الغرر مقصورا على ما لا يدري أيحصل أم لا يحصل ويخرج عنه المجهول، بمعنى الغرر هو الشك في وجود المبيع.

ثانيا: يجعل الغرر مقصورا على المجهول، ويخرج عنه ماشك في حصوله، بمعنى الغرر في البيع هو ما لا يدري فيه المشتري ما اشترى، أو البائع ما باع.

---

[1] سورة البقرة، الآية 280.
[2] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.3232.
[3] منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.141.
[4] الصديق محمد الأمين الضرير، الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 1993، ص.11.

ثالثا: الجمع بين الاتجاهين السابقين. فيجعل الغرر شاملا لما لا يدري حصوله وللمجهول. الغرر ما يكون مستور العاقبة، وهو رأي أكثر الفقهاء.

الفرع الثالث: الالتزام بقاعدتي الغنم بالغرم والضمان بالخراج

تعتبر قاعدة الخراج بالضمان من أهم قواعد الفقه الإسلامي عموما، وقواعد الضمان خصوصا، وهي من أعمق القواعد جذورا في الفقه الإسلامي، وهذه القاعدة بمثابة الركيزة الأساسية التي ينبني عليها الاستثمار المالي. لفهم هذه القاعدة وجب توضيح كل من:

- ❖ الغرم: هو ما يلزم المرء لقاء شيء، من مال أو نفس.
- ❖ والغنم: هو ما يحصل له من مرغوبه من ذلك الشيء.

ومعناه أن: التكاليف والخسارة التي تحصل من الشيء تكون على من ينتفع به شرعا؛ أي: إن من ينال نفع شيء يجب أن يتحمل ضرره[1]. وهذه القاعدة لها فروع فقهية كثيرة جداً، ويتفرع عليها قاعدة مهمة، وهي قاعدة: الخراج بالضمان.

- ❖ خراج الشيء: هو الغلة التي تحصل من الشيء إذا كانت منفصلة عنه، وغير متولدة منه، ككسب العبد، وسكنى الدار، وأجرة الدابة، ومنافع الشيء.
- ❖ الضمان: هو التزام بتعويض مالي عن ضرر للغير، و"الخراج بالضمان " أي بمقابلة دخوله في ضمان من سلم له خراجه، هو لم يدخل في ضمانه لم يسلم له خراجه، وقد نهى رسول الله – صلى الله عليه وسلم– عن ربح ما لم يضمن[2]. معنى هذه القاعدة:" أن خراج الشيء يستحقه من يكون هلاك ذلك الشيء على يده، وبعبارة أوضح من يضمن شيئا إذا تلف يكون ضمانه وحسابه في مقابل الضمان "نفع ذلك الشيء له في مقابل ضمانه حال التلف[3].

تنطبق القاعدة خاصة على استحقاق الربح فهناك فوق الجوهري بين الأجر والربح. فالأجر هو بيع للمنفعة ويستحق بمجرد تقديم هذه المنفعة أما الربح فيعتمد على المخاطرة فإذا دخل عنصرا من عناصر الإنتاج إلى العملية الإنتاجية على أساس المشاركة في الربح الناتج لا على أساس الأجرة فعليه أن يقبل المخاطرة بمعنى ان يضمن ما قد يحدث من نتائج سلبية ويتحملها مقابل استحقاقه لنصيب من الربح إذا تحققت وهذا هو معنى الغنم بالغرم أي المشاركة

---

[1] محمد مصطفى الزحيلي، القواعد الفقهية وتطبيقاتها في المذاهب الأربعة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2006، ص.543.

[2] رواه الطبراني عن حكيم بن حزام رضي الله عنه؛ ورمز السيوطي إلى حسنه.

[3] زكي أحمد، القاعدة الفقهية الخراج بالضمان دراسة تأصيلية تطبيقية، مجلة قبس للدراسات الإنسانية والاجتماعية، المجلد03، العدد02، 2019، ص. 319.

في أخذ الغنم إذا حصل لابد ان يكون مقابلا يتحمل الغرم والخسارة اذا حدثت وهذا هو معنى الحديث الشريف الخراج بالضمان[1].

الفرع الرابع: استثمار المال في الطيبات والابتعاد عن المحرمات

إن من أهم الضوابط التي وضعها الإسلام لاكتساب المال أو انفاقه الإلتزام بالطيبات والابتعاد عن الخبائث والمحرمات، قال تعالى:﴿ وَيُحِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَيُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبَائِثَ ﴾[2].

إن استباحة ما حرم الله يمحق المال وبركته ويعيق نموه واستثماره، ويؤدي التعامل به إلى انتشار الفقر والبطالة وتفشي الأزمات التي تهدد الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، في حين يؤدي التعامل بالحلال إلى ضبط كافة المعاملات وفق شريعة الله، ويحقق الاستقرار والثبات وزيادة الأعمال وارتفاع الأرباح ونمو رأس المال وتزكيته[3].

أولا: الالتزام بالأخلاق السامية في الإسلام

يتفق أغلب المفكرين في الإسلام على ضرورة ارتباط القيم الأخلاقية التي دعا إليها الإسلام في المعاملات وأنها الضمان الوحيد لنجاح هذا النشاط، ولا يمكننا في هذا الصدد أن نشير إلى كل هذه القيم والأخلاق التي حث عليها الإسلام ولكن سوف نشير إلى أهمها والتي لها ارتباط مباشر بالحياة الاقتصادية للمسلم:[4]

1. **التخلي عن الاحتكار:** الاحتكار هو منع الشيء وحبسه ليقل بين الناس فيغلو سعره ويصيبهم بذلك الضرر، وقد نهى الإسلام عن الاحتكار لما فيه من جشع وطمع وتضييق على الناس. وجاء النهي عن الاحتكار في العديد من الأحاديث النبوية، نذكر منها قول رسول الله صلى الله عليه وسلم: (من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغليه كان حقا على الله أن يعقده بعظم من نار يوم القيامة) [5].
2. **الاعتدال في الإنفاق:** حيث يجب على المسلم ألا يبالغ في اقتصاد المال فذلك شح وتقتير وألا يسرف في انفاقه فذلك ترف وتبذير وكلاهما منهي عنه، بل يجب عليه الاعتدال بينهما. يقول الله تعالى في وصف المؤمنين: ﴿وَالَّذِينَ إِذَا أَنْفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا﴾[6].

---

[1] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص55.
[2] سورة الأعراف، الآية 157.
[3] بورقبة شوقي ، التمويل في البنوك الإسلامية والتقليدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2013، ص.42.
[4] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 52-55.
[5] رواه مسلم والترمذي وأبو داوود.
[6] سورة الفرقان، الآية 67.

3. **الابتعاد عن الغش:** وهو استعمال الحيلة والخداع في البيع وغيره من المعاملات المالية قصد تحقيق مكاسب مادية أو معنوية. قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: من غشنا فليس منا[1].

ثانيا: عدم مزاولة البيوع المنهي عنها في الإسلام

إضافة إلى الغرر الذي تم تعريفه سابقا هناك أنواع من البيوع أو المبادلات التي بين الإسلام ضرورة التخلي عنها نظرا لما تفضي إليه من نزاع أو لما فيها من ظلم لأحد الطرفين:

1. **بيع النجش:** هو الزيادة في ثمن سلعة ممن لا يريد شراءها، ليقع غيره فيها. عن عبد الله بن أبي أوفى رضي الله عنهما أن رجلاً أقام سلعة في السوق فحلف فيها لقد أعطى بها ما لم يعطه ليوقع فيها رجلاً من المسلمين، فنزلت:﴿إِنَّ الَّذِينَ يَشْتَرُونَ بِعَهْدِ اللَّهِ وَأَيْمَانِهِمْ ثَمَنًا قَلِيلًا أُولَئِكَ لَا خَلَاقَ لَهُمْ فِي الْآخِرَةِ وَلَا يُكَلِّمُهُمُ اللَّهُ وَلَا يَنْظُرُ إِلَيْهِمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ وَلَا يُزَكِّيهِمْ وَلَهُمْ عَذَابٌ أَلِيمٌ﴾.[2]
2. **بيع الكالئ بالكالئ:** الكالئ في اللغة معناه المؤخر، روى ابن عمر رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم (نهى عن بيع الكالئ بالكالئ) وقال: (هو النسيئة بالنسيئة). والكالئ هو الدين، وسمي بذلك لأنه متأخر، لتأجيل تسليمه عند العقد. وبيع الكالئ بالكالئ هو بيع الدين بالدين. والحكمة في المنع من بيع الدين بالدين هي وجود الغرر، لأن الدائن لا يقدر على تسليم المعقود عليه لأنه في الذمة. والغرر هنا كثير لأن البدلين (المبيع والثمن) دينان في الذمة. ولذلك اشترط في بيع السلم تعجيل الثمن ليبقى المؤجل هو المبيع فقط.
3. **بيع الرجل على بيع أخيه:** عن ابن عمر رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: (لا يبع بعضكم على بيع بعض). بيع المسلم على بيع أخيه وسومه على سومه منهي عنه ويقصد به أن يأمر المشتري قبل لزوم العقد أي في زمن الخيارين خيار المجلس وخيار الشرط بالفسخ ليبيعه أو يعرض عليه عند ذلك مثل السلعة بثمن أقل، وأما السوم على السوم فهو الزيادة في الثمن من شخص آخر بعد تراضي المتبايعين، أو أن يعطي شخص آخر ذو وجاهه أو تأثير على البائع ثمنا مساويا للثمن الذي اعطاه الأول فيباعه عليه لوجاهته وتأثيره[3].

---

[1] رواه مسلم.
[2] سورة آل عمران، الآية 77.
[3] علي بن عباس الحكمي، البيوع المنهي عنها نصا في الشريعة الإسلامية وأثر النهي فيها من الحرمة والبطلان، 1990، ص ص.178-179.

ثالثا: تحريم الاكتناز وأداء حقوق الله والمجتمع في المال

يعرف الاكتناز فقهيا بأنه منع الانفاق وحبس المال عن الإنفاق في سبيل الله، وسبيل الله هو النفع العام والخير والمصلحة العامة. ويرى جمهور الفقهاء أن المال المكتنز هو ما بلغ النصاب أي نصاب الزكاة ولم تؤد زكاته وهو مذهب جمهور الصحابة.[1] وجاء تحريم الاكتناز في قوله تعالى:﴿ وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ يَوْمَ يُحْمَى عَلَيْهَا فِي نَارِ جَهَنَّمَ فَتُكْوَى بِهَا جِبَاهُهُمْ وَجُنُوبُهُمْ وَظُهُورُهُمْ هَذَا مَا كَنَزْتُمْ لِأَنْفُسِكُمْ فَذُوقُوا مَا كُنْتُمْ تَكْنِزُونَ﴾[2] . واستدل المفسرون بأن الآية تشمل جميع أنواع المال بما فيها الذهب والفضة لأن الله تعالى قال: " ولا ينفقونها" ولم يقل ولا ينفقونهما.

رابعا: استمرار الملك لصاحبه

استحقاق الربح لرب المال في المضاربة والمزارعة والمساقاة إنما يرتبط باستمرار ملكه، فهو كمالك يستحق الربح لأن الربح نماء لماله[3]. وقد ترتب على مبدأ استمرار الملك في نظر الفقهاء نتيجتين هامتين هما: [4]

1. إن رب العمل في المضاربة وكذلك الشريك الذي لا يقدم عملا في شركة العنان كلاهما يستحق الربح بسبب استمرار الملك، لأن نصيبه في الربح يبقى قائما بسبب ملكه لرأس المال كله أو لجزء منه.
2. إن الخسارة إذا وقعت فهي نقصان في الملك، لذلك يجب أن يتحملها المالك وحده، ففي المضاربة يتحملها رب المال وحده ولا يقع منها على الشريك المضارب بعمله، وكذلك في شركة العنان فإن الخسارة توزع حسب حصص الشركاء في رأس المال بغض النظر عما اتفقوا عليه في كيفية توزيع الربح، ودون أي اعتبار لمدى مساهمة أحد الشركاء في الإدارة.

خامسا: ارتباط التمويل بالاقتصاد الحقيقي

تنشأ الحاجة للتمويل إذا وجدت مبادلة نافعة لكنها متوقفة بسبب غياب المال اللازم لإتمامها. وبناء على هذا الأساس نجد أن جميع أساليب التمويل في الشريعة الإسلامية ترتبط ارتباطاً مباشراً بالنشاط الحقيقي. فالبيع الآجل والسلم والإجارة والمشاركة والمضاربة، وغيرها من الصيغ الإسلامية، جميعها تتضمن التمويل بصورة لا تنفك عن

[1] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.47.
[2] سورة التوبة، الآيتين 34-35.
[3] منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي (تحليل فقهي واقتصادي)، مرجع سبق ذكره، ص.41.
[4] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.56.

النشاط الحقيقي[1]. مما يعني أن عقود التمويل المسماة لا تسمح بأن يتجاوز التمويل حجم التداول والإنتاج الفعليين في الاقتصاد بحكم أن هذه العقود لا تسمح بانفصال التمويل عن السلع والخدمات أو عن مشروعاتها الإنتاجية.

المطلب الثالث: صيغ التمويل الإسلامي

الاندماج بين التمويل والتبادل هو موطن التحدي والابتكار في التمويل الإسلامي، لأنه يتطلب معرفة دقيقة عند أي نقطة يمكن أن يلتحم التمويل بدورة النشاط الاقتصادي لكي يتم تحقيق القيمة المضافة وعائد التمويل معا. ولا يوجد صيغة وحيدة تحقق هذا الهدف، بل تتنوع الصيغ التي نستعرضها في العنصر التالي:

الفرع الأول: صيغ البيوع (صيغ الهامش المعلوم)

أولا: صيغة المرابحة

المرابحة صيغة (مفاعلة) من الربح، وصيغ المفاعلة للمشاركة وهي هنا اشتراك البائع والمشتري في قبول الإرباح بالقدر المحدد[2] . والمرابحة هي البيع بزيادة على الثمن الأول، ويصنفها الفقهاء تحت بيوع الأمانة لأن المشتري يأتمن البائع في إخباره عن مقدار الثمن الذي اشترى به المبيع[3]. ففي بيع المرابحة يتم عقد البيع بإضافة نسبة مئوية معلومة أو مبلغ مقطوع على رأس المال أو التكلفة. وتتوفر المرابحة على عدة شروط نذكر منها:[4]

- ❖ أن يكون ثمن السلعة معلوما؛
- ❖ أن يكون الربح معلوما للبائع والمشتري؛
- ❖ أن يكون المبيع عرضا فلا يصح بيع النقود مرابحة؛
- ❖ أن يكون العقد الأول صحيحا، فلو كان فاسدا لم تجر المرابحة لأنها بيع بالثمن الأول مع زيادة الربح.

وتتميز المرابحة بوجود نوعين هما:[5]

---

[1] سامي السويلم، حقيقة التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.84.

[2] عبد الستار أبو غدة، أسلوب المرابحة والجوانب الشرعية التطبيقية في المصارف الإسلامية، المؤتمر السنوي السادس للمجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية (مؤسسة آل البيت) ، ندوة عن: خطة (استراتيجية) الاستثمار في البنوك الإسلامية: الجوانب التطبيقية، والقضايا والمشكلات، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والبنك الإسلامي للتنمية، عمان، 21 جوان1987، ص.5.

[3] محمَّد أبو سيِّد أحمد، حماية المستهلك في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 2004، ص. 268.

[4] علي عبودي نعمة الجبوري، إدارة المصارف الإسلامية: نظام مالي عادل، الطبعة الثالثة، دار صفاء، الأردن، 2016 ، ص.40.

[5] محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص.152.

1- **المرابحة البسيطة:** هي الوكالة بالشراء مقابل أجر. فمثلاً يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة ذات أوصاف محددة، بحيث يدفع ثمنها إلى المصرف مضافاً إليه أجر معين، مع مراعاة خبرة المصرف في القيام بمثل هذا العمل.

2- **المرابحة للآمر بالشراء:** قد يطلب العميل من المصرف الإسلامي شراء سلعة معينة محددة الأوصاف، بعد الاتفاق على تكلفة شرائها ثم إضافة ربح معلوم عليها. ويتضمن هذا النوع من التعامل وعداً من العميل بشراء السلعة حسب الشروط المتفق عليها، ووعداً آخر من المصرف بإتمام هذا البيع طبقاً لذات الشروط . فالبيع الخاص للمرابحة في المصرف يكون بصيغة الآمر للشراء..

ثانيا: صيغة الإستصناع

الاستصناع لغة من صنع والاستصناع طلب عمل الصانع، حيث يقال استصنع الشيء، أي دعا إلى صنعه[1]. وعقد الاستصناع هو عقد تمويلي على سلعة موصوفة من طبيعتها أنها سلعة مصنوعة أو مبنية[2]. أو هو عقد يشترى به في الحال شيئا مما يصنع صنعا، يلزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة وبثمن محدود.[3] ومن شروط جواز الاستصناع:[4]

- بيان جنس المستصنع ونوعه وقدره وصفته لأنه مبيع فلا بد من أن يكون معلوما.
- أن يكون مما جرى فيه التعامل بين الناس.
- ضرورة تحديد الأجل، من أجل رفع الجهالة بالأجل ومماطلة الصانع أو استعجال الطرف الآخر.

ويوجد نوعان للإستصناع:[5]

1. **الاستصناع الأصلي:** وهو المعتاد بين الناس، حيث يتم الاتفاق بين المستصنع(المشتري) وبين الصانع (البائع) على صناعة شيء معين، بأوصاف محددة يتم إنجازها وتسليمها وفق العقد المتفق عليه.
2. **الاستصناع الموازي:** هو الذي يتم فيه عقدان منفصلان عن بعضهما، بحيث يتم بين المستصنع والصانع المؤقت في العقد الأول، ثم عقد ثان بين الصانع المؤقت الأول وصانع آخر يتولى صنع الشيء بمواصفات المصنوع

---

[1] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.2508.
[2] منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.44.
[3] مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1999، ص.20.
[4] بن الضيف محمد عدنان، مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص.84.
[5] عريبات وائل، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية: أساليب الاستثمار، المشاركة المتناقصة والاستصناع، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص.187.

المتفق عليه في العقد الأول. وإن وجود أي علاقة بين المشتري النهائي والصانع الفعلي. والشكل الموالي يمثل مراحل الاستصناع والاستصناع الموازي.

ثالثا: صيغة الإجارة

الإجارة لغة مشتقة من أجر، يأجر وهو ما أعطيت من أجر في عمل[1]. والإجارة هي عقد على منفعة مباحة معلومة ومدة معلومة، من عين معلومة أو موصوفة في الذمة أو عمل بعوض معلوم. والإجارة والكراء لفظان مترادفان لمعنى واحد غير أن فقهاء المالكية اصطلحوا على تسمية العقد على منافع الآدمي وما ينقل كالثياب والأواني إجارة، والعقد على منافع مالا ينقل كالأرض والدور وما ينقل من سفينة وحيوان كالرواحل كراء[2]. وتتمثل شروط الإجارة في:[3]

- ❖ معرفة المنفعة كسكنى الدار أو خياطة الثوب مثلا، إذ هي كالبيع والبيع لا بد فيه من معرفة المبيع.
- ❖ إباحة المنفعة ولا يجوز استئجار أمة للوطء أو امرأة للغناء أو النواح مثلا، أو أرض لتبن كنيسة أو مخمرة.
- ❖ معرفة الأجرة بالنسبة للطرفين.
- ❖ شرط بيان المدة.

ولصيغة الإجارة نوعان:

1. **الإجارة التشغيلية** : من أمثلتها إجارة أجهزة التصوير والحاسبات ونحوه، وهنا يكون صيانة الأصل المؤجر على عاتق المؤجر، كما أن المستأجر له حق فسخ العقد متى شاء[4].
2. **الإجارة المنتهية بالتمليك:** وهي تمليك منفعة بعض الأعيان مدة من الزمن بأجرة معلومة تزيد عادة عن أجرة المثل، على أن يملك المؤجر العين المؤجرة للمستأجر بناء على وعد مسبق بتمليكها في نهاية المدة، وذلك بعقد جديد وهو إما هبة أو بيع بثمن رمزي، أو حقيقي[5].

رابعا: صيغة السلم

السلم لغة –بفتح السين واللام– اسم مصدر للفعل أسلم، يقال أسلم وسلَم إذا أسلف، وهو أن تعطي ذهبا أو فضة في سلعة معلومة إلى أمد معلوم، والسلَم والسلف تحملان نفس المعنى[6]. والسلم هو تمويل للمنتج الذي يحصل على

---

[1] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.31.
[2] عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامي، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص.22.
[3] أبو بكر جابر الجزائري، منهاج المسلم، الطبعة الرابعة، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2004، ص304
[4] بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره، ص 95.
[5] وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق،2002، ص.394.
[6] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.2081.

ثمن السلعة عند العقد، مقابل التزامه بتسليم السلعة في المستقبل. فهو بذلك ينشئ دينا عينيا بكمية من السلع المبيعة، يستحق تسليمها في أجل محدد في العقد[1].

وتتمثل شروط رأس مال السلم في:[2]

- ❖ أن يكون معلوم الجنس والنوع والصفة والمقدار، منعا للجهالة.
- ❖ تعجيل رأس المال وقبضه فعلا في مجلس العقد قبل افتراق العاقدين.

أما شروط المسلم فيه، فهي:[3]

- أن يكون المسلم فيه دينا موصوفا في الذمة ولا يكون متعينا يتعلق بحق رب السلم بذاته بل هو دين في ذمة المسلم إليه.
- أن يكون المسلم فيه معلوما علما يرفع الجهالة لأنه بدل في معوضة وهذا محل اتفاق بين الفقهاء.
- يشترط عند جمهور الفقهاء أن يكون المسلم فيه مؤجلا، معلومية الأجل شرط آخر لصحة السلم.
- أن يكون المسلم فيه مقدور التسليم عند أجله، أما وجوده عند العقد فليس شرطاً لصحة عقد السلم عند جمهور الفقهاء وإذا حضر وقت التسليم وانقطع المسلم فيه أولم يوجد بعد لسبب من الأسباب يخير المشتري بين فسخ العقد وأخذ ماله أو الانتظار.

الفرع الثاني: صيغ المشاركة في الربح والخسارة

أولا: صيغة المشاركة

المشاركة هي عقد بين المتشاركين في رأس المال والربح[4]. والمشاركة مشروعة بالكتاب والسنة والإجماع، يقول الله تعالى:﴿ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ ﴾[5].

وتتمثل شروط المشاركة، بالإضافة إلى أهلية المتعاقدين في:[6]

- ❖ أن يكون رأس المال المشارك من النقود أو القروض و يجب أن يكون معلوما و موجودا بالاتفاق.
- ❖ جواز اشتراك أحد الشركاء بشيء محتوى على صيغة مالية كبراءة الاختراع أو علامة تجارية أو اسم تجاري.

---

[1] منذر قحف، أساسيات التمويل الاسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.42.
[2] وهبة الزحيلي، مرجع سبق ذكره، ص.297.
[3] عثمان بابكر محمد، تجربة البنوك السودانية في التمويل الزراعي بصيغة السلم، بحث رقم 49، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة،1997 ، ص.19.
[4] وهبة الزحيلي، مرجع سبق ذكره، ص.100.
[5] سورة النساء، الآية 12.
[6] علي محمد شلهوب، شؤون النقود وأعمال البنوك، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2007، ص ص.437-436.

- ❖ أن يكون توزيع الربح حسب حصص رأس المال حسب الاتفاق لأن العمل له حصة في الربح.
- ❖ أن يكون نصيب كل شريك من الربح جزءا شائعا لا مبلغا مفقودا.
- ❖ أن تكون الخسارة حسب حصص رأس المال.

وهناك نوعان من أنواع المشاركة:[1]

1. **المشاركة في تمويل صفقة معينة:** تخص عملية تجارية تنتهي بانتهاء هذه الصفقة، بحيث يشترك البنك في تمويل هذه الصفقة بنسب معينة، ثم يقتسمان الربح حسب هذه النسب، وتتم عادة في الأجل القصير لأنها توجه لتمويل عمليات الاستيراد والتصدير وتمويل رأس المال العامل.
2. **المشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتمليك:** هي الشركة التي يتم فيها تحديد نصيب كل من البنك والعميل في رأس مال المشروع، وعندما يبدأ هذا المشروع في تحقيق الأرباح يتنازل البنك تدريجيا عن حصته في رأس المال ببيعها إلى العميل إلى أن يصبح هذا المشروع بعد مدة معينة يتفق عليها مملوكا من طرف العميل.

ثانيا: صيغة المضاربة

المضاربة لغة مفاعلة من الضرب، وهو السير في الأرض بغرض التجارة وطلب الرزق، وضارب له اتجر في ماله[2]. والمضاربة هي دفع المال إلى شخص آخر ليتصرف فيه والربح بينهما على ما اشترطا" وهي مشروعة بالكتاب والسنّة والاجماع، ويطلق عليها أيضاً القراض والمقارضة[3]. واحتج بعض الفقهاء ببعض الآيات في جوازها، والتي تدل في عمومها على السعي في الأرض وابتغاء الرزق، منها :قوله تعالى: ﴿ وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ ﴾[4].

وفيما يلي أركان المضاربة وشروط كل ركن:[5]

1. **العاقدان:** وهما رب المال، والمضارب الذى يعمل في المال ويطلق عليه أيضاً العامل، أو مدير المضاربة، وأهم الشروط فيهما أهلية التوكيل والتوكل.

---

[1] فخري حسين عزي، صيغ تمويل التنمية في الإسلام، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1993، ص.40.
[2] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.455.
[3] محمد عبد الحليم عمر، صيغ التمويل الإسلامي وضوابطها، ورشة تدريبية حول المصارف الليبية والصيرفة الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 7- 10جوان 2009، ص.25.
[4] سورة المزمل، الآية 20.
[5] محمد عبد الحليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.26.

2. **الصيغة:** الإيجاب والقبول: وهى تعبير عن إرادة العاقدين في التعاقد ويشترط فيها أن تكون الصيغة بلفظ يدل على المقصود من التعاقد صراحة أو دلالة. مع اتصال الإيجاب بالقبول من غير فارق زمنى طويل. وموافقة القبول للإيجاب، هذا مع جواز التعاقد لفظاً أو بكتابة العقد والتوقيع عليه أو التعاقد بالمراسلة أو بوسائل الاتصالات الحديثة كالفاكس والكمبيوتر حسبما قرر مجمع الفقه الإسلامي.
3. **المحل:** ويتكون هذا الركن من الآتي:

- **رأس مال المضاربة:** وهو المبلغ الذى يقدمه رب المال إلى المضارب للعمل به في نشاط المضاربة ويشترط فيه أن يكون معلوماً قدراً ووصفا، وأن يكون رأس المال نقداً، وأن يكون رأس المال عيناً حاضرةَ لا ديناً في الذمة. على أن يسلم رأس مال المضاربة إلى المضارب.
- **الربح:** وهو ما زاد عن رأس المال وهو المقصود من المضاربة ويشترط فيه :أن يكون الربح مشتركاً بين الطرفين لا يختص به أحدهما دون الآخر . وأن تكون حصة كل منهما في الربح معلومة عند التعاقد بنسبة شائعة من الربح، وأن يتحمل رب المال كل الخسائر المتحققة في المضاربة ولا يحمل المضارب بشيء منها ما لم تكن ناتجة عن تقصيره أو تعديه.
- **العمل:** ويمثل ما يقدمه المضارب مقابل رأس المال الذى يقدمه رب المال، والعمل هنا يتمثل في إدارة المضاربة، ويشترط اختصاص المضارب بالعمل دون تدخل من رب المال، وأن لا يضيق رب المال على المضارب في التصرف بدرجة لا تمكنه من تحقيق مقصود المضاربة وهو الربح. وأن لا يخالف المضارب أحكام الشريعة الإسلامية في تصرفاته وأن يتقيد بالعرف الجاري العمل به في مجال النشاط.

المبحث الثاني: المخاطر في التمويل الاسلامي

يعتبر التمويل الإسلامي، من خلال التركيز على الاستثمار في الأسهم وتقاسم المخاطر، أكثر استقرارا وأقل خطرا بطبيعته. إن تقاسم المخاطر هو خاصية رئيسية للتمويل الإسلامي وأحد الاختلافات الجوهرية بينه وبين التمويل التقليدي. حيث أن المودعين لا يتحملون أي مخاطر في التمويل التقليدي ولكن التمويل الإسلامي لديه حل آخر يسمى: تقاسم الربح والخسارة. إذْ يتم تقاسم المخاطر والأرباح بين الأطراف المشاركة في أي معاملة مالية من قبل كل من المؤسسات المالية والمودعين بنسبة محددة مسبقاً. سنتعرف على مفهوم المخاطر في التمويل الإسلامي أكثر من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمخاطر

المخاطر أمر ملازم للنشاط الاقتصادي لا تكاد تنفك عنه لكنها غير مقصودة لذاتها، وإنما المقصود هو النشاط الاقتصادي. ولم يأمر الشرع بالتعرض للمخاطر وإنما ورد باشتراط الضمان وهو المسئولية عن الملكية أو تحمل المسؤولية عن المال إذا تلف. يهدف هذا العنصر إلى بيان مفهوم المخاطر في المعنى اللغوي وتتبع استخداماته الفقهية.

الفرع الأول: ماهية المخاطر:

أولا: الخطر لغة

معاني الخطر اللغوية كثيرة جدا، وقد جعل ابن فارس جميع معاني الخطر، تدور على أصلين: أحدهما القدر والمكانة، والثاني الاضطراب والحركة[1].

- ❖ الخطر بفتحتين هو الإشراف على الهلاك وخوف التلف. في الحديث (إلا رجل خرج يخاطر بنفسه وماله[2])، أي يلقيها. يقال: هذا أمر خطر، أي متردد بين أن يوجد وألا يوجد[3].
- ❖ الخطر هو ارتفاع القدر والمال، والشرف والمنزلة، وجمعه أخطار. والخطير من كل شيء النبيل. يقال رجل خطير أي له قدر، وفي الحديث عن رسول الله صلى الله عليه وسلم قوله ذات يوم لأصحابه: (ألا مشمر للجنة فإن الجنة لا خطر لها[1]) أي لا مثل لها.

---

[1] ابن فارس، مرجع سبق ذكره، الجزء 2، ص.200.
[2] المبارك بن محمد الجزري بن الأثير، النهاية في غريب الحديث، الجزء الأول، الطبعة الأولى، المكتبة العلمية، بيروت، 1979، ص 504.
[3] الرازي، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر، مختار الصحاح، جدة، دار الثقافة الإسلامية، 1986، ص.180.

- الاهتزاز: يقال: رمح خَطّارٌ، أي: ذو اهتزاز شديد، وخطر الرمح يَخْطِرُ، أي: اهتز[2].

ثانيا: الخطر اصطلاحا

لقد تعرض الكثير من المهتمين إلى تعريف الخطر، واختلفت تعاريفهم طبقا للبيئة التي ينتمي إليها كل باحث. والهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، وللزاوية التي ينظر منها إلى الظاهرة محل الدراسة.

- تعرف المخاطرة بأنها خطر الخسارة. والتعرض للخطر يعني بالضرورة وجود بعض الظروف التي تحدث في إثرها خسارة للأموال، وبعض الخسائر الافتراضية في المستقبل. حتى مفهوم الخطر يفترض معرفة قيمة الممتلكات الحالية فهو ينطوي على مفهوم التقييم[3].
- كما تعرف المخاطرة بأنه الحالة التي تتضمن إمكانية انحراف النتيجة المرجوة عما هو متوقع أو مأمول[4].
- وترف أيضا على أنها التعرض لعواقب عدم اليقين في سياق المشروع. فهي فرصة ليحدث شيء من شأنه أن يؤثر على الأهداف، ويشمل إمكانية الخسارة أو الربح، أو الانحراف عن النتيجة المرجوة أو المخطط لها نتيجة لعدم اليقين المرتبط بإتباع مسار عمل معين. وبذلك فالمخاطرة تتضمن عنصرين: احتمال وقوع حدث ما، والعواقب أو الآثار الناجمة عن حدوثه[5].
- وتعرف المخاطرة بأنها تمثل الأثار غير المواتية على الربحية الناتجة عن العديد من عوامل عدم التأكد وأن قياس المخاطر يتطلب الوقوف على تأثير الأمور غير المواتية التي تتم في ظل ظروف عدم التأكد على الربحية[6].

وتختلف المخاطر عن الخطر في كون الخطر هو حالة قائمة يرجح أن تسبب ضررا. والمخاطرة هي ضرر محتمل متوقع في المستقبل، يمكن التخفيف منه أو تجنبه.

الفرع الثاني: المخاطر في الفقه الإسلامي

لم يفرد الفقهاء للخطر تعريفا مستقلا اكتفاء بالمعنى اللغوي أو لدخوله تحت غيره من المصطلحات المقاربة، كالرهان والمجازفة وغيرهما مما يفيد معاني قريبة من معنى الخطر. ومع تطور علم الاقتصاد الإسلامي، أصبح

---

[1] أخرجه ابن ماجة أبو عبد الله محمد بن يزيد الربعي القزويني، سنن ابن ماجة، كتاب الزهد، باب صفة الجنة، حديث رقم 4332، الجزء 05، ص.694.

[5] ابن منظور، لسان العرب،الجزء 4، ص 137.

[3] Murphy D, Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management, Chapman & Hall/CRC: Financial Mathematics Series, London, Taylor & Francis Group, 2008, p39.

[4] Reto R. Gallati, Risk Management and Capital Adequacy, United States of America, The McGraw-Hill Companies, 2003, p8.

[5] Dale F. Cooper, Stephen Grey, Geoffrey Raymond and Phil Walker, Project Risk Management Guidelines Managing Risk in Large Projects and Complex Procurements, England, John Wiley & Sons, 2005, p3

[6]Joel Bessis, Risk Management in Banking , John Wiley & Sons Ltd, 1998 , p.5.

استخدام مصطلح (الخطر) أو(المخاطرة) شائعا، لكن لا يمكن الجزم بوجود تعريف مجمع عليه بين الكتاب والباحثين لهذا المصطلح[1].

يذكر أن لفظ المخاطر في الواقع التاريخي لا يخرج عن المعاني اللغوية، وبالتالي فإن مفهوم المخاطر يتضمن عنصر المجازفة واحتمالية التردد بين أمرين: السلامة والهلاك، الربح والخسارة، وقد ورد معنى المخاطرة في لفظ مرادف لها، هو الغرر، في الحديث الذي رواه أبو هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الحصاة، وعن بيع الغرر[2].

وهناك نصوص كثيرة عن المخاطر في كتب الفقه الإسلامي:

- ❖ يقول الإمام الشافعي رضي الله عنه) :إذا قال الرجل للرجل ما قضى لك به القاضي على فلان، أو شهد لك به عليه شهوداً، أو ما أشبه هذا، فأنا له ضامن، لم يكن ضامناً لشيء من قبل إنه يقضى له ولا يقضى له ويشهد له ولا يشهد له فلا يلزمه شيء، فلما كان هذا هكذا، لم يكن هذا ضامناً فإنما يلزم الضمان بما عرفه من الضامن، فأما ما لم يعرفه فهو من المخاطرة[3].
- ❖ وقد أورد الجلعود أن مصطلح المخاطرة أوسع من مصطلح القمار، وأن القمار قائم على المخاطرة، وأن كل قمار مخاطرة، وليس كل مخاطرة قمارا، إذ إن هناك معاملات كثيرة فيها مخاطرة ومجازفة، لكنها لا تدخل ضمن حدود القمار، كما أن المخاطرة علة في النهي عن القمار؛ ولهذا وجدنا من يطلق المخاطرة على القمار، كما أن المخاطرة في المفهوم الفقهي تحصل بواحد من الأسباب الآتية:[4]
  - تعريض المال للهلاك والتلف.
  - حصول الضرر بالمخاطر.
  - تعليق تملك المال على المخاطرة.
  - حصول الغرر أو الجهالة.[5]

---

[1] عبد الكريم قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي ، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، مارس2015، ص.8.

[2] صحيح الإمام مسلم – تحقيق وتعليق محمد فؤاد عبدالباقي، الجزء10 ، مصر، مطبعة دار إحياء الكتب العربية، 1955، ص.157.

[3] محمد بن عبدالله بن إدريس الشافعي .الأم، الجزء 7، دار المعرفة، دون سنة نشر، ص.165.

[4] سعد بن علي بن تركي الجلعود، فقه المخاطرة المالية بين التمويل الإسلامي والتمويل الغربي، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، المجلد 05، العدد34، 2018، ص.599.

[5] الغرر: هو الخطر الذي استوفى فيه طرف الوجود و العدم بمنزلة الشك وإن المخاطرة لفظ أعم من الغرر، فكل غرر مخاطرة، وليس كل مخاطرة غرر؛ لأن المخاطرة تعني المجازفة وتعريض المال للهلاك والتلف، كما أن وجود المخاطرة في الغرر سبب المنع منه. أما الجهالة عدم المعرفة وهي زوال القوة العاقلة. والجهالة ما علم حصولها وجهلت صفتها.

- حصول القمار.

❖ 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 وأن يبيعها بربح، وإن كان قد يخسر أحياناً، فالتجارة لا تكون إلا كذلك. والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل مال الناس بالباطل، فهذا الذي حرمه الله ورسوله)).

فبين أن المخاطرة على نوعين:

1- **المخاطرة الجائزة:** وهي تحمل نتائج الاستثمار من ربح أو خسارة في التجارة، وهذه المخاطرة لابد منها في كل تجارة، وهذا القسم يعبر عنه الفقهاء بالضمان، ويطلق عليه المخاطرة الإيجابية[1]. تنشأ هذه المخاطرة عن تملك السلعة، وتحمل المالك التبعة والمسؤولية الناشئة عن تلفها أو نقصان قيمتها، فهذه مخاطرة مباحة، بل لا تنفك عنها أي مبادلة تجارية. وهذه المخاطرة هي المقصودة في النصوص الشرعية التي تربط ما بين الربح والضمان[2].

2- **المخاطرة المحرمة:** مخاطر مذمومة وهي المخاطرة التي يكون فيها تعريض المال للهلاك والتلف بأحد العقود المحرمة، ويطلق على هذا النوع المخاطرة السلبية[3]. تنشأ هذه المخاطرة عن الجهالة والغرر إما في المعقود عليه أوفي الأجل أو الصيغة أو غيرها مما هو مقصود في العقود فهذه النوع من المخاطر الأصل فيه التحريم لما فيه من المقامرة والغرر. وقد نفى أهل العلم وجود خلاف في بطلان اشتراط ضمان المضارب، ومن ذلك قول ابن قدامة –رحمه الله– : "متى شرط على المضارب ضمان المال، أو سهماً من الوضيعة فالشرط باطل. لا نعلم فيه خلافاً[4].

مما سبق يتبن لنا أن المخاطرة في المفهوم الفقهي تتولد من صيغة التعاقد وفق أساليب التمويل الاسلامي. فهي تتمثل في عدم التأكد الذي يصاحب هذا العقد، حيث أن أي جهالة أو غرر في شروط العقد وحقوق أو التزامات الطرفين المتعاقدين تنشأ عنه خسائر.

[1] صالح بن عبد الله بن حميد، الغرض من التحوط في المنتجات المالية، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013، ص.7.

[2] عبد الله بن محمد العمراني، ضوابط التحوط في المعاملات المالية وآثاره وبدائله، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص ص.6-7.

[3] صالح بن عبد الله بن حميد، مرجع سبق ذكره، ص.7.

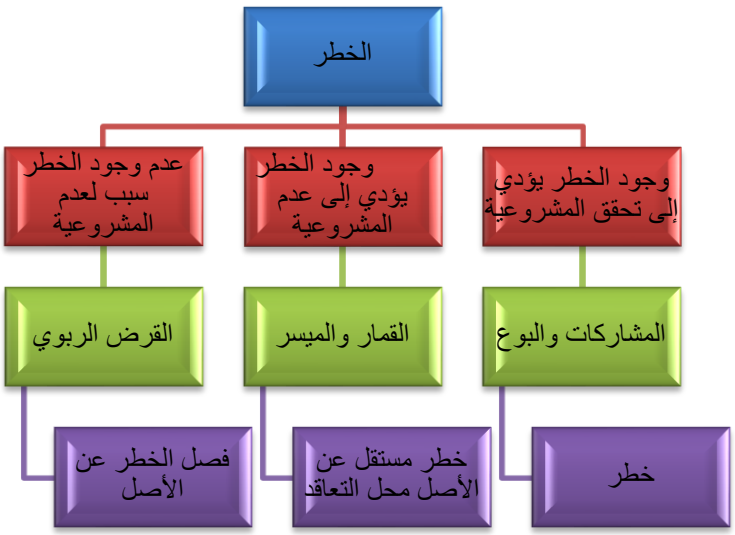
[4] عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص ص.8-9.

الفرع الثالث: التأصيل الشرعي للمخاطرة

رغم أن بعض الباحثين يرون أن الخطر لا يمكن وصفه بحكم شرعي (تحريما وإباحة)، وأنه يتبع حكم المعاملة التي ارتبط بها، إلا أن آخرين يرون أنه يمكن أن يأخذ كل الأحكام الشرعية من إباحة وتحريم وكراهة وندب، فالخطر لا ينفك عن أي معاملة أو عقد مباح من بيوع ومشاركات وبالتالي فإن الأصل فيه الإباحة ما لم يأت دليل يخرجه عن هذا الأصل، بل لا تخلو صيغة من صيغ الاستثمار المشروعة من الخطر .وفي مقابل ذلك نجد أن التشريع الإسلامي قد منع بعض أنواع الخطر من استحقاق الكسب كمخاطرة القمار والميسر والقرض الربوي وهو يعني أن حكم الخطر في هذه الحال هو التحريم، بل إن الحكم الشرعي للخطر ينسحب على حكم النشاط الذي يرتبط به وليس العكس[1].

الشكل التالي يوضح بعض الأخطار وأحكامها الشرعية وكيف ينسحب حكمه على حكم المعاملة أو العقد الذي ارتبط به.

الشكل رقم (01): حالات الخطر وأحكامه



المصدر: عبد الكريم قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، مارس2015، ص.21.

الفرع الرابع: تصنيف المخاطر المالية

يمكن تعريف تصنيف المخاطر المالية على أنه تبويب للمخاطر حسب خاصية معينة، يوفر نظرة عامة منظمة للمخاطر الأساسية والمحتملة التي يواجهها أصحاب المصلحة. وفيما يلي أهم تصنيفات المخاطر، والأكثر استخداما.

[1] عبد الكريم قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته، مرجع سبق ذكره، ص 21.

أولا: تصنيف المخاطر المالية حسب طبيعة عقود التمويل الإسلامي

تواجه الصناعة الإسلامية نوعين من المخاطر، الأول منها تشترك فيه مع التمويل التقليدي ومن هذه المخاطر: مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر التشغيل، والنوع الثاني تنفرد به المصارف الإسلامية بالنظر إلى المكونات المتميزة في أصولها وخصومها، وتعد الصناعة المصرفية من أكثر الصناعات تعرضاً للمخاطر خاصة مع تغيُّر طبيعتها وهذا على ضوء الأموال التي تحصل عليها من مصادرها المختلفة وأوجه استخدامها[1]. ويمكن تقسيم صيغ التمويل الإسلامية من حيث طبيعة المخاطر التي تتضمنها إلى مجموعتين وذلك بحسب عدد الأطراف في العقد:[2]

1- **المجموعة ثنائية الأطراف:** وهي معرضة لأنواع المخاطر الثلاث (الائتمانية، السوقية، والتشغيلية)وتضم :المرابحة العادية، المرابحة للآمر بالشراء مع الوعد الملزم، المضاربة والمشاركة، الاستصناع، السلم والإجارة.

2- **المجموعة المتعددة الأطراف:** وهي معرضة فقط لمخاطر الائتمان ومخاطر التشغيل وتضم :المرابحة للآمر بالشراء مع الوعد الملزم، الاستصناع الموازي، السلم الموازي، الإجارة مع الوعد بالتملك، التورق. وفي كل الحالات (سواء كان العقد ثنائي الأطراف أو متعدد الأطراف)، فمما لا شك فيه أن المخاطر التي تنطوي عليها عقود التمويل الإسلامي تظهر بطريقة مغايرة عن ظهورها في عقود التمويل التقليدي.

ثانيا: تصنيف المخاطر المالية حسب ارتباطها بالمنشأة

وفقا لهذا التصنيف –وهو التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل– يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة إلى مجموعتين من المخاطر، هي:[3]

1- مخاطر نظامية:

هي المخاطر التي تنشأ من أحداث غير احتمالية، أي أنها قد تحدث في وقت واحد بدلا من أن تكون نتيجة لصدفة معينة. وهذا يعني أن المخاطر النظامية لا يمكن تجنبها بالتنويع، الأمر الذي يتطلب تشكيل محفظة كبيرة من المخاطر غير المترابطة. إن الخسائر الناتجة عن الظروف الاقتصادية العامة تمثل مخاطر نظامية تعاني بسببها جميع

---

[1] اتحاد المصارف العربية: https://uabonline.org/ شوهد يوم 2019/01/17.

[2] عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل مخاطر عقد السَّلم وتقنيات التحوط ضدها، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد السادس، العدد الأول، 2015، ص.17.

[3] لمعلومات أكثر أنظر:

- Culp, C.L, The risk management process: Business Strategy and Tactics, New.York, John Wiley & Sons, 2001, PP.26-29.
- Ross, S.A, Westerfield, R.W, & Jaffe, J, Corporate Finance, Boston: Irwin McGraw Hill, 1996, PP.293 – 294.
- Kolb, R.W, Future, Options, and Swaps, U.K, Blackwell Publishers Inc, 2000, P.232.

الفعاليات الاقتصادية في الوقت نفسه.[1] عادة ما تكون هذه المخاطر غير قابلة للتأمين. فلو أن شركة تأمين تقدم غطاء لحماية المؤمن عليه من ارتفاع في أسعار الفائدة. فإن الشركة لن تكون قادرة على بناء محفظة متنوعة ومتوازنة لإدارة هذا الخطر، حيث إن جميع عملائها سيعانون من الخسائر في وقت واحد.

2- مخاطر غير نظامية:

المخاطر غير النظامية هي مخاطر يمكن تجنبها بالتنويع، تنشأ عن طريق وقوع سلسلة من الأحداث الطارئة، التي تحدث وفقا لتوزيعات احتمالية مختلفة، وهذه المخاطر تكون خاصة بالوحدة الاقتصادية. أو هي المخاطر "الخاصة" التي تواجه منشأة معينة، نتيجة لخصائص تلك المنشأة وظروفها. ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنويع. إن شركة التأمين قادرة على التنبؤ بالمخاطر غير النظامية مع درجة جيدة من الدقة من حيث العدد والحجم، والتكلفة، وشدة المطالبات التي ستضطر إلى تعويضها في فترة التأمين. لذلك، يمكن أن توفر الغطاء وتقوم بحساب قسط التأمين مما يسمح لها بدفع مجموع المطالبات السنوية الناجمة عن الأخطار المؤمنة.

ثالثا: تصنيف المخاطر المالية حسب قابليتها للقياس

ويعتبر هذا التصنيف الأهم والأكثر استخداما، حيث تصنف المخاطر المالية إلى مخاطر قابلة للقياس والمتمثلة أساسا في المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق، أما المخاطر غير القابلة للقياس وأهمها المخاطر التشغيلية ومخاطر الالتزام.[2] وقد تم تخصيص مطلب لكل نوع من أنواع هذه المخاطر لتبيان مفهومها وأسبابها وخصوصية مخاطر كل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي.

المطلب الثاني: المخاطر الائتمانية

تنشأ المخاطر الائتمانية عموما من تخلف العملاء عن الدفع، أو العجز عن الوفاء بالتزاماتهم لخدمة الدين، ويتولد عن العجز خسارة كلية أو جزئية لأي مبلغ مقدم من المصرف للطرف المقابل في حال عدم السداد.

[1] Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, Risk Quantification: Management, Diagnosis and Hedging, England, John Wiley & Sons Ltd, 2006, p 4.

[2] Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez and others, Asset and Risk Management: Risk Oriented Finance, England, John Wiley & Sons Ltd, 2005, p.11.

الفرع الأول: ماهية المخاطر الإئتمانية

- مخاطر الائتمان هي مخاطر الخسارة بسبب عدم قدرة أو عدم رغبة الطرف المقابل في سداد التزاماته المالية؛ هذا عادة ما يؤدي إلى التخلف عن السداد وخسائر لمن يقدمون الائتمان. تعتمد خسائر الائتمان الفعلية على اتفاقيات الضمانات والمعاوضة؛ في بعض (وليس كل الحالات) يمكن تصفية الضمان المأخوذ عند التخلف عن السداد لتغطية الخسائر[1].
- وهي احتمال عدم تسديد الدين أو أي التزام مالي في الموعد المحدد، الذي يصاحبه تأخر في السداد في حالة الإعسار (المؤقت)، أو الامتناع عن السداد في حالة المماطلة[2].
- يمكن النظر إلى مخاطر الائتمان على أنها عجز الشركة المحتمل على تلبية متطلباتها النقدية قصيرة الأجل. والذي قد ينشأ من عدم قدرتها على اقتراض الأموال من المصارف أو تصفية الأصول لتغطية أي احتياج[3].
- أما في التمويل الإسلامي فهي تعرف بأنها: المخاطر التي تنشأ عندما يكون على أحد أطراف الصفقة أن يدفع نقودا(في حالة عقد السلم أو الاستصناع) أو عليه أن يسلم أصولا (المرابحة مثلا)، قبل أن يتسلم ما يقابلها من أصول أو نقود، مما يعرضه لخسارة محتملة .أما في حالة المشاركة في الأرباح (المضاربة والمشاركة) فإن مخاطر الائتمان تأتي في صورة عدم قيام الشريك بسداد نصيب المصرف عند حلول أجله[4].

مما سبق يمكن أن نقول أن المخاطر الائتمانية أهم المخاطر في التمويل الإسلامي. وترتبط المخاطر الائتمانية باحتمالات عدم قدرة المدين على التسديد في الوقت المحدد للسداد و بالشروط المتفق عليها في العقد. وتواجه صيغ التمويل الاسلامي التي تعتمد على عقود المداينة هذه المخاطر، فمن المعلوم أن المرابحة، والاستصناع، والإجارة وبيع التقسيط هي بيوع آجلة يتولد عنها ديون، والمخاطرة الأساسية فيها هي المخاطر الائتمانية.

---

[1] Banks, E., & Dunn, R., Practical Risk Management: An Executive Guide to Avoiding Surprises and Losses, England, John Wiley & Sons, 2003, p.19.

[2] التجاني الطيب محمد، التحوط في المعاملات المالية، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص.7.

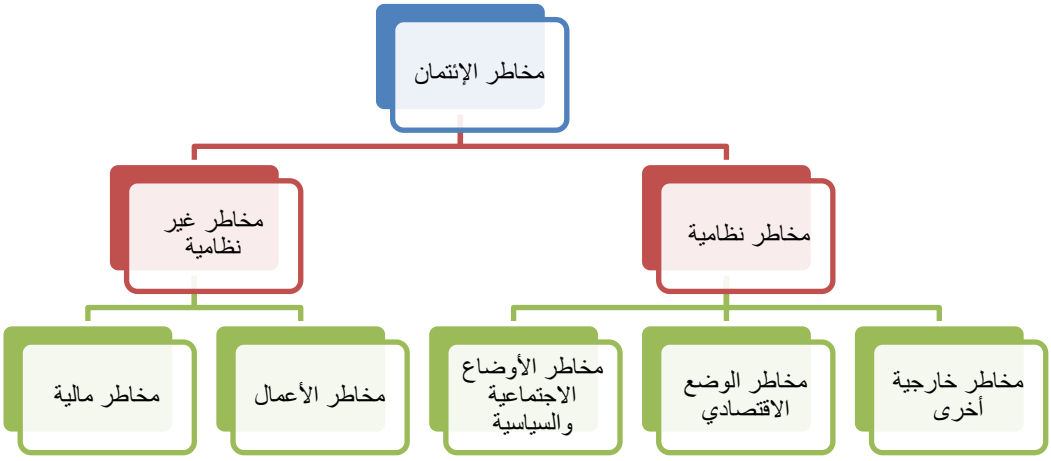
[3] Neil C. Schofield, Commodity Derivatives: Markets and Applications, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2007, p.28.

[4] طارق الله خان، حبيب أحمد، دارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات رقم 04، المعهد العالمي للفكر الإسلامي،2003، ص.64

الفرع الثاني: أسباب المخاطر الائتمانية

تعتبر المخاطر الائتمانية خفية ويجب اكتشافها بعناية، خاصة في ضوء حقيقة أن عوائد المخاطر الائتمانية أقل بكثير من الأنواع الأخرى من الاستثمارات مثل الأسهم أو العقارات. في الواقع، فإن المخاطر الائتمانية هي نتاج مجموعة متنوعة من الأحداث، بعضها يمكن السيطرة عليه والبعض الآخر لا يمكن السيطرة عليه. تنشأ المخاطر الائتمانية من أحداث دولية (مثل الأزمة الآسيوية 1997) أو قضايا محلية (مثل التغييرات في سياسة الحكومة أو الصناعة) أو أسباب خاصة بالشركة (مثل سوء الإدارة والمنتجات ذات الجودة المنخفضة) [1]. الشكل الموالي يلخص أهم أسباب المخاطر الائتمانية.

الشكل رقم (02): أسباب المخاطر الائتمانية



Source : Ciby J., Advanced Credit Risk Analysis and Management, John Wiley & Sons, Ltd, ,United Kingdom, 2016, p.16.

من خلال ما سبق يتضح أن احتمال حدوث مخاطر ائتمانية يبقى دائما قائما لعدة أسباب، والتي يمكن تقسيمها إلى:[2]

أولا: المخاطر النظامية (المخاطر العامة)

تتمثل في المخاطر الناجمة عن عوامل خارجية يصعب التحكم فيها كالوضعية السياسية والاجتماعية والاقتصادية للبلد الذي يمارس فيه المقترض نشاطه أو ما يعرف بخطر البلد، بالإضافة إلى العوامل الطبيعية التي تتمثل في الكوارث الطبيعية كالفيضانات، والزلازل...إلخ. إضافة إلى المخاطر المهنية وهي المخاطر المرتبطة بالتطورات الحاصلة والتي يمكن أن تؤثر في نشاط قطاع اقتصادي معين، كالتطورات التكنولوجية ومدى تأثيرها على شروط

[1] Ciby J., Advanced Credit Risk Analysis and Management, John Wiley & Sons, Ltd, , United Kingdom, 2013, p16.
[2] Sylvie de Conssergues, La banque : structure, Marché, gestion, édition DALLOZ ,Paris 1996,p 98.

ونوعية وتكاليف الإنتاج، والتي تهدد المنظمات التي لا تخضع للتحديث المستمر بالزوال من السوق وعدم قدرتها على التسديد.

ثانيا: المخاطر غير النظامية (المخاطر الخاصة والمرتبطة بالمقترض)

هي المخاطر الأكثر انتشارا وتكرارا والأصعب للتحكم فيه، نظرا لأسبابه المتعددة والكثيرة والتي تؤدي إلى عدم التسديد، ويمكن تقسيمه إلى عدة مخاطر:

1. **الخطر المالي:** يتعلق أساسا بمدى قدرة المنظمة على الوفاء بتسديد ديونها في الآجال المتفق عليها، ويتم تحديد ذلك وهذا من خلال تشخيص الوضعية المالية لها، وهذا بدراسة الميزانيات، جدول التمويل وجدول حسابات النتائج...الخ.
2. **مخاطر الأعمال:** وهي المخاطر المرتبطة بنوعية الإدارة، والتي نقصد بها خبرة وكفاءة مسيري المنظمة المقترضة وأنماط السياسات التي تتبعها في مجالات التسعير وتوزيع الأرباح، وكذلك النظم المطبقة في مجال الرقابة على المخزون، والرقابة الداخلية والسياسات المحاسبية التي تطبقها، لأنه عدم وجود موظفين مؤهلين وذات خبرة جيدة لدى المقترض يمكن أن يؤدي إلى عدم الاستغلال الكفء للأموال المقترضة.[1]
3. **مخاطر البلد:** لقد ظهر هذا النوع من المخاطر مع بداية الثمانينات من القرن الماضي، وهو يتعلق بالدول النامية التي لها مديونية خارجية مرتفعة. ويظهر عند تقديم قرض لشخص ما يمارس نشاطه في بلد أجنبي ويصبح غير قادر على الوفاء بالتزاماته نتيجة لتحديد أو فرض قيود على عملية تحويل أو تبديل للعملة الصعبة الوطنية للبلد الذ ي يمارس فيه نشاطه، أو لما تكون نشاطات الإدارة العمومية لنفس البلد غير مضمونة، وبالتالي تؤثر هذه الظروف سلبا على إمكانياته في النشاط والإنتاج.[2]

الفرع الثالث: المخاطر الائتمانية في صيغ التمويل الإسلامي

تختلف طبيعة التمويل الاسلامي عن التمويل الربوي في أساس تكوينها ونشاطها، وأدوات استثمارها، وصيغ عقودها التمويلية، وكذلك تختلف المخاطر الائتمانية في هذه الصيغ. وتعد مخاطر الائتمان من أهم المخاطر التي تواجه الأنشطة التمويلية والاستثمارية الاسلامية، وينقسم عمل مخاطر الائتمان إلى وحدات متعددة تعمل تحت منظومة

[1] محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص 360.
[2] Pierre Mathieu, patrick d'heouville, les divers crédits, une nouvelle gestion de risque de crédit, ed-economique, Paris 1998, p.10.

واحدة وفقا للسياسات والإجراءات الائتمانية المعتمدة. وتكون مخاطر الائتمان في صورة مخاطر تسوية أو مدفوعات تنشأ عندما يكون على أحد أطراف الصفقة أن يدفع نقودا (مثلا في حالة عقد السلم) وهناك بعض المخاطر التي تختص بها صيغ التمويل الإسلامية نحاول التطرق إليها فيما يلي:

أولا: مخاطر التمويل بالمرابحة: وفقا لقرار مجمع الفقه الإسلامي، فإن الوعد قد يكوم ملزما لطرف واحد في عقد المرابحة. ولكن فقهاء آخرين يعتبرون الوعد غير ملزم للزبون، وبموجب ذلك فإنه بإمكان الزبون أن يتراجع عن إتمام عقد الشراء حتى بعد أن يصدر عنه الوعد وبغد أن يقوم بدفع العربون[1]. ومن هنا يظهر لنا جليا أن الخطر الأول والأهم الخاص بهذا العقد قد ينشأ من عدم الاتفاق على طبيعة العقد وما قد يطرأ من مشاكل قضائية بعد ذلك. أما الخطر الآخر المحتمل المرتبط بهذا العقد فهو تأخر الزبون عن سداد الدين، خاصة وجهة المانحة للتمويل الإسلامي لا تأخذ أية زيادة عن سعر السلعة المتفق عليه مما يعرضها للخسارة في حالة التباطؤ أو التأخير في التسديد من قبل المدين.

ثانيا: مخاطر التمويل بالمشاركة-المضاربة: في الواقع العملي، فإن المصارف الإسلامية لا تستخدم صيغ المشاركة والمضاربة إلا في حدود، وذلك بسبب المخاطر العالية التي تنشأ عنها، وتزيد المخاطر المتوقعة في أساليب المشاركة والمضاربة بسبب حقيقة عدم وجود مطلب الضمان مع وجود احتمالات الخطر الأخلاقي والانتقاء الخاطئ للزبائن، وبسبب ضعف كفاءة هذه المصارف في مجال تقييم المشروعات وتقنيتها.

ثالثا: مخاطر التمويل بالسلم: هناك على الأقل نوعان من المخاطر في عقد السلم مصدرهما الطرف الآخر في العقد:

1- تتفاوت مخاطر الطرف الآخر من عدم تسليم المسلم فيه في حينه أو عدم تسليمه تماما، إلى تسليم نوعية مختلفة عما اتفق عليه في عقد السلم. وبما أن عقد السلم يقوم على بيع المنتجات الزراعية، فإن مخاطر الطرف الآخر قد تكون بسبب عوامل ليس لها صلة بالملاءة المالية للزبون، مثال ذلك عدم كفاية المحصول الزراعي الذي يجنيه الزبون كما وكيفا بسبب تعرضه لكوارث طبيعية رغم تمتع الزبون بتصنيف ائتماني جيد. وبما أن النشاط الزراعي يواجه بطبيعة الحال مخاطر الكوارث، فإن مخاطر الطرف الآخر أكثر ما تكون في السلم.

2- لا يتم تداول عقود السلم في الأسواق المنظمة أو خارجها، فهي إتفاق طرفين ينتهي بتسليم سلع عينية وتحويل ملكيتها. وهذه السلع تحتاج إلى تخزين وبذلك تكون هناك تكلفة إضافية ومخاطر أسعار تقع على المسلم له الذي يملك هذه السلعة بموجب عقد السلم. وهذا النوع من التكاليف والمخاطر خاص بالتمويل الإسلامي فقط.

[1]- طارق الله خان و حبيب أحمد، مرجع سبق ذكره، ص.68.

رابعا: مخاطر التمويل بالاستصناع: وتشمل صيغة التمويل حسب عقد الاستصناع المخاطر الإئتمانية التالية:[1]

1- مخاطر العجز عن السداد من جانب المشتري ذات طبيعة عامة، بمعنى فشله في السداد بالكامل في الموعد المتفق عليه.

2- إذا أعتبر الاستصناع عقدا جائزا غير ملزم-وفق بعض الآراء الفقهية- فقد تكون هنالك مخاطر الطرف الآخر الذي قد يعتمد على عدم لزومية العقد فيتراجع عنه.

3- مخاطر الطرف الآخر في عقد الاستصناع والخاصة بتسليم السلع المباعة استصناعا تشبه مخاطر عقد السلم. حيث يمكن أن يفشل الطرف الآخر في تسليم السلعة في موعدها أو أنها سلعة رديئة. غبر أن السلعة موضع العقد في حالة الاستصناع تكون تحت سيطرة الزبون (الطرف الآخر) وأقل تعرضا للكوارث الطبيعية مقارنا بالسلع المباعة سلما. ولأجل ذلك، من المتوقع أن تكون مخاطر الطرف الآخر (المقاول) في الاستصناع أقل خطورة بكثير مقارنا بمخاطر الزبون في عقد السلم.

4- فهناك مخاطر إضافية تنشأ إن تمت معاملة الزبون في عقد الاستصناع معاملة الزبون في عقد المرابحة، وإن تمتع بخيار التراجع عن العقد ورفض تسليم السلعة في موعدها. وقد تنشأ هاته المخاطر لأن المانح للتمويل في عقد الاستصناع، يأخذ دور الصانع والمنشئ والبناء والمورد. فيلجأ إلى الاعتماد على المقاولين من الباطن.

المطلب الثالث: مخاطر السوق

هي المخاطر التي تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على الأسعار في السوق نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار سواء كانت الأسباب المؤثرة في الدولة نفسها أو في دول أخرى. وسنتعرف عليها أكثر في هذا المطلب.

الفرع الأول: ماهية مخاطر السوق

مخاطر السوق هي مخاطر تعرض المنشأة لخسارة من الحركات غير المواتية في أسعار السوق الناتجة عن التقلبات في أسعار أدوات الدخل الثابت وأدوات حقوق الملكية والسلع والعملات والعقود خارج الميزانية. كما أن مخاطر السوق تأتي أيضا من مخاطر العملات الأجنبية وأسعار السلع[2].

[1]- نفس المرجع، ص ص.69-70.

[2] Greuning H.V and Bratanovic S.B, Analyzing Banking Risk A Framework for Assessing Corporate Governance and Risk Management, 3rd Edition, The International Bank for Reconstruction and Development, THE WORLD BANK, Washington, 2009, p.227.

تعتبر المخاطر السوقية من المخاطر النظامية، كونها تسري على أعمال الاستثمار في السوق وتتعلق بالنشاط الاقتصادي وبالنظام المالي العام وتؤثر على كافة المستثمرين دون استثناء، وإن التنوع الاستثماري حيال هذه المخاطر ليس حلا جذريا وانما يخفف من حدتها حيث لا يمكن تجنبها بالكامل مهما ازدادت درجة تنويع الاستثمارات. ولمكونات الرئيسية لمخاطر السوق هي:[1]

- **مخاطر أدوات الملكية:** يكون سوق الأسهم محفوفا بالمخاطر بسبب التفاوت الموجود في الأسعار والمقاييس المعتادة لهذا التفاوت وهو الانحراف المعياري أو التباين، ويمكن تجزئة مخاطر أي سهم إلى جزئين هما: المخاطر الفريدة وهي المخاطر الخاصة بالأسهم. ومخاطر السوق المتمثلة في المخاطر التي تصاحب التغيرات التي تحدث على المستوى الكلي للسوق. فيستطيع المستثمرون أن يقوموا بإلغاء المخاطرة الفريدة عن طريق التنويع، ولكن لا يمكنهم إلغاء مخاطر السوق.
- **مخاطر أسعار الفائدة:** إن التغيرات في أسعار الفوائد خلال مدة الاستثمار يسبب احتمال حدوث مخاطر اختلال بين معدلات العوائد المتوقعة ومعدلات العوائد الفعلية.
- **مخاطر سعر الصرف:** تتمثل مخاطر العملات في المخاطر التي تتقلب فيها القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية معينة نتيجة للتغيرات في سعر صرف العملة. ويمكن أن تكون أسعار صرف العملات عرضة لتغييرات كبيرة وغير متوقعة، لذلك يكون فهم المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار صرف العملات وإدارتها أمرا معقدا للغاية.
- **مخاطر السيولة:** تتمثل في عدم القدرة على تحويل الأصول بسرعة كافية وبأقل تكلفة في السوق لمنع وقوع الخسائر(أو تحقيق الربح المطلوب). وتواجه المؤسسات مخاطر السيولة في حالة عدم قدرتها على تسييل الاستثمارات أي تصفية الاستثمارات أو جزء منها وتوجيهها لتكوين سيولة نقدية.

الفرع الثاني: مخاطر السوق في صيغ التمويل الإسلامي

يتم تعريف مخاطر السوق في التمويل الإسلامي على أنها مخاطر الخسائر في المراكز داخل وخارج الميزانية الناشئة عن تحركات الأسعار السلبية في أسعار السوق، أي التقلبات في قيم الأصول القابلة للتداول أو التأجير وفي المحفظة خارج الميزانية. بالإضافة إلى ذلك، فإن مخاطر السوق هي مخاطر مرتبطة بالتقلبات الحالية والمستقبلية لقيم السوق

[1] Kang M-W, An empirical study on the equity premium and the risk aversion coefficient in the Korean stock market, Korea Review of Applied Economics, Volume 10,Issue 03, 2008, p.449.

من أصول محددة، على سبيل المثال. سعر سلعة أصول السلم أو الاستصناع، والقيمة السوقية لاتفاقيات الإجارة، والقيمة السوقية لأصول المرابحة المشتراة لتسليمها خلال فترة محددة، وأسعار الصرف الأجنبي.[1] وتتمثل مخاطر السوق في التمويل الإسلامي فيما يلي:[2]

أولا: مخاطر أسعار السلع (الأصول الحقيقية): وهي المخاطر المرتبطة بملكية الأصول (سلع وخدمات تباع في الأسواق) قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية والحكومية وغيرها من عوامل السوق. كما أن اقتناء السلعة لعرضها للبيع يجعلها تُعامل على أنها مخزون حتى يبيعها بالمرابحة مثلا مما يعرضها لمخاطر تقلبات الأسعار. فالدخول مثلا في عقد سلم دون عقد موازٍ يؤدي إلى تملك للسلعة في نهاية مدة العقد، وهذا ينطوي على مخاطر الأسعار، كما أن الاحتفاظ بالسلعة على أمل بيعها مستقبلاً بسعر أعلى تنتج عنه مخاطر تقلبات أسعار السلعة خلال فترة الانتظار.

ثانيا: مخاطر التركيز : وتكون إما بالتركيز على شريحة واحدة من العملاء أو بالتركيز على صيغة معينة دون أخرى، أو مخاطر التركيز على قطاع من القطاعات الاقتصادية وهي المخاطر الناشئة عن التركز القطاعي للتمويل المتاح من خلال هذه الصيغة على مستوى الأنشطة.

ثالثا: المخاطر النوعية: تتمثل في احتمالية تحقيق معدل عائد منخفض على الاستثمارات في الأصول عندما تكون الأصول محل التعاقد أقل جودة من المتفق عليها أو غير مرغوبة للمشتري في العقد الموازي. كما قد تحدث إذا قام المستأجر في حالة الضرر الدائم للأصل المؤجر بممارسة حقه في فسخ عقد الإجارة، حيث يتحمل المؤجر مخاطر القيمة المتبقية للأصل المؤجر إذا كانت أقل من المدفوعات المستردة المستحقة للمستأجر، وفي تلك الحالة تنعكس مخاطر الأسعار إن وجدت في تخفيض يطبق على قيمة الأصل المؤجر.

---

[1] Akkizidis I, Khandelwal S K, Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance, First published, PALGRAVE MACMILLAN, , New York , 2008, p148.

1. [2] أنظر:
   - محمد محمود مكاوي، الاحتياط ضد مخاطر التمويل المصرفي الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون، مصر، 2015، ، ص ص 234-237.
   - مكرم مبيض، المخاطر المصرفية للإجارة المنتهية بالتمليك، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 02، جويلية 2012، ص.32.
   - قطاف عبد القادر، مقدم عبيرات، إجراءات التقليل من مخاطر صيغ التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: البنك الإسلامي الأردني كنموذج 2013-2015، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، المجلد 30، العدد 02، ص.308.
   - بلعيدي عبدالله وآخرون، مخاطر تطبيقات المضاربة في البنوك الإسلامية وطرق إدارتها، مجلة البصيرة، المجلد 08، العدد01، 2018، ص.44.
   - موسى عمر مبارك أبو محيميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، بحث غير منشور، 2008، ص.102.
   - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل مخاطر عقد السَّلم وتقنيات التحوط ضدها، مرجع سبق ذكره، ص ص.28-29.

رابعا: مخاطر سعر الصرف: وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة، فإن ذلك يترتب عنه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى. حي أن أي تغيرات غير مواتية في أسعار الصرف إذا كان الأصل مشترى بعملات أجنبية ثم انحراف سعر الصرف عن السعر السائد وقت إبرام العقد تؤدي لحدوث خسائر تساوي إلى الفرق بين سعر الأصل السوقي لحظة استلامه وسعر الأصل عند التعاقد.

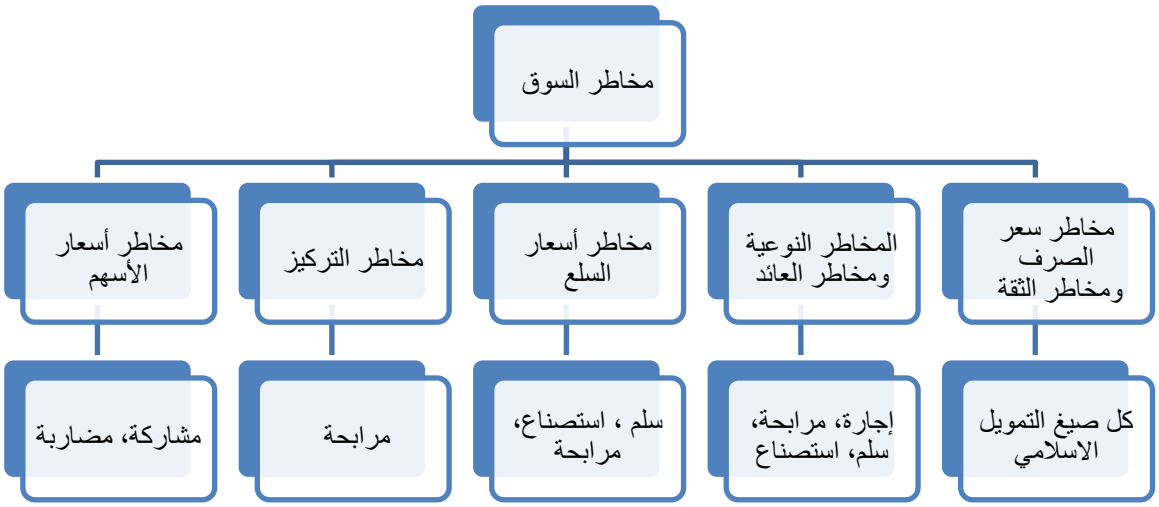
خامسا: مخاطر العائد/هامش الربح (السعر المرجعي): في عقد المرابحة يتحدد هامش الربح بالاستناد إلى أسعار الفائدة في البنوك التقليدية كمؤشر لحساب الربحية لهذه العمليات فإذا تغير سعر الفائدة المرجعي بالارتفاع فلن يكون بالإمكان تغيير هامش الربح في عقود المرابحات الناشئة عن تحركات سعر الفائدة في السوق المصرفية. كما تظهر مخاطر هامش الربح أو ما يعرف بالسعر المرجعي نتيجة استبدال الأصل محل العقد في حالة شراء المؤسسة المالية لأصل من خلال عقد مواز وفشل الطرف الثالث في تسليم الأصل في موعده، في هذه الحالة ستضطر المؤسسة إلى البحث عن الأصل من السوق وتسليمه للمشتري في العقد الأصلي. وبذلك تظهر مخاطر تخص أسعار المنتجات والتي تنعكس على عدم اليقين بالعائد.

سادسا: مخاطر الثقة: قد يؤدي معدل العائد المرتفع لصيغ التمويل الاسلامي مقارنة بسعر الفائدة في السوق المصرفية إلى مخاطر الثقة، كما قد تحدث أيضا نتيجة خرق العقود، على سبيل المثال قد لا يستطيع الدائن الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية لعقود المرابحات، بذلك يمكن أن يقود إلى مشكلة ثقة عظيمة الأثر وبالتالي يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن التعامل بصيغ التمويل الإسلامي.

سابعا: مخاطر أسعار الأسهم: فيما يتعلق باتفاقيات العقود المالية الإسلامية هي المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية من خلال انخفاض قيمة استثماراتها نتيجة ديناميكيات الأعمال أو السوق التي تتسبب في حدوث خسائر. قد ينتج عن عقود المشاركة والمضاربة المالية الإسلامية مخاطر أسعار الأسهم. ويرجع ذلك أساسا إلى المشاركة بين المؤسسة المالية والشريك أو المضارب، في الأرباح والخسائر الناتج عن توزيع الحصص في حقوق ملكية الاستثمار.

ويشرح الشكل الموالي مخاطر السوق وكيف تؤثر على صيغ التمويل الإسلامي:

الشكل رقم (03): مخاطر السوق في صيغ التمويل الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحثة

المطلب الرابع: المخاطر التشغيلية

نظراً لعولمة الخدمات المالية فإن الأنشطة المصرفية تتجه نحو المزيد من التنوع والتعقيد مما أدى إلى زيادة درجة وأنواع المخاطر التي تواجه البنوك، ونتيجة للتطور المصرفي والأزمات التي حدثت في الآونة الأخيرة أكدت بروز مخاطر ذات أهمية الى جانب المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق، هي مخاطر التشغيل.

الفرع الأول: ماهية المخاطر التشغيلية

أولا: تعريف المخاطر التشغيلية:

- وفقاً للجنة بازل، يتم تعريف المخاطر التشغيلية على أنها مخاطر الخسارة المباشرة أو غير المباشرة الناتجة عن عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والأنظمة أو الناتجة عن حدث خارجي[1].
- المخاطر التشغيلية هي مخاطر مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية، أو الناجمة عن التقنية أو الأنظمة المستخدمة، أو التي تنجم عن الحوادث الداخلية في المصرف كما تشمل أيضا المخاطر القانونية[2].

إضافة إلى الأخطاء التي قد تحدث من موظفي البنك أو أنظمته أو العمليات قد تؤدي إلى خسارة البنك لجزء من دينه. هناك أيضا المخاطر التي تمثل الخسائر الناجمة عن عدم كفاية أو فشل الأفراد والنظم والعمليات الداخلية أو

[1] Esch L et al, Asset and Risk Management:Risk Oriented Finance, England, John Wiley & Sons, 2005, p.12.

[2] نصر عبد الكريم، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل 2: دراسة لطبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين، المؤتمر العلمي السنوي الخامس، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 2007، ص.14.

نتيجة الأحداث الخارجية بما في ذلك مخاطر التشغيل المرتبطة ضمنا بالمخاطر الائتمانية (مثل الإخفاق في الدراسة الإئتمانية في مرحلة الدراسة، التسرع بالسماح للعميل باستخدام التمويل قبل استكمال الشروط الواردة في الدراسة. أما المخاطر القانونية فتشمل الخسائر الناتجة عن الغرامات والعقوبات والجزاءات الموقعة على البنك في حالة عدم التطبيق أو التطبيق غير الملائم للأحكام القانونية أو التعاقدية أو التي تنشأ نتيجة لعدم صياغة الحقوق والالتزامات التعاقدية بين البنك والطرف المقابل بطريقة سليمة.

ثانيا: طبيعة المخاطر التشغيلية

إذا قامت إدارة المصرف بالتصرف بشكل مخالف لنصوص عقد الاستثمار، أو ارتكبت مخالفة، أو أهملت في إدارة أموال المستثمرين فإن المصرف في هذه الحالة يكون مسؤولاً من ناحية قانونية عن الخسائر التي تتعرض لها هذه الأموال. تعرف أيضا بمخاطر الإدارة ويقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابيا على أسعار أسهمها[1]. ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي، ومن الأخطاء الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، .... ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسيير الأزمات[2].

[1] حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص.48.
[2] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى،2005، ص.48.

الفرع الثاني: المخاطر التشغيلية في صيغ التمويل الإسلامي

يتمثل الجزء الرئيسي في تصميم نظام فعال لإدارة المخاطر التشغيلية في تحديد مخاطر التشغيل الداخلية والخارجية، والتي يمكن تصنيفها إلى:[1]

أولا: مخاطر الأشخاص: يمكن أن تكون المخاطر التشغيلية الناتجة عن الموظفين ناتجة عن عدم الكفاءة أو الإهمال أو الاحتيال. ويمكن أن تحدث نتيجة أحداث مقصودة وغير مقصودة. يعد عدم الكفاءة والإهمال بشكل عام أحداثًا غير مقصودة، بينما يكون الاحتيال دائما متعمدًا. وتتسبب أحداث مخاطر الأشخاص في قدر كبير من الضرر. ومن الأمثلة على ذلك الخسارة التي تكبدها بنك دبي الإسلامي في عام 1998 بسبب قرض غير مصرح به بقيمة 242 مليون دولار أمريكي قام به أحد المسؤولين. لم يقتصر الأمر على أن يتحمل البنك 50 مليون دولار أمريكي فحسب، بل كان عليه أيضا الوفاء بسحب 138 مليون دولار أمريكي من المدخرات (ما يعادل حوالي 7 في المائة من إجمالي الودائع في بنك دبي الإسلامي) بسبب الاحتيال الذي قام به مسؤول البنك.

ثانيا: مخاطر التكنولوجيا: من منظور الأعمال التجارية، فإن عدم قدرة المؤسسات المالية الإسلامية على استخدام تكنولوجيا المعلومات بكفاءة وفعالية ستساهم في تقادمها. وبالتالي، يجب عليها الالتزام باستخدام تقنية المعلومات بشكل جيد من أجل تلبية طلبات عملائها المتنوعة بشكل فعال، والوفاء بالمتطلبات التنظيمية، وتلبية الاحتياجات الداخلية حيث يمكن أن يؤدي الاستخدام الضعيف للتكنولوجيا وأنظمة المعلومات على نحو يتسم بالمخاطر إلى جعل المؤسسات المالية الإسلامية عرضة للمخاطر التشغيلية. عند تطبيق التكنولوجيا وأنظمة المعلومات، يجب على المؤسسة المالية الإسلامية التأكد من أن النظام المستخدم مناسب لعمليتها واحتياجاتها الخاصة. إذ يمكن أن تحدث مخاطر التكنولوجيا ليس فقط من تقادم التكنولوجيا المستخدمة، ولكن أيضا من عدم توافق النظام مع ما تحتاجه المؤسسة المالية الإسلامية.

ثالثا: المخاطر القانونية: ينص مجلس الخدمات المالية الإسلامية على أن المخاطر القانونية تندرج تحت المخاطر التشغيلية. ومع ذلك، اعتبر العديد من الباحثين أنه لا ينبغي إدراج المخاطر القانونية في فئة المخاطر التشغيلية، باعتبار أن المخاطر القانونية لا يمكن التنبؤ بها، وبالتالي يصعب قياسها. في بعض الحالات، تحدث المخاطر القانونية حقًا من عوامل خارجية وليست داخلية. يمكن أن تحدث المخاطر القانونية حتى عندما تبذل المؤسسة المالية الإسلامية قصارى جهدها للامتثال للقوانين الوضعية السارية أو عندما يرتكب أحد موظفيها أعمالًا تنتهك القانون؛ يؤدي

[1] Wahyudi, I & al, Risk management for Islamic banks : recent developments from Asia and the Middle East, 2015 John Wiley & Sons, Singapore , 2015, pp.148-150.

هذا إلى فرض عقوبات عليها، كما يمكن أن تحدث أيضا عندما تتورط في قضية قانونية بسبب التفسير الخاطئ للقوانين واللوائح المعنية. إضافة إلى التغييرات في القانون واللوائح الأخرى.

رابعا: مخاطر السمعة: لا تنطوي هذه المخاطر على احتمال التسبب في خسارة للمؤسسة المالية المعنية فحسب، بل يمكن أن تتسبب أيضا في خسارة الصناعة المالية الاسلامية بشكل عام. يمكن أن تزيد هذه المخاطر أيضا من مخاطر سحب أموال العملاء وسحب رأس مال المساهمين ومخاطر السيولة.

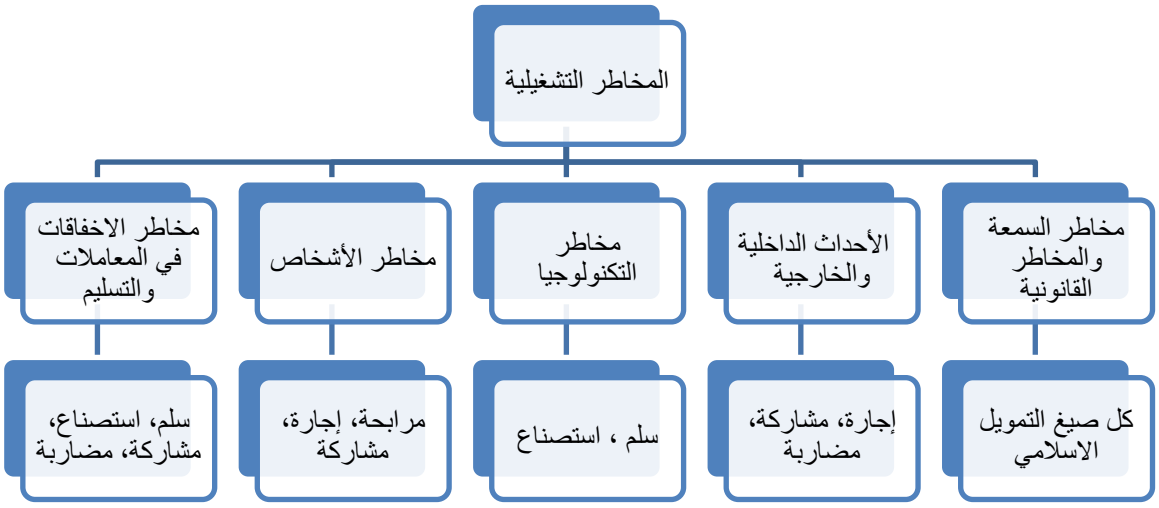
خامسا: الإخفاقات في المعاملات المالية: ويمكن أن تشمل هذه الإخفاقات: أخطاء في إدخال البيانات، أو تعقيد المنتج والمستند، خطأ في صياغة العقد، انتهاكات الخصوصية أو إساءة استخدام معلومات العميل السرية، وأنشطة التداول غير الصحيحة، إضافة إلى غسل الأموال وإنتاج وبيع المنتجات غير المصرح بها والمخالفة لمبادئ الشريعة الإسلامية.

سادسا: فشل العمليات والتسليم: ومن الممكن أن يكون الفشل في العمليات التالية: تعقيد المنتجات والخدمات، وفشل الإدارة، والوثائق القانونية غير المكتملة أو المفقودة، والوصول غير المعتمد إلى حسابات العملاء، ونزاعات البيع، ومخاطر تسليم المدفوعات أو التسوية، وممارسات التلاعب بالتوظيف وسلامة مكان العمل، وتعويضات الدعاوي القانونية للعمال، وانتهاك قواعد سلامة الموظفين، واختلالات أنشطة العمل (مثل الإضرابات)، أما فشل التسليم فيشمل التقصير في تسليم السلعة في عقود السلم والتخلف عن التصنيع والبناء في عقود الاستصناع، بينما في عقود المشاركة والمضاربة فتتمثل في عدم قدرة الشريك على مواصلة تشغيل الأعمال.

سابعا: الأحداث الداخلية والخارجية: وتتمثل الأحداث الخارجية في :انعدام المرافق وإفلاس المورد وفشل ، مشكلة الاتصالات، الشكوك السياسية، الحرب، الأضرار التي لحقت بالأصول المادية، الحرائق، الإرهاب، الكوارث الطبيعية (الزلازل والحرائق)، أما الأحداث الداخلية فهي تلك التي تمس العقود وتتمثل في الأحداث التي تسبب أضرار للأصول (مثل الممتلكات) مما يؤدي بالتالي إلى خسائر فادحة في عقد الإجارة، وعقود المشاركة والمضاربة.

ويوضح الشكل الموالي المصادر المختلفة لمخاطر التشغيل وأين تؤثر على العقود في صيغ التمويل الإسلامي:

الشكل رقم (04): المخاطر التشغيلية في صيغ التمويل الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحثة

المطلب الخامس: مخاطر عدم الالتزام

تترتب عن مخاطر عدم الالتزام عقوبات تفرضها الهيئات المختصة مما ينعكس على سمعة المصرف نتيجة لفشله في الالتزام بالقوانين والقيم السلوكية والاخلاقية التي تنطبق على الأنشطة المصرفية جمعيها.

الفرع الأول: مخاطر عدم الالتزام بالضوابط الشرعية

والمراد بالضوابط الشرعية: "كل العناصر التي يتحقق بها ضبط المسيرة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية. كما أن لجهة الضبط صلاحية الإحاطة والتحكم في جميع الأساليب والإجراءات المتبعة"[1]. وتشمل هذه الضوابط: الضوابط الاعتقادية أو الإيمانية، القواعد الكلية (كقاعدة الغنم بالغرم وقاعدة الخراج بالضمان). فلا يتعامل المصرف الإسلامي بالربا ويلتزم بعدم تمويل أي أنشطة مخالفة للشريعة ابتغاء لمصلحة المجتمع الإسلامي، ومن ثم العمل على توجيه ما لديه من موارد مالية إلى أفضل الاستخدامات الممكنة. بالإضافة إلى القيم الأخلاقية والقواعد الشرعية تلتزم المصارف الإسلامية بتقديم النصيحة للعملاء والتشاور معهم لتحقيق مصالحهم الفردية في اطار المصلحة الاجتماعية. وهناك نوعان من المخالفات الشرعية:[2]

[1] عبد الستار أبوغدة، الضوابط الشرعية لمسيرة المصارف الإسلامية، المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي، دبي، أكتوبر 1985، ص.2.
[2] عبد الحميد محمود البعلي، الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2005، ص.15.

- ❖ مخالفات شرعية بالإتيان أو الفعل بمعنى حصول أمر يخالف الشرع، وهو ما تضطلع ببيانه هيئات الفتاوى والرقابة الشرعية.
- ❖ مخالفات شرعية بالترك بمعنى عدم إعمال الحكم الشرعي إذا لم تشتمل عليه الأعمال والنشاطات التي تقوم بها المؤسسة المالية.

ويلاحظ مدى تأثر خصائص المصارف بالشريعة الإسلامية عن طريق التعرف على اتجاهات تأثير الأحكام الشرعية على المؤسسات المصرفية الاسلامية وذلك من خلال:[1]

- ❖ مدى التأثير في صياغة المقاصد والأهداف والأولويات.
- ❖ التأثير في كيفية الإدارة الكلية للموارد المادية والبشرية.
- ❖ التأثير في نظم وإجراءات العمل والعقود والنماذج.
- ❖ التأثير في مجالات التوظيف والخدمات.
- ❖ التأثير في الأساليب والوسائل المتبعة في التوظيف والخدمات.
- ❖ التأثير في كيفية توزيع النتائج بين الأطراف.
- ❖ التأثير في الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية والأخلاقية تجاه المجتمع.

الفرع الثاني: مخاطر عدم الالتزام بالمعايير الدولية

تأتي أهمية التزام المؤسسات المالية الإسلامية بالمعايير الدولية من طبيعة معاملاتها الدولية، حيث أن عدم الالتزام بها قد يؤدي إلى عدم قبولها دوليا وتراجع تصنيفها الائتماني ويمكن قياس تلك المخاطر عن طريق المعايير التالية:[2]

- ❖ الوفاء بنسبة كفاية رأس المال (معيار بازل).
- ❖ وجود إدارة للرقابة على المخاطر.
- ❖ تطبيق المعايير المحاسبية التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وبالرغم من أن مقررات لجنة بازل لم تأخذ في الاعتبار طبيعة المصارف الإسلامية، لكن عليها أن تلتزم بنسبة كفاية رأس المال حتى تتمكن من الدخول للأسواق المالية العالمية.

---

[1] شيرين محمد سالم أبو قعنونة، الهندسة المالية الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، الأردن، 2016، ص ص.172-175.

[2] محمد البلتاجي، نموذج لقياس المخاطر في المصارف الإسلامية بغرض الحد منها، ملتقى المنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، 5-9 أفريل 2012، ص.9.

الفرع الثالث: مخاطر عدم الالتزام بتعليمات السلطة النقدية

إن المؤسسات المالية الإسلامية تعمل ضمن إطار مؤسس من أجل المصارف التقليدية، وفي ظل خصوصية المصارف الإسلامية واجهت هذه المصارف تحديات متعددة الأبعاد في تنفيذ والالتزام بتعليمات السلطة النقدية (البنك المركزي)، الأمر الذي تجسد بعدم اعتراف البنوك المركزية بالمصارف الإسلامية في بعض الدول التي تعمل في نطاقها، أو حدوث التصادم بينها في دول أخرى نتيجة وضعها وشكلها القانوني وضرورة خضوعها لمعايير الرقابة والتفتيش الخاصة بالمصارف التقليدية، والتي كان لها تأثير مباشر في معاناة المصارف الإسلامية على صعيد أرباحها وحفاظها على التزامها الشرعي خاصة أن معظم قوانين المصارف تحتوي أحكاما لا تتناسب مع أنشطة العمل الإسلامي، مثل نسبة السيولة والاحتياطات التي تشكل نسبة كبيرة من قيمة الودائع وتؤدي إلى تجميد جزء كبير منها وبالتالي التأثير على ربحيتها[1].

[1] شيرين محمد سالم أبو قعنونة، مرجع سبق ذكره، ص 180.

المبحث الثالث: إدارة المخاطر في التمويل الاسلامي

تقدم المؤسسات المالية بشكل متزايد العقود المالية الإسلامية في الأسواق العالمية. نتيجة لهذا النمو في السوق، هناك طلب كبير على فهم كيفية تقييم وإدارة المخاطر الناشئة عن تطبيق المنتجات والخدمات المالية الإسلامية. أصبحت المخاطر الائتمانية والتشغيلية ومخاطر السوق والسيولة إلى جانب مخاطر عدم الامتثال لأحكام الشريعة من القضايا الساخنة للغاية بالنسبة للمؤسسات المالية. يقدم هذا المحور إطارا تفصيليا حول كيفية إدارة المخاطر التي تواجهها بكفاءة.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لإدارة المخاطر

من خلال تنفيذ مفهوم إدارة المخاطر والنظر في مختلف المخاطر أو الأحداث المحتملة قبل حدوثه، يمكن للمؤسسة المالية توفير المال وحماية مستقبلها. وذلك لأن خطة إدارة المخاطر القوية ستساعدها على وضع إجراءات لتجنب التهديدات المحتملة وتقليل تأثيرها في حالة حدوثها والتعامل مع النتائج.

الفرع الأول: ماهية إدارة المخاطر

- إدارة المخاطر هي عملية تنطوي على تحديد التعرض للمخاطر، وانشاء النطاق المناسب لهذا التعرض من خلال فهم واضح لأهداف وقيود المؤسسة، مع القياس المستمر للمخاطر (سواء الحالية أو المزمعة)، ثم تنفيذ تعديلات مناسبة كلما وقعت مخاطر خارج النطاق المستهدف. وتبقى العملية مستمرة وتتطلب تعديلات تعكس السياسات والتفضيلات والمعلومات الجديدة[1].
- إدارة المخاطر هي دراسة جميع العوامل القابلة للقياس الكمي وغير القابلة للقياس الكمي، والمتعلقة بكل فرد أو كيان قانوني يشكل تهديدا للعائد الناتج عن الاستخدام الرشيد للأصول[2].
- إدارة المخاطر هي منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم إجراءات وتنفيذها حتى تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى[3].

[1] Wendy L. Pirie, Derivatives, CFA Institute, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2017, p.297.
[2] Esch L et al, Asset and Risk Management:Risk Oriented Finance, England, John Wiley & Sons, 2005, p.11.
[3] طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص.51.

- إدارة المخاطر هي اتخاذ إجراءات متعمدة لتغيير الاحتمالات لصالح المؤسسة من خلال زيادة احتمالات النتائج الجيدة وتقليل احتمالات النتائج السيئة. وبذلك تدور إدارة المخاطر حول اتباع مجموعة متعمدة من الإجراءات المصممة لتحديد وقياس وإدارة ثم مراقبة الأحداث أو الإجراءات التي قد تؤدي إلى خسارة مالية. هذا يعني أن إدارة المخاطر هي عملية نشطة تتطلب الالتزام والتركيز[1].

يمكن تعريف إدارة المخاطر بأنها إعداد الخطط قبل وقوع الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة مع محاولة معرفة نوع المخاطر والأدوات المناسبة لعدم تكرارها، وذلك لحماية استمرارية المنشأة.

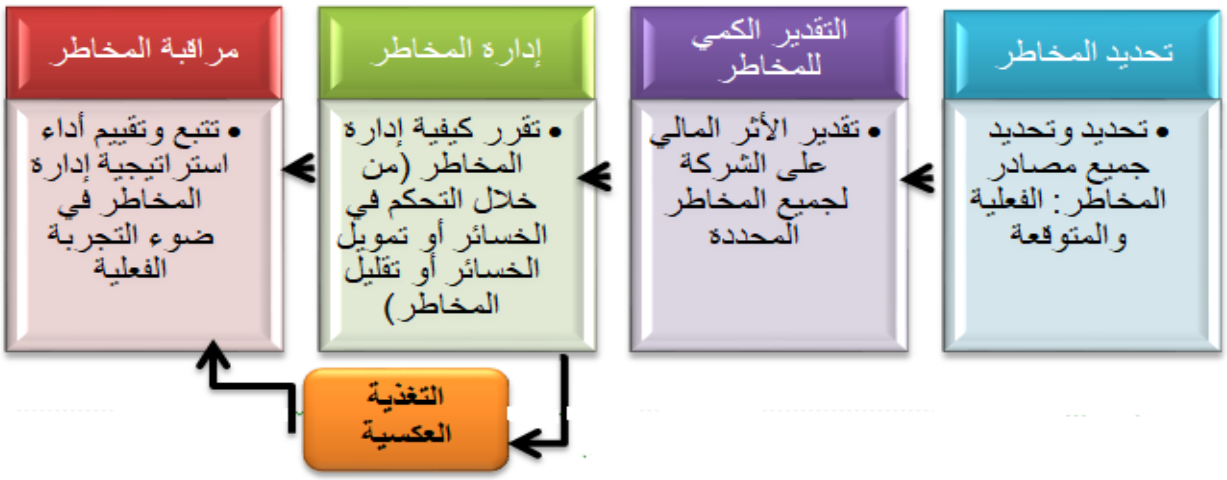
الفرع الثاني: مراحل إدارة المخاطر

يرى بريجهام وهيوستن (Brigham & Houston) أن إدارة المخاطر هي مجموعة من الأنشطة تستهدف تقليل الخسائر المحتملة من وقوع المخاطر، وأنها تندرج تحت ثلاثة مراحل رئيسية هي:[2]

- تحديد المخاطر التي تواجه المنشأة وتعريفها.
- قياس التأثير المحتمل لكل خطر.
- تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الاهتمام .

لكن معظم الكتاب يرون أن إدارة المخاطر تمر بأربع خطوات ارتأينا تلخيصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): مراحل إدارة المخاطر



المصدر: من إعداد الباحثة

[1] Holmes,A., Risk Management, United Kingdom, Capstone Publishing, 2002, p.6.
[2] Brigham E.F and Houston J.F, Fundamentals of Financial management, New York: The Dryden Press, 1998, PP.753-754.

وفقاً لجويل بسيس (Joel Bessis) فإن إدارة المخاطر في المصارف مختلفة، حيث أن إدارة المخاطر في الصناعة المصرفية تعتمد بشكل أساسي على المقاييس الكمية للمخاطر. ويستشهد بثلاثة مؤشرات كمية شائعة الاستخدام تتمثل في:[1]

- **الحساسية:** تقيس انحراف الأرباح عن مؤشرات مثل هوامش الفائدة أو التغيرات في القيم السوقية للأدوات المالية (مثل المشتقات) مع تغير وحدة واحدة في معلمات السوق مثل أسعار الفائدة أو أسعار الصرف أو أسعار الأسهم.
- **التقلب:** يدل على الاختلافات حول متوسط المعلمة العشوائية أو القيمة المستهدفة سواء بشكل إيجابي (صعودي) أو سلبي (هبوطي). فهو يعبر عن التقلب بالانحراف المعياري لقيم هذا المتغير. ويمثل مقياس شائع للتشتت حول متوسط متغير عشوائي.
- **مقاييس الجانب السلبي للمخاطر:** مثل القيمة المعرضة للخطر والتي تركز على التغيرات السلبية فقط. للسماح بالإدارة الفعالة للمخاطر، يتم تصنيفها عادة على أنها أسوأ قيم. تعتبر هذه المقاييس الأكثر شمولاً للمخاطر لأنها تتضمن كلاً من الحساسية والتقلب.

الفرع الثالث: أساليب إدارة المخاطر: تشمل ما يلي:

أولا: تجنب المخاطرة: يرفض الفرد أو المؤسسة أحيانا قبول خطر معين، مثل تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين وتفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة. ومن أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، ورغم أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر، إلا أنه يعد أسلوبا سلبيا وليس إيجابيا في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم الشخصي والتقدم الاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية.[2]

ثانيا: تقليل المخاطرة: ويكون ذلك من خلال خوض غمار النشاط الاقتصادي مع التفكير باستراتيجيات ملائمة لتقليل درجة المخاطرة، ويكون ذلك باستخدام استراتيجيات التحوط الطبيعي، كمبدأ المواءمة بين توقيت التدفقات المالية الداخلة والخارجة، لتوفير الأموال اللازمة في الوقت المحدد قدر الإمكان[3]. في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل

[1] Holmes, A., op cit, p.10.

[2] عبد العزيز فهمي هيكل، مقدمة في التأمين، بيروت، دار النهضة العربية، 2003، ص747

[3] Besley, Scott., and Brigham, Eugene. F., Essentials of Managerial Finance, 12th edition, Harcourt College Publishers: The Dryden Press, Fort Worth, USA, 2000, p.537.

المخاطر تقوم برصد سلوك القروض من أجل معرفة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكرا، وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم التي يجري تصميمها لذلك الغرض.

ثالثا: نقل المخاطرة: بمقتضى هذه الطريقة فإنه يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر، نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف، مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء. ويعتبر التأمين من أهم وسائل نقل المخاطرة وأكثرها انتشارا[1] . وعادة ما تتبع هذه الوسيلة في مواجهة الأخطار التي تكون فيها درجة احتمال وقوع الخطر ضئيلة بينما تكون الخسائر الناشئة نتيجة وقوع هذا الخطر كبيرة.

رابعا: التجزئة وتنويع المخاطر: ويقصد بها تجزئة الشيء المعرض للخطر بشكل يضمن عدم تعرض جميع الأجزاء في وقت واحد لتحقق مسبب الخطر، وذلك بجانب التنوع بالنسبة لكل جزء من الأجزاء في الحالات التي تسمح بذلك بما يحقق انتشارا للمخاطر على المستوى المالي أو الجغرافي، كل ذلك بشرط قابلية وحدة المخاطر (الشيء المعرض للخطر) للتجزئة[2].

ويشترط لتطبيق هذه السياسة وجود نوعين من الشروط:

أ. شروط فنية وتتمثل في ضرورة تجزئة الشيء المعرض للخطر ماليا وجغرافيا.

ب. شروط مالية وتتمثل في وجود مقدرة مالية تمكن مدير الخطر من مواجهة أية خسائر فور حدوثها.

- **التحوط:** الذي يختلف عن التأمين في كونه تحويل للمخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح.

الفرع الرابع: إدارة المخاطر في التمويل الإسلامي

إدارة المخاطر والتحوط جائزة شرعاً بتوافر الشروط الثلاثة التالية:[3]

- أن تكون إدارة المخاطر المراد التحوط منها أو تقليلها هي بحد ذاتها متوافقة مع أحكام الشريعة؛
- إدارة المخاطر يجب أن تكون بطرق وعقود شرعية، وألا تتعارض مع مبدأ " الغنم بالغرم"؛
- أن يكون الهدف هو إدارة المخاطر وتقليلها فقط وليس إزالتها أو التربح منها بجعلها منتجات مالية.

والجدول الموالي يوضح الفرق بين إدارة المخاطر في الفكر الإسلامي ونظيره الرأسمالي.

[1] أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، الطبعة الأولى، عمان، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2007، ص.44.
[2] نفس المرجع، ص.67
[3] مختار بونقاب، فكر إدارة المخاطر في الاقتصاد الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 77، أكتوبر 2018، ص 75.

الجدول رقم (01): الفرق بين إدارة المخاطر في التمويل الإسلامي والتمويل الرأسمالي

أوجه المقارنة	الاقتصاد الإسلامي	الاقتصاد الرأسمالي
المبادئ	المشاركة في الربح والخسارة	نقل المخاطر إلى الطرف الآخر
الأدوات المستخدمة	صيغ التمويل الإسلامي، خيار الشرط، الشرط الجزائي...	الفائدة الربوية ومشتقاتها، المشتقات المالية
خصائص أدواتها	تتميز بالوضوح، التنوع، المشروعية والعدالة	تتميز بالغموض، التعقيد، المجازفة وعدم العدالة
النتيجة	(قيمة مضافة) تقليل الخسائر وتقسيمها بين الأطراف المتعاملة	(معادلة صفرية) طرف رابح وطرف خاسر

المصدر: مختار بونقاب، فكر إدارة المخاطر في الاقتصاد الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 77، أكتوبر 2018، ص.76.

ويختلف أسلوب إدارة المخاطر في التمويل الإسلامي حسب طبيعة المخاطر وصيغة التعاقد، وتتكون تقنيات تحديد وإدارة المخاطر المتاحة من نوعين. يشتمل النوع الأول على تقنيات قياسية، مثل الإبلاغ عن المخاطر والتدقيق الداخلي والخارجي وتحليل GAP وRAROC وما إلى ذلك، والتي تتوافق مع مبادئ التمويل الإسلامية. أما النوع الثاني يتكون من التقنيات التي تحتاج إلى تطوير أو تكييف مع متطلبات الامتثال للشريعة. ويمكن تصنيف تقنيات وأساليب إدارة المخاطر كما يلي:[1]

أولا: تقنيات تجنب أو التخلص من المخاطر: وتشمل توحيد جميع الأنشطة والعمليات المتعلقة بالأعمال التجارية، وإنشاء محفظة متنوعة وتنفيذ مخطط متوافق مع الحوافز مع المساءلة عن الإجراءات المتخذة.

1- **تخفيف المخاطر التعاقدية:** نظرا لأساليب التمويل الفريدة، يجب التخفيف من بعض المخاطر من خلال التوثيق المناسب للمنتجات. قد يكون الغرر معتدلاً ولا مفر منه ولكنه قد يكون مفرطًا ويسبب الظلم وإخفاقات العقود والتخلف عن السداد، لكن الاتفاقيات التعاقدية المناسبة بين الأطراف المقابلة تعمل كتقنيات للتحكم في المخاطر.

2- **عقود الخطوتين:** تتمثل إحدى طرق تخفيف مخاطر معدل العائد في التمويل الاسلامي في استخدام العقود المكونة من خطوتين. حيث يمكن أن يلعب الدائن دور الضامن في تسهيل الأموال للمستخدمين. نظرا لأنه لا

[1] See : - Santomero, Anthony M., Commercial bank risk management: an analysis of the process, Journal of Financial Services Research, Volume 12, 1997, pp83–115.
- Habib Ahmed & Tariqullah Khan,. Risk Management in Islamic Banking," Chapters, in: M. Kabir Hassan & Mervyn K. Lewis (ed.), Handbook of Islamic Banking, chapter 10, Edward Elgar Publishing, 2007, pp149-156.

يمكن تقديم الضمان كنشاط تجاري بموجب الشريعة الإسلامية، أما في عقد من خطوتين، يمكن تقديمه من خلال مشاركة الدائن في عملية التمويل كمشتري فعلي.

3- **المعاوضة في الميزانية:** وتتضمن مطابقة إجمالي الالتزامات المالية المتبادلة والمحاسبية فقط عن المراكز الصافية للالتزامات المتبادلة.

ثانيا: استيعاب أو قبول المخاطر: بعض المخاطر لا يمكن إلغاؤها أو تحويلها ويجب قبولها، السبب الأول هو تعقيد المخاطر وصعوبة فصلها عن الأصول. والسبب الثاني هو أن المؤسسات المالية الاسلامية تتخصص في التعامل مع هذه المخاطر. مثل مخاطر الائتمان ومخاطر السوق. ومن أساليب التعامل معها:

1- **الرهن:** هو واحد من أهم التحصينات ضد خسارة الائتمان. تستخدمه البنوك الإسلامية لتأمين التمويل، لأن الرهن (أصل كضمان في التزام مؤجل) مسموح به في الشريعة.

2- **الضمانات:** تكمل الضمانات الرهن في تحسين جودة الائتمان. وتعتبر الضمانات التجارية أدوات مهمة للغاية للتحكم في مخاطر الائتمان في البنوك التقليدية. على الرغم من أن بعض البنوك الإسلامية تستخدم أيضا الضمانات التجارية، إلا أن الفهم الفقهي العام يتعارض مع استخدامها. وفقاً للفقه، لا يمكن إلا لطرف ثالث تقديم ضمانات كعمل خير وعلى أساس رسوم خدمة للنفقات الفعلية. وبسبب هذا الافتقار إلى الإجماع، لا يتم استخدام الأداة بشكل فعال في الصناعة المصرفية الإسلامية.

3- إحتياطيات خسارة القرض: توفر احتياطيات خسائر القروض الكافية الحماية ضد الخسائر الائتمانية المتوقعة. تعتمد فعالية هذه الاحتياطيات على مصداقية الأنظمة المعمول بها لحساب الخسائر المتوقعة.

4- **تخصيص رأس المال:** يتم استخدام المفهوم الأساسي لعائد رأس المال المعدل حسب المخاطر (RAROC) لتوفير قاعدة قرار تخصيص رأس المال للمشاريع وفقاً للمخاطر". يمكن استخدام RAROC لتخصيص رأس المال بين فئات مختلفة من الأصول وعبر وحدات الأعمال من خلال فحص عوامل المخاطر والعوائد المرتبطة بها.

ثالثا: التحوط من المخاطر: ويشمل أساسا التعامل بالمشتقات الإسلامية، وصناديق التحوط الإسلامية، إضافة إلى آليات التحوط التي أقرها مجلس الفقه الإسلامي والتي سيتم تناولها في الفصول اللاحقة بالتفصيل.

المطلب الثاني: إدارة المخاطر الائتمانية في التمويل الإسلامي

إدارة المخاطر الائتمانية في عمليات التمويل في الإسلامية نعتبر من القضايا المهمة والحيوية في إدارة المصارف الإسلامية ودفع عجلة تنميتها. وذلك للإهتمام الزائد بمشروعية الإطار المنظم لإدارة المخاطر، ونجاعته في العملية التمويلية.

الفرع الأول: ماهية إدارة المخاطر الائتمانية

تعرف إدارة المخاطر الائتمانية بأنها الإجراءات التي تتخذها المصارف بهدف تقليل وتجنب المخاطر الائتمانية المصاحبة لأنشطتها، بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط[1].

وتعرف أيضا بأنها تحديد وتحليل والسيطرة الاقتصادية على مخاطر الائتمان التي تهدد الأصول المالية للمؤسسة أو المستثمر، وبصفة أخرى فإن إدارة المخاطر الائتمانية هي تعيين مختلف حالات التعرض لمخاطر التخلف عن السداد وقياسها ومتابعتها ومعالجتها.[2]

تعرف كذلك بأنها حماية استثمارات الممول (الدائن) في الذمم المدينة والوصول بالتدفقات النقدية التشغيلية إلى الحد الأمثل والتي تسعى إلى التطبيق السليم لسياسات وإجراءات منح الإئتمان للعملاء وتحصيل دفعات الأقساط والحد من مخاطر عدم السداد.[3]

إن المفهوم الإسلامي لإدارة المخاطر الائتمانية أوسع مما يتم تطبيقه في التمويل التقليدي، حيث أن مخاطر الإئتمان المرتبطة بالمعاملات المالية الإسلامية تكون واردة فقط عندما تنتقل الملكية من الجهة المانحة للتمويل (الدائن) إلى الجهة الطالبة له (العميل). لذلك يتعين على الدائن أن يكون قادرا على تحليل المخاطر التي تنشا عن تملك السلعة أو الأصل قبل بيعها للعميل ومن ثم مخاطر الائتمان الناتجة بعد البيع. وتهدف أسس إدارة المخاطر الائتمانية بصفة أساسية إلى تحقيق الحد الأقصى من العائد مقابل الإبقاء على مخاطر الائتمان في حدود المعايير المقبولة.

---

[1] سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، دار المعارف للطباعة، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2005، ص.6.

[2] دار السبع مختارية، إدارة الإئتمان في النظام المصرفي الجزائري، أطروحة دكتوراه، بحث غير منشور، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2018، ص 20، بتصرف.

[3] زهير أحمد علي أحمد، صيغ التمويل الإسلامي ودورها في تقليل المخاطر المالية في المصارف السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، بحث غير منشور، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016، ص 159، بتصرف.

الفرع الثاني: مبادئ إدارة المخاطر الائتمانية

هناك مبادئ محددة لتقييم وإدارة المخاطر الإئتمانية وهي:[1]

أولا: إنشاء بيئة مناسبة لإدارة المخاطر: حيث تقع على عاتق الجهة المانحة للائتمان مسؤولية كاملة ولها صلاحيات واسعة للموافقة والمراجعة الدورية لإستراتيجية إدارة مخاطر الائتمان ولسياسات مخاطر الائتمان، هذه الاستراتيجية يجب أن تعكس القدرة على تحمل مخاطر الائتمان ومستوى الأرباح المتوقعة في حالة التعرض للمخاطر الإئتمانية. وكذلك يجب أن تتحمل مسؤولية تطبيق إستراتيجية إدارة مخاطر الائتمان المعمول بها. كما أن لها الصلاحية في تطوير السياسات والإجراءات الخاصة بتحديد وقياس ومراقبة وضبط مخاطر الإئتمان المتعلقة بأنشطة المصرف.

ثانيا: توفر معايير لمنح الائتمان: إن التطبيق السليم لمعايير منح إئتمان سليمة وواضحة، يتطلب تحديداً واضحاً للأسواق المستهدفة وفهم كامل للمقترضين أو الأطراف الأخرى الطالبة للتمويل، هذا بالإضافة إلى تحديد أهداف وهيكل الائتمان وموارد إعادة سداده. مع تحديد سقوف إئتمانية معينة للعملاء حسب طبيعة نشاطاتهم.

ثالثا: المحافظة على عملية إدارة، قياس وضبط الإئتمان: يجب اتباع نظاماً لإدارة المخاطر الائتمانية لمحفظة التمويل وتفعيل نظاماً لمراقبة وضبط الإئتمان الفردي ومن ضمنها تحديد كفاية المخصصات والإحتياطات.

رابعا: تطبيق نظام رقابة داخلية على المخاطر الائتمانية: يجب إرساء نظام تقييم مستقل ومستمر لعمليات إدارة مخاطر الإئتمان ونقل النتائج الناتجة عن هذه المراجعات مباشرة للجهة المسؤولة بغرض إتخاذ الإجراءات اللازمة في الوقت المناسب.

الفرع الثالث: أساليب إدارة المخاطر الائتمانية في التمويل الاسلامي

يتم إتباع عدة طرق للتخفيف من درجة المخاطر الائتمانية في صيغ التمويل الإسلامي إلى الحدود المقبولة، ومن أهم هذه الطرق:[2]

---

[1] نبيل حشاد، موسوعة بازل 2: دليل إدارة المخاطر المصرفية، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005، ص 297.

[2] أنظر: - محمد محمود مكاوي، مرجع سبق ذكره، ص.273.

-أحمد شوقي سليمان، المخاطر المحيطة بصيغة المشاركة وكيفية الحد منها: حالة عملية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 58، مارس 2017، ص.117.

-IFSB, "Definition and Profiles of Credit Risk , Guiding Principles of Risk Management for Institutions" (Other than Insurance Institutions) , Offering only Islamic Financial Services , 2005, pp.6-8.

أولا: الدراسة الاستئمانية: يجب دراسة البيانات المستقبلية لقياس إمكانية قيام العميل بسداد الالتزامات التمويلية، الهدف منها تقليص المخاطر التمويلية من خلال الإشارة إلى النقاط السلبية المحيطة بالعميل وكيفية مواجهتها، وتتم الموافقة الائتمانية من خلال عدة لجان ائتمانية بما يتناسب مع درجة المخاطر الائتمانية وحجم التسهيلات الائتمانية لكل جهة صلاحية. كما يتم مراعاة العمل على عدم وجود تركز ائتماني بالمحفظة الائتمانية والتأكد من توافق حجم التعرض الائتماني مع الضوابط المقررة بهذا الشأن سواء للتعرض مع جهة معينة أو قطاع (نشاط) معين.

ثانيا: الضمانات: وتعتمد على فحص الذمة المالية للمدين بدقة للتأكد من ثقته ويساره. ويجوز للجهة المانحة للإئتمان مطالبة المدين بتقديم شيكات أو سندات لأمر قبل إبرام العقد ضماناً للمديونية التي ستنشأ بعد إبرام العقد شريطة النص على أنه لا يحق لها استخدامها إلا في مواعيد استحقاقها. ويمكن استيفاء الضمانات مقابل التسهيلات متى ما دعت الحاجة لذلك ويكون التوجه عادة إلى الضمانات القابلة للتسييل والتنفيذ بشكل أسرع، حيث تتنوع أشكال الضمانات القائمة لقاء التسهيلات الائتمانية على سبيل المثال: الغطاء النقدي، إضافة إلى التنازل المؤيد عن عوائد المشاريع في حال تمويل مشاريع محددة كذلك وجود كفالة مقابل التسهيلات سواء كانت كفالة مالية أو شخصية أو كفالة طرف ثالث. حيث يقدم المتعامل شخصا آخر يكفله أو يضمنه في سداد التزاماته وذلك بضم ذمة مالية أخرى إلى ذمته، أو ضمانا عاما آخر يتمثل في الذمة المالية للكفيل أو الضامن.

ثالثا: التوثيق بالرهن: يجوز للجهة المانحة للإئتمان اتخاذ التدابير اللازمة لمواجهه خطر عدم سداد الالتزامات المستحقة في مواعيدها ومن هذه التدابير الرهن الذي يعتبر من صور الاحتياط الشرعية ضد المخاطر، بأن يجعل المدين عين مال وثيقة بدينه يستوفي منه الدائن دينه عند تعذر الوفاء به. يجوز أن يرهن الدائن السلعة محل العقد رهناً ائتمانياً (رسمياً) دون حيازة أو مع الحيازة للسلعة مع فك الرهن تدريجياً حسب نسبة السداد ضماناً لعقد التمويل. الرهن على بعض الاستثمارات والأصول أو الرهن / التحفظ على بعض الأصول العقارية التجارية والسكنية، ويجوز أيضا أن تحصل على رهن الوديعة الاستثمارية للعميل ضماناً للعقد. وفي حالة أن السلعة ما زالت على حالها يمكن أن تستردها المؤسسة وهو جائز شرعاً ويجب النص عليه في العقد.

رابعا: الرقابة والتقارير: يتم اجراء مراجعة ائتمانية سنوية شاملة للوضع المالي والائتماني لجميع العملاء الحاصلين على تمويل للتأكد من استمرار وضع نشاط العميل واحتياجه التمويلي وحسن سير العلاقة الائتمانية بالإضافة للقيام بأعمال مراجعة تتضمن تقارير زيارات متكررة للعملاء على مدار العام. يتم اعتبار وتصنيف العملاء الذين يحملون معدلات مخاطر ائتمانية مرتفعة ضمن قائمة العملاء الذين يحتاجون مراقبة خاصة حيث يتم مراقبة ومتابعة هذا

التعرض الائتماني بشكل دقيق وحذر لتخفيف تقليص هذا التعرض الائتماني بشكل سليم وذلك بشكل دوري، ويتم متابعة محفظة عملاء الأفراد الحاصلين على تسهيلات ائتمانية لأغراض استهلاكية وبطاقات ائتمان على أساس شامل من خلال تقييم للمعايير المقررة لهذه المحفظة لكل شريحة على حده.

خامسا: وضع معايير لقياس المخاطر الائتمانية في صيغ التمويل الاسلامي: وتشمل: معايير قياس مخاطر التركيز على صيغة واحدة للتمويل (وتتمثل في عدد الصيغ التمويلية المستخدمة والأوزان النسبية للصيغ التمويلية من إجمالي حجم التمويل)، معايير قياس مخاطر ارتفاع تكلفة التمويل (تتمثل في وجود نظام لقياس تكلفة التمويل ونظام لمنح التمويل ومتابعته)، ومعايير قياس مخاطر تنويع محفظة التمويل (وتتمثل في وجود موازنة تخطيطية للتمويل، الوزن النسبي للإستثمارات الداخلية من اجمالي حجم الاستثمار، ووجود نظام لتوزيع المخاطر).[1]

المطلب الثالث: إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي

تعتبر فكرة إدارة مخاطر السوق حديثة في الأسواق المالية الإسلامية، فغالبا ما كان المستوردون والمصدرون يتبنون نهج لا تفعل شيئاً حتى لا تحتاج إلى للتحوط من تقلبات أسعار الصرف السلبية. كان هذا جزئيا بسبب الثقافة التي شجعت الرأي القائل بأن الخطر شيء يجب قبوله، وليس تقليله. كان أيضا موقفاً روج له سعر الصرف الثابت للدولار الأمريكي والذي كان قوياً في معظم دول الشرق الأوسط، لا سيما أن أهم الصادرات لمعظم هذه الاقتصادات – النفط – تم تسعيره بالدولار.

الفرع الأول: ماهية إدارة مخاطر السوق

تعرف إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي بأنها معالجة مخاطر السوق المختلفة مثل الأرباح وحقوق الملكية والسلع والعملات، فيطلب شرعا من المؤسسات المالية أن تقوم بتطوير طرق ومفاهيم على أعلى المستويات المهنية عند تقويمها للمخاطر المتعلقة بالسوق بنفس الطريقة التي يقوم بها التاجر أو المستثمر أو رجل الأعمال.[2]

تفرض القوانين أو الأنظمة أو السلطة الرقابية على المصارف أن يكون لها عمليات ملائمة لإدارة مخاطر السوق، تقدم نظرة شاملة عن التعرض لمخاطر السوق على مستوى المصرف. وتتأكد السلطة الرقابية من توافق هذه الإجراءات مع قابلية المصرف على تحمل المخاطر، وحجم المخاطر، والأهمية النظامية للمصرف وقوة رأسماله؛ مع الأخذ في

[1] عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، الخدمات في المصارف الإسلامية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 553.
[2] حسين حامد محمد، آليات إدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الهيئات الشرعية الحادي عشر، البحرين، 7-8 ماي 2012، ص12.

الاعتبار ظروف السوق والظروف الاقتصادية الكلية ومخاطر التدهور في سيولة الأسواق. وتبين بوضوح الأدوار والمسؤوليات لتحديد، وقياس، ومتابعة، ومراقبة مخاطر السوق[1].

تختلف الآراء حول العمليات المرضية لإدارة مخاطر السوق، لكن عموما تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية إلى إجراءات تسمح بالإدارة الفعالة والكافية لمخاطر السوق تجنبها احتمال وقوع خسائر فادحة في صافي القيمة، وتضمن توفر رأس مال كاف لاستمرارية النشاط في حالة وقوع مثل هذه الخسائر.

الفرع الثاني: مبادئ إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي

يجب أن يكون لدى مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية إطار ملائم لإدارة مخاطر السوق (بما في ذلك إعداد التقارير عنها)، بشأن كل ما بحوزتها من موجودات، بما فيها الموجودات التي ليس لها سعر سوق محدد أو التي تكون عرضة تقلبات عالية في الأسعار. ويجب مراعاة الجوانب التالية:[2]

- على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية وضع إستراتيجية لمخاطر السوق تشمل مستوى مخاطر السوق المقبولة، على أن يتم مراعاة الاتفاقيات التعاقدية المبرمة مع مقدمي الأموال، وأنواع المخاطر المتعرض لها في الأنشطة، والأسواق المستهدفة، وذلك لتعظيم العوائد مع إبقاء المخاطر عند أو دون المستويات المحددة مسبقا .ويجب على تلك المؤسسات مراجعة هذه الاستراتيجية دورياً، وتعميمها على الموظفين أصحاب العلاقة، والإفصاح عنها لمقدمي الأموال.
- على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية وضع إجراءات سليمة وشاملة لإدارة مخاطر السوق ونظام للمعلومات ويجب أن يتم تقييم مدى قابلية تطبيق أي إطار عمل تم وضعه لإدارة مخاطر السوق مع الأخذ في الاعتبار المخاطر الاستتباعية على الأعمال والسمعة.
- ينبغي لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تكون قادرة على تحديد مستويات التعرض لمخاطر السوق وتقييم احتمال ما يمكن التعرض له من خسائر مستقبلية قد تنشأ من عدم تغطية التزاماتها بما تحتفظ به من موجودات.
- تتماثل حالات التعرض للمخاطر في الاستثمار في الأوراق المالية لدى مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية مع تلك المخاطر التي تواجهها مؤسسات الوساطة المالية التقليدية، وهي أسعار السوق، والسيولة، وأسعار صرف

[1] أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، الترجمة العربية للمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية في سبتمبر 2012، صندوق النقد العربي، 2014، ص 99.

[2] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا مؤسسات التأمين) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، المعيار رقم 01، ديسمبر 2005، ص ص 26-30.

العملات. وفي هذا الصدد، يجب أن تحرص مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية على أن تتضمن استراتيجيتها تحديد مستويات المخاطر التي يمكن أن تتحملها بالنسبة للموجودات القابلة للتداول وأن يكون لديها رأسمال كاف محتفظ به لهذا الغرض لتغطية تلك المستويات من المخاطر.

- عند عدم توفر أسعار السوق المباشرة اللازمة لتقييم الموجودات، يكون على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تدرج في برنامجها المتعلق بمنتجاتها أسلوباً مفصلاً لتقييم مخاطر السوق. ويمكن لتلك المؤسسات أن تستخدم أساليب التوقعات المناسبة لتقييم القيمة المحتملة لهذه الموجودات.
- إذا كانت منهجيات التقييم المتاحة غير كافية، فيجب أن تحدد مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية مدى الحاجة إلى تخصيص أموال لتغطية المخاطر الناجمة عن السيولة، وعن الموجودات الجديدة، وعن عدم التأكد من الافتراضات المتعلقة بالتقييم والقيمة المتحققة عند البيع. إضافة إلى إبرام اتفاقية تعاقدية مع الطرف الآخر تحدد الوسائل التي ستستخدم في تقييم الموجودات.

الفرع الثالث: أساليب إدارة مخاطر السوق في التمويل الإسلامي

هناك مجموعة من الأساليب التي يمكن الإعتماد عليها لتخفيف مخاطر السوق في التمويل الاسلامي، نذكر منها:[1]

أولا: سياسة حدود الخسارة: تؤكد سياسة حدود الخسارة بشكل عام على استراتيجيات الخروج من الاستثمار إذا بدأت الأعمال التي استثمر فيها المانح للتمويل في إظهار علامات الإفلاس أو الخسائر الفادحة. في عقود المشاركة في الربح والخسارة، يتحمل جميع الشركاء التجاريين بشكل طبيعي الخسارة، وفقاً لاستثمارات رأس المال الخاصة بالشركاء. ولهذا السبب، فإن جهود تخفيف المخاطر المطبقة في هذه الحالة معيارية، مع الأخذ في الاعتبار المصلحة الفضلى لاستمرار بقاء الاستثمار، ويجب دعمه بشكل معقول من خلال تحليل جيد لإمكانية التدفق النقدي المستقبلي. وقبل أن يقرر المانح للتمويل سحب أمواله في حالة وجود العديد من الاستثمارات التي تم تقييمها بأقل من قيمتها الحقيقية بسبب الخسائر الكبيرة، يتعين عليه التأكد من عدة نقاط من المتوقع أن تكون إرشادات إضافية لاستمرارية العمل مع الشركاء من عدمه، مثل:

- الأخذ بالأرباح التاريخية للاستثمار في الاعتبار؛
- إمكانية استمرار التكنولوجيا المستخدمة لعدة سنوات أخرى على الأقل؛
- عدم تورط الاستثمار في فضيحة مالية.

[1] Wahyudi, I & al, op cit, pp.241-242.

ثانيا: طريقة المطابقة: إن نشاط مطابقة الإيرادات والمصروفات يهدف إلى تجنب التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي وتعويض إمكانية زيادة المطلوبات عن طريق زيادة الأصول. كأن يتم إجراء المطابقة بين العائد المتغير والعائد شبه الثابت لتغطية التعرض للمخاطر. على سبيل المثال، في صيغة الإجارة، نظرا لأن معظم المعدات الثقيلة يتم تأجيرها باستخدام عملة أجنبية (عادة بالدولار الأمريكي)، يواجه المؤجر صعوبة في إدارة المراكز المفتوحة على مخاطر السوق من خلال الاعتماد على الجانب التمويلي (الودائع في شكل دولارات أمريكية) وشراء العملات. هناك العديد من الاستراتيجيات الأساسية لاستخدامها للتغلب على مخاطر سعر الصرف المحتملة. من بين هذه الإستراتيجيات التأكد من أن كل تكلفة ودخل لأي استثمار مقوم بنفس العملة. إذا تم استئجار معدات ثقيلة بالدولار الأمريكي، فإن المؤجر يبرم عقدا مع المدين لاستلام عقد الإيجار بالدولار الأمريكي أيضا. في حالة عقود المضاربة الدولية، إذا كان الاستثمار مقوما بعملة أجنبية، فيجب أن تكون المشاركة في الأرباح المستلمة بنفس العملة. يجب أن يؤخذ في الاعتبار أن الاحتفاظ بالإيرادات والمصاريف بنفس العملة لا يعني القضاء على مخاطر سعر الصرف تماما.

ثالثا: سياسة حد المعاملات: هناك سياسة أخرى يمكن استخدامها لإدارة مخاطر السوق وهي وضع حدود لتمويل المعاملات في المراكز الطويلة والقصيرة، من خلال النظر في مخاطر السوق وموقع الدائن في الصفقة، مثل الالتزام ببيع أو شراء أوراق مالية جديدة. يمكن تطبيق سياسة الحد على المستوى الاستراتيجي. على سبيل المثال، وضع البنك الإسلامي "أ" حدا للمركز المفتوح بعملة أجنبية ولا يمكن أن يتجاوز 5 بالمائة من تقدير الخسارة. لهذا السبب، إذا كانت هناك أي طلبات بشأن معاملات جديدة أدت إلى زيادة المركز المفتوح بالعملة الأجنبية، فيجب على البنك تأجيل المعاملة حتى يتحسن وضع البنك. في هذه السياسة تحدث المفاضلة بين مخاطر السوق وفقدان فرص العمل مع تحديد الوضعية المالية، ولكن هذه الطريقة آمنة نسبيا للاستخدام. حيث لا يسمح للدائن بالدخول في معاملات جديدة إذا كان القيام بذلك يضع مستثمريه وعملائه في موقف ينطوي على مخاطر أعلى مما هو مستعد لمواجهته.

رابعا: عقد الخطوتين: نجد أن الفقه الإسلامي طور هذه العقود بحيث خففت من مخاطر تغير الأسعار الكامنة في العقود الأصلية كالمرابحة و السلم والاستصناع والاجارة، فوجدت المرابحة للآمر بالشراء، والسلم الموازي، والاستصناع الموازي والإجارة المنتهية بالتمليك. حيث يقوم المانح للتمويل بدور الضامن في تسهيل الائتمان لصالح مستخدميه، وبما أن الضمان لا يقدم على أساس تجاري، فيمكن تقديمه ضمن عقد الخطوتين من خلال مساهمة المانح للتمويل في عملية التمويل كمشتر حقيقي. ومن نتائج هذا العقد:[1]

[1] طارق الله خان، حبيب أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 169-170.

- ❖ يمكن لعقد الخطوتين أن يكون مصدرا للأموال، وإذا كان العقد طويل الأجل يمكن أن تمثل هذه الأموال الشريحة الثانية من رأس مال الجهة المانحة للتمويل.
- ❖ تدعم عقود الخطوتين موارد الجهة المانحة للتمويل وتحسن صافي الإيرادات. كما تعتبر إضافة إلى ما هو متاح من أدوات أخرى.
- ❖ تساعد في تحسين موقف السيولة للجهة المانحة للتمويل وتساعد في دعم استقرارها. كما أن تقديم خصوم بآجال مختلفة يدخل المرونة في إدارة الخصوم، مما يجعل تطابق آجال الأصول والخصوم أكثر كفاءة.

المطلب الرابع: إدارة المخاطر التشغيلية في التمويل الإسلامي

يجب أن تكون لدى مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية آليات ملائمة لحماية مصالح جميع مقدمي الأموال وفي حالة خلط أموال أصحاب حسابات الاستثمار مع الأموال الخاصة لتلك المؤسسات، يتعين على تلك المؤسسات أن تتأكد من وضع أسس لتحديد الموجودات، والإيرادات، والمصروفات وتوزيع الأرباح، وتطبيق هذه الأسس وإعداد تقارير عنها بطريقة متناسقة مع المسؤوليات الاستئمانية لتلك المؤسسات.

الفرع الأول: ماهية إدارة المخاطر التشغيلية

حسب لجنة بازل 2 فإن المخاطر التشغيلية تنشأ بسبب الاختلال الوظيفي في نظم المعلومات وضعف إجراءات الرقابة والضبط الداخلي في البنوك حيث تعمل تلك الضوابط للتأكد من أن البنك يتولى عملياته بشكل حذر بما يتفق مع السياسات والاستراتيجيات التي يضعها مجلس الإدارة وأن هناك حماية للأصول وسيطرة على الالتزامات بالإضافة إلى أن النظام المحاسبي يقدم معلومات كاملة وصحيحة عن أداء البنك في الوقت المناسب.[1]

تعرف إدارة المخاطر التشغيلية في التمويل الإسلامي بأنها: التعامل مع الأخطاء البشرية والفنية والتعرف عليها بشكل مستمر، وإن الوسائل الداخلية الفقيرة وغير الناجعة في متابعة الحوادث الداخلية وأخذ الاحتياطات اللازمة قبل وقوعها، وهي مساحة تقع ضمن الأحكام الشرعية من أمانة وحسن أداء وحماية الثروات والموارد الفردية والجماعية.[2]

يجب أن تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بتطوير إستراتيجية إدارة المخاطر التشغيلية بما ينسجم مع إرشادات الممارسات السليمة لإدارة المخاطر وبما يتلاءم مع حجم ودرجة تطور عملياتها ومستوى المخاطر المحددة. كما يجب

[1] طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية،2007، ص 52.
[2] حسين حامد محمد، مرجع سبق ذكره، ص 13.

أن تحدد آلية مناسبة لرفع التقارير حول المخاطر التشغيلية وبشكل دوري، بحيث تكون التقارير والآلية ذات كفاءة عالية بشكل يضمن إطلاعها وإعلامها بالتطورات التي تحدث وإجراء تقييم مستقل لإدارة المخاطر التشغيلية فيها.

الفرع الثاني: إدارة المخاطر التشغيلية

إن ما يجعل تحليل المخاطر التشغيلية تحدياً كبيراً هو اتساع الأخطاء التشغيلية بما في ذلك الأخطار والأحداث والنتيجة ويعتمد تحليل إدارة مخاطر التشغيل الحديث على إطار عمل متعدد الأبعاد يركز على التفرقة بين نوع الخطر ونوع الحدث ونوع الخسارة (النتيجة) وعندما تقوم المؤسسات المالية بتسجيل بيانات الخسارة التشغيلية فإنها تسجلها بمفردها تبعاً لنوع الحدث ونوع الخسارة. لقد أفرز التطبيق العملي لمعيار كفاية رأس المال Basel 1 عدة عيوب ونقاط ضعف في المعيار دفعت إلى قيام لجنة بازل بالتقدم بمعيار جديد للملاءة Basel 2. والذي جاء بثلاث أسس جديدة تتمثل في:[1]

- ❖ طريقة مستحدثة لحساب كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر واللازم لمواجهة المخاطر التشغيلية ومخاطر السوق والإئتمان.
- ❖ ضمان وجود طريقة فعالة للمراجعة والتدقيق والمراقبة، أي ان يخضع البنك أو غيره من المؤسسات المالية لإشراف الجهات الرقابية الآلية للتقييم الداخلي لتحديد رأس المال الاقتصادي وهذا من خلال تقييم المخاطر المرتبطة بذلك.
- ❖ استقرار وانضباط السوق من خلال نظام فاعل، ويتطلب هذا من أي بنك أو مؤسسة مالية أن تقوم بالإفصاح عن رأس مالها ومدى تعرضها للأخطار، والطرق المتبعة لتحديد حجم الخطر حتى يكون للعملاء في هذه المؤسسات ودائنوها على علم بها، وليتمكنوا من تقدير المخاطر التي يواجهونها نتيجة تعاملهم مع هذه المؤسسات، أما بالنسبة لكفاية رأس المال فقد سمح المعيار الجديد بوضع نماذج داخلية لتحديد رأس المال اللازم والتي تختلف من بنك لآخر، كما انها منحت المرونة في التطبيق إذا تعطي حرية اختيار مناهج مبسطة أو أكثر تعقيدا وذلك راجع لحجم المصارف وقدرتها على التعامل مع المخاطر.

كما أن لجنة بازل2 وضعت مجموعة من الممارات السليمة لإدارة ومراقبة المخاطر التشغيلية، يمكن إيجازها فيما يلي:[2]

---

[1] اللجنة العربية للرقابة المصرفية ، إدارة المخاطر التشغيلية وكيفية حساب المتطلبات الرأسمالية لها، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004، ص ص 7-8.

[2] انظر: - عبد الكريم نصر، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل 2، دراسة لطبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين، المؤتمر السنوي الخامس، جامعة فيلادالفيا، الأردن، 2007، ص 18.

- إبراهيم الكراسنة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، الطبعة الثانية، صندوق النقد العربي، مارس 2010، ص ص 46-48.

- ❖ يجب على مجلس الإدارة أن يكون على دراية بالسمات الرئيسية للمخاطر التشغيلية بالبنك باعتبارها فئة متميزة من المخاطر الواجب إدارتها.
- ❖ يضمن مجل الإدارة خضوع إطار إدارة المخاطر التشغيلية الخاص بالبنك إلى عملية تقييم مستمرة ومراجعة شاملة وفعالة يقوم بها موظفون أكفاء ليس لديهم علاقة عمل بإدارة المخاطر ومؤهلون مباشرة لهذه المهمة.
- ❖ تتولى الإدارة العليا التنفيذية مسؤولية تطبيق إطار إدارة المخاطر الذي يقره مجلس الإدارة، إضافة إلى تطوير السياسات والطرق والإجراءات الخاصة بإدارة المخاطر التشغيلية في كافة أنظمة و أنشطة البنك.
- ❖ يجب أن يضع البنك تعريف وتقييم للمخاطر التشغيلية الملازمة لمنتجاتها وأنشطتها والعمليات المتعلقة بمعالجة المنتجات وأنظمتها.
- ❖ يجب على البنك إيجاد طريقة لمان استمرار تقييم المستوى المقدر لهذه المخاطر والاحتمالات المادية للتعرض للخسائر مع وجود تقارير منتظمة بشأن المعلومات ذات الصلة.
- ❖ يجب أن يتوفر لدى البنك خطط للطوارئ ومواصلة الأعمال لضمان استمرارية قدرتها على العمل ولتقليل الخسائر في حالة التوقف عن العمل.
- ❖ يجب على الجهات الإشرافية أن تتأكد من أن كافة البنوك الخاضعة لرقابتها بغض النظر عن حجمها، يتوفر لديها إطار فعال لتحديد وتقييم ومراقبة والحد من المخاطر التشغيلية والسيطرة عليها وذلك من خلال منهج شامل لإدارة المخاطر.
- ❖ يتعين على الجهات الإشرافية أن تجري تقييما منتظما لسياسات البنوك وإجراءاتها فيما يتعلق بالمخاطر التشغيلية وأن تتأكد من وجود آليات مناسبة لإعداد التقارير بما يسمح بأن تكون على دراية بالتطورات الجارية بالبنوك.
- ❖ يتعين على البنوك أن تقوم بعمليات وافية من الإفصاح العام حتى تمكن المتعاملين في السوق من تقييم منهجها في إدارة المخاطر التشغيلية.

الفرع الثالث: مبادئ إدارة المخاطر التشغيلية في التمويل الإسلامي

وضع مجلس الخدمات المالية الإسلامية مجموعة من المبادئ المتعلقة بالنظم والرقابة الملائمة لمواجهة مخاطر التشغيل في مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية من أجل ضمان معقول لسلامة العمليات ومصداقية التقارير. وتتمثل هذه المبادئ في:[1]

- ❖ على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تضع إطار عمل شامل وسليم لتطوير وتنفيذ بيئة رقابية احترازية لإدارة مخاطر التشغيل الناشئة عن أنشطتها.
- ❖ تنفذ مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية إطار العمل المذكور أعلاه بشكل متناسق على كافة مستويات هياكلها التنظيمية، بحيث يفهمه جميع الموظفين ذوي العلاقة.
- ❖ يجب على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن تجري مراجعات دورية لاكتشاف أوجه الخلل في التشغيل ومعالجتها. ويجب أن تشتمل المراجعات والتقييم لنظم الرقابة الداخلية على إجراء تدقيق مستقل للحسابات وتقييم يضطلع به مدققون داخليون و/أو خارجيون.

المطلب الخامس: آليات إدارة مخاطر عدم الالتزام

إن إدارة مخاطر عدم الالتزام تعد بمثابة درعٍ واقية داخل البنوك ضد مخاطر السمعة السيئة الناتجة عن مخالفة القواعد واللوائح والتشريعات التي قد تعرض البنك لعقوبات مالية وإدارية وقانونية، إلى جانب قيامها بوضع وتحديد آليات وأطر مواجهة الجرائم المالية، خاصة عمليات غسل الأموال التي قد ينتج عنها خسائر السمعة. والحد من مخاطر عدم الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية يعد أمرا جوهريا، وذلك من خلال وضع إطار شامل يساهم في الحد من هذه المخاطر أخذا في الاعتبار عوامل البيئة الداخلية والخارجية.

الفرع الأول: نظم الرقابة الشرعية

أسهمت الهيئات والمؤسسات المهتمة بصناعة المصرفية الإسلامية في إدراج المعايير والإرشادات الخاصة بعملية الرقابة الشرعية كما تناولت العديد من الدراسات وضع منهج متكامل للرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية ولكي تتم عملية الرقابة الشرعية يجب أن تتم من خلال المراحل التالية:[2]

---

[1] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 45.

[2] أحمد شوقي سليمان، المخاطر الشرعية المحيطة بالمؤسسات المالية الإسلامية وسبل الحد منها،2015، متوفر على الرابط: http://kenanaonline.com/users/ahmed0shawky/posts/735438، شوهد يوم 2019/02/28.

- **الرقابة السابقة:** وتتمثل في دراسة وبحث المسائل التي تحال إلى هيئة الرقابة الشرعية قبل التنفيذ لإبداء الرأي الشرعي فيها وبيان مدى موافقتها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا تنفيذ حقيقي لمبدأ الشورى في الإسلام الذى يحقق الرقابة المانعة.
- **الرقابة المتزامنة:** وتتمثل في قيام إدارة الرقابة الشرعية الداخلية بالمصرف للتأكد من أن جميع العمليات بالمصرف تتم في ضوء الضوابط الشرعية والقرارات المعتمدة من هيئة الرقابة الشرعية، وحتى تتمكن من ملاحظة الانحرافات وقت حدوثها أو العمل على الحد منها، ولذلك يطلق عليها اسم الرقابة المتزامنة.
- **الرقابة اللاحقة:** وتتمثل في الرقابة اللاحقة الداخلية من خلال قيام هيئة الرقابة الشرعية بالمراقبة على العمليات التي تمت مراجعتها من قبل إدارة الرقابة الشرعية الداخلية بعد إتمامها واستكمالها للتأكد من أنها تقوم بأداء أعمالها في ضوء قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية. والرقابة اللاحقة الخارجية والمتمثلة في تفعيل البنوك المركزية لدور الرقابة الشرعية المركزية للقيام بأعمال الرقابة الشرعية على أعمال المؤسسات والمصارف الإسلامية التابعة.

الفرع الثاني: العنصر البشري

يعد التزام العاملين بالمصارف الإسلامية بضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية والمامهم بطبيعة أعمال المصارف الإسلامية من أهم العوامل المسببة لحدوث المخاطر الشرعية وذلك لأنهم الذراع التنفيذي للأعمال. ويمكن الحد من المخاطر الشرعية الناتجة عن العنصر البشرى من خلال الاهتمام بالتدريب العلمي والعملي للعاملين بالمصارف الإسلامية، وخاصة بمجال الرقابة الشرعية. من خلال التالي:

- التعاون المستمر بين المصارف والهيئات والمؤسسات المهتمة بالمصارف الإسلامية لتنظيم المؤتمرات والندوات التعريفية والمتخصصة بالمعاملات المصرفية الإسلامية.
- وضع الضوابط والمعايير اللازمة لاختيار العاملين الجدد بالمصارف الإسلامية.
- وضع خطط للتدريب المستمر للعاملين في المصارف الإسلامية على كافة المستويات الإدارية.
- اختيار ذوي الخبرة العملية والعلمية في المناصب الإدارية العليا بالمصرف.
- وضع الضوابط الخاصة بنظم الترقية للعاملين بالمصارف الإسلامية على أن تكون في ضوء الخبرة العلمية والمهنية وبعد الخضوع للاختبارات اللازمة.

الفرع الثالث: الاستقلالية

يجب أن يكون أعضاء هيئة الرقابة الشرعية والرقابة الشرعية الداخلية على قناعة ذهنية لا يقبل حاملها أن تكون أراؤه وقراراته خاضعة لتأثير المصالح المتعارضة وضغوطها، فينبغي أن يتمتع المراقبون الشرعيون بالاستقلالية التامة بشقيها الحقيقي والظاهر. لذلك يجب على المؤسسات المالية الإسلامية مراعاة الضوابط والإرشادات الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية للحفاظ على استقلالية هيئتها الشرعية، والرقابة الشرعية الداخلية ومنها التالي:

- ضرورة قيام القائمين بأعمال الرقابة الشرعية بالتقييم الدوري السنوي لمدى استقلاليتهم والتعرف على أية أوضاع قد تتعلق بإعاقة الاستقلالية وعرضها على الهيئة الشرعية.
- ينبغي ألا يكون أعضاء هيئة الرقابة الشرعية على علاقة أو ارتباط بأي صفة بالقرارات الإدارية مسؤوليات التسيير بالمؤسسة المالية، أو أن يكون لأي من أعضائها صلة قرابة أو علاقة مع المؤسسة المالية الإسلامية أو الشركات المتعلقة بها.
- يجب أن يكون لدى المؤسسة إجراءات وأليات مناسبة لحل الاختلاف في الرأي بين مجلس الإدارة والهيئة الشرعية.

الفرع الرابع: التطوير

يقصد بالتطوير التحسين وصولاً إلى تحقيق الأهداف المرجوة بصورة أكثر كفاءة، لذلك يجب متابعة كافة التطورات المحيطة بصناعة المصارف الإسلامية وذلك للحد من المخاطر التي قد تحدث نتيجة عدم مواكبة تلك التطورات. لذلك فهي مطالبة بمراعاة القواعد الدولية وتطوير معايير إسلامية، في إطار سعيها إلى تنويع خدماتها، والارتقاء بمستوى الخدمة المقدمة، حتى تتمكن من المنافسة والتغلب على تحديات العولمة، وذلك من خلال:[1]

- مواكبة المعايير الدولية: عبر تدعيم الملاءة المالية للمصارف، وتطوير سياساتها التمويلية، مع تحديث نظم الإدارة ودعم الرقابة الداخلية ومكافحة عمليات غسيل الأموال.
- تطوير معايير إسلامية: لقد واجهت السلط الرقابية مشاكل تتعلق بقياس الملاءة المالية للمصارف الإسلامية، والتي ترجع أساسا إلى الطبيعة الخاصة لمصادر الأموال وصيغ توظيفها.

يجب على القائمين على تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة المتطلبات والاحتياجات والممارسات المؤثرة، بها وتقديم الحلول المناسبة والموائمة لضوابط الشريعة الإسلامية، كما يمكن أن تساعد الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد ابتكارات على أن تكون هذه الابتكارات موافقة للشرع، مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية.

[1] محمد محمود مكاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص.129-130.

خلاصة الفصل الأول

ينفرد التمويل الإسلامي بتقسيم المخاطرة إلى المخاطرة الجائزة وهي التي تحمل نتائج الاستثمار من ربح أو خسارة في التجارة. والمخاطرة المحرمة، والتي يكون فيها تعريض المال للهلاك والتلف بأحد العقود المحرمة. وبالرغم من خلو التمويل الإسلامي من مخاطر سعر الفائدة، إلا أن صيغه لا تخلو من مخاطر مختلفة تنفرد بها كل صيغة على حدة.

يمكن تعريف إدارة المخاطر في المالية الإسلامية على أنها التنبؤ بالمخاطر المالية وتطبيق الإجراءات اللازمة لتقليل تأثيرها أثناء ممارسة التمويل الإسلامي. توفر إدارة المخاطر مجموعة من أفضل الممارسات لإنشاء وتنفيذ إدارة مخاطر فعالة. وعلى الرغم أن المؤسسات المالية الإسلامية تواجه تحديات في إدارة المخاطر بسبب حجم مخاطرها المميز، إلا أنها طورت حلولاً فعالة لإدارة المخاطر التي تواجهها البنوك التقليدية فضلاً عن المخاطر الفريدة الخاصة بها. وبسبب الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية تولي المؤسسات المالية الإسلامية أهمية بالغة لإدارة مخاطر عدم الالتزام بالشريعة.

الفصل الثاني:
آليات التحوط الاسلامية

تمهيد

على الرغم من عدم وجود توافق في الآراء فيما يتعلق بالمشتقات وتطوير الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لتقليد صناديق التحوط من أجل الاستفادة من فائض السيولة العالمية، إلا أن علماء الشريعة يتفقون بشكل عام على أن التحوط مسموح به وضروري كأداة لإدارة المخاطر. ومع ذلك، لا يزال هناك جدل كبير بشأن نوع الأدوات التي يمكن أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي يمكن استغلالها في الأسواق المالية الاسلامية. أما في الجانب الاخر من الصناعة المالية الإسلامية فقد توضحت آليات التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية، والمتمثلة أساسا في التحوط الاقتصادي، التحوط التكافلي، التحوط التعاقدي والعقود المركبة إضافة إلى التصكيك الذي يعتبر آلية ممتازة للتحوط من مخاطر السيولة. ويتناول هذا الفصل المحاور التالية:

المبحث الأول: التحوط وموقف الشريعة الإسلامية منه

المبحث الثاني: آليات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

المبحث الثالث: التصكيك كآلية للتحوط

المبحث الأول: التحوط وموقف الشريعة الإسلامية منه

التحوط هو وسيلة للحماية من المخاطر الموجودة باستمرار في السوق المالية. ومع ذلك فإن التحوط في وجهات النظر التقليدية ينطوي على استخدام الأدوات المشتقة التي هي محل خلاف في وجهة النظر الإسلامية. وبالتالي، قد أسيء فهم الغرض من للتحوط على أنه فقط لتحقيق الربح. يحتاج مفهوم التحوط إلى مزيد من المناقشة بسبب التفسيرات المختلفة حول معناه. ومن هنا، فإن الهدف من هذا المبحث هو مناقشة المفهوم العام للتحوط وفقًا للإسلام. وإظهار أن مفهوم التحوط الإسلامي يختلف عن المفهوم التقليدي للتحوط. حيث يجب أن تستند نظرية التحوط الإسلامي إلى حديث الخراج بالضمان والفقه في مقاربات الغنم بالغرم. بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يكون هدف التحوط الإسلامي لتقليل المخاطر مرتبطًا فقط بالأنشطة الاقتصادية الحقيقية.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للتحوط

على الرغم من أن الهدف الرئيسي لمفهوم التحوط هو تقليل مخاطر الخسارة، إلا أن الأسئلة تثار حول ما إذا كان يمكن استخدام مفهوم التحوط لتجنب المخاطر، أو القضاء على المخاطر أو ربما لمجرد تقليل المخاطر. وهذا يدل على أن مفهوم التحوط وفقًا لمنظور الشريعة لا يزال يكتنفه اللبس. سنحاول من خلال هذا المطلب إيضاح مفهوم التحوط الإسلامي بعد فحص وتفسير الأدبيات السابقة.

الفرع الأول: ماهية التحوط

أولا: التحوط لغة

التحوط مأخوذ من الاحتياط الذي يفيد التوثق والتعاهد والوقاية والاهتمام والإحداق بالشيء.

- جاء في مقاييس اللغة: الحاء والواو والطاء كلمةٌ واحدة، وهو الشيء يُطِيف بالشيء[1].
- وجاء في أساس البلاغة: حاطك الله حياطة، ولا زلت في حياطة الله ووقَايته. ورجل حيط: يحوط أهله وإخوانه، وفلان يتحوط أخاه حيطة حسنة: يتعاهده ويهتم بأموره. والحمار يتحوط في عانته: يحفظها ويجمعها. سمعتهم يقولون: فلان يستحيط في أمره وفي تجارته أي يبالغ في الاحتياط ولا يترك[2].

[1] أحمد بن فارس بن زكريا أبو الحسين، مقاييس اللغة، الجزء الثاني، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دون سنة نشر، ص.120.
[2] محمود بن عمر بن محمد بن أحمد الخوارزمي الزمخشري، أساس البلاغة، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 1998، ص.224.

- وجاء في المصباح المنير: حاطه يحوطه: رعاه، وحوط حوله تحويطا أدار عليه نحو التراب حتى جعله محيطا به، وأحاط القوم بالبلد إحاطة استداروا بجوانبه وحاطوا به. ومنه قيل للبناء حائط. واحتاط للشيء افتعال وهو طلب الحوط والأخذ بأوثق الوجوه[1].
- وجاء في القاموس المحيط: حاطه حوطاً وحيطة وحياطة: حفظه، وصانه، وتعهده، كحوطّه، وتحوطه. والتحوط، والتحيط، ويحيط بالمثناة تحت: السنة المجدبة تحيط بالأموال[2].
- وفي الكليات: الاحتياط :هو فعل ما يتمكن به من إزالة الشك، وقيل :التحفظ والاحتراز من الوجوه لئلا يقع في مكروه، وقيل :استعمال ما فيه الحياطة أي الحفظ، وقيل :هو الأخذ بالأوثق من جميع الجهات ومنه قولهم(افعل الأحوط) يعني افعل ما هو أجمع لأصول الأحكام وأبعد عن شوائب التأويل[3].

والتحوط في اللغة عائد إلى الحفظ والصيانة ودفع الضرر قبل وقوعه، وأقرب المصطلحات التي تحمل هذا المعنى هي الرعاية والوقاية.

ثانيا: التحوط اصطلاحا

- التحوط هو مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا على أصل معين، كما يمكن تعريفه بأنه أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته[4].
- يرتبط التأمين عموما بنقل مخاطر قابلة للتأمين ويمكن أن يؤدي إلى تقليل التعرض لهذه المخاطر. في حين يرتبط التحوط عموما بالمخاطر غير القابلة للتأمين وعادة ما يؤدي إلى تحويل المخاطر بدلاً من تخفيضها. فمن خلال التحوط، يتم تحويل المخاطر إلى طرف آخر[5].
- التحوط هو الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعاقد وهو يعرف أحيانا بالخطر المالي[6].

---

[1] أحمد بن محمد بن علي الفيومي المقري، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، الطبعة الثانية، دار المعارف، القاهرة، دون سنة نشر، ص.167.
[2] الفيروز آبادي، مرجع سبق ذكره، ص.856.
[3] أبو البقاء الكفوي، كتاب الكليات، الطبعة الثانية، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1998، ص.56.
[4] هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سابق، ص.65.
[5] Banks E., Alternative Risk Transfer: Integrated Risk Management through Insurance, Reinsurance and the Capital Markets, England, John Wiley & Sons Ltd, 2004, p.20.
[6] عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد11، جدة، 1999، ص.57.

- التحوط هو المركز الذي يزيح خطر سعر مركز آخر. فالتحوط يقلل التعرض للمخاطر أو يلغيها إذا توفرت التدفقات النقدية المتساوية في الحجم، ولكن المعاكسة لاتجاهات المخاطر الحالية. ليكون التحوط ممكنا يجب أن يكون العائد من المشتق مرتبطا بالمركز المغطى. في الواقع كلما كانت المشتقات أكثر ارتباطا بعوائدها كلما كان التحوط أكثر فعالية[1].
- مصطلح التحوط يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها. وهناك من يفرق بين التحوط وبين التأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح[2].
- التحوط هو فن اتخاذ مركز في سوق المستقبليات بحيث يكون معاكسا للمركز المفترض في سوق النقد، هذا النوع من التعاملات يعمل على تقليص أو الحد تماما (في ظل ظروف مثالية) من مخاطر تقلب الأسعار الناتجة عن قرارات الشراء أو البيع في السوق الفورية[3].

الفرع الثاني: التحوط في المالية الاسلامية

التحوط في المالية الإسلامية يعني حماية الأموال واتقاء المخاطر وتخفيف آثارها بعيداً عن مفهوم التحوط Hedging الشائع في الأسواق المالية الغربية والذي يعنى بمضاربات ومشتقات مالية ربوية للاتقاء من تقلبات الأسعار وسعر الصرف وغيره مما انكشف ضعفه وهوانه إبان الأزمة المالية الأخيرة.

- التحوط: استراتيجية الغرض منها التخلص من أو إلغاء المخاطر التي تكون خارج إطار النشاط الرئيسي، أو خارج مجال الاستثمار المستهدف، يعني إذا كنت تستثمر في صناعة الإسمنت في اليابان وأنت تاجر سعودي فلا داعي لتحمل مخاطر صرف العملة اليابانية لأن هذا خارج مجال استثمارك.[4]
- التحوط يراد به: تجنب المخاطر قدر الإمكان وتقليلها وتقليصها، وهو مقبول شرعا من حيث أنه طريق لتحقيق مقصد من مقاصد الشريعة وهو حفظ المال وعدم تضييعه أو إتلافه. ولا سيما إذا كان مقترنا

---

[1] Yuh-Dauh Lyuu, Financial Engineering and Computation: Principles, Mathematics, Algorithms, United Kingdom, Cambridge University Press, 2004, p 224.

[2] سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، معهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2008، ص.66.

[3] Parameswaran S. K., Futures Markets :Theory and Practice. New Delhi, Tata McGraw-Hill Education, 2003, p.112.

4 محمد علي القري، أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية: الاختيارات-المستقبليات- البيع مع تأجيل البدلين- المبادلات، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص.7.

بالنشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يقصد منه الإنتاج وتوليد الثروة. ويبقى الإشكال في الوسائل المتبعة للتحوط سواء في حلها وحرمتها أو في مدى النجاح وعدمه[1].

- ❖ التحوط هو تجنب المخاطر أو إدارتها قدر الإمكان باختيار صيغ عقود التحوط مع المحافظة على عائد الاستثمار، ويمكن تعريفه بأنه: وقاية رأس مال المستثمر بعقود تجنبه الوقوع في المخاطر أو تقليلها قدر الإمكان[2].

التحوط عبارة عن محاولة حماية المال في عملية الاستثمار عن الخطر الذي يتعرض له نتيجة للتذبذب الذي يمكن أن يحصل في سعره، حماية تتمثل في عملية تقليل حجم ذلك الخطر أو القضاء عليه، عبر إجراءات قد تكون عقدية وقد تكون غير عقدية (مثل اتخاذ سياسات وقرارات). وهذا التعريف يتمتع بالشمولية بحيث يتضمن الأمور التالية:[3]

- ❖ أن التحوط عملية تهدف إلى حماية المال عن خطر ناشئ من احتمالية وقوع التذبذب (التقلب) في الأسعار تذبذبا غير متوقع وغير مطلوب، بمعنى أن الأسعار كانت تتحرك في اتجاه لا يريده ولا يتوقعه المستثمر.
- ❖ أن العملية التحوطية قد تكون من طراز السياسات وقد تكون من طراز العقود.
- ❖ أن التحوط ليس دائما يتم بهدف إزالة الخطر، بل في أكثر الأحيان يتم بهدف تقليص دائرة الخطر.
- ❖ أن الأسعار التي تكوون عرضة للتذبذب أعم من أن تكون أسعار العملات أو أسعار الفائدة أو قيم الأصول التي يتم الاستثمار فيها.
- ❖ أن القائم بالعملية التحوطية قد يكون هو التاجر وقد يكون هو المضارب.
- ❖ أن حماية المال من الخطر واقعه – كما هو معلوم – عبارة عن صيرورة التاجر أو المضارب محميا من الذبذبة السعرية.

[1] صالح بن عبد الله بن حميد، صالح بن عبد الله بن حميد، الغرض من التحوط في المنتجات المالية، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013، ص.4.

[2] عبد الله بن محمد العمراني، التحوط في المعاملات المالية، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013، ص.3.

[3] أحمد المبلغي، التحوط في المعاملات المالية، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013، ص.2.

❖ أن العقود المستقبلية هي الإجراءات المتخذة للتحوط لتقليل حجم المخاطرة لكن في الحقيقة هي ترمي إلى تحويل المخاطرة ونقلها للغير.

إذا كان التحوط في معناه العام يعمل على مواجهة المخاطر بما يخفض من الخسائر في الأموال فإنه بهذا المعنى يتفق مع الشريعة في مقصد حفظ المال، غير أن الوسائل التي تتبع في التحوط لتحقيق ذلك تنطوي على مخالفات شرعية عديدة. والقاعدة الفقهية تقول: المقاصد المشروعة لا تسوغ الوسائل الممنوعة. الأمر الذي يتطلب البحث عن أدوات للتحوط لحماية المعاملات المالية من المخاطر وتتفق مع الضوابط الشرعية[1].

بناء على ما سبق يمكن تعريف التحوط في التمويل الإسلامي بأنه: الإجراءات المتوافقة مع الشريعة التي تسمح بالمحافظة على الأرباح الناتجة عن الاستثمار الحلال وتحقق مقاصد الشريعة في حفظ المال. وحتى ولو كان الهدف مباحاً، إذا كانت الأداة تخالف مبادئ الشريعة كأن تنطوي على مراهنة ومقامرة، فإن التحوط هنا يصبح ممنوعا لأن الغاية لا تبرر الوسيلة. يجب على المستثمرين فهم المفهوم الفعلي للتحوط، وهو الحد من المخاطر على وجه التحديد، بدلاً من اغتنام الفرصة لكسب الأرباح بناء على توقعات تقلب الأسعار في السوق. لا ينبغي أيضا إساءة استخدام مفهوم التحوط لأغراض أخرى غير إدارة المخاطر حتى لا يتعارض مع الغرض الأصلي، وهو حماية الأصول والأموال كأحد مقاصد الشريعة.

الفرع الثالث: تمييز التحوط عن أشباهه

❖ **الفرق بين التحوط والضمان:** يختلف التحوط عن الضمان المباشر بأن الضمان المباشر نقل للمخاطر من المستفيد من الضمان إلى الضامن الذي تحمل الضمان بالاشتراط عليه أو بالتعهد منه، دون أن يكون ملزما به شرعا بسبب من أسباب الضمان التي على رأسها الملكية مع الحيازة، ومن المقرر شرعا أن العقد تنتقل به الملكية، والحيازة يثبت بها الضمان. والمراد به هنا تحمل التبعة أي تبعة الهلاك ونحوه مثل هبوط القيمة، أما التحوط فهو التوقي من المخاطر بإحدى أدوات التحوط، وليس فيه تحمل من شخص أو جهة معينة لتلك المخاطر.

[1] محمد عبد الحليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.17.

- **الفرق بين التحوط والتأمين:** يختلف التحوط عن التأمين–بالرغم أن التأمين أحد وسائل التحوط – بأن التأمين توزيع للمخاطر بين المشتركين في محفظة التأمين التكافلي، أما التحوط فهو درء للمخاطر عن المتحوِط، ومن ثم تحمل مقدم التحوط لها. [1]
- **الفرق بين التحوط والحماية:** حماية رأس المال تعني وقايته من النقص. والغالب عند الفقهاء استخدام لفظ السلامة والوقاية بدل لفظ الحماية. ومنه قولهم في المضاربة: لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال[2]. ويختلف التحوط عن الحماية من المخاطر باتخاذ إحدى وسائل الحماية بأنها ليس فيها التزام من جهة معينة، بل هي آليات ضمان غير مباشر. ثم تختلف عن التحوط أيضا بأنها قد تحقق الهدف وقد تتخلف، أو تفقد جدواها بالمؤثرات والطوارئ على الالتزامات، أما التحوط فإنه إذا تم ضبطه وأحكمت خطواته ومقوماته فإنه لا يختلف الهدف منه، وإلا لم يكن تحوطا من المخاطر. ومع هذا فإن العديد من وسائل الحماية تسهم في التحوط[3].

المطلب الثاني: ضوابط وأهداف التحوط في المالية الاسلامية

يجب أن تستند نظرية التحوط الإسلامي إلى حديث الخراج بالضمان ومبدأ الغنم بالغرم. بالإضافة إلى ذلك فإن الهدف الوحيد للتحوط الإسلامي في تقليل المخاطر يجب أن يرتبط فقط بالأنشطة الاقتصادية الحقيقية.

الفرع الأول: ضوابط التحوط

تقدم أن مفهوم التحوط هو تجنب المخاطر أو تقليلها قدر الإمكان باختيار صيغ عقود التحوط مع المحافظة على عائد الاستثمار، ووقاية رأس مال المستثمر بعقود تجنبه الوقوع في المخاطر أو تقليلها قدر الإمكان. ولذلك لابد من توافر ضابطين عامين من الضوابط الاقتصادية:[4]

---

[1] عبد الستار أبو غدة، التحوط، ، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013، ص.2.

[2] يوسف بن عبد الله الشبيلي، التحوط في المعاملات المالية، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص.4.

[3] عبد الستار أبو غدة، التحوط، مرجع سبق ذكره، ص.5.

[4] عبد الله بن محمد العمراني، ضوابط التحوط في المعاملات المالية وآثاره وبدائله، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص ص. 6-9.

- ❖ أن يؤدي التحوط الهدف الاقتصادي المطلوب منه، وهو تجنب المخاطر أو تقليلها، وحماية رأس المال المستثمر.
- ❖ ألا يؤدي التحوط إلى مفاسد أو مضار اقتصادية تتعلق بالسوق الاقتصادي.

كما جاء في المعايير الشرعية جملة من الضوابط وهي:[1]

- ❖ أن يتحقق فيها المساواة بين الشركاء في تحمل المخاطر والخسائر، كل بحسب حصته في رأس المال.
- ❖ ألا يكون الغرض منها تضمين مدير الاستثمار في غير حال تعديه أو تقصيره.
- ❖ ألا تكون الوسيلة بعقد غير مشروع، وألا تكون ذريعة إلى أمر غير مشروع.
- ❖ أن لا تنطوي صيغ التحوط على الربا أو تكون ذريعة إليه، وألا تشتمل على الغرر الفاحش، لما في ذلك من أكل أموال الناس بالباطل.
- ❖ أن لا تكون الصيغة في حد ذاتها غير مشروعة.
- ❖ أن لا تؤدي صيغة التحوط إلى بيع الديون وتبادلها الممنوع شرعاً، كما هو مشاهد في عقود الأسواق المالية التقليدية.
- ❖ أن لا تؤدي صيغ التحوط إلى بيع الحقوق المجردة، مثل بيوع الاختيارات التي أكد المجمع على منعها بقراره رقم 63 (7/1)، وكذلك ألا تؤدي إلى المعاوضة على الالتزام مثل الأجر على الضمان الذي منعه المجمع بقراره رقم 12 (2/12).
- ❖ مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية، عند صياغة عقود التحوط، وكذلك مراعاة مآلات تلك العقود وآثارها في الجوانب المختلفة، لأن مراعاة المآلات أصل معتبر شرعاً.
- ❖ أن لا تؤدي عقود التحوط إلى ضمان رأس المال أو الربح المتوقع ، سواء أكان الضمان من المدير أم المضارب أم الوكيل، وذلك في حالات عدم التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط.
- ❖ لا يجوز أن يكون الخطر في حد ذاته محلاً للمعاوضة.

[1] أنظر: - محمد عبد الحليم عمر، التحوط في المعاملات المالية من المنظور الشرعي والاقتصادي، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص 15
- قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 224 (8/23) ،الدورة الثالثة والعشرين ، المدينة المنورة، 31مارس-01 أفريل 2019.
- المعايير الشرعية، ص 1125.

- ❖ أن يكون المقصد من أدوات التحوط المحافظة على سلامة المال وليس لأجل المقامرة على فروقات الأسعار.
- ❖ إذا كان التحوط بعقود مركبة مجتمعة أو متقابلة فتراعى ضوابط العقود المركبة، مثل ألا يكون التركيب محل نهي شرعي، وألا يؤدي التركيب إلى تضاد بين العقود في الأحكام والآثار، وألا يؤدي التركيب إلى محرم كالربا والغرر
- ❖ إذا كان التحوط بعقود متوازية فيراعى عدم الربط بين العقدين فيما يؤدي إليه الربط إلى محرم، وألا يكون في العملات.
- ❖ إذا كان التحوط بعقود متبادلة فيراعى عدم ترتب محذور شرعي.

الفرع الثاني: الهدف من التحوط في المالية الإسلامية

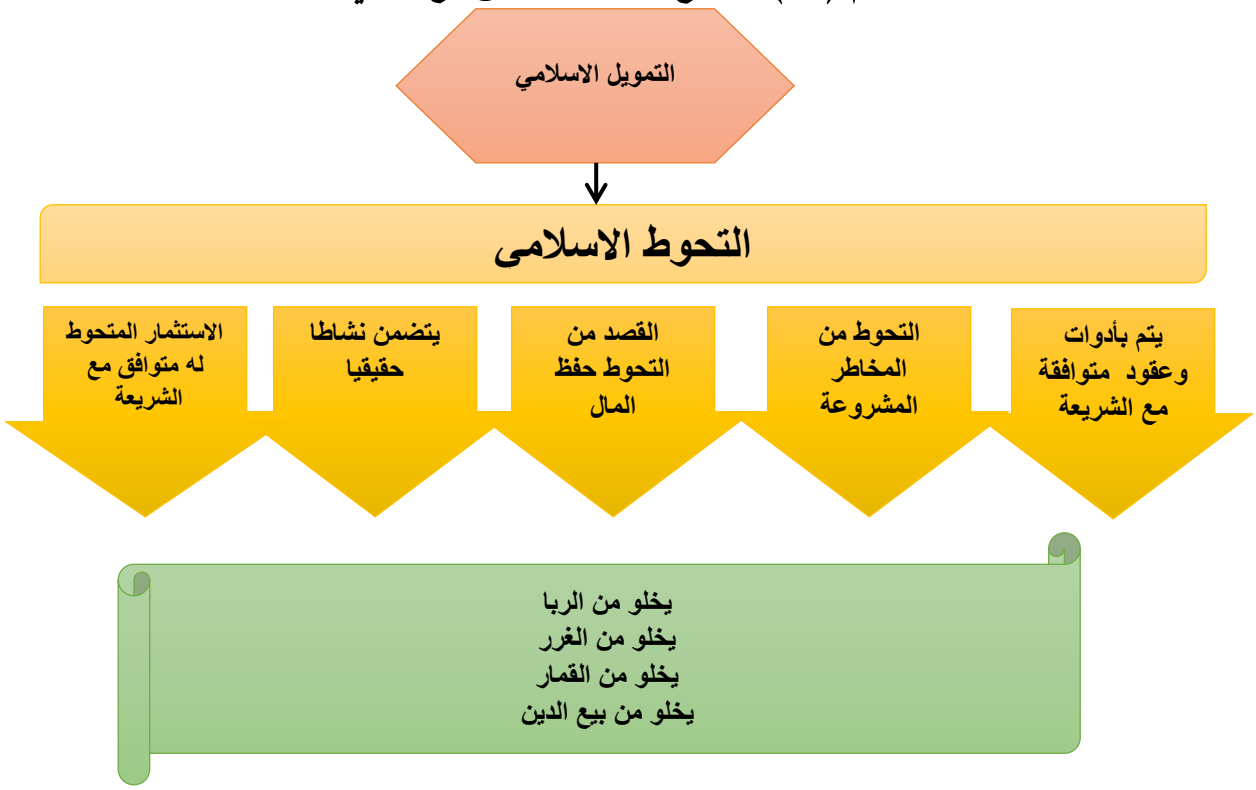
بالنظر إلى مبادئ التمويل الإسلامي، الأقرب إلى القبول أن يكون هدف التحوط الاحتماء من المخاطر في الاستثمارات، أو تحييدها، أو الوقاية منها كلية، وأخيرا التعويض عنها. ومعنى ذلك أن التحوط لا يقتصر في معناه على إلغاء المخاطر كلية، وإنما يعمل على توزيعها بين أطراف المعاملة إن أمكن، وربما إلى طرف أو أطراف آخرين.

أما نقل المخاطر بمعنى تحويلها إلى الطرف الأخر من أجل تعظيم الأرباح، فهو يناقض الغاية الشرعية في المعاملات المالية التي هي تحقيق المنفعة للطرفين. وذلك أخذا بالقاعدتين الفقهيتين : الخراج بالضمان والغنم بالغرم. والمقصود هو أن المخاطرة عنصر ملازم للاستثمار في الأموال، والقيام بتجنبها بإلقائها على الطرف الآخر يتنافى مع قواعد الشرع، لأنه يدخله الضرر المنهي عنه[1].

وبناء على ما سبق يمكن بناء النموذج التالي:

[1] حسين علي محمد منازع، أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، 26-27 أفريل 2016، ص.9.

الشكل رقم (06): نموذج التحوط المتوافق مع الشريعة الاسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة.

المطلب الثالث: أهمية استخدام التحوط في المعاملات المالية الإسلامية

إن مداخل مخاطر الاستثمار في السوق الإسلامي محدودة نسبيا مقارنة مع مخاطر الاستثمار في الأسواق التقليدية، والتي ازدادت مع تزايد منتجات الهندسة المالية التقليدية، وخروجها من هدف التحوط إلى رحاب المضاربة والمتاجرة، حتى أصبحت تشكل جزءا كبيرا من أدوات السوق المالي. لذلك كان لزاما على الصناعة المالية الإسلامية إعادة التحوط إلى هدفه في حماية رأس المال، وذلك للأسباب التالية:

أولا: أهمية التحوط لمتطلبات رأس المال

يعتبر الحد الأدنى لرأس المال، أو رأس المال المؤهل لتشغيل الأعمال، معيارا مهما لتخفيف المخاطر والتحوط. يمكن للأصول المؤهلة المرجحة بالمخاطر و / أو رأس المال حماية المؤسسات المالية الاسلامية من التخلف عن السداد. ويتطلب إطار كفاية رأس المال الخاص بلجنة بازل الاحتفاظ بإجمالي رأس مال

يعادل 8٪ على الأقل من أصولها المرجحة بالمخاطر. ورغم اختلاف أوزان المخاطر بناء على التصنيف الائتماني والمطالبات الفردية. يوجد حد أدنى من المتطلبات لضمان سلامة تقييم المخاطر الداخلية. كما توجد مجموعة من الخيارات لتحديد متطلبات رأس المال لمخاطر الائتمان والمخاطر التشغيلية التي تسمح للمصارف الاسلامية والمشرفين باختيار الأساليب الأكثر ملاءمة للعمليات وهيكل السوق المالي.[1]

ثانيا: أهمية التحوط للتأمين التكافلي

تتحمل شركات التأمين التكافلي وإعادة التأمين التكافلي معظم أنواع المخاطر. لكن يجب الإشارة إلى أنه توجد مخاطر ناشئة من مصادر داخلية أو خارجية لا يمكن التأمين عليها. وقد يكون الوباء العالمي أحد الأمثلة على هذه المخاطر. لذلك لابد أن يكون التحوط والتخطيط لاستمرارية الأعمال بمثابة تدابير وقائية من المخاطر.

ثالثا: أهمية التحوط للضريبة

قد تحصل المؤسسات المالية الإسلامية التي تقوم بالتحوط ضد المخاطر على مزايا ضريبية للقيام بذلك. هناك مصدران لهذه المزايا الضريبية:[2]

- ❖ أحدهما يتدفق من تجانس الأرباح نتيجة للتحوط الفعال للمخاطر، حيث تكون الأرباح أقل مما كانت عليه دون التحوط خلال الفترات التي لا تظهر فيها المخاطر نفسها، بينما تكون الأرباح أعلى في الفترات التي يتم فيها التعرض للمخاطر. إلى أن يتم فرض ضرائب على الدخل عند مستويات الأرباح العالية بمعدلات أعلى، سيكون هناك وفورات ضريبية مع مرور الوقت للمؤسسات ذات مستوى أرباح مرتفع.
- ❖ تنشأ الميزة الضريبية الأخرى من المعالجة الضريبية لمصاريف ومزايا التحوط. في ظل خطر المبالغة في التبسيط، ستكون هناك ميزة ضريبية للتحوط إذا كانت تكلفة التحوط معفاة بالكامل من الضرائب.

رابعا: أهمية التحوط في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل

هناك مشكلتان تؤثران على قرارات الاستثمار، تعود إلى الفرق بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين:[1]

[1] International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard: A revised Framework, Basel Committee on Banking Supervision, June 2004

[2] See : - Graham, J.R., and C.W. Smith, Tax Incentives to Hedge, Journal of Finance, Volume 54, 1999, p.2252.
- Mains, B., Corporate Insurance Purchases and Taxes, Journal of Risk and Insurance, Volume 50, 1983, pp.197-223.

1. **النفور من المخاطر الإدارية:** قد تجد المؤسسات المالية الاسلامية صعوبة في تجاهل المخاطر القابلة للتنويع، نتيجة لذلك، قد ترفض الاستثمارات التي تضيف قيمة للمؤسسات لأن التعرض للمخاطر الخاصة بها كبير.
2. **احتكاكات سوق رأس المال:** المؤسسات التي تعتمد على إصدارات الأسهم الجديدة لتمويل الاستثمارات تميل إلى الاستثمار بأقل من قيمتها لأنه يتعين عليها إصدار الأسهم بسعر مخفض؛ يرجع الأمر إلى حقيقة أن الأسواق لا تستطيع التمييز بين الشركات التي تجمع الأموال من أجل الاستثمارات الجيدة وتلك التي تجمع الأموال للاستثمارات الضعيفة والمشكلة أسوأ بالنسبة للشركات التي تنطوي على مخاطر.

إن الشركات التي تقوم بالتحوط ضد المخاطر من المرجح أن يكون لديها تدفقات نقدية تشغيلية مستقرة وبالتالي فهي أقل عرضة لمواجهة عجز نقدي غير متوقع. وبذلك، فهي أقل اعتمادا على التمويل الخارجي ويمكنها الالتزام بخطط استثمار رأس المال طويلة الأجل وزيادة قيمتها[2]. من خلال السماح للمديرين بالتحوط من المخاطر الخاصة بالشركة، قد يقلل التحوط من المخاطر عدد الاستثمارات الجيدة التي يتم رفضها إما بسبب النفور من المخاطر الإدارية أو عدم الوصول إلى رأس المال.

خامسا: أهمية التحوط في تخفيض تكاليف العسر المالي

تواجه كل مؤسسة مالية اسلامية، بغض النظر عن حجمها وأدائها، إمكانية حدوث ضائقة في ظل ظروف معاكسة بدرجة كافية. في حين أن الإفلاس يمكن أن يكون التكلفة النهائية للضائقة المالية، فإن التكاليف الوسيطة كبيرة أيضا. قد يتردد العملاء في الاستثمار فيها، وستفرض السلطات الرقابية شروطًا أكثر صرامة ومن المرجح أن يبحث الموظفون عن عمل بديل، وتقدر الدراسات التي تحاول قياس هذه التكاليف أنها تتراوح من 20٪ إلى 40٪ من قيمة المؤسسة.[3] بالنظر إلى التكاليف الكبيرة، من الحكمة أن تحمي المؤسسات المالية الاسلامية نفسها من المخاطر التي قد تسبب ضائقة مالية من خلال التحوط ضدها.

---

[1] Jensen, M.C. and Meckling, W.H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 3, 1976, p.335.
[2] Froot, K.A., Scharfstein, D.S. and Stein, J.C., Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies, Journal of Finance, Volume 48, Issue 5, 1993, pp.1629-1658.
[3] Shapiro, A. and S. Titman, 1985, An Integrated Approach to Corporate Risk Management, Midland Corporate Finance Journal, *Volume* 3, p.45.

المبحث الثاني: آليات التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

إن التحدي بالنسبة للهندسة المالية الإسلامية يتمثل في تصميم أدوات ومنتجات تنجح في تحقيق التحوط وإدارة المخاطر دون أن تنجرف إلى دائرة المجازفة والمراهنة. هناك جملة من المعاملات يمكن أن تكون أساسا لصيغ التحوط والحماية بمعناه العام. وهي محل العمل في المؤسسات المالية، وحكمها أنها جائزة شرعا. وقد أقرها مجمع الفقه الإسلامي في القرار رقم: 238 (24/9). وتتمثل في التحوط الاقتصادي، التأمين التكافلي، التحوط التعاقدي الموازي والعقود المركبة.

المطلب الأول: التحوط الاقتصادي

يعتبر التحوط الاقتصادي من الآليات التي لا ينجر عن التعامل بها أي مبادلات صفرية، بل إن هذه الآليات تنجح في إدارة المخاطر وتجنبها دون الدخول في أي عنصر مجازفة، إضافة إلى كونها من الآليات المولدة للثروة. يتناول هذا العنصر تعريف التحوط الاقتصادي وحكمه الشرعي إضافة إلى استراتيجياته المختلفة.

الفرع الأول: مفهوم التحوط الاقتصادي

من المهم أن نفهم أنه عندما يقوم المتداولون بالتحوط الاقتصادي، فإنهم يفعلون ذلك ليس كوسيلة لتحقيق الربح ولكن كوسيلة لتقليل الخسائر. تنطوي جميع عمليات التداول على مخاطر لأنه لا توجد طريقة لمنع السوق من التحرك ضد مركز المستثمر، ولكن استراتيجية التحوط الاقتصادي يمكن أن تقلل من المبلغ الذي قد يخسره. ونتعرف فيما يلي على ماهية التحوط الاقتصادي.

- عرفه مجمع الفقه الإسلامي بأنه: التحوط الذي يقوم على التنوع في الأصول ومحافظ الاستثمار وتنوع الصيغ. والقيام به مطلوب شرعاً من أجل حسن إدارة الموارد[1].
- ويرى السويلم أنه يراد به أساليب التحوط التي لا تتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو تحوط منفرد يقوم به الشخص الراغب في اجتناب المخاطر وأبرز هذه الأساليب وأقدمها هو تنويع الأصول الاستثمارية. وهذا باعتراف الخبراء هو أفضل سلاح في مواجهة المخاطر.[2]

[1] مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية قرار رقم: 238 (24/9)، الدورة الرابعة والعشرين، دبي، خلال الفترة من: 04 – 06 نوفمبر 2019.

[2] سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص.136.

❖ بينما عرف جوربيرج[1] محفظة التحوط الاقتصادي لمستثمر ما على أنها الفرق بين المحفظة الاستثمارية التي تعظم المنفعة المتوقعة والمحفظة التي يتم إنشاؤها على أساس العائد على الثروة المالية فقط، أي في حالة عدم التعرض للمخاطر الاقتصادية.[2]

مما سبق يمكننا تعريف التحوط الاقتصادي بأنه أي معاملة تحوط أو معاملة مشابهة، صممت لتقليل المخاطر الاقتصادية لبعض أو كل الاستثمار بعيدا عن المستثمر.

التحوط الاقتصادي سياسة عامة لا يمكن بيان مشروعيتها إلا من خلال الأدوات والسياسات التي تتخذها. فتنوع الأصول الاستثمارية كسياسة تحوطية اقتصادية، إذا ما كان هذا التنوع وفق الصيغ والأدوات الاستثمارية التي أباحها الإسلام فلا حرج في ذلك بل هي مما يدعو إليه الإسلام محافظةً على المال. وسعي الإنسان إلى توزيع أمواله إلى محافظ متعددة مباحة شرعاً. حتى يجنب نفسه المخاطر (ومنها انخفاض الأسعار)، وهذا أمر مشروع لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية. أما إذا كان التنوع في الأصول الاستثمارية، في توجيه المال والاستثمار نحو الصيغ المحرمة، كالتعامل بالربا، القمار، الرهان وغيرها من المحرمات. فهذا أمر غير مشروع.

الفرع الثاني: استراتيجيات التحوط الاقتصادي

عندما يتعلق الأمر بالاستثمار، فإن التحوط الاقتصادي من الممارسات المفيدة التي يجب أن يكون كل مستثمر على دراية بها. حيث يعتبر التحوط الاقتصادي طريقة للحصول على حماية المحفظة في سوق الأوراق المالية، وغالباً ما تكون الحماية بنفس أهمية تقدير المحفظة. وتتمثل أساليب التحوط الاقتصادي في:

أولا: تنويع الائتمان والاستثمار

يمكن تطبيق التنويع بصورة مختلفة في التمويل الإسلامي، فيمكن للمؤسسات المالية الإسلامية تنويع محافظها بين البيع الآجل وبين السلم بما يحيد مخاطر كل منهما. فالبيع الآجل معرض لمخاطر التضخم أو انخفاض القدرة الشرائية. خاصة إذا كانت العقود ذات آجال طويلة أو متوسطة. هذه المخاطر يمكن تحييدها من خلال عقود سلم في سلع متنوعة، حيث تصبح موجودات المؤسسة المالية محفظة من الديون النقدية

[1] Goorbergh V. D., Essays on optimal hedging and investment strategies and on derivative pricing, Center for Economic Research, 2004, p.23.

[2] تنشأ المخاطر الاقتصادية من عدم اليقين بشأن النتائج الاقتصادية. على سبيل المثال ، قد تكون المخاطر الاقتصادية هي نتيجة تأثير ظروف الاقتصاد الكلي مثل أسعار الصرف أو التنظيم الحكومي أو الاستقرار السياسي على الاستثمار أو آفاق الشركة.

والديون السلعية. فالتضخم يستلزم ارتفاع قيمة السلع، كما أن انخفاض السلع يعوضه ارتفاع القوة الشرائية للديون. وبذلك يمكن للمؤسسة أن تحافظ على القيمة الحقيقية لأصولها واستثماراتها. وفيما يلي نتناول تنويع مخاطر الائتمان ونظرية ماركوتز ثم تنويع الاستثمار:

1- ***تنويع مخاطر الائتمان:*** تعد فكرة تنويع المخاطر أهم وسيلة تأخذ بها إدارة الائتمان، وتقوم فكرة التنويع على:[1]

- ❖ تحليل المحفظة وفق الأنشطة الاقتصادية التي تنتمي إليها التسهيلات القائمة والتي تم منحها للعملاء.
- ❖ تحليل المحفظة وفق آجال التسهيلات الممنوحة (قصيرة، متوسطة، طويلة).
- ❖ تحليل المحفظة وفق حجم العملاء (صغير، كبير).
- ❖ تحليل المحفظة وفق نوع العملات الممنوح بها التسهيلات (بإعداد المراكز المالية للبنك وفق عملية رئيسية معينة).

فالتنويع في معناه البسيط هو تطبيق للمثل القائل: " لا تضع كل ما تملك من بيض في سلة واحدة." وعلى هذا التصور كانت نظرية هاري ماركوتز Markowitze الذي قدم التصورات التالية:

- ❖ في حالة القيام بمشروعات استثمارية ذات ارتباط كامل وسالب ببعضها البعض وكان عائد الاستثمار(أ) أكبر من عائد الاستثمار(ب) " أي أن معامل ارتباط-1 " فالتنويع في هذه الحالة يترتب عليه القضاء على الخطر نهائيا، إلا أنه غير ممكن عمليا.
- ❖ في حالة عدم ارتباط المشروعات الاستثمارية " أي أن معامل ارتباط =0 " فإن التنويع في هذه الحالة يؤدي إلى التخفيض من درجة المخاطر بشكل كبير.
- ❖ أما في حالة القيام بمشروعات استثمارية ذات ارتباط كامل وموجب " أي أن معامل ارتباط +1 " فالتنويع في هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض للخطر.

وبذلك انعكست نظرية التنويع على القرار الائتماني للبنك والذي يحدد على أساسه مدى الميل إلى المخاطر، ولأجل ضمان تحقيق العائد وتجنب المخاطر على إدارة الائتمان الأخذ بمنهج التنويع ونظرية

[1] مفتاح صالح، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، جامعة سطيف01، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص ص.9-10.

المحفظة لماركوتز حيث يسمح ذلك بالتحوط ضد المخاطر المحتملة بتخفيضها والحد منها إلى أدنى مستوى ممكن وكلما كان التنويع كبير كلما قلت المخاطر.

2. تنويع محفظة الاستثمار: إلى جانب تنويع مخاطر الائتمان تلجأ إدارة الائتمان إلى تنويع محفظتها الاستثمارية وهو ما يعرف بأسلوب " التنويع البسيط " ويتمحور تصور ماركويتز في تنويع محفظة الاستثمار في ظل بعدين رئيسيين:[1]

- ❖ الأول: معدل العائد على الأصول.
- ❖ الثاني: التغير المتوقع على هذا العائد استنادا إلى مقياس الانحراف المعياري للعائد.

في حالة تكوين محفظة استثمارية مكونة من أصلين أو أكثر لا وجود لعلاقة ارتباط تام بينهم، وبواسطة مقياس الانحراف المعياري تتحدد مستوى مخاطر أقل نسبيا مما لو كانت علاقة الارتباط تامة أو كبيرة.

فنظرية التنويع تهدف إلى تكوين محفظة استثمارية كفؤه بمدلول العائد والمخاطر، ففي ظل أكبر مستوى عائد ممكن يقابله مستوى معين من المخاطر فمخاطر استثمار معين تنخفض وتقل كلما زاد تنويع محفظة الاستثمار. وفي دراسة تناولت محفظة استثمارية متنوعة تم اختيارها عشوائيا وحصرها بين (10- 15) استثمار، كانت النتائج تخفيض نسبة المخاطر إلى 85 % .

ثانيا: عدم تماثل القوائم المالية: من أهم مصادر المخاطرة للشركات هو عدم التماثل بين الموجودات وبين المطلوبات أو بين الإيرادات والمصروفات، وفي القطاع الحقيقي تحرص الشركات على تحقيق هذا التماثل بشتى السبل، مثل الإنتاج الفوري (just in time) والبيع المباشر (direct to costumer) ونحوها من التقنيات التي تقلص الفجوة بين الإيرادات والمصاريف. كما تحرص هذه المؤسسات على تحقيق نوع من التكامل بينها وبين المؤسسات الموردة أو المستفيدة ليصبح خط الإنتاج الكلي أكثر مرونة وأسرع استجابة للطلب النهائي.[2]

وفي المقابل نجد المؤسسات المالية التقليدية، خاصة المصارف وشركات التأمين التجاري تتجه نحو النقيض، حيث تعتمد أساسا على وجود ثغرة كبيرة بين الموجودات والمطلوبات. وبالرغم أن هذه الثغرة قد تفتح فرصا للربح، إلا أنها تولد مخاطر أكبر، وهذا هو ما دعا إلى إنشاء المصارف المركزية والتأمين على الودائع

[1] ابتهاج مصطفى عبد الرحمن، إدارة البنوك التجارية: الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص.445.
[2] سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 137.

بالنسبة للمصارف، وإلى إعادة التأمين بالنسبة لشركات التأمين. المؤسسات المالية الإسلامية تقوم من حيث المبدأ على المشاركة بصيغها المختلفة، وهي بذلك تنجح في تحقيق التماثل بين الجانبين، وبذلك تنخفض المخاطر إلى الحد الأدنى وهو ما يجعل نموذج المؤسسات الإسلامية أكثر استقراراً من النموذج التقليدي للمصارف.

يتم قياس النفقات والإيرادات في الفكر المحاسبي الإسلامي على أساس واحد هو القيمة الجارية، كما تقوم الأصول على أساس القيمة الجارية ، وهذا يمثل احتياطاً دقيقاً لما قد يحدث في المستقبل من نقص في الإيرادات أو زيادة في النفقات أو تغير في قيمة الأصول، كما أنه معيار واحد لكل من النفقات والإيرادات. ويجب على المصارف الإسلامية أن تأخذ بأساس الواقعية والمساواة عند تقدير الالتزامات المتوقعة في المستقبل بعدم المغالاة والاحتياط الشديد لأن عدم الالتزام بذلك سوف ينجم عنه نقل أرباح من فترة إلى أخرى وحرمان مستثمر اليوم من جزء من ربحه ويستفيد بذلك مستثمر الغد، فالواقعية وعدم الإفراط والتفريط أمر واجب عند تكوين المخصصات والاحتياطيات[1].

ثالثا: التحوط الطبيعي: (المواءمة بين الأصول والخصوم)

التحوط الطبيعي من منظور اقتصادي واسع هو صافي الرصيد في كل من الميزانية المالية والمراكز المعرضة للعملات الأجنبية التجارية، التي تعكس تعرض الاقتصاد لمخاطر الصرف الأجنبي قبل استخدام المشتقات كأدوات للتحوط[2]. يجب اعتبار التحوط الطبيعي كأداة لإدارة المخاطر الاقتصادية الحقيقية حيث يتم التحوط من المعاملات من خلال صفقات اقتصادية مقابلة. لذلك، يصف المصطلح "طبيعي" الاقتصاد الحقيقي؛ بمعنى آخر، الجزء المادي لمفهوم التحوط. على عكس الأدوات المالية، فإن التحوط الطبيعي لا يضمن السعر فحسب، بل يضمن أيضا الكمية والاستعداد للتسليم، كما أن له تأثيرا كبيرا على قرارات الشراء أو الإنتاج[3].

[1] حسين حسين شحاتة، طبيعة وأسس ومعايير محاسبة المصارف الإسلامية، بنك التمويل المصرى السعودى، دورة أساسيات العمل المصرفى الإسلامي، متوفر على الرابط: https://iefpedia.com/arab/?p=27771.

[2] the Australian Bureau of Statistics, Compiling Natural Hedging: An Australian Perspective, Twenty-Ninth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington D.C., USA, October 24–26, 2016, p.7.

[3] Hofmann, E., Risk management in international supply chains:the case of natural hedging, Supply Chain Management, Volume 16, Issue 2, 2011, pp. 128-141.

يمكن وصف التحوط الطبيعي بأنه تنظيم أنشطة الأعمال الأساسية للشركات بحيث يتم التخلص من التعرض الصافي للتقلبات في أسعار الصرف أو تقليله قبل الدخول في عقود مشتقات صريحة لزيادة تقليل مخاطر التعرض للعملات الأجنبية، بالنسبة للشركات الكبيرة المعقدة والمتنوعة، غالبا ما يكون من الصعب تحديد مواقع التعرض للمخاطر بعد التحوط الطبيعي[1]. لذلك فالتحوط الطبيعي أكثر جاذبية للشركات النشطة في بلدان مختلفة والتي تخضع لطلب هائل على السلع وتتعرض إلى تقلبات أسعار العملات. حيث يمكن أن توفق الشركة بين التزاماتها وأصولها لتكون من نفس العملة، أو بنفس طريقة التسعير لتحييد مخاطرها.

على سبيل المثال: إذا كانت الشركة تبيع في منطقة بعملة معينة وترغب في تحييد مخاطر هذه العملة، فيمكنها نقل جزء من عملياتها ذات الصلة لتكون في نفس المنطقة، أو أن تجعل التمويل لهذا القطاع بنفس العملة فتنجح بذلك في التوفيق بين الإيرادات والتكاليف لهذا الجانب من عملياتها. ويدخل في هذا النوع إعادة تقييم أسهم المؤسسة بما يتوافق مع مكونات موجوداتها، وهذا ما فعلته مجموعة البنك الاسكندنافي (Scandinavian Bank Group)[2].

يمكن استخدام أسلوب التحوط الطبيعي لمعالجة مخاطر أسعار السلع، وأسعار الأسهم، ولكنها تستخدم بصفة خاصة معالجة مخاطر الصرف الأجنبي ومخاطر سعر الفائدة[3]. ونظرياً يمكن تحقيق التحوط الطبيعي بمصرف إسلامي من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة. لكن تطبيقات المصارف الإسلامية في الواقع ليست كذلك. لهذا سيتطلب الأمر القيام بمجموعة من الإجراءات لتحقيق ذلك، كعدم قبول ودائع استثمارية لها حق السحب المباشر دون تقييد بالزمن اللازم لاستثمارها، وعدم قبول ودائع قصيرة الأجل إلا بعد التأكد من استخداماتها[4].

وتتلخص استراتيجيات التحوط الطبيعي فيما يلي:[5]

1. **المطابقة:** غالبا ما تحاول الشركات المتدخلة في التجارة الدولية "مطابقة" فئة العملات الخاصة بعوائدها ومدفوعاتها من أجل الحد من التعرض للعملات الأجنبية عن طريق خصم عوائدها من العملات الأجنبية مع

[1] the Australian Bureau of Statistics, op cit , p.7.

[2] سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.138.

[3] عجيل جاسم النشمي، مرجع سبق ذكره، ص.20.

[4] يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية: الأزمة والمخرج، فقه الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النشر للجامعات المصرية، مصر، 1996، ص.138.

[5] the Australian Bureau of Statistics, op cit , p.8-.7

مدفوعاتها من العملات الأجنبية من التجارة. على سبيل المثال، يمكن للشركة الاقتراض بالعملة المحلية، واستبدال هذا المبلغ في السوق الفورية بالعملة الأجنبية، ثم استثمار المبلغ في أصل آمن في الخارج لمقاصة بعض التزاماتها بالعملة الأجنبية. كما يمكن للشركة أيضا استخدام الأرباح من الاستثمار لتسديد خدمة الدين.

2. **التقديم والتأخير:** غالبا ما تستخدم الشركات متعددة الجنسيات هذه الاستراتيجية والتي تتضمن قيام الشركة الأم بتقديم أو تأخير سواء المدفوعات أو الإيرادات من العملات الأجنبية مع الشركات التابعة لها لتعويض مخاطر العملة المرتبطة بمعاملات العملات الأجنبية الأخرى لإدارة التدفقات النقدية عبر المجموعة الموحدة.
3. **ارتباط السعر:** بالنسبة لبعض الشركات، يمكن تحقيق درجة من التحوط الطبيعي من خلال الارتباط بين سعر السلع التي تنتجها وسعر الصرف. على سبيل المثال، بالنسبة لشركة أسترالية تنتج الذهب وتبيع السبائك في الأسواق العالمية بالدولار الأمريكي، فإن ارتفاع قيمة الدولار الأسترالي من شأنه أن يخفض إيراداتها. ومع ذلك، نظرا لأن ارتفاع قيمة الدولار الأسترالي غالبا ما ترتبط بأسعار خام الحديد، فمن المحتمل أن يؤدي ارتفاع أسعار خام الحديد إلى التخفيف من تأثير هذا التعرض.
4. **التجميع:** عند إدارة مخاطر الصرف الأجنبي، قد تكون الشركات أيضا قادرة على تجنب الانخراط في عمليات تحوط صريحة إذا كان لديها تنوع كاف في العملات عبر مصاريفها وإيراداتها أو الأصول والخصوم. يجب أن يعمل التنويع على تقليل التعرض الكلي لمخاطر العملات. غالبا ما يشار إلى هذه التقنية باسم "التجميع" ويتم تبنيها من قبل بعض أكبر الشركات.

ويمكن تلخيص أهم الإيجابيات والسلبيات للتحوط الطبيعي فيما يلي:[1]

- **المزايا:** تتمثل في:
  - استراتيجية تقليل المخاطر التي تساعد الإدارة على تجنب الجوانب السلبية.
  - إحدى طرق تأمين الأرباح.
  - يساعد الشركة على تحمل ظروف السوق الصعبة.
  - حماية المتداولين من تقلبات الأسعار وتغيرات أسعار الفائدة والتضخم وتغيرات أسعار العملات.
  - كما أنه يوفر الوقت حيث لن تضطر الشركة إلى التكيف على أساس التقلبات اليومية.

[1] https://efinancemanagement.com/investment-decisions/natural-hedging#:~:text=Natural%20Hedge%20vs.-,Financial%20Hedge,such%20as%20derivatives%20or%20forwards. See on : 12/03/2019

❖ **السلبيات:** التحوط له تكلفته الخاصة، وبالتالي، يمكن أن يقلل الربح إلى حد ما. ونظرا لكون المخاطر المنخفضة تعني عائدا منخفضا، فإن تقليل المخاطر سيتحول تلقائيا إلى ربح أقل. كما يجب أن يتم التحوط بفعالية من أجل إدارة المحفظة بكفاءة.

رابعا: التحوط الحركي

يشير التحوط الحركي إلى استراتيجية التحوط التي تتضمن إعادة موازنة محفظة التحوط لضمان أن تتطابق حساسية القيمة السوقية لمحفظة التحوط مع التقلبات في المتغيرات المالية التي يتم التحوط منها. عادة ما تكون نتيجة التحوط الديناميكي ربحا أو خسارة غير صفرية. وتؤثر فعالية برنامج التحوط إلى جانب تقلب الأسواق المالية على تقلبات نتيجة الربح أو الخسارة. يستخدم التحوط الحركي ضد مخاطر الأصول المتداولة، كالأسهم والأوراق المالية ونحوها. ويتم من خلاله بناء محفظة من الأصول المطلوبة على أن يتم إدارتها بطريقة تنتهي إلى النتيجة نفسها التي تحققها المشتقات،[1] دون الدخول في عقود المشتقات ابتداء.

تختلف إستراتيجية التحوط الحركي عن أنظمة إدارة العملات لأنها تسمح بإعادة تكييف معدل التحوط بالتوازي مع تطور أسواق العملات الأجنبية. عند تطبيق التحوط الحركي على الشركات الدولية المعرضة لتقلبات العملات الأجنبية، يسمح لهم بإدارة مخاطر تعرضهم لمعدلات أقرب إلى سعر الصرف الحالي. يكون لدى الشركة خياران لحماية هوامشها:[2]

1. **التحوط المسبق** : تحدد الشركة أسعار منتجاتها بالعملة الأجنبية، وفقاً لسعر الصرف المستهدف والتحوط مقدما على حجم مبيعاتها المقدر لفترة محددة قد تكون موسما أو عاما. تضمن هذه الاستراتيجية هوامش ثابتة للشركة خلال الموسم بأكمله، لكنها لا تسمح لها بإعادة تكييف الأسعار خلال الموسم، مما قد يؤدي إلى فقدان القدرة التنافسية.
2. **التحوط الحركي:** تحدد الشركة السعر بسعر الصرف اليومي وتتحوط للمبيعات المتراكمة في نهاية اليوم أو عندما يصل حجم تعرضها إلى مستوى معين. وبهذه الطريقة ، قامت الشركة بالتحوط لجميع تعرضها لسعر الصرف الحالي (وبأدنى فرق مع السعر المستهدف). فتصبح قيمة تعرضها للمخاطر صفرا. قد

[1] إذا طبقت هذه الطريقة على نحو واسع قد تؤدي إلى التأثير سلبا على استقرار السوق. وهو ما يشير بشكل مباشر إلى الأثر السلبي للمشتقات نفسها.
[2] https://www.kantox.com/en/glossary/dynamic-hedging/ see on 14/03/2019

تحافظ الشركة على أسعارها إذا ظل سعر الصرف ثابتاً أو قامت بتغييره للحفاظ على هوامش ربحها في حالة تحرك سعر الصرف.

تضطر بعض الشركات، التي تعمل بأسعار ثابتة أو عروض موسمية، إلى التحوط المسبق إذا لم ترغب في تعريض أرباحها للخطر. ومع ذلك، فإن الكثير من الشركات الرقمية مثل وكالات السفر عبر الإنترنت أو الأسواق أو غيرها ا لتي لديها منصات مبيعات قائمة على الإنترنت يمكنها تغيير أسعارها بانتظام وتكون أكثر اهتماما بحلول التحوط الحركي التي تسمح لها بالاستفادة من التقلبات الإيجابية لسعر الصرف.

الفرع الثالث: دور التحوط الاقتصادي في مواجهة المخاطر

تعد المخاطرة عنصرا أساسيا في أي الاستثمار. بغض النظر عن نوع المستثمر أو اتجاهاته، فإن امتلاك معرفة أساليب التحوط الاقتصادي سيؤدي إلى وعي أفضل بكيفية عمل المستثمرين والشركات لحماية أنفسهم. كما أن للتحوط الاقتصادي دور كبير في التنمية الاقتصادية ويظهر هذا الدور من خلال:[1]

- ❖ تنويع المحافظ الاستثمارية عبر مجالات الاستثمار المختلفة (مشاركة، مرابحة، مضاربة، صكوك..) يعمل على تقليل المخاطر، لأن الاستثمار في عدة أنشطة استثمارية يعمل على التخفيف من آثار المخاطر وحدتها. فبدلاً من أن تقع المخاطر على نشاط استثماري واحد تتوزع على عدة أنشطة.
- ❖ تنويع الأسواق جغرافيا يعمل على التقليل من حدة المخاطر، فالمخاطر التي يمكن أن تقع في سوق ضمن منطقة معينة، لا تقع في الأسواق الأخرى في غيرها من المناطق.
- ❖ دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع المراد الاستثمار فيه تعمل على تقليل المخاطر، حيث إذا كانت دراسة الجدوى تصب في مصلحة المستثمر أقدم على المشروع، وإلا يلجأ إلى دراسة مشاريع أخرى يمكن أن تكون أكثر نجاحا بمردود أعلى ومخاطر أقل.
- ❖ التحوط عن طريق تنويع العملات يقي المستثمر من حدة التقلبات المفاجئة في الأسواق المالية، إذ أن إعتماده على عملة وحيدة في استثماراته قد يؤدي به إلى مخاطر جسيمة إذا ما انخفضت قيمتها، أما استخدامه لسلة من العملات فسوف يقيه من أثر التقلبات في أسعار العملات العالمية.

[1] سمير عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص ص 88-89.

- التحوط الاقتصادي يقلل التكلفة والنفقات، فبدلا أن يعتمد المستثمر على جهات أو هيئات أخرى حتى يحوط استثماراته من المخاطر ويدفع نفقات إضافية، فإن هذا النوع من التحوط قائم على جهد المستثمر وخبرته الشخصية. وإضافة إلى تخفيض التكاليف فإن تحوط المستثمر بنفسه حماية لأمواله واستثماراته يجعله أكثر حرصا وعناية من الجهات التحوطية الأخرى. لأنه يحوط نفسه بنفسه وهذا أدهى للحرص والدقة والمتابعة.

المطلب الثاني: التحوط (التأمين) التكافلي/ التعاوني

ينطبق مصطلح التكافل على أعمال التأمين التي تتم وفقًا لمبادئ الشريعة الإسلامية. لقد أصبح التأمين الإسلامي بديلاً بارزًا وقابلاً للتطبيق وأكثر جاذبية من التأمين التقليدي في جميع أنحاء العالم الإسلامي على مدار العقد الماضي، وتُعزى الأهمية المتزايدة إلى إنشاء أنظمة مالية متوافقة مع التعاليم الإسلامية والهوية الثقافية. أما معدل نمو صناعة التكافل، من حيث عدد المشتركين (المؤمن عليهم)، وعدد مشغلي التكافل (شركات التأمين ومعيدي التأمين) والاشتراكات الإجمالية (الأقساط) المتولدة، فهي أكبر بكثير من سوق التأمين التقليدي.

الفرع الأول: مفهوم التأمين التكافلي

التأمين التكافلي يستخدم لوصف التأمين الإسلامي وهو نوع من التأمين يقوم على مبادئ التبادلية والتعاون، ويشمل عناصر المسؤولية المشتركة والتعويض المشترك والمصلحة المشتركة والتضامن، ويتطلب التأمين التكافلي من كل مشترك المساهمة في صندوق يستخدم لدعم بعضهم البعض حيث يساهم كل مشارك بمبالغ كافية لتغطية المطالبة المتوقعة. يختلف التأمين التكافلي اختلافًا جوهريا عن التأمين التقليدي من حيث أن الأقساط تعتبر "مساهمات" في صندوق مشترك تم إنشاؤه بغرض توزيع مخاطر وقوع حدث ضار يؤثر على أحد أعضاء المجموعة.

- التأمين التكافلي هو تعاون مجموعة من الأشخاص، يسمون "هيئة المشتركين" يتعرضون لخطر أو أخطار معينة، على تلافي آثار الأخطار التي يتعرض لها أحدهم، بتعويضه عن الضرر الناتج عن وقوع هذه الأخطار، وذلك بالتزام كل منهم بدفع مبلغ معين على سبيل التبرع، يسمى القسط أو الاشتراك تحدده وثيقة التأمين أو عقد الاشتراك، وتتولى شركة التأمين التكافلي إدارة عمليات التأمين واستثمار أمواله نيابة

عن هيئة المشتركين، في مقابل حصة معلومة من عائد استثمار هذه الأموال؛ باعتبارها مضارباً أو مبلغاً معلوماً مقدماً باعتبارها وكيلاً أو هما معاً[1].

- ❖ التأمين التكافلي هو: تعاون مجموعة من الأشخاص ممن يتعرضون لنوع من المخاطر على تعويض الخسارة التي قد تصيب أحدهم، عن طريق اكتتابهم بمبالغ نقدية يتم بواسطتها تعويض المكتتبين، عند وقوع الخطر المؤمن عليه[2].
- ❖ يقوم التأمين التكافلي على أساس التعاون وليس الإسترباح ولذا فهو محل اتفاق. والتبادل في التحوط التعاوني يخلو من ضمان التعويض الذي يمثل أساس التأمين التجاري القائم على المعاوضة، بل يقتصر التعويض على موجودات صندوق اشتراكات الأعضاء ولا يوجد جهة تلتزم في ذمتها بضمان العجز. والعجز إما أن يتم تغطيته اختياريا من قبل الأعضاء، دون إلزام، أو بتخفيض التعويض الممنوح للمتضررين بنسبة العجز[3].

يتضح من المفاهيم السابقة أن عقود التأمين التكافلي هي عقود اختيارية على سبيل التبرع، وان المشترك الذي يدفع اشتراكاً لجماعة يشتركون باقتسام المخاطر يدخل في تلك الجماعة ويستحق من الاشتراكات إذا حلت به مصيبة أو كارثة، كما يمكن اعتبار التأمين التكافلي بيت مال مصغر لمجموعة من الأفراد ترعى بعض جوانب التكافل الاجتماعي الأكثر ضرورة عندهم لا يهدف إلى تحقيق الربح، كما لا يهدف إلى تحقيق الغنى لأفراده، بل مجرد رفع الضرر اللاحق بهم.

إن التأمين التكافلي قائم على أساس التبرع المحض وتوزيع الخسارة على قاعدة واسعة وعدم السماح بوقوعها على طرف وحيد. في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي: بحث المجمع في دورته الثانية المنعقدة في مدينة جدة في المملكة العربية السعودية في الفترة بين 10-16 ربيع الثاني 1406 هـ الموافق 22- 28 ديسمبر 1985 التأمين وإعادة التأمين وقرر ما يلي:[4]

- إن عقود التأمين التجاري ذات القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد، لهذا هو حرام شرعا.

---

[1] عبد القادر جعفر، نظام التأمين الإسلامي: محاولة لإبراز نظام إسلامي متكامل في تأمين الأنفس والأموال من الأضرار: تشريعاً، ووقاية، ورعاية، وتعويضاً وعرض للتأمين الوضعي وبيان حكمه، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 2006 م، ص.88.

[2] بديعة على أحمد، التأمين في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2011، ص.240.

[3] سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.13.

[4] شبير محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 1996، ص.118.

- إن العقد البديل الذي يحترم أصول التعامل الإسلامي هو عقد التأمين التكافلي القائم على أساس التبرع والتعاون، وكذلك الحال بالنسبة لإعادة التأمين القائم على أساس التأمين التكافلي.
- دعوة الدول الإسلامية للعمل على إقامة مؤسسات التأمين التكافلي، وكذلك مؤسسات لإعادة التأمين، حتى يتحرر الاقتصاد الإسلامي من الاستغلال ومن مخالفة النظام الذي يرضاه الله لهذه الأمة.

الفرع الثاني: سمات التأمين التكافلي : تتمثل أهم سمات التأمين التكافلي في:[1]

أولا: اجتماع صفة المؤمن والمؤمن له لكل عضو: وهذه من أهم الخصائص التي يتميز بها التأمين التكافلي عن غيره، حيث إن أعضاء هذا التأمين يتبادلون التأمين فيما بينهم، إذ يؤمن بعضهم بعضاً، فهم يجمعون بين صفتين في نفس الوقت مؤمنون ومؤمن لهم، واجتماع صفة المؤمن والمؤمن له في شخصية المشتركين جميعاً، يجعل الغبن والاستغلال منتفياً، لأن هذه الأموال الموضوعة كأقساط مآلها لدافعيها.

ثانيا: انعدام الربح: ينحصر الهدف في التأمين التكافلي في توفير الخدمات التأمينية للأعضاء على أفضل صورة وبأقل تكلفة ممكنة. وبمعنى آخر لا يسعى هذا النوع من الهيئات إلى تحقيق أي ربح من القيام بعمليات التأمين، حيث يدفع المشتركون اشتراك التأمين بنية التبرع وليس بنية تحقيق أرباح وذلك لدرء آثار المخاطر التي قد تحدث. وبناء عليه يتحدد اشتراك التأمين لدى هذه الهيئات على أساس ذلك المبلغ الكافي لتغطية النفقات الخاصة بالحماية التأمينية المقدمة، وتحقيق أي فائض يعد دليلاً على أن الاشتراك الذي يتم تحصيله كان أكثر مما يجب تقاضيه مما يستتبع رد هذه الزيادة إلى الأعضاء.[2]

ثالثا: عدم الحاجة إلى وجود رأس مال: لما كانت طبيعة مشروعات التأمين التكافلي تتطلب وجود عدد كبير من الأعضاء لمقابلة خطر معين يتم فيه الاتفاق على توزيع الخسارة التي تحل بأي منهم عليهم جميعاً، مما يؤدي إلى عدم الحاجة إلى رأس مال.

رابعا: توفير التأمين بأقل تكلفة ممكنة: تعتمد الفكرة التي تقوم عليها مشاريع التأمين التكافلي على توفير الخدمة التأمينية لأعضائها بأقل تكلفة ممكنة، وذلك بسبب غياب عنصر الربح وانخفاض تكلفة المصروفات الإدارية وغيرها، فلا يحتاج الأمر إلى وسطاء أو مصروفات أخرى مثل الدعاية والإعلان.

[1] عبده السيد عبد المطلب، الأسلوب الإسلامي لمزاولة التأمين، الطبعة الاولي، دار الكتاب، القاهرة، 1988، ص.108.
[2] ملحم أحمد سالم، التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركات التأمين الإسلامية، المكتبة الوطنية، الأردن، 2000، ص.69.

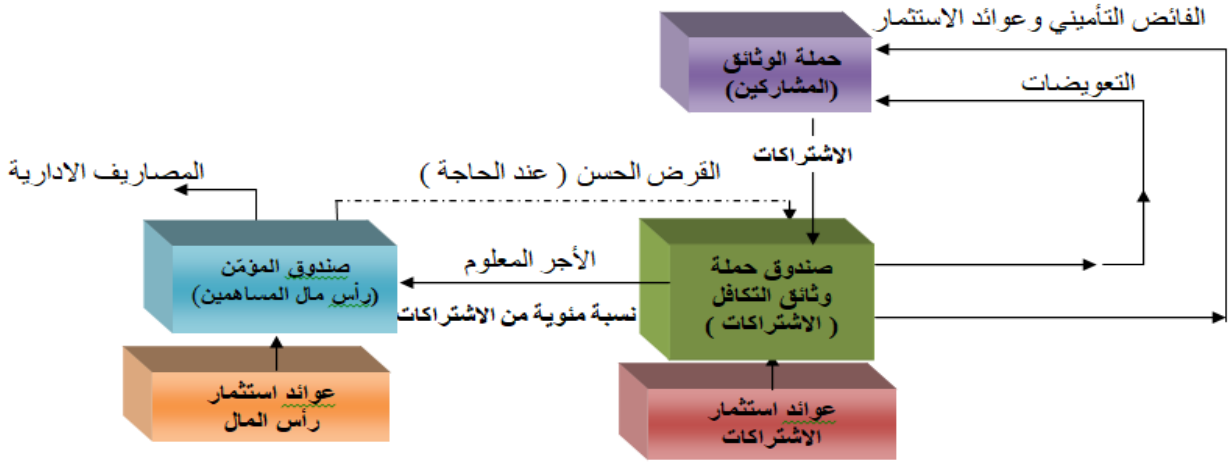
الفرع الثالث: العلاقات التعاقدية في التأمين التكافلي

لا توجد علاقة تأمين مؤمن بين المشتركين ومشغل التكافل. يقوم المشاركون بالتأمين على أنفسهم، ويتم تعيين مشغل التكافل من قبل المشاركين (كمجموعة) لإدارة برنامج التكافل لهم. وبشكل عام، توجد ثلاثة نماذج للعلاقة التعاقدية بين المشتركين ومشغل التكافل:

أولا: نموذج الوكالة بأجر معلوم

يعتمد هذا النموذج على عقد وكالة أين يعين المدير وكيلًا لأداء مهمة محددة والتي تنطوي تعاقديا على أجر مناسب في شكل رسوم الوكالة. حاول قاسم[1] تبسيط هذا النموذج على أنه "شخص يمثل الآخر باعتباره وكيله". في نموذج الوكالة، يعمل وكيل التكافل بمثابة وكيل للمشاركين بشكل جماعي. يستخدم هذا النموذج على نطاق واسع في سوق التكافل وقد تم استخدامه منذ عام 1979 في الشرق الأوسط ولكن تم اعتماده في ماليزيا من قبل شركة تكافل إخلاص في عام 2003.[2] هيكل نموذج الوكالة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): هيكل نموذج الوكالة في عقد التكافل



المصدر: صالح أحمد بدار، التأمين التكافلي الإسلامي، ورقة مقدمة ضمن الندوة العلمية الدولية حول التأمين التعاوني، الرياض–السعودية، 22 جانفي 2009، ص.6.

[1] Kassim, Z. A. M., *Takaful*: The Islamic Way of Insurance. Contingencies (January-February), Volume 33, 2005,p.45.
[2] Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, , Improving the Takaful Sector in Islamic Countries, Coordination Office report, October 2019, p.42.

هناك نوعان من نماذج الوكالة في السوق: الوكالة الخالصة والوكالة المعدلة. هيكل كلا النموذجين متشابه تماما باستثناء الجزء الذي يتضمن توزيع فائض الاكتتاب. ويتميز هذا النموذج بما يلي:[1]

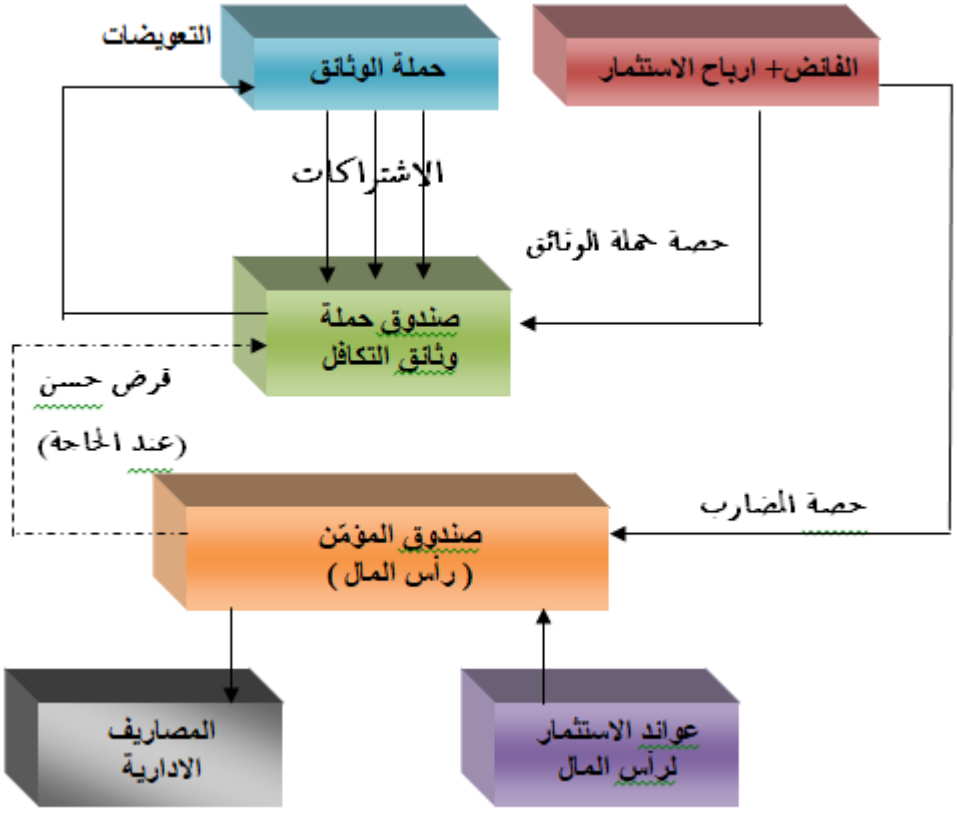
- ❖ يتم دفع مساهمة من قبل مشترك التكافل على أنها تبرع لصندوق التكافل.
- ❖ يعين مشارك في برنامج التكافل ويوظف وكيلاً؛
- ❖ يقوم الوكيل بخصم رسوم الوكالة من المساهمة (ستكون هذه الرسوم رسوما مقدمة وتذهب إلى المساهمين والوكيل، بالإضافة إلى رسوم إدارة الصندوق)؛
- ❖ يذهب مبلغ المساهمة بعد خصم رسوم الوكالة إلى صندوق التكافل؛
- ❖ يتم استثمار صندوق التكافل من قبل الوكيل في أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- ❖ يضاف ربح الاستثمار إلى صندوق التكافل. ثم يتم خصم المطالبات والاحتياطيات وإعادة التكافل؛
- ❖ يجب توزيع الفائض بالكامل في هذا النموذج على المشاركين؛
- ❖ في حالة عجز الاكتتاب، تلتزم الأمانة العامة بتقديم قرض حسن (قرض خيري بدون فوائد) لتغطية النقص. علاوة على ذلك، عندما يحقق صندوق التكافل فائضا في وقت لاحق، سيتم استرداد القرض الذي قدمه صندوق التكافل في وقت سابق للصندوق بالكامل.

ثانيا: نموذج المضاربة

المضاربة هي عقد من عقود التمويل الإسلامي، لتحويل هذه العلاقة التعاقدية إلى عمليات تكافل يلعب المشاركون دور رب المال بينما يعرف الوكيل بالمضارب. يوضح الشكل أدناه نموذج المضاربة.

[1] Ibid

الشكل رقم (08): هيكل نموذج المضاربة في عقد التكافل



المصدر: صالح أحمد بدار، التأمين التكافلي الإسلامي، ورقة مقدمة ضمن الندوة العلمية الدولية حول التأمين التعاوني، الرياض–السعودية، 22 جانفي 2009، ص.6.

يتميز نموذج المضاربة بما يلي:

- ❖ يتم توقيع عقد المضاربة بين الوكيل والمشاركين، والذي يظهر نسبة المشاركة في الربح المتفق عليها مسبقاً.
- ❖ يتم تقديم المساهمات من قبل المشتركين في صندوق التكافل من خلال التبرع.
- ❖ استثمار الصندوق في استثمارات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- ❖ يشترك كل طرف في ربح الاستثمار وفقاً للنسبة المتفق عليها مسبقاً. ويتم تحويل حصة المشترك إلى صندوق التكافل.

❖ يخصم صندوق التكافل المطالبات والاحتياطيات وإعادة التكافل، والفائض يعود إما بنسبة 100٪ للمشاركين (نموذج المضاربة الخالصة) أو مشترك مع الوكيل (نموذج المضاربة المعدل).

يعمل نموذج المضاربة على أساس تجاري حيث يتم تعويض الوكيل عن خبرته الإدارية بحصص محددة مسبقاً من الأرباح من استثمار الأموال. في خطة التكافل العامة، يتم استثمار الموارد المالية "الخاملة" لتحقيق الربح. أما في خطة التكافل العائلي، يتكون صندوق التكافل من مجموعتين: حساب المشتركين (PA) والحساب الخاص للمشتركين (PSA). يستخدم الأول لغرض الادخار، بينما يستخدم الثاني كصندوق مخاطر لإدارة المطالبات وتكاليف الاكتتاب.

ثالثا: النموذج الهجين (وكالة – مضاربة)

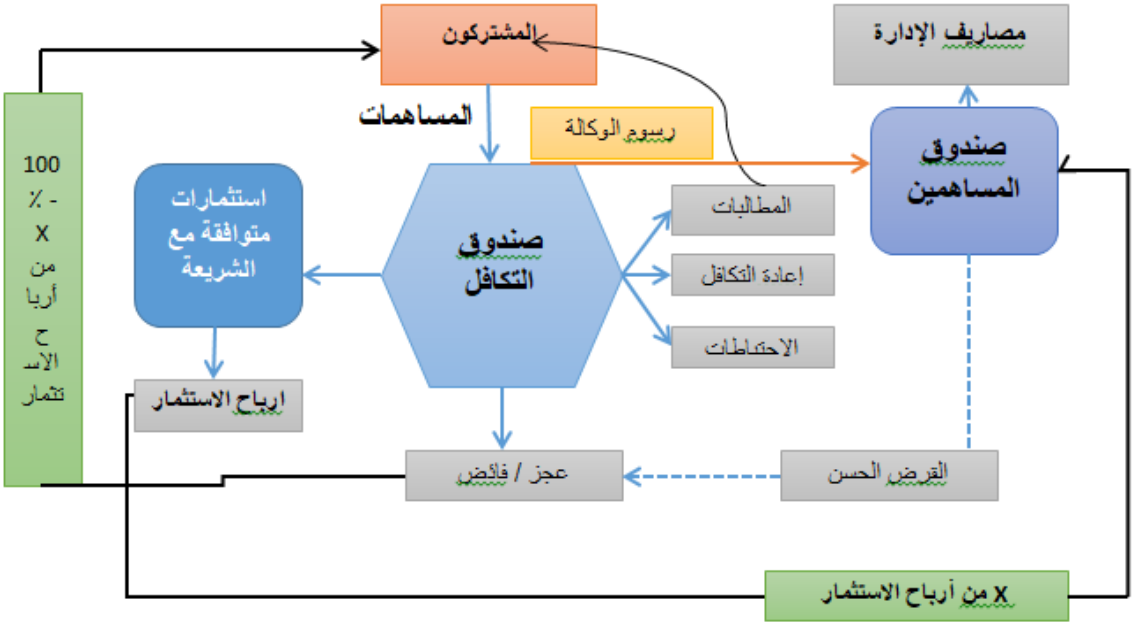
يجمع هذا النموذج الهجين بين ميزات نموذجين مختلفين: الوكالة والمضاربة. يستخدم عقد الوكالة للاكتتاب حيث تكون رسوم الوكالة عبارة عن رسوم ثابتة مقدما يتقاضاها الوكيل، بينما يتم اعتماد عقد المضاربة لاستثمار أموال المشاركين في السوق المالية الإسلامية ومشاركة نتائج الاستثمار.

يتمثل العامل الأساسي في استخدام عقد الوكالة في إعطاء الموظفين العمليين وظيفة وكيل. ومن ثم، يعهد إلى الوكيل بأموال المساهمة ويكون مسؤولا عن عملية الاكتتاب. كما يهتم بتصنيف المخاطر حسب قابليتها للتأمين وإسناد المعدلات المناسبة الواجب دفعها لكل منها. تكمن أهمية ذلك في تقليل المخاطر والخسارة غير الضرورية للأموال. ومع ذلك، يعتبر ضعف الاكتتاب أحد العوامل التي تدفع شركات التكافل إلى الإفلاس. يعتبر النموذج المختلط هو النموذج السائد في سوق الشرق الأوسط، وهو مقبول على نطاق واسع من قبل شركات التكافل في جميع أنحاء العالم.[1]

الشكل الموالي يبين هيكل النموذج الهجين.

[1] Tolefat, A., Mixed Model is the Best Approach. Kuala Lumpur, Malaysia: ICMIF *Takaful*, 2006.

الشكل رقم (09): هيكل النموذج الهجين في عقد التكافل



Source **:** Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, Improving the Takaful Sector in Islamic Countries, Coordination Office report, October 2019, p.4.

ويتميز هذا النموذج بما يلي:[1]

- ❖ يساهم المشاركون في صندوق التكافل من خلال عقد تبرع.
- ❖ يقوم المشاركون بتعيين شخص يكون وكيلا ومضاربا في نفس الوقت.
- ❖ يقوم الوكيل بخصم الرسوم المقدمة والتي تسمى رسوم الوكالة لإدارة الصندوق.
- ❖ يتم استثمار المبلغ المتبقي من قبل الوكيل المضارب في استثمارات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- ❖ يتم تقسيم ربح الاستثمار بين صندوق التكافل والوكيل المضارب، على أساس النسب المتفق عليها مسبقاً.
- ❖ سيتم خصم المطالبات والاحتياطي وإعادة التكافل من صندوق التكافل، ويذهب الفائض إلى المشتركين أو يتم تقاسمه مع الوكيل.

[1] Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, op cit, p.4.

المطلب الثالث: التحوط التعاقدي

هناك حاجة حقيقية ماسة إلى التحوط التعاقدي في المؤسسات المالية الإسلامية في ظل ارتفاع تكلفة إنشاء أدوات تحوط فعالة ومقبولة شرعا. ويستخدم التحوط التعاقدي على نطاق واسع لضمان تدفقات الدخل المستقرة. حيث أن المؤسسات المالية الإسلامية ستخاطر بتقويض الأرباح التي تجنيها من أعمالها الأساسية إذا لم تقم بالتحوط.

الفرع الأول: مفهوم التحوط التعاقدي

- عرف سامي السويلم التحوط التعاقدي بأنه: أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة التي يراد بها الربح[1].
- وعرفه القري، بأنه الدخول في عقد مع طرف آخر مفاده ونتيجته تقليل المخاطر ومعالجة آثارها وإدارتها لصالحه سواء بنقل تلك المخاطر إلى جهة أخرى أو الدخول في عقد مشتق ليس مقصود بحد ذاته في مجال الاستثمار ولكنه مطلوب لإدارة المخاطر[2].
- وعرفه مجمع الفقه الإسلامي في توصيات قرار المجمع رقم 224 (8/23) بشأن التحوط، بأنه إجراء عقد مواز للعقد الأصلي بنفس الشروط والمواصفات تحتاط له المؤسسة عن مخاطر العقد الأصلي. مثل السلم والسلم الموازي، والاستصناع والاستصناع الموازي. ومن أهم الضوابط الشرعية لجواز العقود الموازية عدم ربط العقد الأول بالعقد الآخر، بل يجب أن يكون كل واحد منهما مستقلاً عن الآخر في جميع حقوقه والتزاماته[3].

ويمكننا تعريف التحوط التعاقدي بأنه المعاوضة عن الالتزام بتصرف عقدي وفق الضوابط الشرعية اللازمة.

الفرع الثاني: استراتيجيات التحوط التعاقدي

التحوط التعاقدي قائم على العقود المشروعة في الفقه الاسلامي. سنتناول في هذا العنصر الصيغ التي أقرها مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 238 (24/9) وهي:

---

[1] سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.143.
[2] محمد علي القري، التحوط في العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.12.
[3] مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية قرار رقم : 238 (24/9)، مرجع سبق ذكره.

أولا: البيع الآجل لطرف ثالث

يمكن للممول أن يحيد مخاطر رأس المال كليا أو جزئيا، من خلال البيع الآجل لطرف ثالث. فإذا قدم المصرف التمويل بالمضاربة للمؤسسة أصبح بحكم العقد شريكا في موجوداتها. فله حينئذ أن يبيع نسبة من حصته لطرف ثالث (شركة تأمين مثلاً) بثمن مؤجل يعادل قيمة رأس المال. وبذلك يستطيع الممول حماية رأس المال وفي الوقت نفسه الاستفادة من الجزء الذي احتفظ به من مشاركته مع المؤسسة في الأرباح المحققة. أما الطرف الثالث (شركة التأمين) فإنها تستفيد من امتلاك حصة مشاركة دون دفع الثمن نقدا، والأهم من ذلك أن المؤسسة المستفيدة من التمويل لا تتحمل أي مديونية[1]. ومن صور هذه الطريقة أيضا أن يقوم المتحوط من مخاطر ارتفاع سعر عملة ما – يحتاج إليها في وقت مستقبلي– ببيع سلعة إلى الأجل نفسه، وبنفس العملة التي يحتاجها في ذلك الأجل. ومثال ذلك: إذا كان على تاجر التزام مالي قدره مليون يورو بعد ستة أشهر، ويخشى من ارتفاع سعر اليورو مقابل الريال، ولأجل التحوط من مخاطر ارتفاع سعر اليورو يقوم ببيع سلعة معينة بقيمة مليون يورو تسدد بعد ستة أشهر، وبهذه الطريقة يكون في مأمن من مخاطر تذبذب العملة[2].

ثانيا: المضاربة مع تأخير رأس المال

جمهور الفقهاء يرون اشتراط تسليم رأس المال لصحة عقد بالمضاربة، لكن الحنابلة يرون أن المضاربة عقد على عمل وليس على مال، ومن ثم فإن تسليم رأس المال ليس شرطاً في صحة العقد، وهذا نظير شركة الوجوه القائمة على الائتمان وليس فيها رأس مال حاضر، والتي يجيزها الحنابلة أيضاً ويشاركهم في ذلك الحنفية[3].

يمكن للمصرف أن يبرم عقد المضاربة دون تسليم رأس المال للمضارب، على أن يقوم العميل بإجراء الصفقات اللازمة بضمان المصرف، بحيث يشتري السلع بأجل قصير ثم يبيعها للعملاء، وإذا تم ذلك يقوم المصرف بدفع ثمن الشراء للمورد مباشرة وتسليم ثمن البيع ويعطي المضارب حصته من الربح ويحتفظ

[1] سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص ص.144-145.
[2] مجلة الفقه الإسلامي الدولي، العدد 11، الجزء 1، ص.592.
[3] عجيل جاسم النشمي، مرجع سبق ذكره، ص.29.

بالباقي. هذه الصيغة تحيد المخاطر الأخلاقية التي قد يتعرض لها المصرف عند تطبيق عقد المضاربة، بحيث يكون المصرف على اطلاع بكل مراحل الدورة التجارية بما يحفظ حقوق الطرفين[1].

ثالثا: التحوط بالشراء الآجل

صورة هذه الطريقة أن يقوم المتحوط من مخاطر انخفاض سعر عملة ما – سترد إليه في وقت مستقبلي – بشراء سلعة ويكون السداد إلى الأجل نفسه، وبنفس العملة التي سترد إليه في ذلك الأجل، فإذا ما تم تسلم العملة أداها إلى من اشترى منه السلعة. ومثال ذلك: إذا كان تاجر سيستلم مبلغاً مالياً مقداره مليون يورو بعد ستة أشهر ويخشى من انخفاض سعر اليورو مقابل الريال، ولأجل التحوط من مخاطر انخفاض سعر اليورو يقوم بشراء سلعة معينة بقيمة مليون يورو، على أن يكون السداد بعد ستة أشهر، فإذا حل الأجل تسلم المليون يورو، وسلمها لمن اشترى منه السلعة. ويجوز التحوط بهذه الطريقة بناء على أصل الإباحة في المعاملات المالية[2]. كما جاء في المعايير الشرعية: «يحق للمؤسسات لتوقي انخفاض العملة في المستقبل اللجوء إلى ما يأتي: شراء بضائع، أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة»[3].

رابعا: المرابحة لإدارة المخاطر

المرابحة للآمر بالشراء أو المرابحة المصرفية صيغة شائعة للتمويل. إنها بديل للقرض بفائدة، وهذا البديل قائم على الربط بين التمويل وبين التبادل المولد للثروة، وهي لذلك صيغة تتفق مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي. لكن ليس هناك ما يمنع من تطبيق المرابحة لغرض إدارة المخاطر أيضا، فالمؤسسة المالية التي تملك القدرة لتحمل المخاطر يمكن أن تكون هي الوسيط بين طرفي المبادلة الحقيقية بما يحقق في النهاية مصالح الأطراف الثلاثة.

على سبيل المثال إذا رغبت مؤسسة تجارية في استيراد سلع بعملة معينة (اليورو مثلاً) في حين تحصل على إيراداتها بعملة مغايرة (الدولار)، فستواجه هذه المؤسسة مخاطر اختلاف سعر الصرف بين الدولار واليورو بين وقت التعاقد ووقت السداد. فقد يكون سعر الصرف وقت التعاقد على استيراد السلع المطلوبة 1,15 دولار مقابل اليورو، وتحدد أسعارها وتسويقها على هذا الأساس. لكن إذا حل وقت سداد ثمن السلع

[1] سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.145.
[2] عبدالله بن محمد العمراني، البدائل الشرعية لأدوات التحوط التقليدية، مرجع سبق ذكره، ص.12.
[3] المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، ص.4.

بعد 6 أشهر مثلاً، فقد يصبح سعر الصرف 1,4 دولار لليورو، وهو ما يجعل المستورد يتعرض لخسارة تتجاوز 21.%. وحيث أ ن ضوابط الصرف تقتضي أن يكون التبادل للعملات فورياً، فإن عقد الصرف الآجل غير جائز شرعاً. والبديل هو أن يتم دمج الصرف الآجل بعقد البيع، بحيث يشتري البنك الاستثمار في السلع من المصدر باليورو ثم يبيعها للمستورد بالدولار. وبهذه الطريقة تتم المبادلة لكل من المصدر والمستورد بعملته المحلية، ويتحمل البنك الاستثماري مخاطر الصرف بين العملتين. والبنك الاستثماري مستعد لتحمل المخاطر على كل تقدير، سواء بالصرف المؤجل أو بالمرابحة، فليس هناك مخاطر إضافية يتحملها. لكن التحوط بالمرابحة لا يتم بمعزل عن النشاط الحقيقي المنتج، كما هو الحال في أدوات التحوط التقليدي، بل بموازاته بحيث لا ينفك أحدهما عن الآخر. وهذا يتفق مع مبدأ ربط إدارة المخاطر بالنشاط المولد للثروة، مما يجعل القيمة المضافة من التبادل الحقيقي تجبر تكلفة التحوط، فتصبح المبادلة في النهاية إيجابية وليست صفرية كما هو الحال في المشتقات، تماماً كما أن دمج التمويل مع التبادل يجعل القيمة المضافة للتبادل تجبر تكلفة التمويل، لتصبح المبادلة في النهاية إيجابية بما يسمح بتحقيق مصالح جميع الأطراف. كما أن دمج التحوط ضمن المبادلة يمنع المجازفة من أن تستولي على الأسواق المالية كما هو الحال في أسواق المشتقات، بل يجعلها خاضعة ومرتبطة مباشرة بالنشاط الحقيقي.

وصيغة المرابحة لتحييد مخاطر العملة أفضل من توسيط معادن أو سلع غير مقصودة، كما تطبقه بعض المؤسسات الإسلامية. فهذه السلع لا تحقق أي قيمة مضافة، ومن ثم تصبح تكلفة دون مقابل، وهو ما يؤدي غالباً إلى الصورية واختلال ضوابط القبض والتملك، أضف إلى ذلك أن هذا الأسلوب يعني عملياً فصل إدارة المخاطر عن توليد الثروة، مما يؤدي إلى جميع المفاسد المترتبة على المشتقات المالية، مع التكلفة الإضافية للسلع غير المنتجة. وبدلاً من ذلك لا يوجد ما يمنع من توسيط السلع المقصودة ابتداء من المبادلة، لتكون العملية في النهاية مولدة للثروة ومحققة في الوقت نفسه لقيمة مضافة للاقتصاد، فتكون أكثر مصداقية وأكثر كفاءة معاً.[1]

[1] سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.154.

خامسا: الوعود المتبادلة المختلفة في محل الورود

من الترتيبات التي اتخذتها بعض المصارف الإسلامية لتحقيق الحماية لعملائها المستثمرين طريقة تقوم على إصدار وعد ملزم بالشراء من قبل المصرف يستفيد منه المستثمر يلتزم البنك بموجبه بشراء الأصول المملوكة للعميل في تاريخ محدد بثمن محدد، ولكنه شراء معلق على شرط هو أن يكون ثمنها الجاري في السوق أقل من مستوى معين متفق عليه (100 مثلاً) فتحقق الحماية للمستثمر، وفي المقابل يقدم العميل المستثمر وعداً ملزما بالبيع للبنك معلقاً على شرط مفاده أنه عند حلول الأجل إذا كان السعر الجاري في السوق يزيد عن 100 فإنه يلتزم ببيع تلك الأصول إلى البنك بمبلغ 100، فإذا حل الأجل وكان السعر الجاري يزيد عن 100 قدم إيجاباً بالبيع إلى البنك بناء على الوعد[1].

وعلل من أجاز هذا المنتج بأن ما يجري في هذه المعاملة ليس من قبيل المواعدة الملزمة الممنوعة والتي تأخذ حكم العقد، وإنما هي من قبيل الوعد الملزم من طرف واحد؛ لأن المواعدة تقع على محل واحد في وقت واحد، كأن يقول الواعد الأول: أعدك أن أشتري منك كذا بثمن قدره مائة في تاريخ كذا، ثم يقول الواعد الثاني أعدك أن أبيع إليك ذلك الشيء بنفس الثمن في ذات التاريخ، ويكون كل منهما واعداً وموعوداً، فإذا وقع التنفيذ وردت الوعود على محل واحد، بخلاف الطريقة في هذه المعاملة، فلا يقع الوعد الأول والثاني فيها على محل واحد، فالوعد الأول معلق على شرط أن يكون الثمن السوقي أعلى من (100)، والثاني شرطه أن يكون أقل من (100)، فإذا حل الأجل جرى تنفيذ أحد الوعدين، ولا يمكن أن ينفذ الوعدان في وقت واحد[2].

المطلب الرابع: التحوط من خلال الجمع بين عقدين

أجاز مجمع الفقه الإسلامي التحوط من خلال العقود المركبة من خلال الجمع بين العقود بغرض التحوط للمخاطر على سبيل الاقتران، وليس على سبيل الشرط، ولا على سبيل عقد في عقد. مثل: الجمع بين البيع والوعد الملزم، والوكالة والمرابحة، ومن أهم تلك الصيغ ما يلي:[3]

[1] عجيل جاسم النشمي، مرجع سبق ذكره، ص 30

[2] محمد القري، أدوات التحوط في السوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.32.

[3] مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية قرار رقم : 238 (24/9)، مرجع سبق ذكره.

الفرع الأول: الجمع بين المرابحة والمشاركة

من خلال تقسيم المحفظة الاستثمارية إلى جزأين: الجزء الأول يخصص لمرابحات مع جهات ذات ملاءة ائتمانية بربح محدد، والجزء الثاني يستثمر في عقد مشاركة، كالمتاجرة في الأسهم، أو في حصص عقارية، ونحوها، وبهذا يتحقق التحوط لرأس المال بعقد المرابحة، مع احتمال الخسارة في الجزء الثاني.

تقوم فكرة التحوط بهذه الطريقة بتقسيم المحفظة الاستثمارية إلى جزأين:[1]

- الجزء الأول (95%) مثلاً في مرابحات مع جهات ذات ملاءة ائتمانية بربح (5%).
- الجزء الثاني (5%) في عقد مشاركة، كالمتاجرة في الأسهم، أو في حصص عقارية، ونحوها، وبهذا يتحقق التحوط لرأس المال بعقد المرابحة، مع احتمالية تحقيق عائد

الفرع الثاني: الجمع بين الإجارة والمشاركة

طريقة التحوط في هذه الأداة كسابقتها، لكن يتم التحوط بعقد الإجارة بدل المرابحة، مثل استثمار الجزء الأكبر من المحفظة الاستثمارية في شراء صكوك إجارة ذات عائد يغطي رأس المال، فيقسم المال إلى جزأين: الأول في عقود إجارة مع جهات ذات ملاءة ائتمانية بأجرة يتحقق بها وبقيمة الأصل المؤجر الحماية لرأس المال، والباقي يستثمر في عقود مشاركة[2].

الفرع الثالث: الجمع بين المرابحة وبيع العربون

من خلال تقسيم رأس المال إلى جزأين: الجزء الأول يكون في مرابحات مع جهات ذات ملاءة ائتمانية وبربح معين، والجزء الثاني يجعله عربوناً في شراء أسهم، فإذا ارتفعت قيمة الأسهم أمضى عقد الشراء وقبض الأسهم ثم باعها فدفع الثمن إلى البائع وتحقق للصندوق ربح، وإذا لم يحصل الارتفاع المتوقع فيعدل عن المضي في العقد ويخسر العربون، ويبقى رأس المال محميا بعقد المرابحة. ويجب في هذه الطريقة مراعاة الضوابط الشرعية لبيع العربون، ومنها: الاحتفاظ بمحل العربون منذ إبرام العقد إلى التسوية، وعدم تداول

[1] المعايير الشرعية ، ص.1126 .وهذه الطريقة المعمول بها في الصناديق الاستثمارية المتوازنة، مثل صندوق الراجحي المتوازن بالريال، وبالدولار، وباليورو.
[2] المعايير الشرعية، ص.1127.

العربون[1]. ومثال ذلك: أن يقسم مدير الاستثمار رأس المال (100 مثلا) إلى جزأين: الجزء الأكبر (93) مثلا في مرابحات مع جهات ذات ملاءة ائتمانية جيدة بربح (7)، وبذلك يتحقق التحوط لرأس المال. أما الجزء الثاني (7) يجعله عربونا في شراء أسهم بقيمة (700) فإذا ارتفعت قيمة الأسهم إلى (800) مثلا أمضى العقد وقبض الأسهم ثم باعها فدفع الثمن إلى البائع وتحقق للصندوق ربح كبير (100) أي ما يعادل رأس المال، وإذا لم يحصل الارتفاع المتوقع فغاية ما في الأمر أن يعدل عن المضي في العقد ويخسر مبلغ (7) الذي دفعه عربونا، ولكن تحقق له سلامة رأس المال. ومن الممكن زيادة حصة إحدى الجهتين على حساب الأخرى بحسب النسبة التي يراد تحقيق التحوط لها. فكلما زادت حصة العربون كانت فرص زيادة الربح أعلى ونسبة رأس المال المحمي أقل[2].

الفرع الرابع: التحوط باستعمال خيار الشرط حماية من نكول العميل

مثل المرابحة، والإجارة المنتهية بالتمليك. فقد أكدت قرارات المجمع في موضوع المواعدة بأنها تجوز بشرط الخيار للمتواعدين، كليهما أو أحدهما، فإذا لم يكن هناك خيار فإنها لا تجوز. وينبغي التنبيه على أن المجمع في قرارته التي أشار فيها إلى جواز الوعد الملزم من أحد طرفي العقد باعتباره تحوطاً لنكول العميل، وحماية لتضرر المؤسسة، فإنه يعطي الخيار للطرف الآخر.

الفرع الخامس: التحوط باستعمال الضمان لوقاية رأس المال في الاستثمار

هناك آليات متنوعة تندرج ضمن صيغ الضمان للتحوط من مخاطر الخسارة أو عدم الربح في المشروعات الاستثمارية، وقد أكد المجمع في قراراته على جوازها. ومن تلك الصيغ:

أولا: ضمان الطرف الثالث

وهو ضمان الشخص الطبيعي أو الاعتباري المنفصل عن طرفي العقد إذا ألزم نفسه بالتبرع بالضمان في مشروع معين. وقد أكد قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 30 (3/4) في دورته الرابعة[3] وعدد من الهيئات الشرعية في البنوك الإسلامية، على جواز هذا الضمان بشرط أن يكون الضامن منفصلاً في

[1] مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية قرار رقم : 238 (24/9)، مرجع سبق ذكره.
[2] يوسف بن عبد الله الشبيلي، مرجع سبق ذكره، ص.24.
[3] مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المؤتمر الرابع ، جدة، المملكة العربية السعودية، 6– 11 فيفري1988م،

شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل لجبر الخسارة في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً. ونص قرار مجمع الفقه الإسلامي: «ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار، أو صكوك المقارضة، على وعد طرف ثالث، منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد، بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما يتبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد».

ويتضح من القرار أنه أجاز ضمان الطرف الثالث بضوابط وهي:[1]

1- أن يكون الطرف الثالث مستقلاً في ذمته وشخصيته المالية عن طرفي العقد.

2- أن يكون وعد الطرف الثالث على أساس التبرع بجبر الخسارة.

3- أن يكون التزام الطرف الثالث مستقلاً عن عقد المضاربة.

ثانيا: تحميل المضارب عبء إثبات دعوى الخسارة

أقر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 212 (8/22) نقل عبء الإثبات في دعوى الخسارة إلى البنك (المضارب) خلافاً للأصل، بشرط وجود قرائن تخالف أصل دعواه بعدم التعدي.

[1] مجلة المجمع، العدد الرابع 2164/3.

المبحث الثالث: التصكيك كآلية للتحوط

أدت فكرة إيجاد بديل متوافق مع الشريعة للسندات التي تعمل بالفائدة، إلى التطوير المعاصر للصكوك كأداة مالية إسلامية. لقد كانت المؤسسات المالية الإسلامية بحاجة إلى أداة متوافقة مع الشريعة الإسلامية يمكن هيكلتها كأداة قصيرة الأجل لإدارة السيولة الفائضة لديها. كما احتاجت أيضا إلى أداة متوافقة مع الشريعة لجمع تمويل متوسط إلى طويل الأجل. فسعت المؤسسات والحكومات على حد سواء إلى وسيلة تمويل غير قائمة على الفائدة لجمع التمويل لمشاريع البنية التحتية، والتطوير العقاري، والاستحواذ على الأصول، وتوسيع الأعمال التجارية وغيرها من المشاريع الاجتماعية والاقتصادية. قبل الوصول إلى دور التصكيك في التحوط من مخاطر السيولة، سنتناول في هذا المبحث مفهومه وآليته إضافة إلى مخاطره على المؤسسات المالية الإسلامية.

المطلب الأول :الإطار المفاهيمي للتصكيك الإسلامي

تتجدد وتتطور المعاملات المالية الإسلامية بوتيرة متسارعة تبعاً لتشعب ونشاط الحياة الحديثة. ومن أحدث وأبرز هذه التطورات والتي ارتبطت بتطور المصرفية الإسلامية ما يعرف بعملية التصكيك إذ تعتبر من أبرز أنواع التمويل المهيكل.

الفرع الأول: ماهية التصكيك

- عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التصكيك بأنه: "التوريق: ويطلق عليه التصكيك والتسنيد، وهو تقسيم الموجودات من الأعيان أو المنافع أو هما معا إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها[1].
- وعرفه مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن التصكيك (التوريق الإسلامي) هو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه[2].

[1] المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الملحق (ج) المتعلق بصكوك الاستثمار، 2007، ص.325.
[2] القرار رقم 178 (19/4) المتعلق بالصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 26-30 أفريل 2009.

- ويعرف التصكيك الإسلامي أيضا بأنه عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعيانا وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خاليا من المخاطر[1].

إن كلمة التصكيك والتوريق والتسنيد تستعمل كمفردات لمسمى واحد، ولكن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 2002م أوصى باختيار تسمية التصكيك بديلا عن التوريق أو التسنيد لارتباطهما بالاستثمار التقليدي[2].

إن المتمعن في هذه التعاريف سيجد أن للتصكيك الإسلامي خصائص تميزه عن التصكيك التقليدي وذلك رغم التماثل الكبير بينهما من حيث الإجراءات، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:

- إن عملية التصكيك يجب أن يحددها عقد شرعي وتأخذ أحكامه.
- ترتكز عملية التصكيك الإسلامي على أصول حقيقية تكون مجازة شرعا.
- الصكوك هي وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات.
- يعتمد العائد الذي يحصل عليه حامل الصك الناتج عن عملية التصكيك الإسلامي على ما تحققه تلك الأصول من ربح أو خسارة.

مما سبق يمكن تعريف التصكيك بأنه عملية توريق مضبوطة وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث تم استبدال الحقوق التي يتم تحويلها في إطار عمليات التوريق بأصول حقيقية مجازة شرعا يتم مقابلها إصدار صكوك إسلامية وتداولها أيضا وفق ضوابط شرعية معينة، ويحصل حملة الصكوك على الأرباح المتولدة عن هذه الأصول أو يتحملوا الخسائر المترتبة عنها وفق قاعدة الغنم بالغرم.

الفرع الثاني: ضوابط عملية التصكيك الإسلامي

إن الصكوك القائمة على أساس عملية التصكيك تصدر بالاستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية. وتخضع عملية التصكيك لضوابط ومعايير يجب مراعاتها لتكون متوافقة مع أحكام الشريعة الغراء، وتتمثل هذه الضوابط فيما يلي:

- أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعا.

[1] فتح الرحمن علي، محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008، ص.05.
[2] قرارات وتوصيات ندوة البركة الثانية والعشرون للاقتصاد الإسلامي، مملكة البحرين، 9-8 ربيع الآخر 1423 الموافق لـ 19-20 يونيو 2002..

- ❖ أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشىء إلى شركة التصكيك نقدا للابتعاد عن بيع الدين بالدين.
- ❖ أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعا.
- ❖ عنصر الملكية للأصول لتصح عملية البيع والشراء وتسوغ الاستفادة من العوائد.
- ❖ يجب أن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي.
- ❖ يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.

الفرع الثالث: مزايا التصكيك الإسلامي

توفر عملية التصكيك مزايا عدة للمتعاملين فيها، وهذه هي:[1]

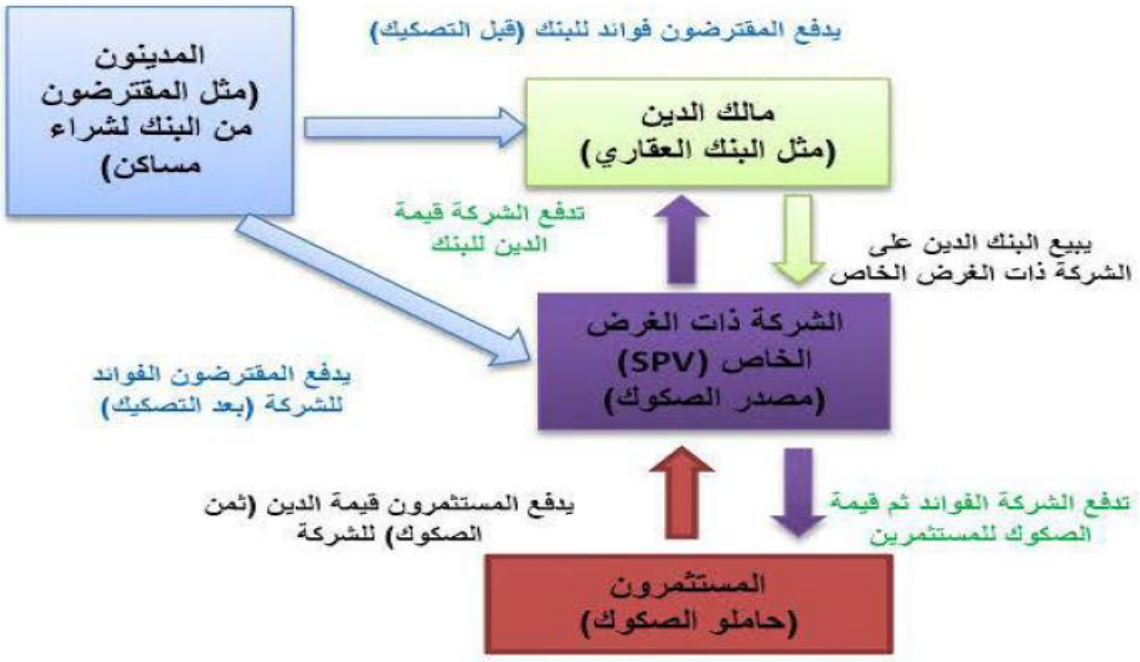
- ❖ **مزايا التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي:** تساعد عملية التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها. ويضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على خلق الأموال أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، هذا إضافة إلى تنويع مصادر التمويل. ويعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية نظرا لأن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة.
- ❖ **مزايا التصكيك بالنسبة للمستثمرين:** ينتج التصكيك أداة قليلة الكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك لقلة الوسطاء والمخاطر المالية المرتبطة بالورقة المالية المصدرة. وتتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث أنها تتمتع بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة. وللصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها. وتوفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.
- ❖ **مزايا التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي:** تقوم الصكوك الإسلامية بدور هام في تعبئة الموارد المكتنزة لدى المسلمين، وتشجعهم على رفع معدلات الادخار والاستثمار. وتتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها الأمر الذي يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة. وتوفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنية التحتية. ومعالجة قصور التمويل الحكومي، حيث تساهم الصكوك في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري الخاصة بمشروعات البنية الأساسية إلى عاتق القطاع الخاص.

[1] أحمد محيسن، فؤاد محمد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص.51.

الفرع الرابع: آلية التصكيك

يعد التصكيك من أبرز أنواع التمويل المهيكل. وعادة ما تتضمن عملية التصكيك تجميع أصول مالية مدرة لعوائد نقدية في المستقبل، ثم إصدار صكوك تثبت الحقوق والالتزامات المتعلقة بملكية تلك الأصول ويسهل معها إثبات ملكيتها وتداولها بين المستثمرين ومن حيث المبدأ، فإن أي أصل مدر لعوائد نقدية مستقبلية يمكن تصكيكه. وتبدأ عملية التصكيك عادة بإنشاء شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle) تقوم بشراء الدين من مالكه (المصرف الإسلامي مثلا). وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعد ذلك بإصدار الصكوك وبيعها على المستثمرين، وتسليم ثمنها لمالك الدين. وبعد عملية التصكيك يدفع المقترضون الفوائد للشركة ذات الغرض الخاص، التي تقوم بدورها بتحويلها للمستثمرين. والشكل الموالي يلخص هيكل التصكيك.

الشكل رقم (10): هيكل التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية



المصدر: عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، كرسي سابك، مشروع رقم (06-12)، 2013، ص.14.

المطلب الثاني: مخاطر التصكيك

لم تستقر الصكوك الإسلامية بعد في الأسواق ولديها مخاطر متأصلة في الهياكل الحالية للتصكيك، ونقصد بمخاطر التصكيك تلك المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية المصدرة للصكوك عند القيام بعملية التصكيك وليس المخاطر التي يتعرض لها حملة الصكوك. والتي تشمل ما يلي:

الفرع الأول: مخاطر عدم الالتزام بالشريعة الاسلامية في عملية التصكيك

في حالة التصكيك الإسلامي، يجب أن يكون الهيكل متوافقًا مع الشريعة الإسلامية. حيث يجب أن تكون الأصول الأساسية بحيث تلبي متطلبات الشريعة. كما يجب أن تكون هناك بدائل لبعض ميزات التوريق التقليدي مثل تعزيز الائتمان، ودعم السيولة، بحيث يظل الهيكل متوافقًا مع الشريعة الإسلامية. في حين أن معيار الأصل المؤهل يحد من نوع الأصول التي يمكن توريقها بموجب الشريعة الإسلامية، فإن الشرط الأخير يضع المعاملة في خطر هيكلي يتمثل في تصنيفها على أنها معاملة غير مسموح بها[1]. فعلى سبيل المثال نعلم أن الكثير من المؤسسات الإسلامية تنقل ملكية بعض أصول عملائها على سبيل الرهن وليس على سبيل البيع الحقيقي. فلو قامت هذه المؤسسات بتصكيك هذه الأصول على صيغة صكوك إجارة أو مشاركة أو غيرها من صور التصكيك الممكنة فإن هذه الصكوك باطلة لان المؤسسة باعت على حملة الصكوك مالا تملك وهو من البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية[2].

كما لا يخفى ما للخلاف الفقهي من تأثير على صناعة الصيرفة والاستثمار الإسلامي محليا ودوليا، وكذا تأثيره على تصنيف الصكوك الائتماني، لأنه مرتبط بجانبين مهمين:[3]

من جانب تأثيره على السيولة، فهو بلا شك يؤثر على السيولة بشكل كبير وأساسي، وأما من جانب تأثيره على الالتزامات التعاقدية الناشئة عن التصكيك، فقد أوضحت وكالة تصنيف في تقرير لها سنة 2006 أنها تأخذ بالحسبان الخلاف الفقهي عند تصنيف الصكوك في حال كانت تخضع لاختصاص المحاكم الشرعية. لأن الخلاف ربما يؤدي إلى أن تحكم المحكمة ببطلان الصك وعدم نفاذه. فإذا ما استمر الخلاف

[1] Nidhi B., Islamic Securitisation Structures: More Needs to Be Done? ,Islamic Finance News, Volume 9, Issue 29, July 2012, pp.23 – 24.

[2] نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية، المشروع رقم (05-21) 2013، ص ص.100-102.

[3] عبد الله أبو مسامح، مرجع سبق ذكره، ص.154.

الفقهي حول الصكوك وهياكلها، فإن هذا سيؤدي بالنتيجة إلى عدم منح الإصدارات أي تصنيف وبالتالي عدم تداول الصكوك.

الفرع الثاني: المخاطر الائتمانية في عملية التصكيك

تنشأ مخاطر الائتمان من عدم قدرة الجهة التي تلقت حصيلة الاكتتاب بالصكوك القيام بالوفاء بالتزاماتها التعاقدية. وتكون هذه الالتزامات التعاقدية دينا في حالة صكوك المرابحة والسلم والإستصناع. فتكون مخاطر الائتمان عندئذ مركزة في قدرة المدينين أو الجهات المدينة، بالدين النقدي في حالة صكوك المرابحة، أو بالدين العيني في حالة صكوك السلم والإستصناع، على الوفاء بهذه الديون. أما صكوك الإجارة، فسواء كانت تمثل أصولا ثابتة مؤجرة، أم منافع وخدمات مبيعة لحملة الصكوك، فإنها تخضع لمخاطر الائتمان المتعلقة بقدرة الجهات الملتزمة بدفع الأجرة أو بتقديم الخدمة على الوفاء بالتزاماتها. بالنسبة لصكوك المشاركة يمكن أن تنشأ فيها مخاطر الائتمان بأحد الشكلين: أولهما يعرف بالمخاطر الأخلاقية Moral Hazard، وهي تتعلق بمصداقية الجهة التي تدير هذه الاستثمارات وشفافيتها. وثانيهما مخاطر القدرة على الوفاء عند تصفية الاستثمارات، حيث تصبح في هذه المرحلة ديونا على الجهات التي تدير هذه الاستثمارات. ولاشك أن مخاطر الائتمان يمكن أن يكون لها ثلاث مصادر:

- التغير في السياسات المحلية والعلاقات الدولية عموما، مما قد يغير من قدرة الجهات الملتزمة بسداد قيمة الصكوك على الوفاء بالتزاماتها.
- التغيرات التي تطرأ على الجهات الملتزمة نحو المستثمرين بالصكوك، من حيث قدرتها على الوفاء، بما في ذلك استثمارات هذه الجهات وكفاءتها الإدارية.
- الأصول الثابتة أو الأموال الأخرى التي تستثمر فيها حصيلة المصارف الاسلامية.

إن خصوصية الصكوك التي تصدر وفقا لصيغ عقود التمويل المتوافقة مع الشريعة، تجعلها تتعرض لمخاطر خاصة بها. حيث أن كل نوع من أنواع العقود والصيغ يتميز بنوع مختلف من المخاطر، إلا أن الالتزام النهائي الذي يقع على عاتق الطرف المقابل نتيجة لتنفيذ تلك الصيغ بمجرد إجراء الحساب النهائي الذي يلتزم بمقتضاه هذا الطرف بالوفاء بالتزاماته يعد أحد أوجه المخاطر الائتمانية[1].

[1] لقد تم تناول مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وكيفية إدارتها بالتفصيل في الفصل الأول.

الفرع الثالث: مخاطر السوق في عملية التصكيك

نظرا لآليات التصكيك القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإن الصكوك تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن التصكيك يتعرض للعديد من المخاطر الكلية.

إ ن إصدارات الصكوك مازالت قليلة بالنسبة لمجموع سوق الأوراق المالية، سواء أكان ذلك على المستوى العالمي أم على مستوى أي دولة وحدها. فالصكوك مازالت تمثل نسبة ضئيلة جدا من مجموع الأوراق المالية المتداولة. وبسبب الحجم النسبي الصغير يضع التصكيك في موضع المتأثر بعوامل السوق، وليس في موضع الفاعل المؤثر في السوق المالية الذي يستطيع أن يخضع السوق لمعطياته الذاتية.

إضافة إلى ذلك تتعرض عملية التصكيك إلى المخاطر التجارية المنقولة، فمن المعلوم أن الصكوك لا تتعامل بالعائد المحدد سلفا وإنما يتوقف العائد على نتيجة العمليات الاستثمارية، فإذا حدث لأي سبب كان أقل من عائد السوق فإن عملية المؤسسة المالية تواجه مخاطر سحب السيولة. وقد تكون المخاطر التجارية المنقولة أحد تبعات مخاطر معدل العائد فقد يضطر المصدر تحت ضغط السوق إلى دفع عائد يفوق العائد الذي حققته موجودات الصكوك فعلا، إذا كانت عوائد الصكوك دون المستوى مقارنة بمعدلات المنافسين. وقد يقرر مصدر الصكوك التنازل عن حقوقه في كل جزء من حصصه بالأرباح لإرضاء حملة الصكوك والاحتفاظ بهم كشركاء لضمان عدم تخليهم عن صكوكهم، وتنشأ هذه المخاطر نتيجة الضغوط التنافسية على المصدرين لجذب المستثمرين والاحتفاظ بهم[1].

الفرع الرابع: مخاطر تصكيك الأصول العينية

تنشأ في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة والتي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك. ولتجنب مثل هذه المخاطر يتحتم إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير التدفقات النقدية بدقة،

[1] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الارشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات - عدا المؤسسات التأمينية- التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، كوالالامبور ، ماليزيا.

إضافة إلى إجراء تحليل الحساسية، بهدف التعرف على مكامن الخطر ووضع التدابير اللازمة لتجنبه. وهذا النوع من المخاطر متدني في الصكوك الحكومية كون المصدر هنا يتمثل في الدولة[1].

كما تتعرض لمخاطر هلاك الأصول الاستثمارية التي تعتبر أساس المشروع الاستثماري، والسبب الأساسي للحصول على عائدات الصكوك. فهلاكها يعني نهاية المشروع الاستثماري. ويمكن تصنيف هذه المخاطر إلى إرادية ولاإرادية. فالمخاطر الإرادية هي التي تتحمل الإرادة مسؤوليتها كتعرض مشروع لا تتوفر فيه وسائل السلامة والأمان اللازمة للسرقة أو للحريق. وهذه المخاطر ذاتها تكون لاإرادية في حال حدوثها بعد توفير وسائل السلامة. أما المخاطر اللاإرادية فهي الخارجة عن إرادة البشر كالمخاطر البيئية مثل الزلازل والبراكين. وهناك مخاطر يمكن السيطرة عليها مثل مخاطر السرقة. والمؤسسة المصدرة للصكوك تتعرض أيضا لمخاطر الأصول في حال تصفيتها نتيجة للخسائر التي يمنى بها المشروع.[2]

الفرع الخامس: المخاطر التشغيلية في عملية التصكيك

حيث أن التصكيك يجب أن يكون قائما على أصول، وأن العائد على منتجات التصكيك (الصكوك) ناتج عن هذه الأصول. فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية؛ فمثلا نعلم أن العائد الايجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة وبالتالي لن يعود للصك أي عائد. ومن هنا يتبين لنا أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضا لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر.

نظرا لأن الكثير من النظم والتشريعات الخاصة بالتصكيك في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البشر) مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية. كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

[1] نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سبق ذكره، ص ص.105-106.
[2] عبد الستار أبو غدة مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.15.

المطلب الثالث: دور التصكيك في التحوط من المخاطر

يعتبر التصكيك الإسلامي أداة مفيدة ومهمة تعمل على التحوط من مخاطر مختلفة تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية، فمن خلال تصكيك الأصول، بالطريقة الإسلامية، يمكن للمؤسسات الاسلامية الآن المشاركة في سوق السندات دون القلق من أن عملية توريق الأصول وإصدار السندات تتعارض مع التعاليم الإسلامية. أصبح التمويل الإسلامي أكثر جاذبية ومنتجاته تقدمية على الرغم من وجود بعض المخاطر في هيكل التصكيك. يركز التصكيك بشكل أكبر على المراجعة والبحث حول الهياكل المالية المقترحة وكذلك على الهياكل المالية التي يتم ممارستها في الوقت الحاضر من أجل التحوط من المخاطر.

الفرع الأول: دور التصكيك في التحوط من مخاطر الائتمان

تمكن الإدارة الجيدة لعمليات التصكيك المؤسسات المالية من التحوط من مخاطر الائتمان ويظهر ذلك من خلال ما يلي:[1]

- ❖ تخفيض مستوى التركز الائتماني من خلال تجميع حجم كبير من الموارد المالية لإعادة استثمارها في عمليات جديدة وتنويع عملياتها، ووجود جهات تعزز الضمان للائتمان للأوراق المالية المصدرة.
- ❖ تساعد عمليات التصكيك في تشجيع المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على تمويل مختلف القطاعات مثل الصناعة والزراعة والإنشاءات والنقل والاتصالات والتجارة والائتمان وغيرها، والتنويع حسب العملاء والأدوات والقطاعات والأسواق.
- ❖ ويوفر التصكيك تنوعا في الأدوات الاستثمارية المتاحة من حيث العائد والمخاطر والضمان.
- ❖ تتيح آلية التصكيك مزيدا من المعلومات وتماثلاً كبيراً في الأدوات المصككة، كما أنها تتيح توفير المعلومات حول التدفقات النقدية، وهو ما يساعد على رفع المستوى الائتماني لآلية التصكيك بما يحسن مستوى الإيراد للصكوك.
- ❖ يحسن التصكيك من نسبة كفاية رأس المال، وذلك بإخراج بعض أصول المصرف ذات المخاطر العالية من الميزانية مما يؤدي إلى انخفاض الأصول المرجحة بالمخاطر.

[1] عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي : ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي بالتعاون مع جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمّان، الأردن،2010.

- ❖ تساعد عملية التصكيك في تمكين المصارف والمؤسسات المالية من الحصول على التمويل بتكاليف منخفضة. ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع مستوى التصنيف الائتماني للإصدارات، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين العائد على الإصدارات من الصكوك

الفرع الثاني: دور التصكيك في التحوط من مخاطر السيولة

لقد كان التحدي الأساسي للمصارف الإسلامية هو الحاجة لأدوات لإدارة السيولة ودعم الربحية على المستوي القصير وكذلك لتوفير تمويلات مستقرة في الأجلين المتوسط والطويل للمشروعات الكبرى سواء الخاصة أو الحكومية. واستجابة لذلك ظهرت عملية التصكيك الإسلامي كإحدى أهم الابتكارات التي جادت بها الصناعة المالية الإسلامية والتي تمت هيكلتها للمساهمة وبشكل أساسي في التحوط من مخاطر السيولة لدى المصارف الإسلامية. ويعطي تعامل المصارف الإسلامية في الصكوك إصدارا أو تداولا مرونة في تعديل هيكل مواردها، أي استخدام آلية التصكيك في إدارة الخصوم والأصول، حيث يمكن استخدام آلية الصكوك في تحقيق عائد بتمويل فرص سانحة، باستدعاء الأموال بالتصكيك، وبالتالي الحصول على السيولة المطلوبة في بعض الفترات، أو استثمار فائض السيولة.[1] كما تمكن عمليات التصكيك المصارف والمؤسسات المالية من تسييل الأصول غير السائلة في ميزانيتها وتحويلها إلى أصول قابلة للتداول في الأسواق المالية، واستخدام السيولة المتوفرة في إعادة الاستثمار وزيادة حجم عملياتها وأنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال أو زيادة حجم الودائع. ويتيح التصكيك للمصارف والمؤسسات المالية المجال للتحوط من مخاطر السيولة بكفاءة عالية وذلك نتيجة لما يلي:[2]

- ❖ تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة للاستثمار، والتنوع بالآجال والأدوات المتاحة للاستثمار.
- ❖ تجنب عدم التوافق بين استحقاق الموجودات والمطلوبات.
- ❖ يساعد وجود التصكيك المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على استغلال السيولة الفائضة وبالتالي المنافسة في الأسواق المالية المحلية والدولية.
- ❖ يساعد وجود أدوات التصكيك وتنوعها وتعدد أجالها في تعميق وتطوير السوق الثانوي اللازم لتداول الأدوات المالية في الدول الإسلامية.

[1] علي سيد إسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2018، ص.69.
[2] عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره.

❖ في غياب التصكيك، تدير بعض المصارف الإسلامية السيولة لديها من خلال التركيز على الأصول الحقيقية قصيرة الأجل للغاية مع معدل دوران يتراوح بين ثلاثة وخمسة أشهر. هذا يمكن أن يجعلهم عرضة لتقلبات الأسعار على المدى القصير[1].

الفرع الثالث: دور التصكيك في التحوط من مخاطر السوق

يساعد تنويع التصكيك من حيث العملات والأصول الاستثمارية، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في تجنب مخاطر أسعار الصرف وغيرها. كما يعمل التصكيك على التخلص من المخاطر وذلك من خلال نقلها إلى المنشأة ذات الغرض الخاص ومنها إلى حاملي الصكوك الإسلامية وبالتالي توزيع المخاطر على فئة كبيرة من المستثمرين. ويقلل التصكيك من المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة المالية عند اصدار أوراق مالية أخرى (كالمشتقات التقليدية التي تعتبر تعاملات وهمية) لأنها توائم بين مصادر الأموال واستخداماتها، إلى جانب كونها أقل خطرا وتكلفةً. كما أن عملية اصدار الصكوك واختلاف آجالها وأنواعها يساهم في خلق فرص تمويلية بديلة، ويسمح برفع درجة التنويع في تركيبة المحافظ المالية للمؤسسات المالية المصدرة، فينعكس ذلك على تقليل حدة المخاطر الناجمة عن تركيز المحفظة المالية في مراكز محدودة.

[1] Zohra Jabeen, Sukuk as an Asset Securitization Instrument and its Relevance for Banks, Review of Islamic Economics, Volume 12, Issue , 2008, p.65.

خلاصة الفصل الثاني

إن مفهوم التحوط الإسلامي يختلف عن المفهوم التقليدي للتحوط. حيث تستند نظرية التحوط الإسلامي إلى حديث الخراج بالضمان والفقه في مقاربات الغنم بالغرم. ويقصد بالتحوط في التمويل الإسلامي الإجراءات المتوافقة مع الشريعة التي تسمح بالمحافظة على الأرباح الناتجة عن الاستثمار الحلال وتحقق مقاصد الشريعة في حفظ المال. وحتى ولو كان الهدف مباح، إذا كانت الأداة تخالف مبادئ الشريعة كأن تنطوي على مراهنة ومقامرة، فإن التحوط هنا يصبح ممنوعا لأن الغاية لا تبرر الوسيلة.

هناك أربع آليات للتحوط متوافقة مع الشريعة تتمثل في التحوط الاقتصادي والتحوط التعاقدي والتأمين التكافلي، إضافة إلى العقود المركبة. وفيما يعتبر التحوط الاقتصادي أي معاملة صممت لتقليل المخاطر الاقتصادية لبعض أو كل الاستثمار بعيدا عن المستثمر، فإن التحوط التعاقدي هو المعاوضة عن الالتزام بتصرف عقدي وفق الضوابط الشرعية اللازمة. بينما التأمين التكافلي هو عقد اختياري على سبيل التبرع.

كما يمكن أيضا استخدام التصكيك كأداة فعالة للتحوط من مخاطر الائتمان ومخاطر السوق والسيولة في المؤسسات المالية الإسلامية.

الفصل الثالث:
الدور التحوطي لصناديق التحوط الإسلامية في الأسواق المالية الاسلامية

تمهيد

في السنوات الماضية كانت هناك تحولات كبيرة في رأس المال العالمي الذي يسيطر عليه الأفراد والمؤسسات في العالم الإسلامي، خلقت طلبا قويا على استثمارات بديلة عن تلك الموجودة في الأسواق المالية التقليدية. كما أدى ارتفاع أسعار النفط إلى جعل المستثمرين في الشرق الأوسط أكثر نشاطًا على المستوى العالمي، حيث ركزوا على إعادة استثمار الثروة النفطية في أماكن أخرى، وخلق أيضا الحاجة إلى إعادة تدوير العملات الأجنبية. فبينما كانت الأموال تتدفق إلى العقارات، والأسواق الآسيوية، بل والأسواق العربية المحلية، كان هناك أيضا طلب مماثل على الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في مجالات أخرى. فكانت فرصة لصناعة صناديق التحوط الإسلامية للاستحواذ على هذا الكم الهائل من الأموال. ورغم الجدل المستمر حول امتثال صناديق التحوط المستحدثة للشريعة الإسلامية، فقد أصبحت واقعا معاشا لابد من بيان دوره في استقرار السوق المالية الإسلامية باعتبارها أداة للتحوط، وفي صدد ذلك يأتي هذا الفصل الذي يحوي المباحث التالية:

المبحث الأول: الأسواق المالية الإسلامية

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: صناديق التحوط الإسلامية

المبحث الأول: الأسواق المالية الإسلامية

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي أحد أسرع القطاعات نموا في العالم. في حالة ماليزيا والبحرين، فهي تتضمن جميع قطاعات سوق رأس المال من الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار والعملات الأجنبية والمشتقات. إن الأوراق المالية الإسلامية هي ببساطة أدوات سوق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. في حين أن مثل هذا الامتثال كان سهلاً إلى حد ما فيما يتعلق بأدوات حقوق الملكية، كان على سوق الدين إعادة تصميم الأدوات بالكامل من أجل أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية. لذلك كان لا بد من فحص صناديق الاستثمار(خاصة صناديق التحوط) والمشتقات المدرجة من أجل تحديد مدى قبولها كأداة "حلال" ومدى قدرتها على مواجهة التقلبات. لاسيما وقد شهدت السنوات القليلة الماضية بعض التقلبات في هذه الأسواق، بما في ذلك الانكماش في العوائد وقيم الأصول. وهذا ليس محصورا في أسواق رأس المال الإسلامية بل إن الاتجاه العالمي يتسم بالتقلبات وتقليل العوائد في الأسواق التقليدية أيضا.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالية الإسلامية

لقد طورت صناعة التمويل الإسلامي منظورا تنظيميا حكيما على مدار العقدين الماضيين. مع إدخال إضافات للقوانين المالية في البلدان الإسلامية لبدء نشاط سوق رأس المال الإسلامية كأصل للإطار التنظيمي الإسلامي، بهدف نقل الصناعة إلى المعايير العالمية. لذلك سوف نتناول في هذا العنصر كيف تحولت السوق المالية الإسلامية من مجرد فكرة إلى مفهوم عملي على أرض الواقع.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية الإسلامية

تعود جذور بناء سوق للأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني الذي صدر بالأردن مع القانون رقم (13) سنة 1978، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم (10) لسنة 1981، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984، إلى أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالي إسلامي، وذلك من خلال طرحه لفكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984، حيث قدم اقتراحه المتمثل في تداول الحصص الاستثمارية في حالة السلم والإيجار والمرابحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ)، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس

محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار قرار رقم 17 لسنة 1986، الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية لتكون البحرين السباقة في هذا المجال[1].

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس مال إسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية الذي عقد بدبي سنة 1985م في المادة 08 ما يلي:

يوصي المؤتمر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية (مستمدة من الشريعة الإسلامية) تشكل أساسا لسوق مالي إسلامي، ثم طرحت الفكرة أيضا في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي عقد في اسطنبول سنة 1986م وذلك في إطار إنشاء صندوق استثمار مشترك بين المصارف الإسلامية، تساهم فيه المصارف الإسلامية وتكون مهمتها إنشاء المشروعات وطرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات وقد كان بنك دبي الإسلامي أول من طرح هذه الفكرة. ثم يعيد بعد ذلك الدكتور سامي حمود طرح الفكرة في ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بعمان الأردن سنة 1987.

كما طرح نفس الفكرة الدكتور محمد سيد مناعي في بحث مقدم إلى ندوة عقدت في ألمانيا في سنة 1988م حيث قال: "من الواضح أن المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع إدخال تغيير هامشي عليها بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات".

ثم تكررت النداءات بعد أيام قليلة في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر والتي عقدت في القاهرة سنة 1988، حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإنشاء سوق مالي إسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية. وبعد ذلك جاءت الندوة الأولى للأسواق المالية المنعقدة في الرباط بتاريخ 1989م والتي قد جاء من بين توصياتها وجوب العناية بأمر هذه الأسواق وتعريف الناس بأحكامها وبقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات وأدوات تتعامل في الأسواق الوضعية وقد سعت مجموعة من الدول إلى إنشاء هذه السوق وعلى سبيل المثال فقد أنشئ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994، ثم جاء بعد ذلك الاتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في مملكة البحرين بموجب مرسوم ملكي رقم 22 سنة 2002 في أوت من نفس السنة وباشرت أعمالها منذ ذلك التاريخ، وهي ليست سوقاً بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق لمالية الإسلامية وكان الأعضاء المؤسسون للسوق هم: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، ليوان أفشور فانينشال سيرفس كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، ووزارة المالية بسلطنة بروناي، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات

[1] سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص.347-348.

ومن لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية وبلغ عدد الأعضاء حتى الآن 25 مؤسسة إضافة إلى محاولة تحويل بعض الأسواق المالية في الدول العربية إلى أسواق مالية إسلامية.

الفرع الثاني: مفهوم السوق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية، حيث تلعب دورا جوهريا في تطوير وتنظيم طرق التمويل وتوفيره بالأحجام المطلوبة. وذلك من خلال شراء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أسهم وسندات. ويعد نمو السوق المالية مطلبا أساسيا للتنمية الاقتصادية في أي دولة، خاصة للدول التي تسعى إلى خصخصة شركات القطاع العام، والحد من دور الدولة في الحياة الاقتصادية[1].

- ❖ تعريف السوق المالي: يمكن تعريفها بأنها: "المكان الذي يتم فيه تقويم أسعار الأوراق المالية وقياس عوائدها"[2].
- ❖ ويعرف أيضا بأنه مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية. سواء كان موضوع الصفقة حاضرا (وجود عينة منه) أو غائبا عن مكان العقد، أو حتى لا وجود له أثناء العقد (معدوماً) ولكن يمكن أن يوجد.[3]

يمكن تعريف السوق المالي بأنها: الآلية التي يلتقي من خلالها ذوو الفوائض المالية المؤقتة مع ذوي الاحتياجات المالية المؤقتة.

السوق هو عادة المكان الذي تتم فيه عمليات البيع والشراء وأنواع مختلفة من المعاملات. ونظرا لأهمية السوق وتأثيره على الحياة الاقتصادية، أمر الرسول صلى الله عليه وسلم ببناء سوق إسلامي في المدينة بديلا عن سوق اليهود الذي كانت تجري فيه المعاملات المحرمة. وكان الرسول صلى الله عليه وسلم يمر بنفسه على السوق لمراقبة العمل التجاري، وقد استمر هذا الاهتمام في عهد الصحابة والتابعين[4]. وباعتبار البورصة سوقا مستمرة تنعقد فيها أهم المعاملات المالية المعاصرة، كان لابد من تطوير إطار شرعي لهذه السوق يتماشى ومبادئ المعاملات المالية الإسلامية، ويبين الصيغ الشرعية للأدوات المالية التي يجوز تداولها في سوق مالية إسلامية. وتعرف السوق المالية الإسلامية بأنها:

---

[1] Azzam, H., Gulf Capital Market: Development Prospects and Constraints ,Chapter in Development of Finance Market in Arab countries Iran and Turkey , Economic Research Forum, 1995, p.181

[2] Mcmenamin, J, Financial Management : An Introduction, London , Routledge, 1999, p.72.

[3] سليمان أحمد يوسف، رأي التشريع في مسائل البورصة، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الإتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، الطبعة الاولى، 1982، ص.391

[4] البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص.14.

❖ الحيز الذي يتم فيه تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وذلك عن طريق المؤسسات المالية على شكل أوراق مالية، وينظم السوق قوانين وأنظمة وتعليمات وأعراف وتقاليد ملتزمة بالشريعة الإسلامية، بهدف حماية حقوق جميع الأطراف وتوفير المعلومات والشفافية في السوق للوصول إلى تحقيق عائد عادل لكافة المستثمرين[1].

❖ يعرف أحمد محي الدين أحمد السوق المالية الإسلامية بأنها: "منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة[2]."

❖ ويرى الحطاب بأن مصطلح سوق المال يطلق بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أَو متوسطة أَو طويلة بين أَفراده ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن سوق رأس المال لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح سوق رأس المال الإسلامي، يمكن أَن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية[3].

❖ أما منظمة التعاون الإسلامي فترى أن مصطلح السوق المالي الإسلامي يشير إلى السوق الذي تتم فيه الأنشطة بطرق لا تتعارض مع مبادئ الإسلام. تمثل السوق المالية الإسلامية تأكيدا للقانون الديني في المعاملات المالية حيث يكون السوق خال من الأنشطة والعناصر المحظورة مثل الربا والميسر والغرر. وتتكون الأسواق المالية الإسلامية بشكل عام من ثلاثة قطاعات رئيسية:[4]

- سوق الأسهم الإسلامية (يتم تسهيله من خلال توفر مؤشر متوافق مع الشريعة الإسلامية).
- سوق الصكوك أو سوق السندات الإسلامية.
- سوق الصناديق الإسلامية.

من المهم التفرقة بين مفهومين للسوق المالية وهما:[5]

---

[1] محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر2010 ، ص.6.

[2] أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي، مجموعة بنك البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995، ص.24.

[3] كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005، ص.3.

[4] COMCEC Coordination Office , Developing Islamic Finance Strategies In the OIC Member Countries, Ankara, Turkey, March 2016, p.21

[5] عبد الفتاح صلاح، مفهوم البيوع العاجلة في البورصة، 17أكتوبر 2014، متوفرة على الرابط: https://iefpedia.com/arab/?p=37557

1. **السوق الأولية:** هي سوق الإصدار الذي تطرح فيها الشركات أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة أو لزيادة رأس المال، وسوق الإصدار أو الاكتتاب تقوم به بنوك الاستثمار أو البنوك التجارية أو المنشأة ذاتها بطريقة مباشرة مع المستثمرين. فالسوق الأولية هي التي توفر التمويل المطلوب لإضافة مشروعات جديدة تسهم في زيادة إنتاج السلع والخدمات وتخلق فرص عمل جديدة.
2. **السوق الثانوية:** هي سوق التداول المشهورة لدى العموم بالبورصة، وتتداول فيها الأسهم بعد إصدارها وانتهاء الاكتتاب فيها. وهذه السوق تنتقل فيها الأموال بين أيدي البائعين والمشترين بعيداً عن دائرة العمل والإنتاج.

مما سبق يمكن أن نستخلص أهم الخصائص المميزة لسوق الأوراق المالية الإسلامية والمتمثلة في:

- سوق منظم يخضع لقوانين وقواعد تنظم وتحكم عملياته.
- يجرى التعامل فيه على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا، والتعامل بها مقيد بالإطار الشرعي.
- للسوق الإسلامي دور فعال من خلال إسهامه في إحداث التنمية الاقتصادية وذلك عن طريق تجميع المدخرات وتمويل المشروعات بما يلبي حاجيات المجتمع.

المطلب الثاني: ضوابط ومقومات السوق المالية الإسلامية

تلعب السوق المالية الإسلامية دورا مهما في توليد النمو الاقتصادي وإكمال وتوسيع الخدمات المصرفية الإسلامية. ولكون معاملات السوق المالية الإسلامية تجري بطرق لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية بحيث يكون السوق خاليا من الأنشطة التي يحرمها الإسلام مثل الإفراط في احتواء الربا والميسر والغرر. فلا بد من مراجعة الممارسات السائدة في السوق المالية لتحديد أي من هذه الممارسات تحتاج إلى الإصلاح من وجهة نظر إسلامية وأي منها قد يكون مقبولاً.

الفرع الأول: مشروعية الأسواق المالية

إن من أكبر التحديات التي تواجه المسلمين اليوم، هي المعضلة الاقتصادية والتنمية البشرية، والأسواق المالية من الأدوات الضرورية التي تساعد على التغلب على هذا التحدي، وهي بذلك تحقق مصالح جليلة وحيوية للمجتمع، ومتى وجدت المصلحة في كل جديد –أيا كان مصدره– ولم يصادم نصا من نصوص الكتاب والسنة، فهو شرع الله الذي يجب استعابه والاستفادة منه. ومن النصوص النضرة لابن القيم –رحمه الله– في هذا المجال قوله: فإن الشريعة مبناها وأساسها على الحكم ومصالح العباد في المعاش والمعاد، وهي عدل كلها ورحمة كلها ومصالح كلها وحكمة كلها[1].

[1] سليمان خنجري، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية، الطبعة الأولى، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الدار البيضاء، المملكة المغربية، 2010، ص.103.

تندرج مشروعية فكرة الأسواق المالية تحت قاعدة المصالح المرسلة، ومما لا جدال فيه أنها تساعد على تطوير الأعمال التجارية والاقتصادية، إذ تعد شريان الحياة لكل المجتمعات المتقدمة، وقد بين جل جلاله أنه لا قيام للمجتمعات إلا بالمال[1]. يقول الله تعالى:﴿وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا وَارْزُقُوهُمْ فِيهَا وَاكْسُوهُمْ وَقُولُوا لَهُمْ قَوْلًا مَعْرُوفًا﴾.[2]

وتعد الأسواق المالية من حيث المبد أمن الأمور التي يسعى الإسلام إلى تحقيقها، فهي بلا شك من المصالح النافعة والمفيدة التي أخذ بها الخلفاء الراشدون رضي الله عنهم، وهذا ما قرره مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة الموافق 1999/03/14 ونصه ما يلي: إن الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتباره من باب التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية، ومن ثم فإن فكرة الأسواق تقوم على الأنظمة الإدارية والإجرائية، لذا يستند الالتزام بها إلى تطبيق قاعدة المصالح المرسلة فيما يندرج تحت أصل شرعي عام، ولا يخالف قاعدة شرعية، فهي من قبيل التنظيم الذي يقوم به ولي الأمر في الحرف، وليس لأحد مخالفة ولي الأمر مادامت مستوفية للضوابط الشرعية[3].

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للسوق المالية الاسلامية

يهتم الإسلام بأن يكون الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي بعيدا عن أي ممارسات غير أخلاقية، لذلك هناك مجموعة من الضوابط الشرعية للأسواق المالية يجب مراعاتها، وأهمها:[4]

- ❖ وجود مكان معلوم للسوق المالي، ووجود الحرية التامة بين المتعاملين.
- ❖ أن تكون الأدوات الاستثمارية المراد الاستثمار فيها تتفق مع قواعد الشريعة.
- ❖ وجود المنافسة الحرة والعادلة، وتحديد الأسعار بناء على العرض والطلب.
- ❖ عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنبا للاستغلال.
- ❖ عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الإقتصادي وأن تصبح غاية في ذاتها.
- ❖ أن تكون عمليات السوق خالية من المحظورات الشرعية.
- ❖ أن تكون كفاءة السوق الإسلامية عالية بما يحقق المصالح المرجوة.

---

[1] أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الإقتصادية، الطبعة الأولى، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014، ص ص.38-39.

[2] سورة النساء، الآية 05.

[3] قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (6/10/61) بشأن الأسواق المالية، مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الجزء 2، 1999، ص 1724.

[4] أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سبق ذكره، ص.39.

الفرع الثالث: مقومات السوق المالية من منظورها الإسلامي: وتتمثل في[1]

أولا: المكان : ليس من الضروري وجود مكان ذلك أن المالية هي إطار أو مجال، إذ نجد أن المكان ليس بالشيء الضروري الذي تقوم عليه السوق المالية الإسلامية، حيث أنه يمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق المجالات الإلكترونية وهو ما جاء جوازه في قرار رقم 52(6/3) للدورة السادسة لمجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية وذلك بتاريخ مارس 1990 بجدة.

ثانيا: الزمان: على غرار عدم وجوب ثبات وحدة المكان، فإنه لا يشترط أيضا وجوب ثبات وحدة الزمان فالصفقة تتم مثلا في الجزائر على الساعة السابعة صباحا، مع سعودي في بلده على الساعة التاسعة صباحا هذا من حيث التوقيت أما من حيث الوقت فإن ثبات الزمان واجب لإتمام الصفقة.

ثالثا: السلع والخدمات : وهي الأدوات المالية محل التعامل في هذه السوق حيث تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية خالية من الآثام والمتمثلة في الصكوك الشرعية مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وغيرهم...

رابعا: وسائل الدفع: والمقصود بها المال وما دام العمل هنا هو البيع فإن للبيع أحكاما يجب مراعاتها ومنهيات يجب تجنبها.

خامسا: أدوات القياس: وتختلف هنا أدوات القياس عن الموازين والمكاييل، حيث إن لمعرفة القيمة الوزنية للأدوات المالية، والمقصود بها هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة فإننا سنتوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقا من قانون الطلب والعرض.

سادسا: البائعون والمشترون: ونضيف لهم هنا الوسطاء وهم حلقة الوصل بين البائعين والمشترين، ويجب على هؤلاء الا لتزام بالقيم الإسلامية، الإيمانية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور، كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسات الاحتكار أو التدليس أو المقامرة وغيرها مما هو من المعاملات المحرمة، التي تقتضي ضوابط السوق المالية الإسلامية الابتعاد عنها.

سابعا: القائمون على السوق: لكي يكون هناك رقابة في السوق من الناحية التنظيمية والشرعية لابد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة، فتعطى بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية ولها مهام رقابية من الناحية التنظيمية والشرعية، فتراقب الأدوات المالية المستعملة في السوق من حيث الضوابط الشرعية ومن حيث التسعير والصفقات القائمة في السوق، وتراقب تنظيم السوق من سماسرة وبائعين ومشترين، حيث تضع ميثاقا لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر حتى يمكن ضمان عدم

[1] بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص.136-137.

انحرافهم عن الضوابط الإسلامية، وبناء على ذلك فإن لضمان قيام سوق للأوراق المالية بمبادئ راسخة لابد من أن تكسب ثقة المتعاملين فيها وذلك بطرح ضمانات تكون على مستوى السوقين (سوق الإصدار وسوق التداول) وذلك وفق الضمانات التالية:

1. **ضمانات الإصدار:** وذلك بطرح قوانين تنظيمية ومراقبة الإصدارات الجديدة عن طريق نشر بيانات نشرة الإصدار كشروط الاكتتاب وعقد التأسيس والنظام الأساسي...
2. **ضمانات التداول:** وهي الضمانات التي يجب وضعها في السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الاكتتاب فيها سابقا، وأهم هذه الضمانات:[1]

- ❖ جعل نظام التداول يحقق الحماية للمتعاملين.
- ❖ ضبط حركة المعاملات بوضع نظام سقف للأسعار للحد من البيوع الصورية.
- ❖ وضع ضمانات حول الأوراق المالية إما من المصدر أو من طرف آخر.
- ❖ وضع ضمانات تتعلق بنظام إشهار المعلومات وذلك بتحديد نوع البيانات الواجب نشرها.
- ❖ وضع ضمانات خاصة بمراقبة الحسابات، لأن صدق الأرقام وصحة دلالتها من العوامل التي تضمن المكتتب في الورقة المالية ومن يقوم بتداولها من بعده.
- ❖ أن تكون هناك ضمانات قضائية وإجرائية من طرف السلطات.

المطلب الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية

يوفر التمويل الإسلامي مجموعة متنوعة من المنتجات المالية التي تستخدمها الأسواق المالية الإسلامية، ومن السمات المميزة لها: تقدير قيمة أي أصل على أساس قيمته الحقيقية، كل عقد يتم إبرامه حصريا على نوع واحد من الخدمات المالية، مع تعريف واضح لأسعار السلع والخدمات، وتعريف واضح لحصة كل شريك في الربح أو الخسارة. وتتمثل هذه المنتجات فيما يلي:

الفرع الأول: الأسهم المتوافقة مع الشريعة

كل حصة امتلاك تأخذ عائدا ناتجا عن نماء المال تكون مقبولة شرعا مع مراعاة توافر شرط الغرم بالغنم. وبناء على ذلك فإن السهم في شركة المساهمة أو حصة المشاركة القابلة للتداول أو سند المقارضة الذي يمثل حصة في ملكية المشروع المعين كل ذلك يعتبر من الأدوات المالية التي لا تتعارض مع الشرع إلا إذا كان هناك

[1] بن الضيف محمد عدنان، مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص.137-138

شرط مخالف مثل شرط الفائدة للسهم الممتاز إذا قلّت الأرباح عن نسبة معينة أو شرط الاختصاص والتفرد بالأرباح لصنف معين من الأسهم التي تنال نصيب الأسد دون غيرها من الأسهم[1].

بالنسبة للأسهم يرى الفقهاء بأن إصدارها وتداولها جائز مع توفر الشروط الآتية:[2]

- ❖ أن يكون مجال عمل الشركة وما تتعامل به من سلع وخدمات أو تجارة حلالاً لا يخالطه الحرام.
- ❖ أن لا يقع في تداول الأسهم بيع ما ليس عند الإنسان أو ربح ما لم يضمن، كأن يبيع شخص أسهما لم تدخل في حيازته بالفعل ولم يدفع ثمنها، وإنما قام بطلبها بالهاتف مثلاً دون تنازل فعلي من صاحبها، ثم باعها بعد ذلك بسعر أعلى لشخص آخر.
- ❖ يجوز تداول الأسهم العادية، أما الممتازة التي توفر لصاحبها بعض الامتيازات كضمان نسبة من الربح أو أولوية الحصول على الحق أثناء التصفية ففيها مخالفة لقاعدة الغنم بالغرم فيجب التحرز في اقتنائها، أما إذا كان الامتياز هو حق التصويت خلافاً عن الأسهم العادية فقد أجاز العديد من الفقهاء ذلك.

ويرى الدكتور علي محي الدين القرة داغي بأن تكون الأسهم إسمية أما الأسهم لحاملها فلا يجوز إصدارها وتداولها حفاظاً على الحقوق، لأن عدم كتابة اسم صاحب السهم يؤدي إلى عدم معرفة الشريك وبالتالي إلى النزاع والخصومة، وحتى من الناحية القانونية فإن بعض القوانين كالمصري والسوري والكويتي تمنع ذلك[3].

ولكن المجمع الفقهي لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد بجدة في ماي 1992 أجاز إصدار وتداول السهم لحامله ما دام يمثل حصة شائعة في موجودات الشركة[4].

الفرع الثاني: الصكوك

يبدأ تاريخ الصكوك من مطالبة المؤسسات المالية الإسلامية بأدوات استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية لاستيعاب فائض السيولة لديها. وعلى الرغم من نمو إصدارات الصكوك بسرعة، إلا أن قضية السيولة الفائضة التي تتطلب استيعابها لا تزال قائمة نظرا لمحدودية عرض الصكوك بالنسبة للطلب. وقد خصص مجمع الفقه الإسلامي لمنظمة المؤتمر الإسلامي دورته الرابعة المنعقدة بجدة (السعودية) في فيفري 1988 لدراسة ما يتعلّق بسندات المقارضة وسندات الاستثمار، وقد عرفها كما يلي:[5]

---

[1] سامي حسن حمود، الأدوات المالية الإسلامية، كتاب مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الجزء 06، ص.1034.
[2] مصطفى حسين سلمان وآخرون، المعاملات المالية في الإسلام، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 1990، ص.86.
[3] علي محي الدين القرة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة الإقتصاد الإسلامي، العدد 133، جوان 1992، ص.29.
[4] مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 137، أكتوبر 1992، ص.6.
[5] كتاب مجلة مجمع الفقه الإسلامي، البيان الختامي وتوصيات لندوة سندات المقارضة وسندات الاستثمار التي أقامها مجمع الفقه الإسلامي بجدة، المكتبة الشاملة الحديثة، ص ص 1572- 1577.

سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه، ويفضَّل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المقارضة).

كما يرى المجمع أن الصورة المقبولة شرعاً لهذه السندات هي أن يمثّل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أُصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، ولابد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن تتّفق جميع الشّروط مع الأحكام الشّرعية.

في الآونة الأخيرة، دفعت الإصدارات رفيعة المستوى من قبل جهات سيادية غير مسلمة بسوق الصكوك إلى اتحادات التمويل الكبرى، واكتسبت شهرة عالمية على الرغم من حجمها المتواضع للغاية من حيث القيمة المطلقة.[1] ويمكن تلخيص أنواع الصكوك في الجدول التالي:

الجدول رقم (02): أنواع الصكوك الإسلامية

العقد الأساسي	المنشئ (المضارب)	المستثمر (حامل الصك)	التدفقات النقدية المؤقتة (لحاملي الصكوك)	التدفق النقدي عند الاستحقاق
الإجارة	يدفع المستأجر من الأصول مدفوعات الإيجار	المؤجر	مدفوعات الإيجار الدورية	عند الاستحقاق: تدفقات بيع الأصل
الوكالة	وكيل يتعهد الاستثمار في الأصول الأساسية.	المالك الرئيسي للأصل المستثمر	التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار	يعتمد على نوع الأصول المستثمرة أو الحياة الاقتصادية للمشروع. لا يوجد عائد ثابت.
المضاربة	رب المال (تقديم رأس المال)	المضارب (رجل أعمال بحاجة إلى تمويل)	التدفقات النقدية الدورية من الأصول على النحو الذي تحدده PSR	غير المرجح. يمكن أن تكون الدفعة النهائية ببساطة آخر دفعة دورية يتم تحديدها لمدة عقد المضاربة
السلم	بائع السلعة التي سيتم تسليمها لاحقًا	مشتري السلعة التي سيتم تسليمها لاحقًا	المتحصلات من بيع البضائع المستلمة	التدفق النقدي من عائدات البيع

[1] COMCEC Coordination Office, Diversification of Islamic Financial Insturments, Ankara, Turkey, October 2017, pp 26-27.

الاستصناع	مشتري الأصول قيد الإنشاء	ممول لأصل قيد الإنشاء	المدفوعات من المضارب إن وجدت	الربح من بيع الأصول المكتملة
مرابحة	مشتري الأصول	ممول الأصول	المدفوعات الدورية المستلمة من المضارب تمثل سعر الأصل بالإضافة إلى زيادة غير محتملة.	يمكن أن تكون الدفعة النهائية ببساطة آخر دفعة دورية للعقد

Source : COMCEC Coordination Office, Diversification of Islamic Financial Insturments, Ankara, Turkey, October 2017, p.27.

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الاسلامية، فإنه لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض. ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الاسلامية ما يلي:

1. الاختلافات الشرعية : تواجه الصكوك الاسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم ، حيث يبالغون أحيانا في تشددهم و يحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.
2. غياب الإطار التشريعي والتنظيمي ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الاسلامية.
3. التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية : فلابد قبل إصدار الصكوك الاسلامية من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية. وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.
4. نقص الشفافية في بعض الإصدارات: الأمر الذي يستدعي الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقا، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.
5. نقص الموارد البشرية المؤهلة: فقد عرفت صناعة الخدمات المالية الاسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الاسلامية. ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيفرض تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الاسلامية .

الفرع الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية

تدار صناديق الاستثمار الإسلامية بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية بدءا بالمبادئ، والاستثمارات في الأدوات التي تحقق الأرباح بطرق تعتبر حلالاً. وأنواع الصناديق تتراوح بين تلك التي تستثمر في الأسهم والصكوك والسلع إلى صناديق الاستثمار العقاري، صناديق الأسهم وصناديق الاستثمار المتداولة وصناديق أسواق المال وصناديق التحوط. يتم اعتماد مجلس استشاري شرعي لهذه الصناديق تقع عليه مسؤولية ضمان توافق كل من المحفظة الاستثمارية وعملية إدارة الصندوق مع الشريعة الإسلامية[1].

الفرع الرابع: المشتقات المالية الإسلامية

قامت المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية بتعديل أدوات التحوط التقليدية باستخدام العقود الإسلامية لأغراض التحوط. وتمثلت إحدى أولى الجهود المعروفة في تعهدات صكوك المشاركة مع حقوق مؤقتة قابلة للفصل لتخصيص الأوامر الصادرة عن شركةWCT Engineering في الربع الأول من عام 2008. التعهدات هي أداة مشتقة تمنح صاحبها الحق ولكن ليس الالتزام بشراء الأوراق المالية في الشركة بسعر محدد مسبقاً خلال فترة زمنية معينة. يتمتع هذا الهيكل، وهو صك مرتبط بأمر، بميزة تمكين المصدر من دخول أسواق رأس المال بتمويل أقل ويسمح بتنويع المحفظة للمستثمرين من خلال ميزة الضمانات.[2] وقد أظهر هذا المنتج أن هناك منطقة شاسعة في التمويل، وهي العقود المشتقة وغيرها من الهياكل المشتقة الهجينة، الموجودة في التمويل التقليدي يمكن تكييفها مع التمويل الإسلامي[3].

وقد عرض (Jobst & Sole) سنة 2012 منظورا مختلفاً للمشتقات الاسلامية من خلال تقسيمها إلى ثلاث مجموعات هي:[4]

1. **المشتقات الضمنية:** هي دليل على أن العقود الإسلامية الرئيسية (المرابحة، والمشاركة، والمضاربة، والإجارة) تحتوي بالفعل على عناصر شبيهة بالمشتقات لضمان أداء محدد وتقاسم عادل للمخاطر بين المقترضين والمقرضين.
2. **المشتقات التراثية:** هي انعكاس آخر للتمويل الإسلامي الغني بالعقود المفصلة مثل عقود السلم، والاستصناع، وخيار الشرط، والعربون التي تتيح إجراء المعاملات بمعدلات أقساط مختلفة وتأخر السداد من أجل استمرارية كيانات الأعمال.

[1] سيتم التطرق لكل التفاصيل المتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية من أنواعها وخصائصها وحجم الصناعة في المحور الموالي.
[2] Aseam bankers, Case study of WCT Engineering's Rm300 million sukuk musharakah, MIF Monthly May, 2008, p3.
[3] Kunhibava S., Derivatives in Islamic Finance , Research Paper (No. 7/2010) , International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2010, p.7.
[4] Sole, M. J., & Jobst, A., Operative principles of Islamic derivatives: towards a coherent theory, working paper, No. 12-63, International Monetary Fund, 2012, p.4.

3. **المشتقات الصريحة:** ونعني بها الاستخدام الصريح للمشتقات وهو الذي لا يزال مثيرا للجدل إلى حد كبير لأنه بالنسبة لمعظم العلماء، فإن المنتجات المنفصلة للتحوط ليست ضرورية لأن مبدأ تقليل المخاطر أو التحوط يجب تضمينه في هيكلة المنتج نفسها. بسبب هذه الفئة من المشتقات، هناك علماء غير مرتاحين لتسمية المشتقات "الإسلامية" كما لو أن التسمية تستخدم فقط لإثبات أن التمويل الإسلامي لديه أيضا أدوات يمكنها تكرار تأثيرات الأدوات التقليدية والبعض قال إنها غير مناسبة نظرا لخصائص المشتقات في التمويل التقليدي، أين يتم استخدامها بشكل أساسي للمضاربة أو الاستثمار بينما يتم إنشاء "المشتقات الإسلامية" لغرض التخفيف من المخاطر فقط[1].

المطلب الرابع: المخاطر والتحوط منها في الأسواق المالية الإسلامية

إن صرامة بعض علماء الشريعة أعاقت بعض الأدوات المالية التي تحاول مطابقة متطلبات إدارة المخاطر الحقيقية من قبل كيانات الأعمال في صناعة التمويل الإسلامي العالمية. لقد تم الاعتراف على نطاق واسع من قبل العديد من المراقبين أن الأسواق المالية الإسلامية لن تكون قادرة على الاستمرار بشكل مستدام في مسار النمو، بل وربما تتراجع، بدون إطار مناسب لإدارة المخاطر يمكنه التعامل بفعالية مع المخاطر المعقدة الموجودة في الاقتصاد العالمي اليوم.

الفرع الأول: المخاطر والتحديات الكامنة في الأسواق المالية الإسلامية

العديد من المخاطر التي تواجهها أسواق رأس المال الإسلامية هي نفسها الموجودة في أسواق رأس المال التقليدية، على الرغم من أن بعضها قد يكون مختلفاً. بما أن الفائدة أو الربا غير مسموح بها، فإن أسواق رأس المال الإسلامية لا تواجه هذه المخاطر الكبيرة للأسواق التقليدية. فيما يلي بعض المخاطر الرئيسية التي تواجه أسواق رأس المال الإسلامية:[2]

- **مخاطر السوق:** يواجه السوق ككل هذا الخطر، ويرتبط بأي عوامل بيئية مثل الاقتصاد والوضع الاجتماعي والسياسي وما إلى ذلك.
- **مخاطر الائتمان:** هذه المخاطر ناتجة عن فشل الشريك أو العميل في سداد المبلغ المستحق.
- **مخاطر التبادل الأجنبي:** تحدث هذه المخاطر عندما يكون لأسعار الصرف ذات الصلة آثار سلبية على سوق رأس المال أو أداة الاستثمار.

[1] سيتم التفصيل في المشتقات المالية الإسلامية في الفصل الخامس.

[2] Habib S. F, Fundamentals of Islamic finance and banking, West Sussex, United Kingdom, John Wiley & Sons, 2018, p 216.

❖ **مخاطر الوكيل:** تنشأ عندما لا يعمل الوكيل لمصلحة الموكل.

❖ **مخاطر عدم الامتثال للشريعة الإسلامية:** هذه المخاطر تنفرد بها أسواق رأس المال الإسلامية ولا توجد في الأسواق التقليدية. تنشأ مخاطر عدم الامتثال للشريعة عندما تحتوي الأدوات أو الإجراءات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال على عناصر تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية. يمكن أن يحدث هذا لثلاثة أسباب شائعة:

- بسبب عملية التنافس ونسخ المنتجات أو الإجراءات المالية التقليدية.
- بسبب تأثير الهيئات التنظيمية التقليدية أو أنظمة المحاكم في البلدان غير الإسلامية أو حتى الإسلامية في بعض الأحيان.
- بسبب قلة علماء الشريعة ذوي المعرفة والخبرة الكبيرة في مجالات الفقه الإسلامي وكذلك في تخصصات الاقتصاد والتمويل.

❖ **مخاطر السيولة:** ترتبط بالنقص المؤقت في السيولة للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل وهو مشكلة رئيسية للمؤسسات المالية الإسلامية بسبب نقص الأوراق المالية قصيرة الأجل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمتاحة في السوق الإسلامية وعدم القدرة على استخدام المنتجات التقليدية القائمة على الفائدة.

يمثل الافتقار إلى الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تحديا كبيرا يواجهه مديرو الصناديق في أسواق رأس المال الإسلامية، وبسبب آليات المشاركة في الربح والخسارة للأدوات المالية الإسلامية، فقد يكون لديهم مخاطر أكبر مقارنة بأدوات الدخل الثابت في الأسواق التقليدية علاوة على ذلك، فإن السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية أقل حيوية بكثير من الأسواق التقليدية، مما يعرض مديري الصناديق الإسلامية لخطر عدم القدرة على بيع الأدوات بسرعة كبيرة. ويعتبر مديرو الصناديق الإسلامية أكثر عرضة لعدم تطابق الميزانية العامة لأن سوق المال الإسلامي لا يزال في مراحل التطور وليس نشطاً مثل سوق المال التقليدي. إذ قد يواجهون تدفقات نقدية أعلى أثناء فترات الركود في السوق عندما يرغب المستثمرون في تصفية مراكزهم.

الفرع الثاني: تطورات إدارة المخاطر والتحوط في الأسواق المالية الإسلامية

يمكن إدراج تطورات إدارة المخاطر والتحوط في الأسواق المالية الإسلامية ضمن النقاط الرئيسية التالية:[1]

❖ كان التطور الرئيسي فيما يتعلق بمخاطر السيولة هو إنشاء المؤسسة الدولية الإسلامية لإدارة السيولة (IILM International Islamic Liquidity Management Corporation) في عام 2011 الواقع مقرها في

[1] COMCEC Coordination Office , Developing Islamic Finance Strategies In the OIC Member Countries, op cit, pp 22-23.

كوالالمبور، وتهدف لتوفير خدمات إدارة السيولة عبر الحدود للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، وتعود ملكية المؤسسة إلى 11 مصرفاً مركزياً إلى جانب البنك الإسلامي للتنمية وشركته الفرعية ICD (المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص)، وكان أول إصدار لها من الصكوك في عام 2013.

- ❖ في عام 2015، أعلنت المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة (IILM) أنها نجحت في إعادة إصدار صكوك لأجل 3 أشهر بقيمة 490 مليون دولار أمريكي بسعر ربح 0.58٪.
- ❖ توجد تسهيلات لإدارة السيولة لدى مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية في الإمارات العربية المتحدة والبحرين وبروناي والسودان، ولكنها تتكون أساسا من معاملات ثنائية تحدث مع البنوك المركزية الخاصة بها. قد تساعد هذه المعاملات الثنائية في حل مشكلات السيولة لكن اكتشاف الأسعار يعتبر مستحيلاً بسبب عدم وجود لاعبين متعددين بالإضافة إلى نقص التداول في السوق. ولهذا السبب، فإن مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية غير قادرة على تحديد التكاليف الفعلية للأموال. وبسبب ذلك، يتم استخدام أسعار الفائدة التقليدية في السوق من أجل قياس معدلات الأرباح المناسبة لمعاملات مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية.
- ❖ تحرز أدوات التحوط الإسلامية تقدما كبيرا منذ عام 2004، ولا سيما في كل من ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي. على الرغم من ذلك، لا تزال هناك مشكلات تتعلق بالامتثال للشريعة. تشمل المنتجات الجديدة التي تم إطلاقها في هذا السوق مبادلات معدلات الربح الإسلامية (IPRS) لإدارة مخاطر معدل الربح بسبب الفجوات الزمنية، ومنتجات التحوط القائمة على الوعد لإدارة مخاطر العملات، بالإضافة إلى مبادلات العملات الأجنبية الإسلامية. يتم استخدام منتجات التحوط القائمة على "الوعد" بشكل رئيسي من قبل المستوردين والمصدرين.
- ❖ لقد أثرت اتفاقية التحوط الرئيسية بشكل كبير على النمو في سوق التحوط بسبب تبسيط المبادلات بين العملات والوثائق المبسطة. أين كان لتوحيد أدوات التحوط، مثل مبادلة معدل الربح، والمبادلة الإسلامية للعملات، والعقود الآجلة للعملات الأجنبية، ومرابحة السلع بين البنوك، والاستثمار بالوكالة، تأثير كبير على بناء الوعي باستخدام أدوات التحوط.
- ❖ هناك أيضا العديد من المنتجات المهيكلة المتفقة مع الشريعة والتي تتكون من خيارات مضمنة أو ميزات تحوط أخرى لا تقدمها مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية في العديد من الأسواق. وتتضمن أنواع معينة من الصكوك ميزات التحوط. لكن نظرا لأن غالبية هذه المنتجات خارج البورصة فهناك بيانات محدودة لحجم التداول بهذه الأدوات.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

باعتبار صناديق التحوط الإسلامية نوعاً من أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية لابد من توضيح هذه الأخيرة. إن أهم ما يميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق الاستثمارية الأخرى، هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي لا تتعارض مع فكرة التمويل الإسلامي، بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التقليدية وشركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل، وتقوم المؤسسة المالية (مصرف إسلامي أو شركة تأمين إسلامية) والتي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية لـ نشاط محدد. وتبين جدوى الاستثمار فيه، ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، والعقد الذي يربط بين الصندوق والمكتتبين هو عقد المضاربة الشرعية.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الاسلامية

الصناديق الاسلامية هي صناديق استثمار تحكمها متطلبات الشريعة الإسلامية ومبادئ الدين الإسلامي. وقد تطلب هذا المفهوم جهدا كبيرا للتنفيذ، حيث كان يجب إيلاء الكثير من الاهتمام للامتثال لمجموعة شاملة من القواعد والمتطلبات التي تسترشد بمبادئ الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية

نشأ مفهوم صناديق الاستثمار الاسلامية من حاجة المسلمين لإدارة استثماراتهم وفقاً لعقيدتهم. تم اعتماد مفهوم إدارة الصندوق في الأصل من الممارسة الإسلامية للأوقاف. وقد ظهر أول صندوق استثمار إسلامي في ماليزيا في أوائل الستينيات من القرن الماضي، مع تطوير صندوق الحج (Tabung Haji). كان هذا الصندوق يجمع مدخرات المسلمين الذين يرغبون في أداء فريضة الحج. ثم انتشر استخدام هذه الفكرة بشكل متزايد في العديد من البلدان الأخرى لتكون بداية صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية[1]. حيث تم إنشاء أول صندوق أسهم إسلامي وهو صندوق الأمانة (Amana Income Fund) عام 1983 في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف أعضاء الصندوق الإسلامي لأمريكا الشمالية (North American Islamic Trust). وفي جوان 1986 أنشأت مجموعة البركة شركتين استثماريتين هما الأمين والتوفيق المخصصتين لتطوير الصناديق الإسلامية[2]. وعلى الرغم من أن فكرة الاستثمار في صندوق شراكة مقبول شرعاZ، إلا أن هناك قضايا وجب توضيحها، مثل الشخصية الاعتبارية للشركة، وهيكل

[1] ISRA, Islamic capital markets: Principles and practices, International Shari'a Research Academy for Islamic Finance and Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur , 2015, p.534.
[2] IOSCO, Islamic capital market fact finding report. Report of the Islamic capital market task force of the International Organization of Securities Commissions. IOSCO, 2004.

المسؤولية المحدودة للشركة، والمشاركة في الشركات التي تتبع معاملات محظورة. وقد نوقشت هذه القضايا في مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي عام 1992، خلال دورته السابعة في جدة بالمملكة العربية السعودية. ثم في عام 1993، خلال دورته الثامنة في بروناي دار السلام؛ ثم في عام 1995 خلال دورته التاسعة في أبو ظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة. والجدير بالذكر أن القرار 7/1/63 في الجلسة السابعة حظر الاستثمار في أسهم الشركات التي تعاملت مع عناصر محظورة.

الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

صناديق الاستثمار الإسلامية هي تلك الصناديق التي يتم فيها الالتزام بالضوابط الشرعية وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار. وقد تم تعريفها كما يلي :

- الصندوق المتوافق مع الشريعة الإسلامية عبارة عن تجمع مشترك يساهم فيه المستثمرون بفائض أموالهم لاستثماراتهم لكسب أرباح حلال بما يتوافق تماما مع تعاليم الشريعة الإسلامية[1].
- العنصر الرئيسي الذي يميز الصندوق المتوافق مع الشريعة الإسلامية عن الصناديق التقليدية الأخرى هو تعيين لجنة شرعية أو مستشار شرعي لتحديد مدى التزام الصندوق بالإرشادات الشرعية الحالية. تقوم اللجنة الشرعية بتقييم الأنشطة العامة للصندوق للتأكد من إدارتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية[2].
- تتضمن إدارة الصندوق مجموعة من المستثمرين يوجهون فائض أموالهم إلى كيان قانوني يعرف باسم "الصندوق"، والذي يستثمر الأموال التي تم جمعها في محفظة متنوعة من الأوراق المالية والأصول الأخرى المتوافقة مع الشريعة الاسلامية لتحقيق أهداف مالية محددة يمكن للمستثمرين، المعروفين عادة بإسم المساهمين أو مالكي الوحدات، أن يكونوا أفرادا أو مؤسسات[3].

في الختام، صندوق الاستثمار الإسلامي هو كيان مالي لا ينبغي أن ينتهك ضوابط الفقه الإسلامي. ومن خلال التعاريف السابقة يمكن إدراج التعريف التالي:

تشير صناديق الاستثمار الإسلامية أو الصناديق المتوافقة مع الشريعة إلى تجمع مشترك، حيث يساهم المستثمرون بأموالهم الفائضة، للاستثمار وكسب أرباح حلال. يتلقى المشتركون في صناديق الاستثمار الإسلامية وثيقة تثبت اكتتابهم. تخضع صحتها دائما للشرطين التاليين:

[1] Maulana Taqi Usmani, Principles Of Shari'ah Governing Islamic Investment Funds, available from http://icmspecialist.com/wp-content/uploads/2014/02/Principles-of-Shariah_funds__Mufti-Taqi-Usmani.pdf
[2] Securities Commission Malaysia, Shariah-compliant fund, available from https://www.fimm.com.my/shariah/1_sc_shariah%20ut.pdf
[3] ISRA, Islamic capital markets: Principles and practices, op cit, p.524.

- ❖ يجب أن يفهم المشتركون بوضوح أن العائدات مرتبطة بمشاركة الربح أو الخسارة الفعليين. ومع ذلك، إذا كانت الخسائر ناتجة عن إهمال الإدارة، فلا يتحملون مسؤولية تعويضها.
- ❖ يجب استثمار الأموال في أعمال متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويجب أن تتوافق جميع قنوات الاستثمار وكذلك شروط العمل مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

الفرع الثالث: الاختلافات الرئيسية بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية

تتشابه صناديق الاستثمار الإسلامية مع الصناديق التقليدية من حيث الأهداف المشتركة مثل الاستثمار المجمع والحفاظ على رأس المال وتحسين العوائد[1]. تتشابه أنشطة مجموعتي الصناديق أيضا، وتشمل ما يلي:[2]

- ❖ تحديد احتياجات العملاء المالية وأهدافهم.
- ❖ التحليل المالي للاستثمارات.
- ❖ اختيار الأصول والأوراق المالية.
- ❖ التخطيط والاستراتيجيات الاستثمارية.
- ❖ مراقبة المحفظة وإعادة التوازن الدوري.

أما الاختلاف الرئيسي بين نوعي الصناديق هي أن صناديق الاستثمار الإسلامية يجب أن تلتزم دائما بأحكام وقوانين الشريعة الإسلامية من حيث عملياتها وأنشطتها واستثماراتها. لذلك فإن إدارة الصناديق الإسلامية تتمحور حول الإدارة المهنية لأموال المستثمرين في الأوراق المالية والأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، بما يتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية لتحقيق الأهداف المالية المحددة. تعتبر عناصر مثل الفحص الشرعي للاستثمارات، ودور الهيئ ات الشرعية، وآليات الحوكمة الشرعية التي تتضمن مراجعات وتدقيقاً شرعيا، وتنقية الدخل غير الجائز وحساب الزكاة، مهمة في التزام أنشطة الصناديق الإسلامية بمتطلبات الشريعة. تم شرح معايير التمييز الرئيسية التي تميز الصناديق الإسلامية عن الصناديق التقليدية في النقاط التالية:[3]

- ❖ **العلاقة التعاقدية:** يمكن أن تكون علاقة وكالة أو مضاربة، في عقد الوكالة يكون المستثمرون بمثابة موكلين ومدير الصندوق هو الوكيل. يدير الوكيل استثمارات الصندوق على أساس الرسوم. بينما في عقد المضاربة يكون المستثمرون بمثابة رب العمل ومدير الصندوق هو المضارب.

[1] ISRA, op cit, p.523.
[2] COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report, October 2018, p.13.
[3] ISRA, op cit, p524.

- **المحفظة المتوافقة مع الشريعة :** يجب أن تكون محفظة الأصول المستثمر فيها متوافقة مع متطلبات الشريعة الإسلامية، لذلك فإن فحص الاستثمارات مثل الأسهم والأصول الحقيقة لمعرفة مدى مطابقتها لقواعد الشريعة هي عملية جوهرية في الصناديق الإسلامية.
- **دور المستشار الشرعي:** يعمل المستشار على التأكد من توافق استثمارات وأنشطة وعمليات الصندوق مع أحكام الشريعة، مثل وضع منهجية لفحص توافق الأسهم مع الشريعة الإسلامية، أو كيفية التعامل مع الأسهم التي أصبحت غير شرعية.
- **عملية الحوكمة الشرعية:** يجب أن يتأكد الصندوق من وجود مراقبة مستمرة لاستثماراته وأنشطته عبر مراجعة وتدقيق شرعيين لكل عملياته.
- **تنقية الدخل الحرام :** بسبب شروط راسخة في السوق، وضع الفقهاء نسبة الدخل الحرام المسموح به في استثمار إسلامي. المستثمرون الذين يبحثون عن استثمار متوافق مع الشريعة كليا يجب عليهم تطهير أسهمهم من الدخل الحرام الذي وصل إلى حساب الشركة.
- **هيكل الرسوم:** في إطار هيكل الوكالة، الرسوم قابلة للتطبيق. حيث يمكن لمدير الصندوق خصم الرسوم مقدما قبل أن يستثمر المستثمرون في الصندوق. كما يمكن أن تتضمن رسوم الوكالة الرسوم المرتبطة بالأداء. أما في هيكل المضاربة فيتم مشاركة الأرباح كما تم تحديدها في اتفاقية الاستثمار.

من المهم أيضا إبراز أن أحد الآثار الرئيسية لإدارة الأصول الإسلامية هو اختيار الأصول.

الجدول رقم (03): مثال عن الفرق في توزيع الأصول بين المستثمر التقليدي والإسلامي

المستثمر التقليدي		**المستثمر الإسلامي**	
صناديق أسواق المال	%5	صناديق المرابحة والتمويل التجاري	%5
الدخل الثابت	% 40	صكوك	% 40
الأسهم	% 40	أسهم متوافقة مع الشريعة	% 40
استثمارات بديلة	% 15	استثمارات اسلامية	% 15

Source : Sandwick, J.A. (2016). How Islamic asset management can change global capital markets multi-asset, multi-manager approach to Islamic asset management. Kuala Lumpur: Federation of Investment Managers. Retrieved from https://www.fimm.com.my/wp-content/uploads/2016/02/26Feb16-FIMM-Breakfast-Lecture_presentation-by-John-Sandwick.pdf

الفرع الرابع: المتطلبات الشرعية الأساسية لإنشاء صندوق استثمار إسلامي

إن إنشاء صندوق استثمار إسلامي ليس سهلاً مثل إنشاء صندوق تقليدي، حيث يحتاج إلى تلبية متطلبات شرعية محددة. إن استيفاء هذه المتطلبات وثيق الصلة بكسب ثقة المستثمرين بشأن امتثال هيكل الصندوق لمبادئ الشريعة الإسلامية. ويمكن تلخيصها فيما يلي:[1]

- **مجلس أو مستشار شرعي:** يجب تعيين هيئة أو مستشار شرعي يراقب ويقيم ويضمن أن أنشطة الصندوق تتوافق مع مبادئ الشريعة، لا سيما فيما يتعلق بجوانب الاستثمار. كما يقدم المجلس أو المستشار الشرعي التوجيهات لمجلس الإدارة ومديري الصندوق. حيث أن الأحكام الصادرة عن الهيئة الشرعية ملزمة للصندوق ومديره.
- **التدقيق أو المراجعة الشرعية:** يجب إجراء تدقيق أو مراجعة سنوية للصندوق للتأكد من امتثاله لمبادئ الشريعة الإسلامية. يمكن إجراء هذا التدقيق إما من قبل هيئة الرقابة الشرعية أو مستشار شرعي أو طرف ثالث مؤهل ومعترف به.
- **الاستثمار المتوافق مع الشريعة:** يجب الاستثمار فقط في الأصول أو المحافظ المتوافقة مع الشريعة، والتي يتم تحديدها من خلال عملية الفحص الشرعي.
- **الفحص الشرعي:** يجب تحديد ما إذا كانت الشركات التي تستثمر فيها الصناديق الإسلامية تشارك في أنشطة غير متوافقة مع الشريعة (أي فحص الأعمال) أو إذا كانت الإدارة المالية للشركات تنطوي على قروض على أساس الفائدة أو لديها مبالغ أو ذمم مدينة زائدة في بيانات مركزها المالي (فحص مالي).
- **تنقية الدخل** : لتطهير الصندوق من أي دخل غير متوافق ناتج عن استثمارات في شركات تجاوزت المعايير المقبولة لعملية الفحص الشرعي. يجب التبرع بمبالغ الاستثمارات غير المتوافقة للجمعيات الخيرية التي يقرها المجلس أو المستشار الشرعي.
- **الوصاية:** لضمان وضع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، سواء في حساب بدون فوائد أو في اتفاقيات إعادة الشراء المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وقد حدد مجلس الخدمات المالية الإسلامية، في المعيار IFSB-6 بشأن المبادئ التوجيهية لحوكمة برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي (ICIS)، أربعة مبادئ إرشادية للصناديق الإسلامية، على النحو التالي:

[1] COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report , op cit, pp 28-29.

- **المبدأ الأول: نهج الحوكمة العامة للصناديق الإسلامية:** تضع أعلى هيئة حاكمة في برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي إطارا شاملاً لسياسة الحوكمة، والذي يحمي استقلالية ونزاهة كل جهاز من أجهزة الحوكمة ويضع آليات للتحكم السليم وإدارة تضارب المصالح والواجبات.
- **المبدأ الثاني: الشفافية والإفصاح:** يجب على المديرين التأكد من أن الإفصاح عن المعلومات الجوهرية لا يتم فقط بالدقة المناسبة والتوقيت المناسب ولكن يتم تقديمه أيضا بطريقة تناسب المستثمر.
- **المبدأ الثالث: الامتثال لقواعد ومبادئ الشريعة:** يجب أن تضمن الهيئة الحاكمة لبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي أن الأنظمة والآليات المناسبة لمراقبة الامتثال للشريعة المسبقة واللاحقة موجودة وفعالة.
- **المبدأ الرابع: حماية إضافية للمستثمرين:** يجب أن يضمن مجلس إدارة برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي أن أي حركة للأموال أو الأصول– إلى الحد الذي يسمح به القانون– سيتم تنفيذها بما يتوافق مع أهداف المستثمرين ومصالحهم الفضلى، مع دعمها بتقييمات مناسبة وموضوعية. كما يجب أن يتسم العاملون في برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي بالشفافية في فرض أي رسوم، وإنشاء أي احتياطيات وتسهيل أي مدفوعات أرباح.

تهدف هذه المبادئ التوجيهية إلى ضمان تنظيم الصناديق الإسلامية وإدارتها بكفاءة من خلال آليات الرقابة والرقابة والمراجعة المناسبة، وتقليل المخاطر المرتبطة بتضارب المصالح بين المستثمرين ومديري الصناديق.

الفرع الخامس: الالتزامات التعاقدية المتعلقة بالعقود الشرعية في إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية

هناك عقود شرعية مختلفة ملزمة لمختلف الأطراف المشاركة في إدارة الصناديق الإسلامية وهي:[1]

- **عقد المشاركة :** هو عقد بين مالكي الوحدات (أي المستثمرين) الذين يستثمرون أموالهم في صندوق، بهدف تقاسم الأرباح المتأتية من مساهماتهم الرأسمالية أو نسب المشاركة في الأرباح المتفق عليها.
- **عقد البيع:** يتم تنفيذه بين مالكي الوحدات ومدير الصندوق (عن طريق البائعين أو الموزعين)، وعادة ما يكون على أساس الدفع النقدي. عادةً ما يتم تسعير الوحدة في الصندوق الاستئماني بناء على سعر البيع أو الشراء الآجل الذي قام به لمدير عند استلام طلب الشراء أو الاسترداد. يتم التقييم في نهاية يوم العمل.
- **عقد الوكالة:** يحدث هذا عندما يقوم أصحاب الوحدات بتعيين المدير لتنفيذ أمر الشراء أو الاسترداد نيابة عنهم. بموجب عقد الوكالة ، يكون الموكل هو مالك الوحدة، والوكيل هو المدير والهدف من تعيين وكيل هو

[1] ISRA, op cit, pp.532-533.

شراء أو استرداد الوحدات. يتم عقد الوكالة أيضا عندما يعين مالكو الوحدات الوصي ليكون بمثابة أمين حفظ للصندوق ويحتفظ بجميع أصول الصندوق نيابة عنهم.

❖ **الوديعة مع عقد الضمان:** يحدث هذا عندما يودع أصحاب الوحدات استثماراتهم لدى الوصي. مالكو الوحدات هم أصحاب الوحدات، وأمين الحفظ هو الوصي، وتشمل الممتلكات جميع أصول الصندوق في شكل أموال واستثمارات أخرى.

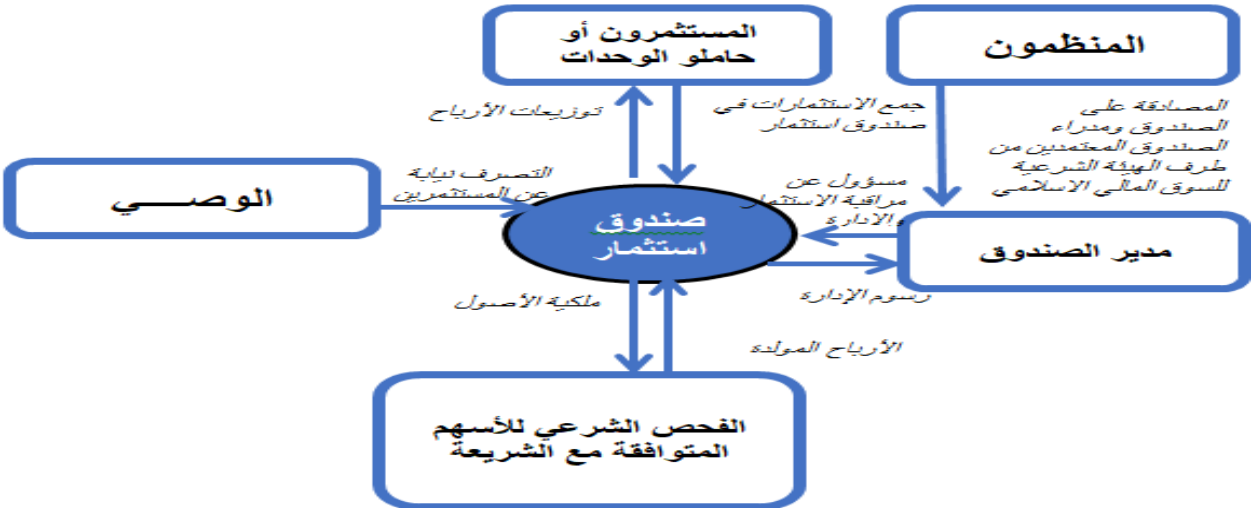
المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار الاسلامية بناء على محافظها الاستثمارية، والتي تعكس بدورها فئة الأصول التي تستثمر فيها. ونعرض فيما يلي قائمة بأنواع مختلفة من صناديق الاستثمار الاسلامية مع بيان هيكلها.

الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية

يتم استثمار المبالغ في أسهم الشركات المساهمة. يتم الحصول على الأرباح بشكل أساسي من خلال مكاسب رأس المال عن طريق شراء الأسهم وبيعها عند زيادة قيمتها. كما يتم كسب الأرباح أيضا من خلال توزيعات الأرباح الموزعة من قبل الشركات ذات الصلة.[1] في هيكلة صناديق الاستثمار القائمة على الشريعة الإسلامية، يختار مدير الأصول منهجيات الفحص المختلفة المتاحة في السوق. على سبيل المثال، اعتمادا على الموقع الجغرافي للمستثمرين، يمكن الأخذ بمعايير الفحص الشرعي لمؤشر Dow Jones أو MSCI أو FTSE لتلبية متطلبات المستثمرين العالميين.

الشكل رقم (11): الهيكل الأساسي لصندوق الأسهم الإسلامية



Source **:** COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report, October 2018, p.49.

[1] Bose S., McGee R.W., Islamic Investment Funds: An Analysis of Risks and Returns, Florida International University Chapman Graduate School of Business, Working Paper, 2008, p.3.

وفيما يلي تفصيل لاستراتيجيات صناديق الأسهم المتنوعة:[1]

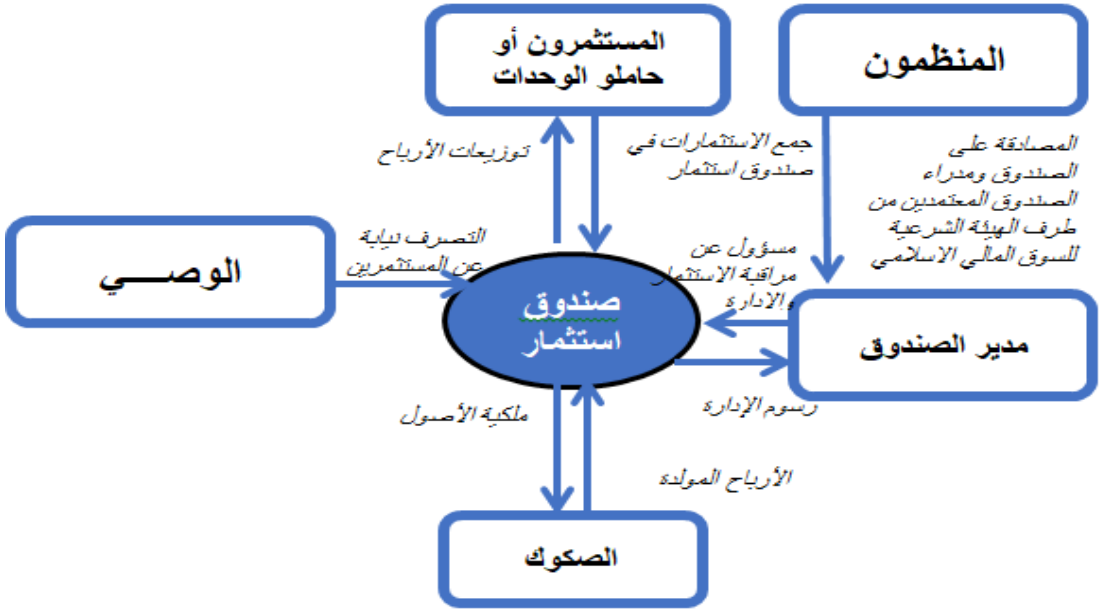
- ❖ **صناديق الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة:** تستثمر في أسهم الشركات القيادية الكبيرة (blue-chip companies) مع عوائد أداء مستقرة.
- ❖ **الصناديق ذات رؤوس الأموال المتوسطة:** تستثمر في أسهم الشركات ذات رؤوس الأموال المتوسطة التي لديها القدرة على تحقيق نمو وعائدات أكبر.
- ❖ **صناديق رؤوس الأموال الصغيرة:** تستثمر في أسهم الشركات ذات رؤوس الأموال السوقية الصغيرة، بهدف الاستفادة من مكاسب أكبر في شكل أداء أسعار الأسهم حيث قد تستفيد الشركات الصغيرة من فرص الأعمال الجديدة.
- ❖ **صناديق القطاع:** تستثمر في أسهم الشركات التي تنتمي إلى قطاع معين، على سبيل المثال التكنولوجيا أو المصرفية. مخاطر صناديق القطاع عالية لأنها غير متنوعة. يمكن أن يؤدي الانخفاض في مخزونات قطاع واحد إلى انخفاض كبير في قيمة الاستثمار.
- ❖ **الصناديق الموضوعية:** تستثمر في أسهم الشركات التي يمكن تحديدها من خلال موضوع أساسي موحد. على سبيل المثال، تستثمر صناديق البنية التحتية في الأسهم التي تنتمي إلى قطاع البنية التحتية، والتي قد يكون لها آثار مكملة للأوراق المالية في قطاعات البناء والاسمنت والصلب.

الفرع الثاني: صناديق الدخل الثابت الإسلامية

تستثمر صناديق الدين في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات وأذونات الخزينة. ويعتبر صندوق الديون أقل تقلبا ويوفر دخلاً ثابتاً ولكنه منخفض مقارنة بصندوق الأسهم. سيكون الهيكل الأساسي مشابها للصندوق القائم على الأسهم، باستثناء أن نوع الاستثمارات التي ستكون وهي الصكوك، كما هو موضح في الشكل الموالي:

[1] COMCEC Coordination Office, op cit, pp.48-49.

الشكل رقم (12): الهيكل الأساسي لصندوق الدخل الثابت الإسلامي



Source : COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report, October 2018, p.50

وتشمل أنواع صناديق الدخل الثابت الإسلامية:[1]

- **الصناديق السائلة** : تستثمر هذه الصناديق في أدوات سوق المال عالية السيولة وتوفر سيولة سهلة. يستثمرون في أوراق مالية ذات أجل استحقاق متبقي لا يزيد عن 91 يوما. ويمكن للمستثمرين إيقاف أموالهم في هذه الفترة القصيرة وبالمقارنة مع الصناديق الأخرى، فإن هذه التقلبات قليلة جدا.
- **الصناديق قصيرة الأجل للغاية:** تستثمر معظم الصناديق قصيرة الأجل في أوراق مالية ذات أجل استحقاق متبقي لا يزيد عن عام واحد. هذه الصناديق مناسبة للمستثمرين المستعدين لتحمل مخاطر أعلى مقابل عوائد أعلى قليلاً. يمكن للمستثمرين وضع أموالهم الفائضة قصيرة الأجل في هذه الصناديق لبضعة أشهر إلى سنة.
- **الصناديق قصيرة الأجل:** تستثمر هذه الصناديق في الغالب الصكوك بمتوسط استحقاق من سنة إلى 4.5 سنوات. وهي مناسبة للمستثمرين المحافظين الذين لديهم رغبة صغيرة إلى متوسطة في المخاطرة وأفق استثماري لبضع سنوات.
- **صناديق الصكوك الديناميكية:** تستثمر في جميع فئات أدوات الدين وأسواق المال، بآجال استحقاق مختلفة. و محافظهم المدارة بنشاط تختلف ديناميكيا مع آراء مديري الصناديق حول أسعار الفائدة. إنها مثالية للمستثمرين الذين لا يستطيعون إجراء تحليل لـ لاتجاه المستقبلي لأسعار الفائدة، ولكنهم ما زالوا يرغبون في الاستفادة من أي حركة إيجابية.

[1]COMCEC Coordination Office, op cit, pp.49-50.

- **صناديق الدخل:** تستثمر هذه الصناديق في صكوك الشركات والصكوك الحكومية وأدوات سوق المال بمتوسط استحقاق 4.5 سنوات أو أكثر. وهي عرضة للتغيرات في أسعار الفائدة. كما أنها مناسبة للمستثمرين المستعدين لتحمل مخاطر عالية ولديهم أفق استثماري طويل الأجل.
- **الصناديق القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل:** تستثمر في الأوراق المالية الحكومية ذات آجال استحقاق قصيرة أو متوسطة إلى طويلة الأجل. يمكن أن يختلف متوسط النضج لممتلكاتهم بشكل كبير حسب أهدافهم المعلنة. هذه الصناديق لا تحمل مخاطر التخلف عن السداد لأن الصكوك تصدر من قبل الحكومة. تتقلب قيمة صافي الأصول في هذه الصناديق وفقًا للتغيرات في أسعار الفائدة والعوامل الاقتصادية الأخرى. هذه الصناديق تتعرض لدرجة عالية من مخاطر أسعار الفائدة، حيث كلما طالت مدة استحقاق الصكوك، زادت مخاطر أسعار الفائدة.
- **صندوق سوق المال:** هو نوع من صناديق الدخل الثابت التي تستثمر في سندات الدين، والتي تتميز بآجال استحقاقها القصيرة والحد الأدنى من مخاطر الائتمان. وتعتبر صناديق أسواق المال من بين أقل أنواع الاستثمارات تقلبا. يمكن أن يكون الدخل الناتج عن صندوق سوق المال خاضعا للضريبة أو معفيا من الضرائب، اعتمادًا على نوع الأوراق المالية التي يستثمرها الصندوق.[1]

الفرع الثالث: صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية

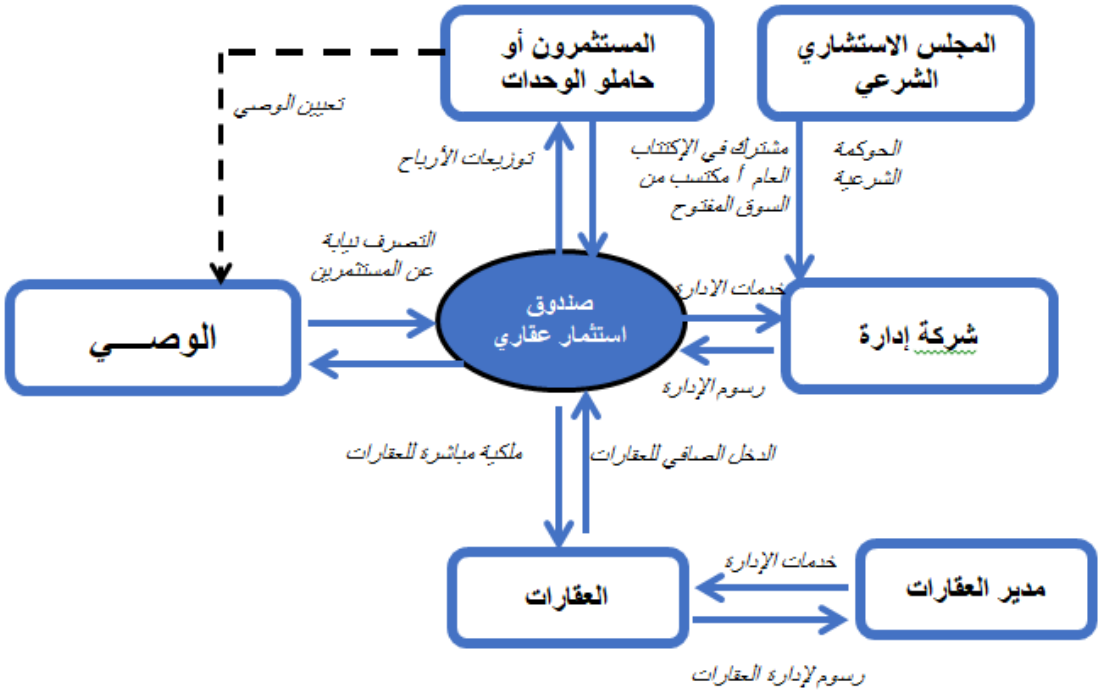
تستثمر هذه الصناديق في العقارات، إما في شكل ممتلكات مادية أو في الأوراق المالية للشركات العاملة في مجال العقارات. تُعد الصناديق المشتركة العقارية بديلاً عن شراء العقارات الاستثمارية، خاصةً إذا كان المستثمر يريد الحد من استثماره أو مستوى المخاطرة و / أو المشاركة في إدارة العقارات. إن عامل التمييز الرئيسي بين صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية والصناديق العقارية التقليدية هو التقييم المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية الذي يتعين إجراؤه بواسطة مستشار الشريعة المعين للإشراف على عمليات صندوق الاستثمار العقاري الإسلامي. تتضمن هذه المراقبة أنشطة المستأجرين وأرباح الإيجارات والودائع وقرارات التمويل وحيازة الممتلكات والاستثمارات والتخلص منها.

تكون هذه صناديق مغلقة وبعضها مدرج في البورصة. ومن المثير للاهتمام، أنه على الرغم من وجود صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية في العديد من البلدان (مثل ماليزيا وباكستان والكويت والبحرين والإمارات

[1] Securities Commission Malaysia (SC), Resolutions of the Shariah Advisory Council of the Securities Commission of Malaysia, 2016, Retrieved from https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/icm/Resolution_SAC_2016.pdf

العربية المتحدة) ، فقد أصدرت ماليزيا فقط إرشادات بشأن صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية. يقدم الشكل الموالي مثالاً على صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية.

الشكل رقم (13): الهيكل الأساسي لصندوق الاستثمار العقاري الاسلامي



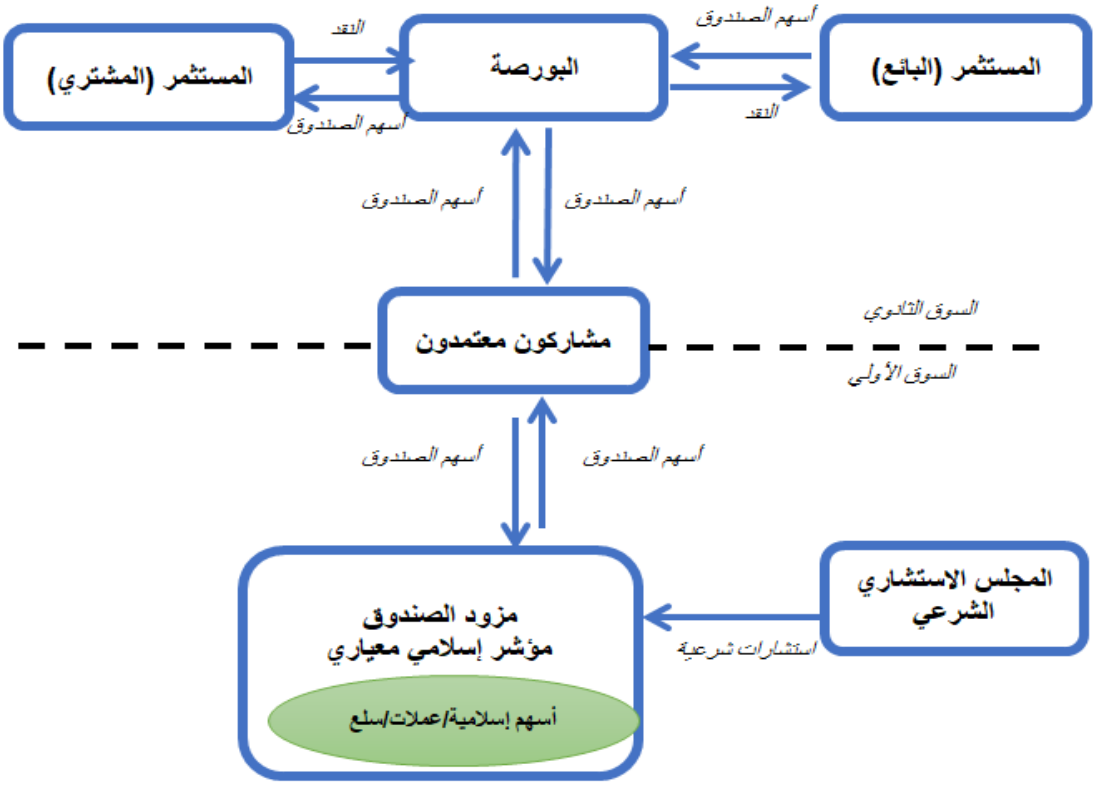
Source : COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report, October 2018, p.52.

الفرع الرابع: صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية

هي نوع من الصناديق المشتركة التي تجمع بين ميزات الصندوق المفتوح والأسهم. يتم إصدار الوحدات مباشرة للمستثمرين عند إطلاق الصندوق. يتم إدراج الوحدات وتداولها في البورصة مثل الأسهم. كما تتم المعاملات من خلال وسطاء البورصة، ويحتاج المستثمرون إلى حساب وسيط وحساب يتعلق بشراء أو بيع الأوراق المالية. وبذلك يضمن تداول المراجحة أن يكون سعر صندوق المؤشرات المتداولة قريبا جدا من صافي قيمة الأصول في أي وقت. نظرا لأن صندوق المؤشرات المتداولة يتطلب القدرة على إضافة أو تقليل رأس المال المصدر الخاص به وفقاً للطلب، وبما أن هذه الأسهم تمثل الأصول الأساسية، تستخدم صناديق المؤشرات المتداولة المشاركين المصرح لهم (عادة المؤسسات المالية الكبيرة) لإنشاء الأسهم واستردادها مع أصولها الأساسية.[1] يوضح الشكل الهيكل الأساسي صندوق المؤشرات المتداولة الإسلامي.

[1] Alam N., A comparative performance analysis of conventional and Islamic exchange-traded funds, Journal of Asset Management, volume 14, 2013, pp.27-36.

الشكل رقم (14): الهيكل الأساسي لصندوق المؤشرات المتداولة الإسلامي



Source : Alam N., A comparative performance analysis of conventional and Islamic exchange-traded funds, Journal of Asset Management, volume 14, 2013, p.33.

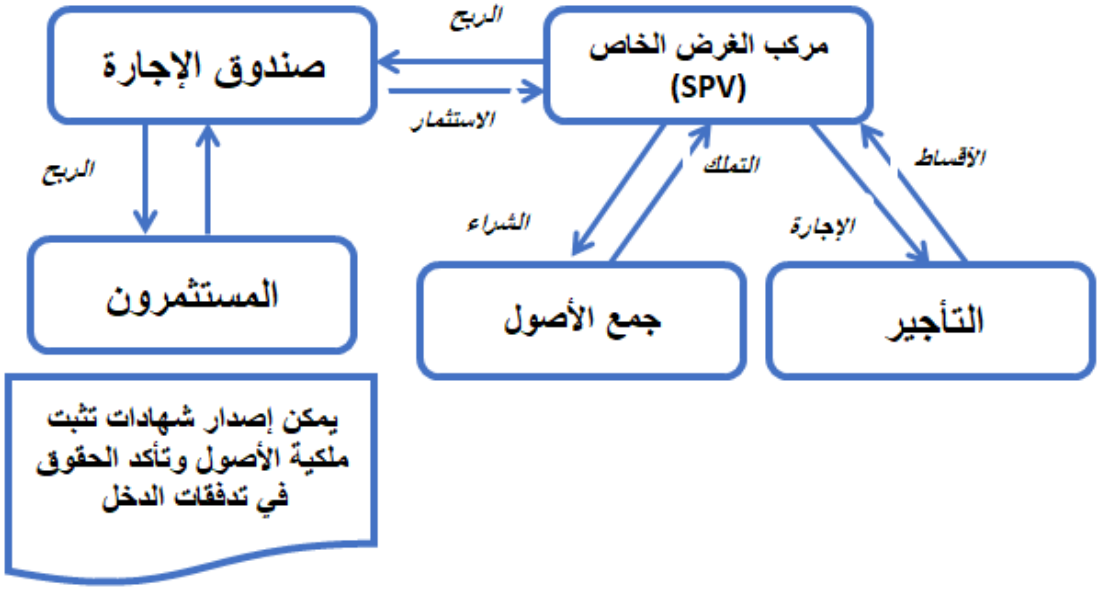
الفرع الخامس: صناديق السلع الإسلامية

يسمح الفقه الإسلامي بصناديق السلع التي تنطوي على شراء وبيع السلع لاحقاً من قبل الصندوق، لتحقيق الأرباح. ليتم توزيع هذه الأرباح بما يتناسب مع استثماراتهم. تقوم" الصناديق الإسلامية بشراء السلع بالنقد، ثم بيعها بالأجل، أي يتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الأموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة، من أجل إعادة بيعها .وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب. ونظراً إلى خصوصية عمل الصندوق، وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وأن يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية وليس تمويل العمليات المحلية، إذ يقوم المصرف مباشرة بمثل ذلك، حيث يقتصر على السلع المباحة التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل. ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط، "منها أنها تقتصر على السلع المباحة، وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة .ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل، أو المرابحة، أو السلم، وكل تلك الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية.

الفرع السادس: صناديق الإجارة

الإجارة تعني التأجير الذي يتم بموجبه تأجير الأصول المشتراة إلى أطراف ثالثة. في هذا الصندوق، تستخدم مبالغ الاشتراك لشراء أصول حلال مسموح بها مثل العقارات أو السيارات أو المعدات الأخرى بغرض تأجيرها لمستخدميها النهائيين. تظل ملكية هذه الأصول مع الصندوق ويتم تحميل الإيجارات من المستخدمين. ويعد عقد الإجارة" واحداً من العقود الملائمة لعمل الصناديق للإمكانيات، التي يقدمها العقد المذكور في التمويل .إذ يمكن للصناديق شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة، بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار. وفيما يلي الهيكل الأساسي لصندوق الإجارة.

الشكل (15): الهيكل الأساسي لصندوق الإجارة



Source : Bose S., McGee R.W., Islamic Investment Funds: An Analysis of Risks and Returns, Florida International University Chapman Graduate School of Business, Working Paper, 2008, p.5.

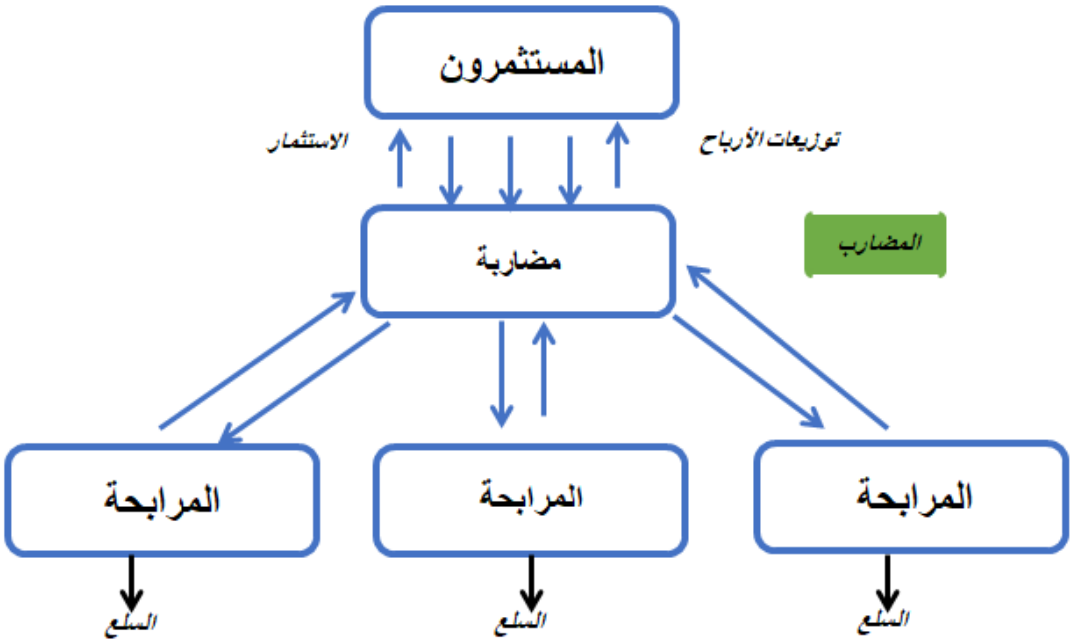
وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد، وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند إنتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملاً.

الفرع السابع: صناديق المرابحة

تم تبني هذا النوع من البيع من قبل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية المعاصرة كأسلوب للتمويل. حيث يشترون السلعة لصالح عملائهم، ثم يبيعونها لهم على أساس الدفع المؤجل بهامش ربح متفق عليه يضاف إلى التكلفة. يمكن أيضا هيكلة هذا النوع من الصناديق على هيئة صكوك ويستخدم على نطاق واسع في أسواق رأس

المال الإسلامية[1]. تقوم صناديق المرابحة بشكل خاص في أسواق السلع الدولية. فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث غير الذي اشتراها منه بالأجل. يكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر.

الشكل رقم (16): الهيكل الأساسي لصندوق المرابحة



Source : Bose S., McGee R.W., Islamic Investment Funds: An Analysis of Risks and Returns, Florida International University Chapman Graduate School of Business, Working Paper, 2008, p4.

الرسم البياني السابق هو مثال على هيكل نموذجي لصندوق المرابحة. الجزء الأول، وهو عنصر المضاربة، يستخدم أيضا في صناديق الأسهم ويمكن استبداله بالمشاركة حيث يكون للمستثمرين مشاركة أكبر في الإدارة، بدلاً من كونهم مجرد رب المال (مزودي الاستثمار). في صندوق الأسهم، يستثمر المضارب أو المشارك في الصندوق أو يحمل شهادات ملكية للصندوق، والذي من شأنه أن يستثمر في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويتم توزيع الأرباح أو مكاسب رأس المال من بيع الأسهم. أما في جزء المضاربة فيستثمر المضارب (المدير) في شراء السلع التي يتم بيعها بعد ذلك بالتكلفة بالإضافة إلى هامش الدفع على أساس الدفع المؤجل. و تكون المدفوعات المؤجلة بمثاب ة الإيرادات والأرباح المكتسبة ويتم توزيعها على المساهمين في الصندوق. يمكن تحديد توزيع الأرباح بشكل دوري (وهو الهيكل الذي تستخدمه الصكوك) أو بشكل متغير حسب نوع السلعة أو هيكل الصندوق المختار.

[1]Bose S. and McGee R.W., op cit, p.3.

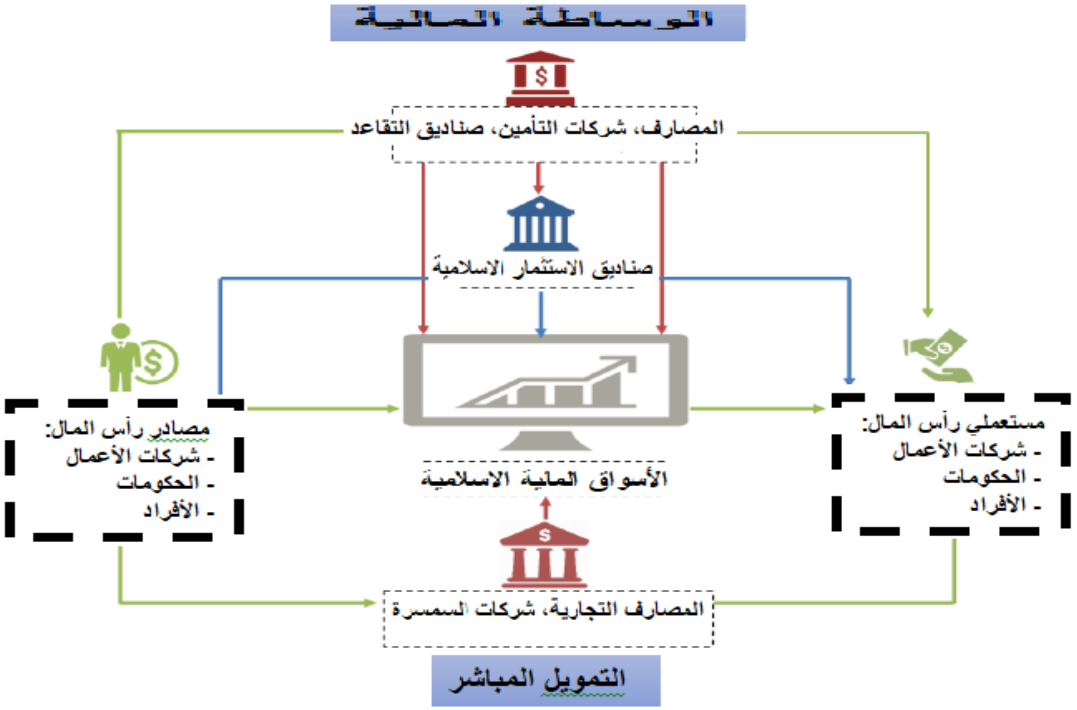
الفرع الثامن: الصناديق المختلطة الإسلامية

يوجد نوع آخر من الصناديق الإسلامية ذات طبيعة هجينة حيث يتم استخدام مبالغ الاشتراك في أنواع مختلفة من الاستثمارات، مثل الأسهم والتأجير والسلع وما إلى ذلك. ويسمى الصندوق الإسلامي المختلط. إذا كانت الأصول الملموسة للصندوق تزيد عن 51 في المائة بينما كانت السيولة والديون أقل من 50 في المائة، تكون وحدات الصندوق قابلة للتداول. أما إذا تجاوزت نسبة السيولة والديون 50 في المائة فلا يجوز تداول وحداتها عند غالبية العلماء المعاصرين. في هذه الحالة، يجب أن يكون الصندوق مغلقًا. كما توجد صناديق التحوط الإسلامية، وهي صناديق إسلامية تتميز بمخاطر عالية وعوائد مطلقة لا تتأثر باتجاهات السوق.[1]

المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الاسلامية في الأسواق المالية الاسلامية

الوساطة المالية الفعالة هي المفتاح لتوجيه رأس المال من المصادر المحلية والأجنبية لتمويل احتياجات مستخدمي رأس المال. يلعب الوسطاء الماليون المختلفون، بما في ذلك صناديق الاستثمار الاسلامية أدواراً مهمة وفريدة في تعبئة النظام المالي بأكمله، وبالتالي خلق نقل فعال للمخاطر وإدارة السيولة، بغض النظر عما إذا كانت كيانات إسلامية أو تقليدية. كما هو موضح في الشكل 34.

الشكل رقم (17): دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الوساطة المالية



Source : Sandwick, J.A., How Islamic asset management can change global capital markets multi-asset, multi-manager approach to Islamic asset management. Kuala Lumpur: Federation of Investment Managers, 2016.

[1] سوف يتم تفصيل كل ما يتعلق بصناديق التحوط الإسلامية في البحث الموالي.

في هذا السياق، تتلقى صناديق الاستثمار الاسلامية أموالاً من مصادر مختلفة، بما في ذلك البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد والصناديق المشتركة وكيانات الأعمال والمؤسسات الحكومية والمستثمرين الأفراد ثم يقومون بتوجيه تلك الأموال للاستثمار في الأسواق المالية.

تساعد الوساطة المالية عبر صناديق الاستثمار الاسلامية المستثمرين على تنويع أصولهم بسهولة وتوفير التمويل للاقتصاد الحقيقي، حتى عندما تواجه البنوك ضائقة مالية. يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية أن تستثمر الأموال بعدة طرق أكثر من المصارف الإسلامية (التي تميل إلى توفير تمويل الديون للمصارف الأخرى والحكومات والشركات الكبرى وعملاء التجزئة) وذلك لكون المصارف الاسلامية ممنوعة من تمويل مستخدمي رأس المال بنفس طريقة صناديق الاستثمار الإسلامية بسبب هيكل رأس المال الاحتياطي الجزئي والمسائل التنظيمية.

نتيجة لذلك، تحتاج صناديق الاستثمار الإسلامية إلى التخصص وتطوير خبرتها في تعظيم العوائد وتخفيف المخاطر في مجالات الاستثمار الخاصة بكل منها، سواء كانت صناديق تحوط عالية المخاطر، أو صناديق رأس المال الاستثماري / رأس المال الشخصي، أو المقرضين المتخصصين (الرهون العقارية، أو تمويل إيجار المعدات أو الشركات الصغيرة والمتوسطة) أو صناديق السلع أو الصناديق العقارية أو صناديق أسواق المال منخفضة المخاطر.

بالإضافة إلى ذلك، تتمتع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية بالعديد من المزايا مقارنة بالمصارف من حيث تعميق الأسواق المالية وضمان الاستقرار المالي. وفقًا لصندوق النقد الدولي، لعبت صناعة إدارة الأصول دورا مهما في الأنظمة المالية للاقتصادات المتقدمة، لا سيما عبر صناديق السندات. بالنسبة للسوق الناشئة، سجلت تدفقات المحفظة التي يتم توجيهها عبر الصناديق نموا ثابتا[1]. كما تشمل الأدوار الرئيسية التي تلعبها إدارة الصناديق الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي ما يلي:[2]

- ❖ تزويد المستثمرين الأفراد بإمكانية الوصول إلى أسواق رأس المال من خلال إدارة الأصول الموحدة، مثل صناديق الاستثمار وخطط الادخار. فمن خلال هذه الوساطة يمكن جني الفوائد التالية:[3]

- يمكن للمستثمرين الأقل ثراء مثل الشركات الصغيرة والمتوسطة الاستثمار في أدوات السوق المالية الإسلامية المختلفة مثل الأسهم الإسلامية والصكوك والعقارات والمشتقات الإسلامية. كما يمكنهم الوصول إلى محفظة متنوعة من الأوراق المالية، والتي ستكون مكلفة إذا تم شراؤها مباشرة.

[1] IMF , Global financial stability report, April 2015. Retrieved from https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-flagship.../ft/.../_c3pdf.ashx
[2] COMCEC Coordination Office, op cit, pp.34-35.
[3] Davydoff, D., Gabaut, L., & Naacke, G., The importance of asset management to the European economy, 2011, Retrieved from: http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,800,8757/2011-06-oee-the-importance-of-asset-management-to-the-european-economy.pdf

- يتمتع المستثمرون غير المحنكين مثل تجار التجزئة بفرص متساوية للوصول إلى أسواق رأس المال.

❖ الإسهام في كفاءة السوق المالية الإسلامية من خلال تعزيز اكتشاف الأسعار، وخفض تكاليف المعاملات (خاصة بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة)، وتوفير سيولة السوق، وتخفيف تقلبات السوق، وتحقيق الاستقرار في مجمل النظام المالي.

❖ توفير وسيلة فعالة لإعادة تدوير رأس المال، حيث تسمح إدارة الصناديق مثل صناديق التقاعد، للمدخرين والمتقاعدين بتوجيه مدخراتهم إلى استثمار رأسمالي في مرحلة مبكرة يمكن أن يدعم تمويل الأعمال التجارية والنشاط الاقتصادي الحقيقي. في المقابل، سيحصل المدخرون على عوائد جيدة إذا كانت نتيجة الاستثمار مواتية، أو سيتحملون المخاطر إذا كانت النتيجة غير مواتية[1] .

المطلب الرابع: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية

تطورت المنتجات المالية الإسلامية بشكل كبير من هياكل بسيطة ومباشرة إلى أدوات مبتكرة ومتعددة الأوجه. و قد شهد العقد الماضي الكشف عن هياكل أكثر تطوراً، بما في ذلك العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية مثل الصناديق المتداولة في البورصة الإسلامية وصناديق الاستثمار العقاري وصناديق التحوط الإسلامية . يرتكز هذا التطور على نضج السوق وتعقيده جنبا إلى جنب مع مستثمرين أكثر تمرسا وتطلبا.

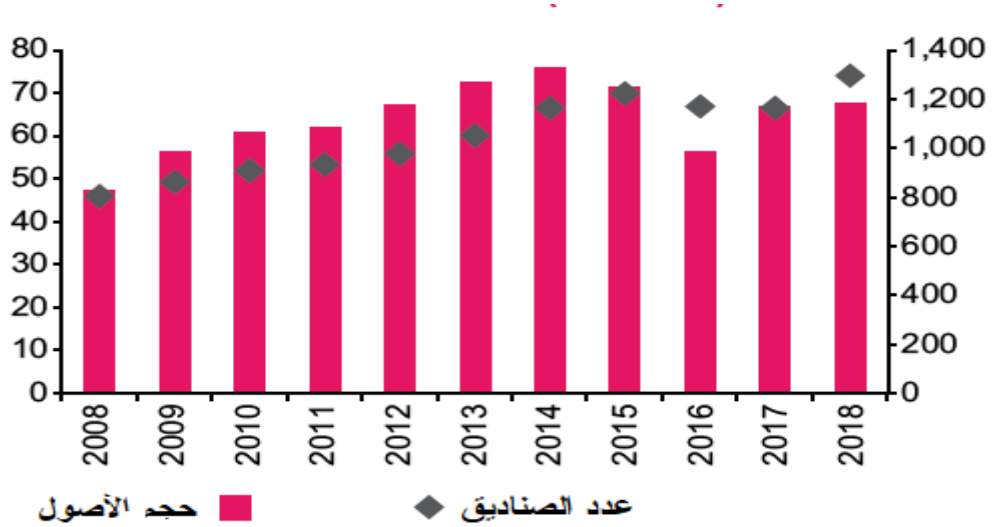
الفرع الأول: حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

في نهاية الربع الأول من عام 2019، بلغ إجمالي أصول الصناديق الإسلامية العالمية 70.8 مليار دولار أمريكي وعدد الصناديق الإسلامية 1535. لم يكن هناك سوى 802 صندوقاً بأوراق مالية بقيمة 47 مليار دولار أمريكي في عام 2008 . تمتلك ماليزيا أكبر عدد من الصناديق الإسلامية على مستوى العالم مع 388 صندوقاً في نهاية الربع الأول من عام 2017. وقد زاد عدد الصناديق الإسلامية إلى ما مجموعه 1292 صندوقا سنة 2018 – بينما كانت 1161 صندوقاً إسلاميا في عام 2017– وتمتلك حوالي 67.4 مليار دولارا أمريكيا من الأصول الخاضعة للإدارة اعتبارا من نهاية 2018 (في عام 2017 قدرت 66.7 مليار دولار أمريكي). من إجمالي العدد الإجمالي للصناديق، تم تصنيف 860 صندوقاً على أنها نشطة، وتمتلك حوالي 61.5 مليار دولار أمريكي[2].

[1] Caproasia , 8 reasons why wealth management has become important in capital markets, 2015. Retrieved from https://www.caproasia.com/2015/10/22/wealth-management-has-become-important-in-capital-markets/

[2] Islamic financial services board, op cit, p.21.

الشكل رقم (18): حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية للفترة 2008-2018 (مليار دولار)

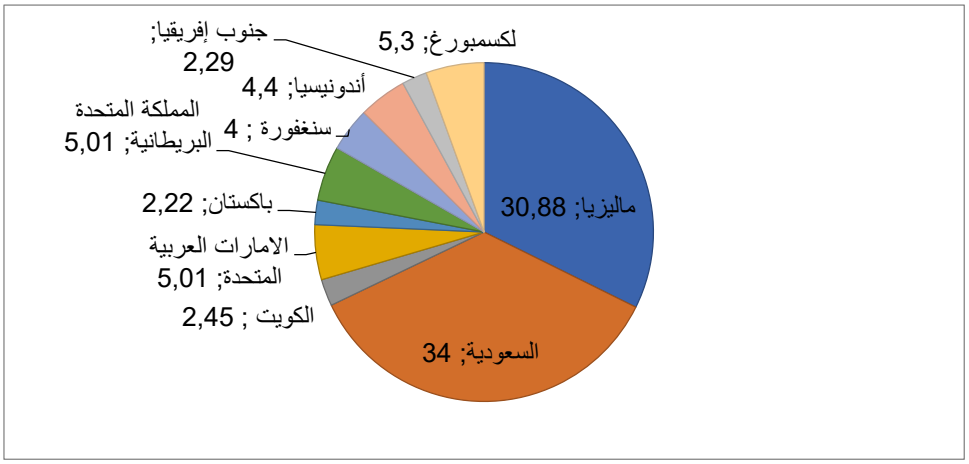


Source : Islamic Financial Servcies Board, Islamic Financial Services industry Stability Report, kuala Lumpur, malaysia, July 2019, p.24.

الفرع الثاني: التوزيع الجغرافي لصناديق الاستثمار الاسلامية

وفقاً لتقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية فإن أكثر المواقع استقطابا لإدارة الصناديق الإسلامية العالمية هي: ماليزيا، المملكة العربية السعودية، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، وباكستان. كما احتلت ماليزيا المرتبة الأولى ب 430 صندوقا إسلاميا في النصف الأول من 2019.[1] لا يزال توزيع الصناديق الإسلامية مركّزاً في خمس بلدان تملك حوالي 85٪ من إجمالي الأصول المالية الإسلامية في 2018. يتم توزيع نسبة 15٪ المتبقية من مجموع الأصل عبر 29 دولة. لم يتغير إجمالي عدد الدول التي توجد فيها الصناديق الإسلامية، حيث بقي 34 دولة[2].

الشكل رقم (19): التوزيع الجغرافي لصناديق الاستثمار الإسلامية نهاية 2018



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الموقع: www.eurekahedge.com

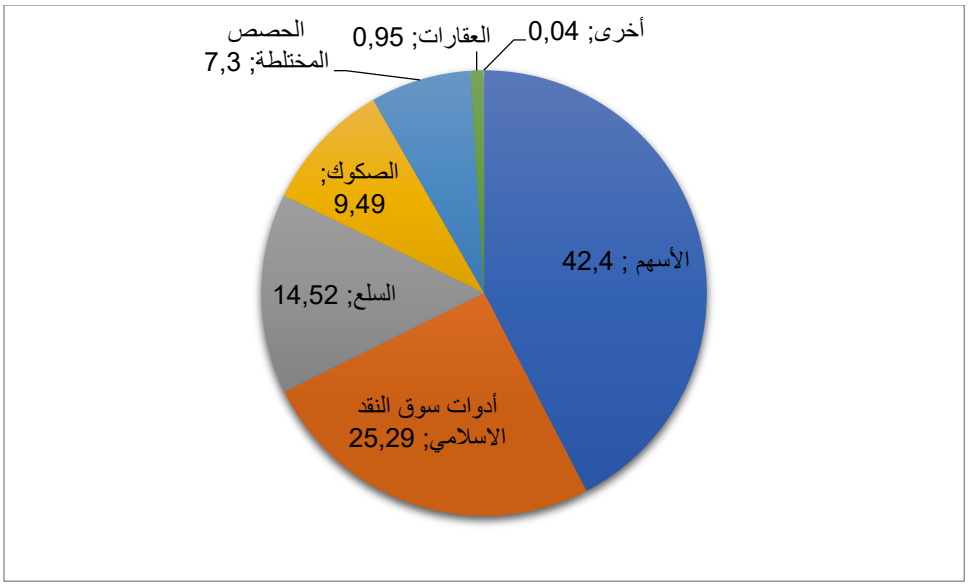
[1] www.mifc.com
[2] Islamic financial services board, op cit, p.22.

الموطنان الرئيسيان للصناديق الإسلامية هما ماليزيا والمملكة العربية السعودية اللتان تمثلان مجتمعتين حوالي 65٪ من إجمالي الأصول المالية. فيما تحتل السعودية المركز الأول باحتوائها 34% من صناديق الاستثمار الإسلامية.

الفرع الثالث: أنواع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية

بالنظر إلى هيكل صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية حسب فئات الأصول، كانت فئات الأصول الرئيسية الثلاث هي الأسهم وأدوات سوق النقد الاسلامي والسلع. تركزت غالبية استثمارات الصناديق سنة 2018 على حقوق الملكية بمقدار 42٪، مع زيادة في الحجم إلى 28.6 مليار دولار أمريكي مقارنة ب 27.8 مليار دولار أمريكي سنة 2017. كما انخفض حجم الصناديق القائمة على أسواق المال بشكل طفيف إلى 25٪ ، بإجمالي 17.03 مليار دولار أمريكي في حين كانت 17.3 مليار دولار أمريكي سنة 2017؛ بينما ارتفعت حصة الصناديق القائمة على السلع الأساسية إلى 15٪ من إجمالي الصناديق الإسلامية، لتشكل 9.8 مليار دولار أمريكي بعدما كانت 9.5 مليار دولار أمريكي سنة 2017 . تشمل فئات الأصول المهمة الأخرى للصناديق الإسلامية صناديق الدخل الثابت / الدولار الأمريكي بقيمة 6.4 مليار دولار أمريكي وصناديق الحصص المختلطة بقيمة 4.9 مليار دولار أمريكي.

الشكل رقم (20): أصول صناديق الاستثمار الإسلامية حسب الفئات (2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2019.

المطلب الخامس: التحديات التي تواجه صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية

تواجه الصناديق الإسلامية تحديات متزايدة، لا سيما عند التنويع في الدول غير الإسلامية. حيث تواجه قيود تنظيمية تحد من مقدرة المديرين في إدارة أصول الصناديق. وتشمل الصعوبات والتحديات الرئيسية المرتبطة بصناعة إدارة الصناديق الإسلامية الحالية ما يلي:

الفرع الأول: التحديات المتعلقة بتطوير البنية التحتية لصناديق الاستثمار الإسلامية

أولا: عدم وجود تنظيم في بعض الدول: وتتمثل في النقاط التالية:

- ❖ لا تزال صناديق الاستثمار الاسلامية غير خاضعة للتنظيم في العديد من الدول. وهذا قد يعرض الصناعة والمستثمرين لمخاطر غير ضرورية مثل مخاطر السمعة ومخاطر عدم الامتثال للشريعة.
- ❖ إن عدم وجود تنظيم في بعض الدول يؤثر على ثقة السوق ويعيق في النهاية تطوير الصناعة. لذلك، يجب أن تكون اللوائح واضحة وتمكينية، ويجب أن تكون مصحوبة بإشراف قوي على السوق[1].
- ❖ يعتبر الافتقار إلى الشفافية والإفصاح صحيحا بشكل خاص فيما يتعلق بصناعة الصناديق الإسلامية، مقارنة بالصيرفة الإسلامية. حيث نمت هذه الصناديق دون اللوائح المناسبة والفحص الدقيق اللذين قد يساهمان كثيرا في شفافية السوق[2].
- ❖ هناك حاجة إلى تحقيق توازن دقيق بين الإفراط في التنظيم والنقص في التنظيم. يمكن أن يؤدي الإفراط في التنظيم إلى نتائج عكسية، بما في ذلك تقليل عدد المنتجات المالية، وزيادة تكاليف المعاملات، وإعاقة الكفاءة. لذلك، فإن التحدي الرئيسي هو اعتماد اللوائح الحالية بطريقة تحمي العملاء أو المستثمرين. فلا ينبغي نسخ الإطار التنظيمي بشكل أعمى[3].

ثانيا: متطلبات الإفصاح الإضافية

الإفصاح أمر حتمي في صناديق الاستثمار الإسلامية. ومع ذلك، قد تختلف درجة الإفصاح، اعتمادا على مدى تعقيد المستثمرين واستعدادهم لاستيعاب الخسائر المتعلقة باستثماراتهم. ونظرا لطبيعة صناديق الاستثمار الإسلامية، يجب تقديم إفصاحات إضافية للمستثمرين تتعلق بمجالات مختلفة بما في ذلك ما يلي:[4]

[1] Ernst & Young , The Islamic fund and investment report, 2008, Retrieved from https://ncusar.org/programs/09-02-17-materials/EY_Islamic_funds_investment_report_2008.pdf
[2] Siddiqi A, Hrubi P., Islamic investment funds versus hedge funds, GRIN Verlag, Germany, 2008., p.158.
[3] Ibid.
[4] McMillen, M. J., Legal and regulatory considerations pertaining to Islamic capital markets. In Simon Archer & Rifaat Abdel Karim (Eds), Islamic Capital Markets and Products: Managing Capital and Liquidity Requirements under Basel III (pp. 78-158). Chichester, UK: John Wiley & Sons, 2018, p.94.

- ❖ أهداف ومعايير الاستثمار.
- ❖ هياكل الرسوم (التي غالبا ما يصعب فهمها، حتى من قبل المستثمرين الأكثر خبرة).
- ❖ تقييم الأصول والتسعير وصافي قيمة الأصول.
- ❖ حقوق وقيود الاسترداد.
- ❖ تحسينات الائتمان.
- ❖ أحكام العائد والدفع، بما في ذلك أساس وأولوية المدفوعات.

ثالثا: نقص رأس المال البشري المؤهل

إن الطلب على الموارد البشرية قوي في صناعة التمويل الإسلامي بأكملها. ومع نمو وتطور صناعة إدارة الصناديق الإسلامية، ازداد هذا الطلب. لكن نظرا لنقص الموارد البشرية المؤهلة، فإن قدرة المؤسسة على جذب الموظفين المتميزين والاحتفاظ بهم تعد ميزة تنافسية. تعد الحوافز المالية وبيئة العمل الجذابة من العوامل الرئيسية المساهمة في الاحتفاظ بالموظفين المؤهلين، الذين قد يميلون إلى تغيير الوظائف عند ظهور فرص أفضل[1].

رابعا: عدم تناسق القوائم المالية

يعد الفحص جانبا مهما من جوانب إدارة صناديق الاستثمار الاسلامية. لذلك فإن دقة المعلومات أمر حيوي. ومع هذا ، فإن توافر (أو نقص) المعلومات الدقيقة يمثل تحديا. حيث تقوم العديد من المنظمات بالإبلاغ عن إفصاحات مالية غير كاملة أو خاطئة على أساس ربع سنوي أو سنوي. فيمكن أن تكون البيانات التي يستخدمها مدير الصندوق خاطئة، مما يؤدي إلى اختيار غير صحيح للأسهم أو المحفظة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية[2].

خامسا: التكيف مع التكنولوجيا المالية (Fintech)

يتم دفع صناعة إدارة الصناديق العالمية لتبني منصات استثمار جديدة في محاولة لتلبية احتياجات العملاء المتطورة. يفضل هؤلاء العملاء قنوات التوزيع الجديدة مثل الأجهزة المحمولة. يطرح هذا الموقف تحديات مبيعات فريدة إلى جانب المطالبة بالشفافية. إذا فشلت صناعة إدارة الصناديق الإسلامية في التكيف مع هذه الديناميكيات المتغيرة، فقد يؤدي ذلك إلى ضعف قدرتها التنافسية[3].

سادسا: محدودية التوسع

تعد تحديا آخر يواجه صناعة إدارة الصناديق الإسلامية. عادة، تستلزم إدارة الصناديق تكاليف ثابتة تصبح أكثر كفاءة مع زيادة حجم الأصول المدارة. نظرا لأن السوق المالية الاسلامية هي سوق متخصصة فإن تحقيق

[1] Ernst & Young ,op cit.
[2] Cognizant 20-20 Insights, Shariah stock screening: A fund manager's conundrum., 2012, Retrieved from https://www.cognizant.com/InsightsWhitepapers/Sharia-Stock-Screening-A-Fund-Managers-Conundrum.pdf
[3] IFSB, Islamic financial services industry stability report 2017, Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board, 2017.

الحد الأدنى من الكفاءة يمثل تحديا. لكن تساعد التكنولوجيا المالية في تقليل العتبة المطلوبة لتحقيق هذا الحد الأدنى من الكفاءة.

الفرع الثاني: التحديات المتعلقة بالاستثمار والاعتبارات التجارية

أولا: قلة الأصول القابلة للاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

على الرغم من أن الاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية قد خطى خطوات كبيرة منذ التسعينيات، إلا أن أحد التحديات الرئيسية كان الافتقار الملحوظ لفرص الاستثمار والأصول المالية المتوافقة مع الشريعة[1]. المؤشرات الإسلامية لديها عدد محدود من الأسهم. لذلك، يجد مديرو الصناديق صعوبة في اختيار الأسهم بغض النظر عن مدى ملاءمتها لبناء محفظته. أيضا ، تشكل بعض القطاعات جزءا لا يتجزأ من الصناديق التقليدية ولكنها ليست خيارا لمدير صندوق إسلامي حيث يتم استبعادها بسبب قيود الشريعة الإسلامية. وخير مثال على ذلك هو قطاع الخدمات المصرفية والمالية التقليدية[2]. أضف إلى ذلك عملية التنقية، التي تستثني العديد من مجالات الاستثمار من القائمة المحتملة، وتحد من الخيارات المتاحة لمديري الصناديق، وبالتالي تحد من قدرتهم على الاستفادة من العديد من فرص الاستثمار المربحة.

ثانيا: تكلفة معاملات أعلى

الصناديق الإسلامية هي دائما أكثر تكلفة في إدارتها من نظيراتها التقليدية. يتطلب الأمر رسوما إضافية لهيئة الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي الدوري إذا تم إجراؤه من قبل أطراف خارجية.

ثالثا: إعادة تصنيف الأوراق المالية

قد تصبح العديد من الأسهم التي تشكل جزءا من المحفظة المتوافقة مع الشريعة لمدير الصندوق غير متوافقة مع مرور الوقت. من منظور الفحص الكمي، قد يكون هناك ارتفاع أو انخفاض في القيمة السوقية بسبب بعض العوامل الخارجية أو الداخلية، أو نشاط الاندماج والاستحواذ الذي قد يجعل السهم غير متوافق. في هذه الحالات وما شابهها، تقع على عاتق الهيئة الشرعية مسؤولية مراقبة الوضع المتغير عن كثب حتى يتمكنوا من إبلاغ مدير الصندوق، الذي يمكنه بعد ذلك إجراء التعديلات اللازمة على محفظته.

[1] Chan, R., Shariah investing: Faith meeting opportunities., 2017, Retrieved from http://www.eastspring.com/docs/librariesprovider6/our-perspectives/shariah-investing--eastspring-investments-v3.pdf
[2] Cognizant 20-20 Insights, op cit.

المبحث الثالث: صناديق التحوط الإسلامية

تعتبر صناديق التحوط موضوعا حساسا في التمويل الإسلامي، حيث يختلف العلماء على نطاق واسع حول الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية في مختلف الاستراتيجيات. ومع ذلك، بدأ هذا الوضع يتغير، وأصبحت صناديق التحوط واقعا في الصناعة المالية الإسلامية. ويعتبر عقد السلم، الذي يشابه آلية الشراء الآجل، الطريقة المفضلة لضمان أن تظل صناديق التحوط متوافقة مع الشريعة. قد يتوسع الطلب على صناديق التحوط الإسلامية في المستقبل إذا أدرك المستثمرون في الدول الإسلامية الفوائد التي قد تجلبها هذه الأنواع من الاستثمارات إلى محفظة الاستثمار.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق التحوط الإسلامية

صناديق التحوط هي مفهوم جديد نسبيا في التمويل الإسلامي. ومع ذلك، فقد تمكن المروجون لهذا القطاع من تطوير الصناديق بتوجيه من علماء الشريعة، والتي تقدم الآن تأثيرات اقتصادية مشابهة إلى حد ما، وإن كانت محدودة، كتلك التي تقدمها صناديق التحوط التقليدية.

الفرع الأول: نشأة صناديق التحوط الإسلامية

لـ طالما أحجم مستثمرون مسلمون أثرياء في منطقة الخليج العربي عن دخول صناديق التحوط التقليدية لتبنيها استراتيجيات لا تتفق مع الشريعة الاسلامية. لذلك حاول عدد من مديري الصناديق تطوير استراتيجيات متوافقة مع الشريعة تحاكي العوائد القوية لصناديق التحوط وتستغل جزءا من موجودات إسلامية تقدر قيمتها بمبلغ 750 مليار دولار مستثمرة في صناديق الأسهم والعقارات. وفي عام 1997 أطلقت شركة المستثمر الدولي أول صندوق تحوط إسلامي وهو صندوق الخوارزمي، مستخدما نسبة 50 في المائة للمدى القصير و50 في المائة للمدى الطويل بهدف استبعاد مخاطر السوق. منذ عام 1999، أصبحت هناك أدوات مقبولة شرعا التي يمكن للمستثمر أن يشغل أمواله فيها مع الابتعاد عن المخاطرة وتحقيق العائد المستهدف. وبعد النمو المتسارع لصناعة الصكوك الإسلامية، برزت صناديق التحوط التقليدية وصناديق الدخل الثابت وغيرهما كمشترين عالميين كبار في الخليج للصكوك الاسلامية التي غالبا ما كان يشتريها مستثمرون مسلمون يبحثون عن أصول متوافقة مع الشريعة.

في بداية الألفية الجديدة جرى تسويق بعض المنتجات كاستثمارات شبيهة بصناديق التحوط الاسلامية إلا أن كثيرا من علماء الشريعة حينها اعتقدوا أن من المستحيل أن يلتزم صندوق تحوط حقيقي بقواعد الشريعة الإسلامية. حيث كانت محاولة اريك ماير لطرح صندوق تحوط إسلامي عام 2000 محل مناقشة عامة مستفيضة، وقد استثمر اريك حوالي 3 ملايين دولار، كما حصل على الموافقة الشرعية من الشيخ نظام يعقوبي، ومن يوسف طلال

دي لورينزو، ومن الدكتور داود بكر. وعرض إريك صندوقا أساسيا محايدا ومحميا يتمتع بالسيولة كبديل للوسائل الاستثمارية قصيرة الأجل. أما المنتج الثاني الذي طرحه اريك فهو ماستر فند، الذي جمع فيه عددا مختارا من مديري الصناديق مستخدمين الوسائل طويلة وقصيرة الأجل لنظام المرابحة والعربون لغربلة الأوراق المالية التي تقل عن مستوى مؤشر داو جونز الإسلامي.

وظلت صناديق التحوط الإسلامية مثار جدال ساخن طيلة سنوات في دوائر المؤتمرات والندوات الإسلامية، وكذلك في أوساط المهتمين بالتمويل الإسلامي، ففي المؤتمر العالمي الخامس للاقتصاد الإسلامي الذي عقد في البحرين بين 7 و9 أكتوبر 2003، نشب خلاف حاد بين المشاركين بسبب التباين الواسع في الآراء حول "صناديق وأدوات التحوط الإسلامية" فبينما يرى البعض أن صندوقا تحوطيا ملتزما بتعاليم الشريعة الإسلامية هو الحل المثالي لمديري الصناديق الراغبين في الاستفادة من السيولة الضخمة في منطقة الخليج، أكد عدد كبير من العاملين في قطاع التمويل الإسلامي أن العملين غير متوافقين وأن القواعد الأساسية لصناديق التحوط تخالف الشريعة الإسلامية.

وكان ثاني صندوق تحوط إسلامي هو صندوق الفنار الذي عرضته شركة سيدكو في السعودية في النصف الثاني من عام 2003 بقيمة 250 مليون دولار. كان الصندوق عبارة عن صندوق تحوط بمدير واحد يستخدم استراتيجية طويلة / قصيرة تركز على نمو الأسهم الأمريكية المتوسطة إلى الكبيرة. واستخدم الصندوق صيغة "السلم" لتوفير المرونة في إنشاء المحفظة[1]. وفي ألمانيا أعلن دوتش بنك إصدار شهادات عن صندوق إسلامي للتحوط، ولكنه من حيث التعريف ليس صندوق تحوط، وهناك صناديق أخرى كثيرة منها صندوق GAFM Global Assetsوصندوق فندز مانجمنت إيه جي في سويسرا[2]. وفي يوم 07 جانفي 2009 أطلقت سلطة مركز دبي للسلع المتعددة وشركة شريعة كابيتال لإدارة الأصول مؤشر دبي شريعة لصناديق التحوط الاسلامية التي تستثمر في السلع الأولية. وهو الأول من نوعه لرصد أداء صناديق التحوط التي تعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية. وتتولى طومسون رويترز حساب المؤشر ونشر تقارير الأداء الخاصة به.

وكان المؤشر يعكس أداء أربعة صناديق تحوط يتكون منها صندوق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية– كوثر للسلع وهو صندوق صناديق موزونة بشكل متساو وتعتمد الصناديق الأربعة استراتيجية موحدة وتركز على السلع وتستثمر في الذهب والطاقة الموارد الطبيعية والتعدين. وحصل كل صندوق على 50 مليون دولار تمويلا رأسماليا أوليا من مركز دبي للسلع المتعددة[3]. والصناديق الأربعة هي:

[1] Bank Negara Malaysia , Hedge Funds and Islamic Finance : Discussion Material, 4 November 2004, p.49.
[2] https://www.aleqt.com/2009/05/01/article_143511.html
[3] https://www.alraimedia.com/article/8861

- ❖ صندوق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية– كوثر الذهبي المحدود.
- ❖ صندوق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية– كوثر للطاقة المحدود.
- ❖ صندوق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية– كوثر للموارد الطبيعية المحدود.
- ❖ صندوق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية– كوثر للموارد العالمية والتعدين المحدود.

الفرع الثاني: مفهوم صناديق التحوط الإسلامية

ليس هناك تعريف معياري لصناديق التحوط الإسلامية لكن مفهوم صندوق التحوط لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية. المشكلة مع صناديق التحوط التقليدية هي استخدامها للأدوات والاستراتيجيات المالية التي تحظرها الشريعة الإسلامية للتحوط من المخاطر. بمجرد أن يستخدم صندوق التحوط أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، يمكن أن يصبح صندوق تحوط إسلامي.

يتطلب امتثال صندوق التحوط لأحكام الشريعة أن تكون تقنيات وأدوات صندوق التحوط خالية مما يلي: [1]

- ❖ ضمان الاستثمار من قبل مدير صندوق التحوط لأن الضمان يحول تشغيل الصندوق إلى إقراض واقتراض وفي هذه الحالة أي مبلغ يتم دفعه كأرباح يعتبر فائدة.
- ❖ التحوط من خلال العقود والآليات غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مثل مقايضات أسعار الفائدة والمشتقات التقليدية والسندات والتأمين التقليدي.
- ❖ عدم المساواة من حيث تحمل الخسائر: الأسهم الممتازة.
- ❖ عدم حيازة وتأمين البضائع المباعة (البيع على المكشوف).
- ❖ العناصر غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الاتفاقيات والعقود.
- ❖ بيع الأسهم المقترضة (غير المملوكة).
- ❖ وجود القمار.

من خلال قراءتنا للعديد من الأدبيات ارتأينا تعريف صندوق التحوط الإسلامي كما يلي:

- ❖ صناديق التحوط الإسلامية هي شركات مملوكة للقطاع الخاص تجمع أموال المستثمرين وتعيد استثمارها في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية باستخدام استراتيجيات معقدة، هدفها هو التفوق على السوق وتحقيق عوائد عالية بغض النظر عن أوضاع السوق مع التخفيف من المخاطر قدر الإمكان ويجب تحقيق ذلك ضمن الحدود والمبادئ التوجيهية للشريعة الإسلامية.

[1] Arbouna M. B, Hedging and Hedge Funds: Why an Islamic Alternative, International Islamic Capital Market Forum, securities commission Malaysia, 13 November 2008, p.16.

❖ أو هي صناديق استثمار إسلامية تعتمد استراتيجيات تحوط ضمن الأدوات المتوافقة مع الشريعة والمتاحة في الأسواق المالية الإسلامية بهدف تقليص المخاطر إلى أدنى حد ممكن وزيادة العوائد إلى أقصى إمكانية بغض النظر عن تقلبات الأسواق.

المطلب الثاني: الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية

جذب نمو قطاع التمويل الإسلامي اهتمام مديري صناديق التحوط، مما أدى إلى ظهور صناديق التحوط الإسلامية. وطور مديرو الصناديق استراتيجيات بديلة متوافقة مع الشريعة الاسلامية. فالسلم والعربون هما البدائل الإسلامية للبيع على المكشوف التقليدي. على الرغم من ممارسة هذه الاستراتيجيات، لا يزال هناك انقسام في الرأي بين علماء المسلمين حول استخدام هذه البدائل للبيع على المكشوف وأيضا رأي مختلط حول التحوط من المخاطر من خلال أدوات المشتقات الاسلامية. نتعرف في هذا العنصر على أهم بدائل البيع على المكشوف والتزامات الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية.

الفرع الأول: آليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل للبيع على المكشوف

أحد أكبر التحديات التي واجهت مديري صناديق التحوط الاسلامية في صناعة إدارة الصناديق هو عدم السماح لهم بالبيع على المكشوف. لكن في الآونة الأخيرة، أصبحت تتوفر مجموعة واسعة من المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل للبيع على المكشوف:[1]

أولا: بيع العربون

هو بيع الدفعة الأولى. نوع آخر من الأدوات التي لديها القدرة على تعويض البيع على المكشوف التقليدي هو هيكل قائم على العربون، والذي في شكله الأساسي يمكن مقارنته بالدفع المقدم التقليدي. في اتفاقية العربون، يأخذ البائع وديعة من المشتري على أساس أن الوديعة تشكل جزءا من السعر إذا تم بيع الأصل؛ ومع ذلك، لا يتم إرجاعها إذا لم يتم تنفيذ البيع. تبدأ العملية بشراء مستثمر للأسهم من وسيط، بناء على اتفاقية عربون، ثم يدفع البائع على المكشوف وديعة إلى الوسيط مقابل الأسهم. يتم إرضاء هامش استدعاء الوسيط أيضا لأن الإيداع يهدف

[1] For more details see :
- Irfan A Naheem, Hedge Funds Strategies and Shariah Compliant Short Selling http://www.eurekahedge.com/NewsAndEvents/News/1187/Hedge_Funds_Strategies_and_Shariah_Compliant_Short_Selling see on 12/07/2019
- Khan A.M, Islamic Economics and Finance: A Glossary, Routledge; 2nd edition; London, 2003
- Najla Al Shirawi, Exploring the Potential of Islamic Contracts to Replicate the Benefits of Conventional Short-Selling, September 2016, available at : https://www.eurekahedge.com/newsandevents/News/1570/Islamic-Finance-Exploring-Potential-of-Islamic-Contracts-to-Replicate-Benefits-of-Conventional-Short-Selling

إلى تقليد ذلك. نظرا لكونه عربون، يفترض البائع على المكشوف أنه سيمتلك الأسهم ويسمح له الآن ببيعها في السوق من خلال الوسيط الخاص به. ومع ذلك، فإن الممارسة تتعارض مع المعايير التاريخية حيث ينوي مشتري العربون شراء الأصل والاحتفاظ به. ومع ذلك، يعرف البائع على المكشوف منذ البداية أن هناك احتمالاً كبيرا بأنه سيعيد الأسهم إلى الوسيط، وبالتالي يتعارض هذا مع مفهوم العربون البسيط. يمكن لمدير صندوق التحوط إجراء دفعة جزئية على سهم سينخفض سعره السوقي في المستقبل ويتسلم الحصة. ولكن مع ضمان إتمام الشراء بدفع المبلغ المتبقي في غضون الوقت المحدد أو يتعين على الصندوق إعادة الأسهم وفقدان الدفعة المقدمة.

ثانيا: بيع السلم

هناك طريقة أخرى يمكن استخدامها للحصول على فوائد البيع على المكشوف، دون الاقتراض أو الإقراض الفعلي لأي سهم، وهي عقد السلم. ويشير السلم إلى البيع الآجل الذي يتم فيه دفع المبلغ بالكامل مقدما، ولكن مع التسليم في وقت محدد في المستقبل. ويمكن تطبيق المفهوم كبديل للبيع على المكشوف التقليدي عن طريق بيع الأسهم من خلال البيع الآجل بقصد تسليم الأسهم في تاريخ مستقبلي. وقد قام مجلس الشريعة الماليزي بتوسيع نطاق تطبيق السلم على الأوراق المالية. ومع ذلك، فإن العقبة الرئيسية هي أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لا تعترف بالأسهم كجزء من عقد السلم. هناك أيضا عدم وجود معيار إسلامي. ولكن ما إذا كان هذا يمتد إلى صناديق التحوط أو المحافظ التقديرية لا يزال قيد المناقشة نظرا لأن بعض صناديق التحوط الاسلامية تستخدم حاليا هذا الهيكل.

ثالثا: البيع والوعد

هي طريقة بديلة لاستراتيجية البيع على المكشوف من خلال استخدام هيكل قائم على وعد. في هذه الحالة، يدخل الطرفان في اتفاقية وعد لا تنطوي على أي إقراض أو اقتراض، حيث يبيع البائع الأسهم للوكيل ويعد بإعادة شرائها بعد فترة معينة. في الوقت نفسه، يقوم الوكيل ببيع الأسهم إلى البائع، والذي يعد بعد ذلك ببيعها مرة أخرى إلى الوكيل بعد نفس الفترة. وقد ابتكر مجلس الشريعة الماليزي تقنية جديدة حيث تشتري البورصة المركزية ورقة مالية من التاجر مع وعد بإعادة شرائها عندما تبيع البورصة في تاريخ قادم. ومع ذلك، فإن حقوق البائع في الاسترداد محددة في اللوائح وله الحق في تنفيذها على راحته وبنفس الأسلوب في عملية البيع. وهذا ما جاء به المعيار الشرعي رقم 49 حيث " وإن كان الوعد لإنشاء عقد في المستقبل، فإن العقد الموعود لا يتم تلقائيا، بل يجب أن ينجز في حينه بتبادل الإيجاب والقبول، وفي حالة كون الوعد ملزما: إن كان الإيجاب من جهة الموعود له وجب على الواعد ديانة وقضاء أن يقبله، وإن كان الإيجاب من جهة الواعد فالموعود له بالخيار. إن شاء قبله وإن

شاء رفضه . ومع ذلك، يكمن الضعف في هذه الاستراتيجية في وجود خلاف حول ما إذا كان الوعد يجب أن يكون ملزما. لذلك قد يتخلى البائع على المكشوف عن وعده، خاصة إذا ارتفع سعر السهم. وبذلك تصبح الطريقة الوحيدة التي يمكن أن تعمل بها وعد في بيئة البيع على المكشوف، هي جعلها وعداً ملزماً من جانب واحد. ومع ذلك، يمكن التخفيف من المخاطر من خلال جعل صندوق التحوط الاسلامي يعمل كوسيط وله حق الوصول إلى الأصول المالية وبذلك سيكون لديه القدرة على البيع مرة أخرى إلى المالك الأصلي إذا كان البائع قد أوفى بوعده بالشراء. يمكن أيضا تنظيم الوعود من خلال اتفاقية ضمانات شاملة في حالة فشل أحد الأطراف الوفاء بها.

رابعا: هيكل الإجارة

يمكن إرجاع الجهود المبكرة للأسواق الإسلامية في التسعينيات لإيجاد بديل متوافق مع الشريعة الإسلامية للبيع على المكشوف التقليدي إلى ماليزيا، مع محاولات لتكرار هذه الأداة من خلال عقد قائم على الإجارة. كانت الآليات الأساسية لمثل هذا الهيكل تعني أنه بدلاً من اقتراض الأصول للبيع على المكشوف، سيتم تأجيرها من الطرف الآخر. في هذا الهيكل، يدفع البائع على المكشوف مدفوعات الإيجار لمالك السهم مقابل امتياز استخدام الأسهم. تنتهي العملية بإعادة البائع على المكشوف الأسهم إلى المالك الأصلي في نهاية مدة الإيجار.

ومع ذلك، قد يكون البيع على المكشوف على أساس الإجارة مثيرا للجدل، لأن البائع على المكشوف يقوم بتأجير الأسهم فقط وليس لديه ملكية كاملة لها. لذلك، على الرغم من أن عقد الإجارة قدم بديلاً سهلاً للبيع على المكشوف، أعلن البنك المركزي الماليزي في عام 2009 أنه لم يقبل أن تكون أسهم الشركات موضوع عقد إجارة.

الفرع الثاني: التزامات الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية

يتم الاستثمار في هذه الصناديق من خلال المحافظة على التزامات معينة، أبرزها:[1]

- ❖ يجب أن تظل المحفظة متوافقة مع الشريعة بمرور الوقت، مما يعني أن المسؤول يواصل مراقبة وفحص المحفظة حتى يتم الحفاظ على المعايير الشرعية، بمعنى أن يتم تغطية كل خطوة. وتتم الموافقة عليها من قبل الهيئة الشرعية، وكذلك المدير والوسيط الرئيسي.
- ❖ تزود صناديق التحوط الإسلامية المستثمرين بمجموعة واسعة من الأوراق المالية القابلة للتحويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وغيرها من الأصول المؤهلة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على أساس عالمي والتي تتميز بمجموعة متنوعة من أهداف الاستثمار بما في ذلك نمو رأس المال والدخل.

[1] تم جمع هذه النقاط، بعد الإطلاع على نشرات الاكتتاب لصناديق التحوط الإسلامية التي تم استخدامها في الجانب التطبيقي.

- ❖ تسعى صناديق التحوط الإسلامية للتقليل من التعرض لمخاطر الاستثمار من خلال التنويع وتزويد المستثمرين بمزايا محفظة تدار من قبل مديرين مؤهلين وفقاً لأساليب ناجحة لاختيار الاستثمارات.
- ❖ يكون الصندوق مسؤولاً بمفرده عن أصوله والتزاماته.
- ❖ يجوز لكل صندوق تحوط إسلامي الاستثمار في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة "عند إصدارها" والسعي للحصول على تمويل، كل ذلك في حدود قيود الاستثمار الخاصة بالسوق المالية الاسلامية والمبادئ التوجيهية للشريعة الإسلامية.
- ❖ يحصل المشتركون في الصندوق على وثيقة تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على الأرباح النسبية المتراكمة بالفعل من الصندوق. قد تسمى هذه المستندات "الشهادات" "الوحدات" "الأسهم" أو ربما تُعطى أي اسم آخر، ولكن الصلاحية من الناحية الشرعية تخضع دائما لشرطين أساسيين:
  - أولاً، يجب أن تحمل ربحا مقسما بالنسب حصل عليه الصندوق بالفعل. ولا يمكن ضمان رأس المال أو معدل الربح. فيجب على المشتركين الدخول في الصندوق مع فهم واضح أن العائد على اشتراكهم مرتبط بالربح الفعلي المكتسب أو الخسارة التي تكبدها الصندوق.
  - ثانيا: يجب استثمار المبالغ المجمعة معا في عمل يوافق الشريعة الإسلامية. وهذا يعني أنه ليس فقط قنوات الاستثمار، ولكن يجب أن تتوافق الشروط المتفق عليها أيضا مع المبادئ الإسلامية.
- ❖ عندما تنص سياسة الاستثمار الخاصة بصندوق التحوط الاسلامي على أن الاستثمارات ستتم "بشكل رئيسي" في نوع معين من الأوراق المالية، أو في بلد أو منطقة أو صناعة معينة، فهذا يعني أن ثلثي إجمالي أصول الصندوق (دون مراعاة الأصول السائلة الإضافية) على الأقل تم استثمارها في هذا النوع أو البلد أو المنطقة أو الصناعة.
- ❖ يجوز لكل صندوق، الاحتفاظ بأصول سائلة متوافقة مع الشريعة الإسلامية عندما يعتقد مدير الاستثمار المعني أنها توفر فرصا أكثر جاذبية أو كإجراء دفاعي مؤقت استجابةً لظروف السوق أو الاقتصادية أو السياسية أو غير ذلك من الظروف المعاكسة، أو لتلبية السيولة والاسترداد والاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل. أما في ظروف السوق الاستثنائية وعلى أساس مؤقت فقط، يمكن استثمار 100٪ من صافي أصول أي صندوق في الأصول السائلة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مع مراعاة مبدأ توزيع المخاطر. قد يتم الاحتفاظ بهذه الأصول في شكل ودائع نقدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية (بما في ذلك الهبة) أو أدوات سوق المال.

❖ أي أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تستخدم لتنفيذ استراتيجيات التحوط فيما يتعلق بفئة واحدة أو أكثر من فئات الصندوق يجب أن تكون أصولاً و / أو التزامات لهذا الصندوق ككل، وتُعزى المكاسب أو الخسائر في تكاليف الأدوات المالية على فئة الأصول ذات الصلة.

المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية

بعد الاطلاع على استراتيجيات صناديق التحوط الإسلامية المدرجة في موقع eurekahedge لأكثر من 100 صندوق لا حظنا أن صناديق التحوط الإسلامية تمتلك استراتيجيات محدودة يمكن تنفيذها مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية. يمكن تقسيم استراتيجيات صناديق التحوط الإسلامية إلى:

الفرع الأول: نمط الاستراتيجيات حسب نوع الاستثمار

أولا: استراتيجية النمو

وفق هذه الاستراتيجية يهدف الصندوق إلى تحقيق عوائد معقولة في كل من الدخل ونمو رأس المال على المدى المتوسط إلى الطويل من خلال الاستثمار في محفظة واسعة من الأوراق المالية المرخصة والاستثمارات الأخرى التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

يسعى الصندوق إلى تعظيم إجمالي العوائد من خلال توفير مزيج من الدخل، إن وجد، وزيادة رأس المال، إن وجدت، مع تقليل المخاطر من خلال الاستثمارات المتنوعة في الأسهم والصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. كما يستخدم الصندوق نهجا من أعلى إلى أسفل يبدأ بمراجعة الاقتصاد المحلي وأسواقه المالية في سياق السيناريو الاقتصادي العالمي وتدفقات رأس المال. هذا يحدد الأساس لقرار توزيع الأصول الإجمالي. ويتم بعد ذلك اختيار الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بعد تحليل التوقعات للاقتصاد المحلي الواسع والقطاعات الفردية داخل الاقتصاد والشركات داخل كل قطاع.

ثانيا: استراتيجية انتقاء الأسهم المتوافقة مع الشريعة

تهدف هذه الاستراتيجية إلى تزويد المستثمرين بعائدات ثابتة من خلال تمكين المستثمرين من المشاركة في آفاق نمو الأسواق المالية الإسلامية. ولتحقيق الهدف الاستثماري، يقوم المدير باستثمار غالبية الأصول في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مع التركيز على تلك التي تظهر نموا أعلى من المتوسط في الأرباح، وتتمتع بمكانة تنافسية رائدة وتظهر إمكانية تحقيق عوائد أعلى أثناء البقاء. بالإضافة إلى ذلك، من المحتمل أن يستثمر الصندوق في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي لا تدفع حاليا أرباحا ولكنها توفر احتمالية للدخل المستقبلي أو

زيادة رأس المال. ولهذه الغاية، يتم تداول الصندوق بكثرة ويسعى المدير بنشاط إلى إضافة قيمة عن طريق زيادة أو تقليل وزن المكونات المرجعية بشكل انتقائي لتحقيق أداء أعلى نسبيا.

ثالثا: الاستراتيجية متعددة الأبعاد

يتم الاستثمار في مجموعة منتقاة من المنتجات الاستثمارية المصممة بعناية لتحقيق عوائد ممتازة معدلة حسب المخاطر، مع الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية. تشمل المنتجات الأسهم العالمية والإجارة الدولية (التأجير) وصناديق العقارات. قبل عرضها على العملاء، تخضع المنتجات لعملية صارمة من العناية التي تسعى إلى ضمان استيفائها لبعض المعايير الهامة الخاصة بالمخاطر والعائد. ويسعى الصندوق إلى تزويد المستثمرين بتدفق دخل منتظم ومستوى عال من السيولة لتلبية متطلبات التدفق النقدي مع الحفاظ على رأس المال. يستثمر الصندوق في أدوات سوق المال الإسلامية، بما في ذلك الودائع المستندة إلى الشريعة، والأدوات الإسلامية القابلة للتداول، وسندات القبول الإسلامية. إن استراتيجية الاستثمار في أدوات أسواق المال الإسلامية ستكون مدفوعة بتوقعات أسعار الفائدة للسوق على المدى المتوسط إلى المدى الطويل. ويمكن ذلك المدير من اتخاذ قرار بشأن هيكل الاستحقاق للصندوق. كما يتم إجراء تحليل العائد النسبي بين الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي لها نفس التصنيف الائتماني لتحديد ما إذا كان يمكن تعزيز العائدات عن طريق تحويل الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. بالإضافة إلى ذلك، يبحث المدير باستمرار عن مشكلات ترقية الائتمان المحتملة وتجنب مشكلات خفض التصنيف المحتملة لزيادة العوائد إلى حاملي الوحدات.

رابعا: استراتيجية التوازن

يستثمر صندوق التحوط الإسلامي وفقاً لمزيج متوازن بين الأسهم وسندات الدين الإسلامية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مع تعرض حقوق الملكية بنسبة تتراوح بين 40٪ و 60٪. تأتي القيمة المضافة لاستثمارات الدخل الثابت من إدارة المدة التكتيكية النشطة وتحديد منحنى العائد وتحكيم فروق الائتمان. بالنسبة للاستثمارات في الأسهم، تستمد القيمة المضافة من اختيار الأسهم النشطة مع التركيز على الأسهم المقومة بأقل من قيمتها بالنسبة لإمكانية نمو أرباحها أو قيمتها الجوهرية. كما يتم تحديد توزيع الأصول التكتيكي بين الأصول والقطاعات من خلال تحليل العوامل الاقتصادية التي تؤثر على دورة الأعمال.

خامسا: استراتيجية الدخل الثابت (الاستثمار في الصكوك)

تهدف هذه الاستراتيجية إلى توفير دخل ثابت على المدى المتوسط إلى الطويل الأجل من خلال الاستثمارات في المقام الأول في الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. ولتحقيق ذلك، يقوم الصندوق بالاستثمار في العديد

من الصكوك سواء كانت صادرة عن الحكومة أو شركات خاصة. يستثمر الصندوق بشكل فريد في فئة أصول واحدة (الصكوك) ولا يسمح له بالاستثمار في أسواق أخرى (السندات التقليدية، الأسهم، السلع).

من المتوقع أن تحقق هذه الصكوك أرباحا على فترات محددة مسبقًا. ثم يتم توزيع هذه الأرباح على حاملي الوحدات في شكل دخل. إن استراتيجية الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الصكوك المحلية تكون مقرونة بالتغيرات في أسعار الفائدة. لذلك على المدير اتخاذ القرار بشأن الاحتفاظ بصكوك معينة كاستثمارات للصندوق. كما يقوم أيضا بتحليل العوائد بين الصكوك الإسلامية والتي لها نفس التصنيف الائتماني لتحديد ما إذا كان يمكن زيادة العوائد عن طريق تبديل الصكوك. تتضمن عملية الاستثمار نهجاً تحليلياً مزدوجاً لمحفظة متنوعة للغاية من الصكوك. كما يتيح التحليل التنازلي تحديد الاتجاهات الكلية عبر الأسواق العالمية. ويؤدي هذا التحليل إلى توجيه تخصصات الحافظة من حيث:

- التعرض الجغرافي والقطاعي.
- متوسط المدة والاستحقاق.

سادسا: استراتيجية الاستثمار السلعي

الهدف من هذه الاستراتيجية هو تحقيق نمو رأس المال من خلال الاستثمار في تجارة السلع في الأسواق العالمية، وإبرام صفقات تداول لشراء السلع والمواد الخام لإعادة بيعها بسعر أعلى. تضاف الأرباح الناتجة إلى أصول الصندوق لإعادة استثمارها.

الفرع الثاني: نمط الاستراتيجيات حسب مدة الالتزام

أولا: استراتيجية الالتزام طويل الأجل

حسب هذه الاستراتيجية يتمحور الهدف الاستثماري للصندوق في تزويد المستثمرين بنمو طويل الأجل في رأس المال من خلال الاستثمار المباشر وغير المباشر في محفظة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات من جميع أنحاء العالم. وتتم الاستثمارات فقط في الشركات المدرجة ضمن المؤشر الإسلامي للسوق والأسهم الأخرى التي وافق عليها المجلس الاستشاري الشرعي. يركز الصندوق، المدار بشكل نشط، على السندات الشرعية وتتألف محفظة الأسهم الخاصة به بشكل أساسي من أسهم توزيعات الأرباح ذات أسهم بيتا منخفضة والأسهم الرئيسية المكونة للمؤشر الإسلامي للسوق. كما تركز إدارة الأصول للصندوق على ابتكار استراتيجيات استثمارية تتمحور حول السلع، ومن ثم امتلاك قدرات في مجال إدارة الأصول، والالتزام على الأجل الطويل بالعمل على نمو هذا المجال من الأعمال. وتستعمل صناديق التحوط الإسلامية عقود المرابحة بالنسبة للمراكز الطويلة، والتي تعتبر على

الصعيد الاقتصادي نسخة من تسهيلات الهامش التقليدية. وتتم تصفية عقد المرابحة بخسارة إذا ما تراجع السعر إلى ما دون المستوى الذي يضمن الحماية للصندوق. فليست ثمة فترة انتظار، حيث يتم استخدام الأسهم كضمان على الفور.

ثانيا: استراتيجية الالتزام المتوسط

قد يتخذ الصندوق مراكز متوسطة الأجل مركزة نسبيا في عدد مختار من الشركات. يتبنى مدير الصندوق فلسفة استثمارية قائمة على القيمة ويطبق أفقًا استثماريا يتراوح بين 18 و 24 شهرا، بهدف الحصول على الاتجاه الصعودي المادي في أسعار الأصول. يركز الصندوق على العائد المطلق الذي لا يتم قياسه وفقًا لمؤشر، مما يسمح لمدير الصندوق بأخذ نظرة متوسطة الأجل وأكثر وضوحا حول وقت الدخول والخروج من الاستثمارات. يدار الصندوق وفق مبادئ الشريعة الإسلامية الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية. ينصب تركيزه الأساسي على الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في أسواق منطقة معينة. الصندوق قادر على الاستثمار في أدوات سوق المال الإسلامية، بما في ذلك الصكوك، إذا وافقت عليها هيئة الرقابة الشرعية.

ثالثا: استراتيجية الالتزام القصير

تهدف هذه الاستراتيجية إلى توفير سيولة ودخل قصير الأجل، مع الحفاظ على استقرار رأس المال من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من أدوات أسواق المال الإسلامية. يتم تنظيم الصندوق كصندوق مفتوح مع تخصيص مستهدف لا يقل عن 90 ٪ من صافي قيمة أصول الصندوق المستثمر في أدوات سوق المال الإسلامية بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية وإيداع الودائع الإسلامية لدى المؤسسات المالية، وكلها عالية السيولة مع فترة استحقاق أقل من 365 يوما. يمكن استثمار ما يصل إلى 10 ٪ من صافي قيمة الأصول للصندوق في صكوك إسلامية لها فترة استحقاق متبقية تزيد عن 365 يوما ولكن أقل من 732 يوما. يتم استثمار غالبية الأصول في أدوات سوق المال الإسلامية قصيرة الأجل الصادرة عن مؤسسات مالية مرخصة تحمل تصنيف ائتماني بحد أدنى A2 أو تصنيف معادل من قبل أي وكالة تصنيف ائتماني محلية أو عالمية، مع التركيز على الأدوات التي توفر عوائد أعلى من المتوسط مقارنة بالعائد من حسابات التوفير والاستثمار مع توفير السيولة من خلال موازنة المخاطر والعائد بشكل فعال عبر المحفظة ككل. تشمل أدوات سوق المال الإسلامية التي يستثمر فيها الصندوق الودائع المستندة إلى الشريعة الإسلامية، والكمبيالات الإسلامية المقبولة، والأدوات الإسلامية القابلة للتداول.

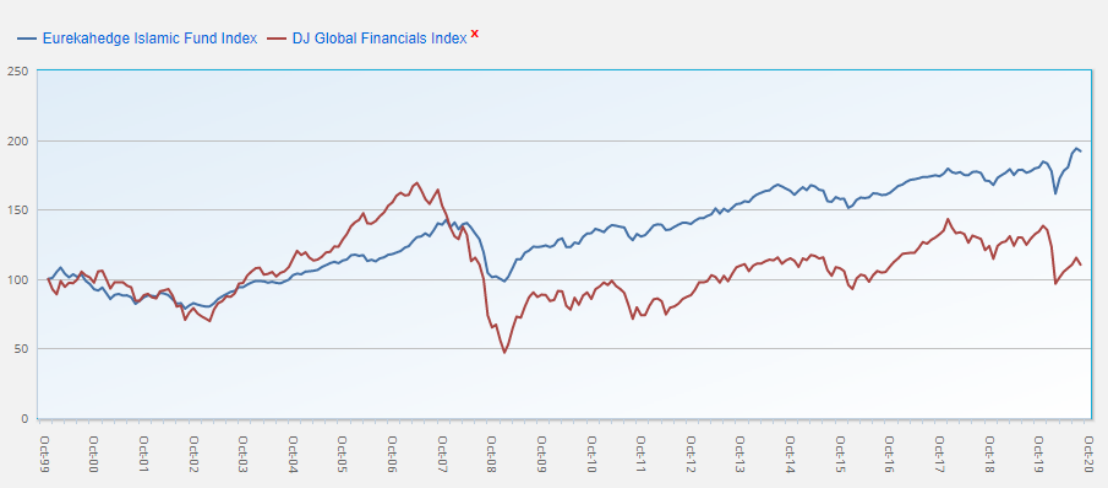
المطلب الرابع: صناعة صناديق التحوط الإسلامية

مع تزايد الطلب من الأسواق الجديدة، انخرطت صناعة التمويل الإسلامي في مجالات كانت في السابق خارج نطاق القيود الصارمة، مثل صناديق التحوط وتداول المشتقات. من المرجح إطلاق المزيد من صناديق التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، رغم النقاش المستمر حول إلى أي مدى يفرض الإسلام عقوبات على مثل هذه الاستثمارات. لقد نجح عدد قليل من صناديق التحوط الإسلامية في الظهور بنجاح، حيث يكافح مديرو الأصول للتوفيق بين الحظر الديني على المضاربة المفرطة مع تقنيات صناديق التحوط الشائعة مثل البيع على المكشوف. سوف نناقش في هذا العنصر حجم وأداء صناديق التحوط الإسلامية.

الفرع الأول: أداء صناديق التحوط الإسلامية

مؤشر Eurekahedge لصناديق التحوط الإسلامية هو مؤشر مرجح بالتساوي يضم 235 صندوقاً مكونا. تم تصميم المؤشر لتوفير مقياس واسع لأداء مديري صناديق التحوط المتوافقين مع الشريعة الإسلامية على النحو الذي تحدده معايير الشريعة الإسلامية الدولية. مكونات المؤشر هي صناديق ذات عوائد نسبية طويلة فقط تتكون من وحدة الثقة وصناديق الاستثمار المشتركة ومديري العقارات. المؤشر مرجح أساسي عند 100 في ديسمبر 1999 ولا يحتوي على صناديق مكررة وهو مقوم بالعملات المحلية.

الشكل رقم (21): أداء مؤشر Eurekahedge لصناديق التحوط الإسلامية للفترة 1999-2020



Source : www.eurekahedge.com (12/11/2020)

إن الأزمة المالية لعام 2008 التي كان مركزها في الاستثمارات المضاربة وذات الاستدانة العالية، وهي إحدى الأمثلة التي تمكنت فيها صناديق التحوط الإسلامية من تجنب تداعيات انهيار أسعار الأصول. انخفض مؤشر Eurekahedge لصناديق التحوط الإسلامية بنسبة 26.61٪ فقط في عام 2008، مقارنة بمؤشر MSCI

العالمي الذي انخفض بنسبة 41.12٪. ثم انتعش نمو الصناديق الإسلامية للتحوط في العام التالي حين بدأت أسواق الأسهم في التعافي.

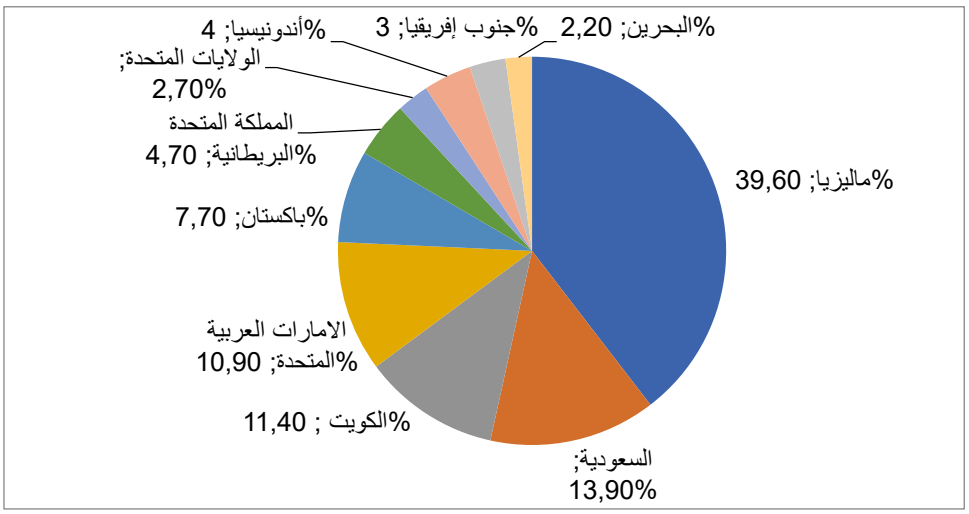
أنهت صناعة صناديق التحوط الإسلامية عام 2018 بأضعف أداء لها منذ الأزمة المالية العالمية في 2008. وانخفض مؤشر Eurekahedge لصناديق التحوط الإسلامية بنسبة 4.83٪، ومع ذلك تتفوق على مؤشر Dow Jones Islamic World Index ومؤشر MSCI World IMI اللذين سجلا خسائر بلغت 8.36٪ و 14.94٪ على التوالي خلال نفس الفترة. سجلت صناديق التحوط الإسلامية في آسيا والمحيط الهادئ أكبر الخسائر بين أقرانها الإقليميين حيث عانت المنطقة من عدة تقلبات معاكسة، لا سيما تصاعد الحرب التجارية بين الولايات المتحدة والصين وتباطؤ نمو الاقتصاد الصيني. نتيجة لذلك، تمكن ربع الصناديق فقط في آسيا والمحيط الهادئ من إنهاء العام بعائد موجب. وفي الوقت نفسه، حققت صناديق التحوط الإسلامية في الشرق الأوسط وأفريقيا التي تحوي موطن أكبر الدول المصدرة للنفط في العالم أفضل أداء خلال العام. تحسنت أسعار النفط الخام عندما فرض الرئيس الأمريكي دونالد ترامب عقوبات اقتصادية على إيران، التي تعد واحدة من أكبر منتجي النفط في العالم بسبب مزاعم بتطويرها الصاروخي ودعم الإرهاب. نتيجة لذلك، ارتفع سعر النفط إلى المستوى الذي شوهد آخر مرة قبل انهيار 2015.

الفرع الثاني: التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط الاسلامية

حسب موقع Eurekahedge والذي تحتوي قاعدة بياناته على صناديق تحوط خالصة ومستشارين لتجارة السلع (CTAs)، يوجد 517 صندوق تحوط اسلامي في قاعدة البيانات مع أكثر 5 مواقع شعبية لإدارة استراتيجية لصندوق تحوط إسلامي عالمي؛ ماليزيا (160 صندوقاً)، المملكة العربية السعودية (56 صندوقاً)، الكويت (46 صندوقاً)، الإمارات العربية المتحدة (44 صندوقاً) ، باكستان (31 صندوقاً) [1].

[1] إلى غاية 01 نوفمبر 2020.

الشكل رقم (22): توزيع عدد صناديق التحوط الإسلامية حسب الدول (نوفمبر2020)



Source : www.eurekahedge.com, (12/11/2020)

رغم كون السعودية تحتل المركز الأول من حيث عدد الصناديق الإسلامية، إلا أنها تضيق الخناق على صناديق التحوط الإسلامية فيما يتعلق بشروط الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية، فيما تتميز البيئة الماليزية بشروط أقل تعقيدا وأكثر تساهلا.

وفيما يلي أهم الاحصائيات المتعلقة بصناديق التحوط الإسلامية:

الجدول رقم (04): احصائيات العائد والمخاطرة لصناديق التحوط الإسلامية (نوفمبر2020)

احصائيات		العائد/مخاطرة	
العائد السنوي	3.19	الانحراف المعياري السنوي (٪)	8.08
عائد 2020[1]	4.09	الانحراف السلبي (٪)	6.15
عائد 2019	10.05	الانحراف الصاعد (٪)	5.23
أفضل عائد شهري (٪)	6.87	أقصى تراجع (٪)	-31.04
أسوء عائد شهري (٪)	12.29-	نسبة شارب	0.15

Source : www.eurekahedge.com (20/11/2020)

حققت صناديق التحوط الإسلامية عائداً معتبراً سنة 2019 والمقدر ب 10.05 % لكن العائد انخفض إلى 4.09 % في ظل تداعيات الوباء العالمي covid 19 . ومع ذلك تراوحت عوائد مديري صناديق التحوط الإسلامية بين 6.87% و(-12.29%). أما بالنسبة للمخاطر التي تعرضت لها صناديق التحوط فتمثلت في 8.08%

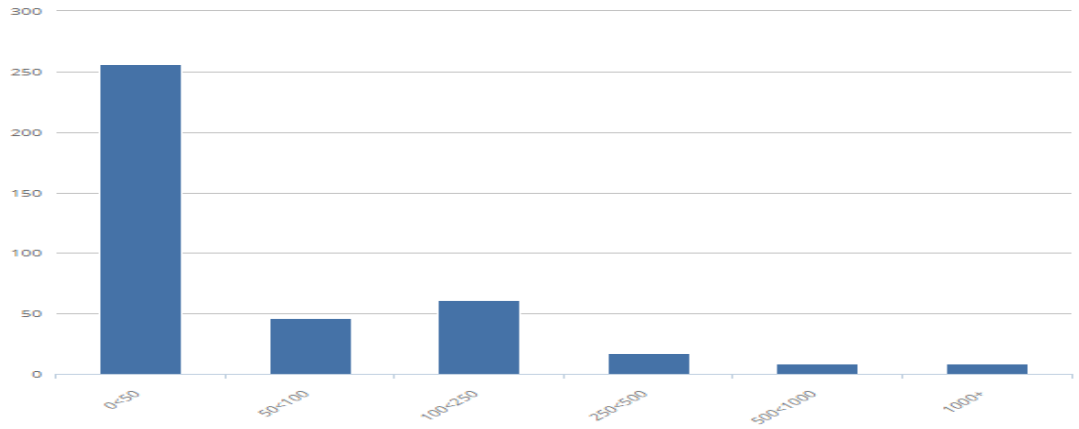
[1] عائد سنة 2020 محسوب إلى غاية سبتمبر

كانحراف سنوي معياري، فيما استقرت نسبة شارب عند 0.15 % وتهتم نسبة شارب بالانحراف المعياري (δp) كمقياس للمخاطرة الكلية للمحفظة متضمنة المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

الفرع الثالث: متوسط حجم الأصول المدارة في صناديق التحوط الاسلامية

بلغ متوسط الحد الأدنى لحجم الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية 1،087 مليون دولار أمريكي، مقارنة بـ 2،201 مليون دولار أمريكي لصناديق التحوط التقليدية نهاية 2019. بينما يصل متوسط الأصول المدارة في صندوق التحوط الإسلامي 96 مليون دولار أمريكي فإن ما يقارب 12٪ من الصناديق تشرف على أكثر من 100 مليون دولار من الأصول.

الشكل رقم (23): توزيع صناديق التحوط الإسلامية العالمية حسب الأصول المدارة إلى غاية01 نوفمبر 2020 (مليون دولار أمريكي)



Source : www.eurekahedge.com (20/11/2020)

يتراوح حجم الصناديق الأكثر شيوعا بين مديري الاستثمار في صناديق التحوط الإسلامية بين 0 و50 مليون دولار أمريكي مع 256 مدير صندوق إسلامي عالمي يديرون صناديق بهذا الحجم. في حين توجد 9 صناديق فقط تزيد قيمتها عن 1 مليار دولار أمريكي. وهو ما يعكس صغر حجم صناديق التحوط الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية.

المطلب الخامس: اعتبارات المخاطر والتحوط في صناديق التحوط الاسلامية

الفرع الأول: التحديات التي تواجه صناديق التحوط الإسلامية

- ❖ تجعل مبادئ الشريعة الإسلامية من الصعب تشغيل صندوق تحوط إسلامي. في حين تستلزم المبادئ الإسلامية أن تكون المعاملات مدعومة بأصول حقيقية، مما يقيد نطاق الاستراتيجيات المسموح بها.
- ❖ واجهت صناديق التحوط الإسلامية قيودا مع تكييف الاستراتيجيات التقليدية. فالأدوات الشائعة الاستخدام مثل البيع على المكشوف (لا يستطيع المرء بيع ما لا يملكه) والرافعة المالية (الربا) والمشتقات (عدم اليقين أو المقامرة)، كل هذه الاستراتيجيات لا تبيحها الشريعة الإسلامية.
- ❖ من منظور إسلامي، لا يسمح بالبيع القصير بالمعنى التقليدي. أولاً، يتضمن البيع على المكشوف بيع شيء لا تملكه، وهذا غير مسموح بموجب الشريعة الإسلامية. ثانيا، عندما يتلقى المدير عائدات قصيرة، يتم وضعها في حساب مصرفي ويكسب فائدة – وهو أمر غير مسموح به أيضا.
- ❖ تستغرق صناديق التحوط الإسلامية وقتاً طويلاً ويصعب إطلاقها. يستغرق صندوق التحوط التقليدي، في المتوسط سنة ونصف للانتقال من فكرة إلى سوق. على النقيض من ذلك، قد يستغرق الأمر ثلاث سنوات على الأقل لإطلاق صندوق تحوط متوافق مع الشريعة الإسلامية. حيث يواجه صندوق التحوط الإسلامي عقبات في بناء وعاء شرعي والحصول على موافقة علماء الشريعة عليه.
- ❖ التحدي الآخر الذي يواجه صندوق التحوط الإسلامي هي أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تميل إلى أن يكون لديها مديرون أقل من الصناديق التقليدية، ويرجع ذلك أساسا إلى وجود عدد أقل من المديرين الذين يمكنهم تلبية معايير الصندوق الإسلامي. بينما يحتاج صندوق التحوط إلى عدد كبير من المديرين الأساسيين للحصول على فوائد التنويع.

الفرع الثاني: اعتبارات إدارة المخاطر في صناديق التحوط الإسلامية

- ❖ تزداد قيمة أسهم الصندوق الإسلامي للتحوط مع زيادة قيمة الأوراق المالية التي يملكها وتنخفض مع انخفاض قيمة استثمارات الصندوق. بهذه الطريقة، يشارك المستثمرون في أي تغير في قيمة الأوراق المالية المملوكة للصندوق ذات الصلة. بالإضافة إلى ذلك، قد تتغير قيمة أسهم الصندوق أيضا مع التحركات في أسواق الأسهم والصكوك ككل.
- ❖ الاستثمارات المختلفة لها أنواع مختلفة من المخاطر. تتمتع صناديق التحوط الاسلامية أيضا بأنواع مختلفة من المخاطر، اعتمادا على الأوراق المالية التي تمتلكها.

- ❖ قد يتأثر أداء صندوق التحوط الإسلامي بالتغيرات في السوق أو الظروف الاقتصادية والسياسية والمتطلبات القانونية والتنظيمية والضريبية. لا يوجد أي ضمان أو تعهد بأن برنامج الاستثمار سيكون ناجحا ولا يمكن أن يكون هناك ضمان بتحقيق أهداف الاستثمار للصندوق
- ❖ الأداء السابق لصندوق التحوط الإسلامي ليس دليلاً للأداء المستقبلي، فقد تنخفض قيمة الاستثمارات كما قد ترتفع. كما قد تؤدي التغيرات في أسعار الصرف بين العملات إلى انخفاض قيمة استثمارات الصندوق أو زيادتها.
- ❖ وفقاً للحدود المنصوص عليها في قيود الاستثمار والمبادئ التوجيهية الشرعية، يجوز لصندوق التحوط الإسلامي أن يستثمر في أدوات المشتقات المالية الإسلامية[1] بشرط أن:
  - تكون مناسبة اقتصاديا من حيث أنها تتحقق بتكلفة منخفضة، وتتمتع بفعالية عالية.
  - تم الدخول فيها لتقليل المخاطر، أو خفض التكلفة أو توليد مكاسب أو دخل إضافي لرأس المال مع مستوى من المخاطرة يتوافق مع بيان مخاطر الصندوق ذي الصلة ومتطلبات تنويع المخاطر المنصوص عليها شرعا. ويتم تسجيل المخاطر بشكل مناسب من خلال عملية إدارة المخاطر المطبقة على الصندوق.
- ❖ تشترط إدارة المخاطر في صناديق التحوط الاسلامية أن تكون وسائل إدارة هذه المخاطر متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. يمكن أن تأتي إدارة المخاطر في شكل شفافية كاملة، والوفاء بالالتزامات التعاقدية، والمساءلة والتصرف بطريقة مهنية. المعاملات المالية المستندة إلى الشريعة الإسلامية تشمل كل ترتيبات الشراكة وتقاسم المخاطر أو المكافآت. يجب أن تكون الإجراءات التي يتم اتخاذها من طرف الصندوق لإدارة و تقليل المخاطر مرتبطة بشكل مباشر بمشروع الأعمال من خلال ضمان تنفيذه بالطريقة الصحيحة.
- ❖ قد تتعرض صناديق التحوط الاسلامية لمخاطر خارجة عن سيطرتها، مثل المخاطر القانونية والتنظيمية من الاستثمارات في البلدان ذات القوانين غير الواضحة والمتغيرة أو عدم وجود سبل ثابتة أو فعالة للانتصاف القانوني أو نتيجة لتسجيل الصناديق في الدول التي ليس لديها تشريعات تخص التعاملات المالية الاسلامية، كما قد تخضع الصناديق، دون أي إشعار للمساهمين، لأنظمة تنظيمية أكثر تقييداً يحتمل أن تمنع الصناديق من تحقيق أقصى استفادة ممكنة من حدود الاستثمار.
- ❖ قد تتعرض صناديق التحوط الاسلامي لمخاطر تشغيلية، نظرا لخطر فشل العمليات التشغيلية، بما في ذلك تلك المتعلقة بالحفاظ على الأصول والتقييم ومعالجة المعاملات، مما يؤدي إلى خسائر. قد تنشأ الأسباب المحتملة

[1] سيتم توضيح المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الفصل الموالي.

للفشل من الأخطاء البشرية وفشل النظام المادي والإلكتروني ومخاطر تنفيذ الأعمال الأخرى بالإضافة إلى الأحداث الخارجية.

- بالنسبة لمخاطر إعادة تصنيف الوضع الشرعي: الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تم إعادة تصنيفها على أنها غير متوافقة مع الشريعة عند مراجعتها من قبل هيئة الرقابة الشرعية سوف تتطلب التخلص منها على الفور إذا تجاوزت قيمتها السوقية تكلفة الاستثمار الأصلية في يوم الإعلان. ومع ذلك، في حالة عدم تجاوز القيمة السوقية لتكلفة الاستثمار الأصلية في يوم الإعلان، يمكن الاحتفاظ بالأوراق المالية ذات الصلة لفترة بسيطة. ولا يمكن للصندوق الاحتفاظ بأي مكسب رأسمالي ناتج عن التخلص من الأوراق المالية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بعد وقت الإعلان. بل يجب توجيهها إلى الهيئات الخيرية.

الفرع الثالث: الدور التحوطي لصناديق التحوط الإسلامية

بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه بإعتبارها صناديق استثمار إسلامية (والذي تم توضيحه في المحور السابق)، تلعب صناديق التحوط الإسلامية دورا بارزا في عمليات تنشيط الأسواق المالية الإسلامية، فهي من الأدوات التي استحدثت حديثا، وقد حققت نجاحات باهرة بعملياتها الاستثمارية وما حققته من أرباح. ولصناديق التحوط الإسلامية دور تحوطي بارز يظهر من خلال:

- تعمل هذه الصناديق على مواجهة المخاطر إلى أدنى حد ممكن، عن طريق تنويع العمليات الاستثمارية بداخلها. فهي لا تركز على وضع جميع أموالها في نشاط استثماري واحد مخافة أن يخفق هذا النشاط فتكون الخسارة كبيرة. أما تنويع الاستثمارات وتوزيعها على أكثر من نشاط استثماري فهي الميزة الرئيسية لهذه الصناديق، إذ أن الخسارة إذا ما وقعت على نشاط استثماري معين فإن الأرباح المتحققة من الأنشطة الاستثمارية الأخرى تجبرها.
- تبحث صناديق التحوط عن مردودية مطلقة غير مرتبطة بمؤشرات أداء السوق، مما يجعلها في منأى عن تطاير وعدم استقرار السوق المالي. وقد ازدادت أهميتها وتطور حجمها وعددها في السنوات الماضية، مما يؤكد دورها وحضورها في الأسواق المالية، وهو ما يجعل منها عاملاً أساسياً في تحقيق استقرار أو عدم استقرار الأسواق المالية.
- الإدارة المحترفة التي تقوم على إدارة هذه الصناديق يتم اختيارها من أصحاب الخبرة والاختصاص، وكونهم مساهمين في هذه الصناديق يجعلهم أكثر حرصا على المحافظة على أموالهم.

- ❖ الشفافية والوضوح التي تقوم عليها هذه الصناديق، إذ يتم بين الفترة والأخرى جرد حسابات الصناديق وبيان العمليات الاستثمارية الناجحة من غيرها. لاجتناب الاستثمار في العمليات الخاسرة مستقبلا.
- ❖ اتساع انتشار صناديق التحوط الإسلامية في مختلف دول العالم نظرا لما حققته من نجاحات في تحقيق عوائد عالية، كما أنها في ذاتها أداة إسلامية تزيد من تنوع الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة.
- ❖ تستغل صناديق التحوط الإسلامية استراتيجيات متميزة تستهدف عدم تناسق الأسعار، من أجل البحث عن الأرباح بينما تتعرض فقط لأدنى قدر من المخاطر. بشكل عام، تهدف هذه الاستراتيجيات إلى القيام بأمرين هما: تجنب التعرض لمخاطر السوق من خلال التداول باستخدام أدوات متعددة مرتبطة، و استغلال عدم التماثل في سعر الربح.

خلاصة الفصل الثالث

إن العديد من المخاطر التي تواجهها الأسواق المالية الإسلامية هي نفسها الموجودة في الأسواق المالية التقليدية، على الرغم من أن بعضها قد يكون مختلفاً. مع ذلك أحرزت أدوات التحوط الإسلامية تقدما كبيرا، وتشمل المنتجات الجديدة التي تم إطلاقها في هذا السوق مبادلات معدلات الربح الإسلامية، ومنتجات التحوط القائمة على الوعد لإدارة مخاطر العملات، بالإضافة إلى مبادلات العملات الأجنبية الإسلامية وصناديق التحوط الإسلامية.

وتعتبر صناديق التحوط موضوعا حساسا في التمويل الإسلامي، حيث اختلف العلماء على نطاق واسع حول امتثال مختلف الاستراتيجيات لأحكام الشريعة الإسلامية. ومع ذلك، استطاعت صناديق التحوط أن تصبح واقعا في الصناعة المالية الإسلامية بعد الجهود المبذولة من طرف القائمين عليها على تكييف استراتيجياتها مع الشريعة الإسلامية.

وتتمثل صناديق التحوط الإسلامية القائمة حاليا في شركات تجمع أموال المستثمرين وتعيد استثمارها في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية باستخدام استراتيجيات معقدة، هدفها هو التفوق على السوق وتحقيق عوائد عالية بغض النظر عن أوضاع السوق مع التخفيف من المخاطر قدر الإمكان ويجب تحقيق ذلك ضمن الحدود والمبادئ التوجيهية للشريعة الإسلامية.

الفصل الرابع:
التحوط باستخدام المشتقات المالية الإسلامية

تمهيد

وسط ضعف الاعتماد على تمويل الأسواق المالية في العديد من البلدان الإسلامية، تخضع آليات التحوط من المخاطر للعديد من العوائق القانونية الهامة التي تؤثر على الطريقة التي تعالج بها المشتقات عيوب السوق المحتملة وقيود التمويل. على الرغم من أن المشتقات المالية في شكل عقود آجلة تركيبية ضرورية لتوليد الأرباح من التحويل المؤقت للأصول أو تقاسم الأرباح في التمويل الإسلامي دون خلق إمكانية لتحقيق مكاسب أحادية الجانب، لا يزال الاستخدام الصريح للمشتقات مثيرا للجدل إلى حد كبير. إن المخاطر الناتجة عن المشتقات لا تعود لطبيعتها وإنما لطريقة استخدامها وسوء إدارتها. ونجد ما يؤيد ذلك في تكييف هذه العقود مع الشريعة الإسلامية فقهيا. وهذا ما سنتناوله بالتفصيل في هذا الفصل إضافة إلى مناقشة حالات عملية من مشتقات إسلامية يتم تداولها حاليا في الأسواق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: عقود المستقبليات ودورها في التحوط

المبحث الثاني: عقود الخيارات ودورها في التحوط

المبحث الثالث: عقود المبادلات ودورها في التحوط

المبحث الأول: عقود المستقبليات ودورها في التحوط

عندما يستخدم المستثمر العقود المستقبلية كجزء من استراتيجية التحوط الخاصة به، فإن هدفه هو تقليل احتمالية تعرضه لخسارة بسبب التغيير غير الموات في القيمة السوقية للأصل الأساسي الذي يكون عادةً ورقة مالية أو أداة مالية أخرى. إن الميزة الرئيسية للمستثمر الذي يتطلع إلى المشاركة في عقد مستقبلي هي أنه يزيل عدم اليقين بشأن السعر المستقبلي لسلعة أو ورقة مالية أو أداة مالية. من خلال تثبيت السعر الذي يضمن له أن يكون قادرا على شراء أو بيع أصل معين، وبذلك يستطيع المستثمر التخلص من مخاطر أي نفقات أو خسائر غير متوقعة. قبل التطرق لاستراتيجيات التحوط بالمستقبليات لا بد أن نحيط بالإطار المفاهيمي لها.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعقود المستقبليات

المستقبليات هي عقود مالية مشتقة تلزم الأطراف بالتعامل مع أصل ما في تاريخ وسعر مستقبليين محددين مسبقًا. بحيث يجب على المشتري الشراء أو يجب على البائع بيع الأصل الأساسي بالسعر المحدد، بغض النظر عن سعر السوق الحالي في تاريخ انتهاء الصلاحية. نتعرف أكثر على العقود المستقبلية و أنواعها ومزاياها في هذا العنصر.

الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات

يمكن إدراج التعاريف التالية:

- العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين لشراء أصول أو بيعها في وقت مستقبلي بسعر معين ويتم تداوله عادة في البورصة. لجعل التداول ممكناً، تحدد البورصة ميزات موحدة معينة لهذه العقود. وبما أن الطرفين المتعاملين بالعقد ليس بالضرورة يعرفان بعضهما البعض، فإن البورصة توفر أيضا آليات تعطي الطرفين الضمان بأنه سيتم الوفاء بالعقد[1].
- العقد المستقبلي (Future Contract) هو عقد مالي يلزم المشتري بشراء أصل ما، والبائع ببيع أصل ما في تاريخ وسعر محددين مسبقًا. تحدد العقود المستقبلية بالتفصيل جودة وكمية الأصل الأساسي. يتم توحيد العقود لتسهيل التداول في البورصة. قد تتطلب بعض العقود المستقبلية التسليم الفعلي للأصل، في حين تتم تسوية عقود أخرى نقداً[2].

[1] Hull J.C., Options, Futures & Other Derivatives, Fifth Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2002, p.5.
[2] Boyle P .and McDougall J., Trading and Pricing Financial Derivatives: A Guide to Futures, Options, and Swaps, Walter de Gruyter Inc., Boston, USA, 2019, p.11.

- العقد المستقبلي هو في الأساس عقد آجل، غير أن الصفقة تتم من خلال بورصة منظمة بدلاً من التفاوض مباشرة بين الطرفين. حيث يتم تسليم العقد ماديا، بعد موافقة البائع – يطلق عليه صاحب المركز القصير (Short Position) – على تسليم سلعة أو أصل في تاريخ مستقبلي بسعر ثابت. ويوافق الطرف المشتري – يطلق عليه صاحب المركز الطويل (Long Position) – على استلام السلعة. في العقود المستقبلية التي يتم تسويتها نقداً، يتم تسوية الفرق بين السعر الثابت والقيمة السوقية الفعلية للأصل عند انتهاء صلاحية العقد[1].

يمكن تعريف المستقبليات بأنها عقود مالية مشتقة تلزم الأطراف بالتعامل مع أصل ما في تاريخ وسعر مستقبلييـن محددين مسبقاً. يجب على المشتري الشراء أو يجب على البائع بيع الأصل الأساسي بالسعر المحدد، بغض النظر عن سعر السوق الحالي في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

الفرع الثاني: أهم سمات عقود المستقبليات وخصائصها

يجب أن يحدد العقد المستقبلي بشيء من التفصيل الطبيعة الدقيقة للاتفاق بين الطرفين. على وجه الخصوص، يجب تحديد الأصل، وحجم العقد، ومكان ووقت التسليم. ويتضمن العقد المستقبلي عادة البنود التالية:

أولا: الأصل: عندما يكون الأصل سلعة، قد يكون هناك اختلاف كبير في جودة ما هو متاح في السوق. عند تحديد الأصل، من المهم أن ينص التبادل على درجة أو درجات السلعة المقبولة. بالنسبة لبعض السلع، يمكن تسليم مجموعة من الدرجات، ولكن السعر المستلم يعتمد على الدرجة المختارة. أما بالنسبة للأصول المالية في العقود المستقبلية فتكون عادة محددة، واضحة ولا لبس فيها[2].

ثانيا: حجم العقد: من أهم قرارات التبادل، حيث يحدد حجم العقد مبلغ الأصل الذي يجب تسليمه بموجب عقد واحد. إذا كان حجم العقد كبيرا جداً، فلن يتمكن العديد من المستثمرين الذين يرغبون في التحوط من التعرضات الصغيرة نسبيا أو الذين يرغبون في اتخاذ مراكز مضاربة صغيرة نسبيا من استخدام البورصة. من ناحية أخرى، إذا كان حجم العقد صغيرا جداً، فقد يكون التداول مكلفاً نظرا لوجود تكلفة مرتبطة بكل عقد يتم تداوله. فالحجم الصحيح للعقد يعتمد على المستخدم المحتمل. على سبيل المثال إن قيمة ما يتم تسليمه بموجب عقد مستقبلي على منتج زراعي قد تكون 10000 دولار إلى 20000 دولار، بينما العقود المستقبلية على الأصول المالية أعلى بكثير

[1] Chisholm A. M., Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options, Second Edition, John Wiley and Sons, Ltd., West Sussex, United Kingdom, 2010, p.2.
[2] Hull J. C., Options, Futures, And Other Derivatives, Seventh Edition, Pearson Prentice Hall, New Jersey, USA, 2009, p.23.

بالنسبة لبعض. فمثلا بموجب العقد المستقبلي لسندات الخزانة المتداولة في مجلس شيكاغو للتجارة، يتم تسليم الأدوات التي تبلغ قيمتها الاسمية 100000 دولار.

ثالثا: السعر: والذي يدفع عند تسليم الأصل وفقا لأجل العقد. يحدد العقد كيفية دفع الأسعار. على سبيل المثال، يتم تحديد أسعار النفط الخام في بورصة نيويورك التجارية بالدولار والسنت. كما توصف العقود المستقبلية جميعها بأنها (marking–to–market) أي أنها تخضع في نهاية كل يوم، إلى تعديل حساب الهامش الخاص بالمتداول بما يتماشى مع سعر إغلاق العقد المستقبلي. وهذا ما يسمى بالعلامة التجارية للسوق والتي تمنع الخسائر الكبيرة من التراكم على مراكز التداول.

رابعا: مكان أو طريقة التسليم: يجب تحديد المكان الذي سيتم فيه التسليم عن طريق البورصة. هذا مهم بشكل خاص للسلع التي تنطوي على تكاليف نقل كبيرة. عندما يتم تحديد مواقع تسليم بديلة، يتم في بعض الأحيان تعديل السعر الذي يتلقاه الطرف ذو المركز القصير وفقاً للموقع الذي اختاره ذلك الطرف. حيث يميل السعر إلى أن يكون أعلى بالنسبة لمواقع التسليم البعيدة نسبيا عن المصادر الرئيسية للسلعة[1]. بالنسبة للأصول المالية يمكن أن يكون التحويل إلكترونياً، وقد يكون التسليم نقدياً كما هو الحال في العقود على مؤشرات الأسهم. ورغم أن العقود المستقبلية تستدعي التسليم، إلا أنه نادرا ما يتم التسليم عند أجل العقد. فنسبة كبيرة من العقود يتم إقفالها قبل أن يحين موعد الاستلام وذلك من خلال التسوية النقدية سواء في صورة مكاسب أو خسائر[2].

خامسا: شهر التسليم: يشار إلى العقود المستقبلية بشهر التسليم. يجب أن يحدد العقد الفترة المحددة خلال الشهر الذي يمكن فيه التسليم. بالنسبة للعديد من العقود المستقبلية، تكون فترة التسليم هي الشهر بأكمله. تختلف أشهر التسليم من عقد إلى آخر ويتم اختيارهم من قبل البورصة لتلبية احتياجات المشاركين في السوق. تحدد البورصة متى يبدأ التداول في عقد شهر معين وأيضا اليوم الأخير الذي يمكن أن يتم فيه التداول. عموما يتوقف التداول قبل بضعة أيام من اليوم الأخير الذي يتم فيه التسليم.

سادسا: حدود السعر وحدود المركز: يتم تحديد حدود حركة السعر اليومية بواسطة البورصة بالنسبة لمعظم العقود. إذا انخفض السعر أو ارتفع في يوم واحد بمقدار يساوي حد السعر اليومي من إغلاق اليوم السابق، يقال أن العقد محدود، ويتم إيقاف التداول لليوم. ومع ذلك، تملك البورصة سلطة التدخل وتغيير الحدود في بعض الحالات. الغرض من حدود الأسعار اليومية هو منع حدوث تحركات كبيرة للأسعار بسبب تجاوزات المضاربة. ومع ذلك، يمكن أن تصبح الحدود حاجزاً مصطنعا للتداول عندما يتقدم سعر السلعة الأساسية أو ينخفض بسرعة. أما حدود

[1] Hull J. C., OP .cit, p.24.

[2] محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص ص.237-238.

المركز فتمثل الحد الأقصى لعدد العقود التي قد يمتلكها المضارب الواحد. الغرض من هذه الحدود هو منع المضاربين من ممارسة تأثير لا مبرر له على السوق.

سابعا: نمطية شروط التعاقد: لا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته[1]. حيث أن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة والتعامل فيها يتم بسلع نمطية مما يسهل فهمها والتعامل فيها، ويلاحظ الإقبال عليها بشكل كبير.

ثامنا: وحدة التعامل: ويقصد فيها الكمية والوحدة التي تقاس فيها مكونات العقد. وهي كمية غير كسرية وتختلف الوحدة تبعا للأصل محل التعاقد، فمثلا يتضمن العقد الواحد 5000 بوشل من القمح في مجلس شيكاغو للتجارة. والسبب في انعدام التعامل بالعقود الكسرية في السوق المستقبلية لأن هذه السوق تنطوي على قدر كبير من الرفع، وما يدفعه المستثمر عند التعاقد مبلغ صغير مقارنة مع قيمة العقد[2].

تاسعا: الهامش المبدئي: يفرض الهامش المبدئي على طرفي العقد لتجنب الضرر لأحد الأطراف في حال تخلف الثاني عن تنفيذ التزامه، والذي يحكم قيمة الهامش المبدئي هما حجم العقد ودرجة التقلب في قيمته السوقية.

عاشرا: المتاجرة في السوق الرسمية: لا تتم المتاجرة في هذه العمليات بين البنوك وإنما تتم في الأسواق المستقبلية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة فيها ومواعيد الاستلام والتسليم. ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول، وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم المعقود عليه أو تسلمه. حيث بوسع المستثمر في السوق أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد لمستثمر آخر.

الفرع الثالث: أنواع عقود المستقبليات

هناك أنواع عديدة من العقود المستقبلية، في كل من القطاع المالي وقطاع السلع. تتضمن بعض أنواع العقود المالية المستقبلية الأسهم والمؤشرات والعملات والعقود الآجلة للفوائد. هناك أيضا عقود مستقبلية لسلع مختلفة، مثل المنتجات الزراعية والذهب والنفط والقطن والبذور الزيتية وما إلى ذلك. من خلال هذا العنصر نلقي نظرة على أنواع مختلفة من العقود المستقبلية.

أولا: العقود المستقبلية لمؤشر الأسهم: هي اتفاقية بين طرفين، في بورصة العقود الآجلة المنظمة، لتبادل مدفوعات التسوية النقدية، على أساس التحركات في مستوى مؤشر الأسهم[3]. هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية

[1] سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، لقاهرة، دار النشر للجامعات، 2005 ، ص ص.217-218.

[2] هندي منير إبراهيم، سلسلة الأسواق المالية: الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، 1998، ص.362.

[3] Chisholm A. M., op, cit., p52

تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

ثانيا: العقود المستقبلية على الصرف: يعتبر سعر الصرف متغيرا هاما في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل من المصد ر والمستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف. هذه المخاطر يمكن تغطيتها من خلال الدخول في سوق العقود المستقبلية للصرف الأجنبي، ويعتبر سوق الصرف الدولية التابعة لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات المستقبلية على الصرف الأ جنبي، وتتداول في السوق العقود النمطية والتي تمت تسويتها وفقا لأسعار السوق، بالإضافة إلى المعايير والقواعد التي تسمح للمتعاملين بالدخول في مراكز طويلة أو قصيرة.

ثالثا: العقود المستقبلية على السلع: القواعد التي تحكم العقود المستقبلية علي السلع متشابهة مع القواعد التي تم عرضها سابقا، وذلك بالنسبة للسلع الممكن تخزينها فقط. إلا أن هناك اختلافا واحدا وهو أن تكلفة الاحتفاظ بالسلعة عادة ما يكون أكبر من تكلفة الاحتفاظ بالأصل المالي. فبالإضافة إلى تكاليف الفائدة مثل الأصول المالية، فهناك تكاليف التخزين والتأمين ونسبة الفاقد وغيرها.

رابعا: العقود المستقبلية على سعر الفائدة: هي التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول.

الفرع الرابع: المتعاملون في أسواق عقود المستقبليات

في أسواق عقود المستقبليات لا يوجد متخصصون أو صناع سوق كما في السوق الحاضر، إنما يوجد سماسرة الصالة وتجار الصالة ويوجد فريق ثاني يسمى المستقلون، ويتم التعامل بهذه الأسواق من قبل الأعضاء فقط ولا يحق لأي متعامل غير عضو في السوق الدخول أو التعامل[1]. ويقسم أنواع المتعاملين كما يلي:

أولا: السماسرة الوكلاء

يقوم السماسرة بتنفيذ الأوامر التي يتلقونها من عملائهم من بيوت السمسرة، ويتلقون الأوامر بأنفسهم أو بواسطة كتبة التليفون الذين يعملون معهم، فإذا كان الأمر الصادر لهم محدد أو أمر إيقاف فيتم تسجيله في دفاترهم حتى تحين لحظة تنفيذها، أما إذا كان الأمر الصادر هو أمر سوق فيتوجه سمسار الصالة فورا إلى الحلبة لتنفيذه بأفضل سعر ممكن، وقد يكون السماسرة الوكلاء مستقلون أي يتعاملون مباشرة مع العملاء. ويطلق على بيوت السمسرة في أسواق العقود المستقبلية تجار عمولة العقود المستقبلية، وتمثل العمولة العائد الذي يحصل عليه تجار عمولة العقود المستقبلية.

[1] محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، طباعة بنك الأردن المحدود، عمان، الأردن، 1998، ص.291.

ثانيا: المحليون (تجار الصالة)

ويطلق أيضا عليهم المضاربون، ويقومون بتنفيذ الأوامر لحسابهم فهم يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى، ويتحقق العائد نتيجة فروق أسعار البيع والشراء، كما يقومون بإبرام صفقات عكسية بعد ذلك عندما ترتفع أو تنخفض الأسعار حسب الحالة يجنون الأرباح بهذه الطريقة، حيث تتراوح الفترة الزمنية للمضاربين بين بضع ساعات إلى عدة شهور ويمكن تقسيم المحليون المضاربون وفقا لفترة احتفاظهم بمراكزهم على العقد إلى:[1]

1. **الشواي:** Scalper: وهو الشخص الذي يحاول اغتنام الفرصة وتصفية مركزه في ساعات أو بضع لحظات ونادراً ما يبقى على مركزه لليوم الموالي.
2. **تاجر اليوم:** Day Trader: يقوم عادة بتصفية مركزه في نهاية اليوم فتكون فترة تداوله أطول قليلا من الشواي.
3. **تاجر المركز:** Position Trader: هو مضارب يبقي على مركزه – دون تصفية – لبضع شهور.

ثالثا: المتحوطون

تمثل هذه الفئة كبار المستثمرين الذين يلجؤون إلى السوق لإجراء عمليات شراء أو بيع تحوطا لمراكز مالية متخذه سابقا[2] يستخدم هؤلاء المستقبليات للحماية أو التحوط ضد التحركات المعاكسة في أسعار السلع، ومؤشرات الأسهم، وأسعار الفائدة، وأسعار السندات، وما إلى ذلك. وتشمل الأمثلة المزارعين الذين يسعون إلى الحماية من انخفاض سعر السوق لمحاصيلهم؛ مديري صناديق الاستثمار الذين يعملون على التحوط ضد الانخفاض في أسعار الأسهم أو السندات؛ والمصارف التجارية التي تغطي التعرض للتغيرات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل[3]. فجميع هذه الفئات تجد العقود المستقبلية وسيلة توفر لها بوليصة تأمين مناسبة تساعد في استقرار النشاطات التي تمارسها، وغاية هذه الفئات تلافي تحمل خسائر استثنائية أكثر منها هدف تحقيق الربح في استخدام هذه العقود.

رابعا: المستقلون

تقوم هذه الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة من بيوت السمسرة كما أن لهم الحق في التداول لحسابهم الخاص، فهم يجمعون بين وظائف السمسار والوكيل. وهذا الوضع يؤدي إلى وجود تعارض بين المهام التي يقومون بها[4]. ومثال على ذلك إذا توافر لدى المستقل معلومات عن توقع ارتفاع أسعار وقد تلقى أمر من بيت السمسرة يفيد بتنفيذ

[1] منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية الأسواق الحاضرة والمستقبلية، مرجع سبق ذكره، ص.334.
[2] محمد محمود حبش، مرجع سبق ذكره، ص 292.
[3] Chisholm, A. M., op.cit. p.40.
[4] محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة. الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص409..

أمر شراء لهذه العقود المتوقع ارتفاع سعرها فسوف يشتري لحسابه الخاص هذه العقود ثم يبيعها للعميل بسعر أعلى منفذا طلبه أو أن تعطى أولوية لنفسه بأن يشتري له ثم يشتري لحساب العميل وهذا التأخير يؤثر في زيادة التكلفة على العميل بسبب تتالي ارتفاع السعر.

المطلب الثاني: التحوط باستخدام عقود المستقبليات

تستخدم المستقبليات على نطاق واسع في أسواق مختلفة للتحوط من تقلبات الأسعار، لذلك فإن أكثر المشاركين في أسواق العقود المستقبلية هم متحوطون، هدفهم هو استخدام أسواق العقود المستقبلية للحد من مخاطر معينة يواجهونها. قد يتعلق هذا الخطر بالتقلبات في أسعار النفط، أو سعر الصرف الأجنبي، أو بعض المتغيرات الأخرى. التحوط المثالي هو الذي يقضي تماما على المخاطر لكن التحوطات المثالية نادرة.

الفرع الأول: استراتيجيات التحوط باستخدام عقود المستقبليات

بالنسبة للجزء الأكبر من المستثمرين، فإن التحوط باستخدام العقود المستقبلية هو إنشاء مراكز للتحوط بحيث تكون قريبة من الكمال قدر الإمكان. ولعل أهم هذه المراكز التحوطية: تحوط المركز الطويل، وتحوط المركز القصير. ويدور استخدام مصطلح التحوط القصير والتحوط الطويل حول مسألة التسليم أو التسلم فإذا ما كنا بصدد التسلم فثمة مركز طويل، وإذا ما كنا بصدد التسليم فثمة مركز قصير. فإذا ما كان المستثمر يحتفظ بمركز طويل في السوق الحاضرة، فإنه يكون ممتلكا للأصل ذاته، بينما الذي يحتفظ بمركز قصير في ذات السوق فليس مالكا للأصل وإنما هو مقترض له، وعليه الالتزام برده لمن اقترضه منه، ولذلك فإن حيازته هنا سلبية[1]. وسنتناول كل من هاتين الاستراتيجيتين بقدر أكبر من التفصيل، ثم هناك التحوط القابل للتجديد، والتحوط المتداخل أو المتشابك أو ما يسمى التحوط بأصل مختلف.

أولا: إستراتيجية التحوط بمركز قصير

يقصد بالتحوط بمركز قصير (Short Hedging) أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه، أو يتوقع أن يمتلكه[2]. إذا أراد أحد المستثمرين حماية قيمة تشكيلة استثماراته من تقلبات الأسعار، فيمكنه أن يحقق ذلك من خلال أخذ مركز قصير في عقد مستقبلي. فإذا كانت تشكيلة الاستثمارات عبارة عن سندات خزانة فيمكنه التعاقد على تسليم نفس مواصفات تشكيلة استثماراته من حيث

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.321.
[2] هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003 ، ص.242.

الكوبون، وأجل الاستحقاق إلى مشتري العقد في تاريخ الاستلام بالسعر الحالي وبذلك يضمن عدم تغير قيمة استثماراته[1].

مثال: الأسعار المستقبلية لتسليم جوان بالنسبة لسندات الخزانة حجم 100000 دولار (قيمة اسمية) هو 95,25 دولاراً للسند. هناك ثلاثة احتمالات لأسعار السندات في شهر جوان. وهي 94,25 دولار أو 96,25 دولار. فإذا أراد أحد المس تثمرين حماية تشكيلة استثماراته من تقلبات الأسعار بدخوله مركزاً قصيراً في عقد مستقبلي وكان هذا المستثمر لديه 200 سند والقيمة الاسمية للسند 1000 دولار، فيمكن للمستثمر تحقيق ذلك من خلال التحوط القصير. أي بائعاً لعقد مستقبلي كالآتي:

- ❖ سيدخل المستثمر بائعاً لعقدين من العقود المستقبلية وذلك لأن العقد المستقبلي قيمته الاسمية 100000. والمستثمر يمتلك 200 سند والقيمة الاسمية للسند 1000دولار. أي حجم استثماراته 1000x200= 200000 وعدد العقود 100000/200000= 2.
- ❖ عدد الوحدات في العقد المستقبلي الواحد=100000/100=1000 وحدة (سند).
- ❖ عدد الوحدات في العقدين بالنسبة للمستثمر 1000x 2=2000 وحدة أو سند.

وهذا يعني أن ربح العقد المستقبلي بالنسبة للمستثمر(بائع)= 2000x(سعر العقد المستقبلي–السعر الحاضر في تاريخ التسليم). إذا تحقق أي من الاحتمالات الثلاثة، فإن تشكيلة الاستثمار بالنسبة للمستثمر لن تتغير.

الجدول رقم (05): مثال عن التحوط بمركز قصير باستخدام عقود المستقبليات

	أسعار سندات الخزانة في شهر جوان		
قيمة السندات الحالية (2000 x السعر عند التسليم)	94,25	95,25	96,26
أرباح أو خسائر العقد المستقبلي (سعر العقد المستقبلي–السعر الحاضر)	2000	صفر	(2000)
الإجمالي	190500	190500	190500

المصدر: محمد الحناوي، نهال فريد عنبر، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد لطفي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص.202.

وكما يتضح من المثال السابق فإن التشكيلة الكلية للاستثمار لم تتأثر بالتغير في أسعار السندات نتيجة لاستخدام العقد المستقبلي. فالمكاسب أو الخسائر من الاستثمار في السندات الحالية تقابلها الخسائر أو المكاسب من العقد المستقبلي.

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص.250.

ثانيا: استراتيجية التحوط بمركز طويل

يقصد بتحوط المركز الطويل أو تحوط مركز الشراء (Long or Buying Hedge) أخذ مركز على عقد لشراء أصل ما بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار[1].

يتشابه المركز الطويل في التحوط مع المركز القصير، حيث يدخل المستثمر مشترياً للعقد المستقبلي بغرض الحماية من تقلبات الأسعار. فمثلا قد يتوقع مدير لصندوق استثمار تدفقاً نقدياً بعد شهرين يمكن استخدامه في شراء أوراق مالية وحصوله على فائدة ثابتة، ويرى مدير هذا الصندوق أن سندات الخزانة بسعرها الحالي وعائدها تعتبر مجالاً جذاباً للاستثمار فيه، ولكن التدفق النقدي سيأتي بعد شهرين.

هنا يمكن للمدير أن يدخل في عقد مستقبلي مشتريا أي مركزا طويلا، وهذا العقد يلزمه بشراء سندات الخزانة بسعرها الحالي الذي يعتبر جذاباً من وجهة نظره. وبذلك يمكنه أن يحصل على نفس السعر للسندات والعائد عندما يتوفر معه النقد بعد شهرين. فإذا استخدمنا نفس بيانات المثال السابق ولكن بالنسبة للمركز الطويل كمشترٍ، فإن تكلفة الشراء للسندات لن تتغير في حالة حدوث أي من الأسعار المحتملة الثلاثة خلال شهر جوان كالآتي:

الجدول رقم (06): مثال عن التحوط بمركز طويل باستخدام عقود المستقبليات

	أسعار سندات الخزانة في شهر جوان		
قيمة السندات الحالية (2000 x السعر عند التسليم)	94,25	95,25	96,26
أرباح أو خسائر العقد المستقبلي (سعر العقد المستقبلي-السعر الحاضر)	(2000)	صفر	2000
الإجمالي	(190500)	(190500)	(190500)

المصدر: محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص.203.

وكما يتضح من المثال فإن تكلفة الشراء الكلية بالنسبة لمدير الصندوق لم تتغير، رغم اختلاف أسعار السندات خلال شهر جوان، حيث يضمن المدير الشراء بنفس السعر الحالي وهو 95,25 دولاراً للسند.

ثالثا: استراتيجية تجديد التحوط

تبدو أهمية استراتيجية تجديد التحوط (Rolling the Hedging) عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة. حينئذ يقتضي التحوط إبرام عقود مستقبلية بتواريخ استحقاق قصيرة، على أن يتم تسويتها قبيل تواريخ التسليم، ثم إحلالها بعقود مستقبلية أخرى تمتد لتواريخ لاحقة،

[1] هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص.236.

إلى أن يتم بلوغ نهاية الفترة المخططة لامتلاك الأصل. هذا النوع من التحوط لابد وأن يدخل في نطاق التحوط بأخذ مراكز قصيرة على الأصل محل الاهتمام.

رابعا: استراتيجية التحوط المتقاطع أو التحوط بأصل مختلف

يمكن أن نطلق على التحوط المتقاطع (Cross Hedging) بالتحوط غير المباشر (Indirect Hedging) تمييزا له عن التحوط المباشر. فالتحوط المباشر يكون من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التحوط . مثال على ذلك العقد المستقبلي على الذرة أو القمح، الذي غالبا ما يكون الأصل المبرم عليه العقد، هو ذاته الأصل المملوك أو الأصل المراد شراؤه أو بيعه. أما التحوط المتقاطع فهو تحوط من خلال عقد مستقبلي على أصل يختلف عن الأصل المملوك أو الأصل المراد شراؤه أو بيعه. فمدير محفظة الأوراق المالية الذي يرغب في التحوط لمركزه على سندات إحدى الشركات، لن يجد سبيلاً أمامه سوى التحوط باستخدام عقد مستقبلي على سندات حكومية، طالما لا يوجد عقود مستقبلية على سندات الشركات. ومنشآت تكرير البترول التي تريد شراء نوع من البترول الخام يختلف في مستوى جودته عن الأنواع التي تبرم عليها عقود مستقبلية، تظل قادرة على التحوط لمركزها بإبرام عقد أصل يختلف من حيث الجودة.

الفرع الثاني: العلاقة بين سعر عقود المستقبليات والسعر الفوري للأصل

من الجوانب المهمة عموما في تداول عقود المستقبليات أن العلاقة بين السعر الفوري للأصل وسعر العقد المستقبلي (تسمى أيضا الأساس basis) ليست ثابتة. هذا يعني، أن العقد المستقبلي خلال تداوله اليومي لا يتتبع تحركات سعر الأصل الأساسي. حيث يتم تحديد التغيرات في الأساس basis من خلال التغيرات في تكاليف "التنفيذ"، مثل أسعار الفائدة ورسوم التخزين، إضافة إلى نشاط المضاربة. في بعض الأسواق، يمكن أن يكون سعر عقود المستقبليات أكثر تقلبا من السعر الفوري للأصل.

مع اقتراب فترة تسليم العقد المستقبلي، يتقارب سعر عقود المستقبليات إلى السعر الفوري للأصل المشتق منه. عندما يتم الوصول إلى فترة التسليم، فإن سعر العقود المستقبلية يساوي أو قريبا جدا من السعر الفوري. لمعرفة سبب ذلك، نفترض أولاً أن سعر العقود المستقبلية أعلى من السعر الفوري خلال فترة التسليم. وبذلك يكون للمتداولين فرصة واضحة للمراجحة:[1]

- بيع العقد المستقبلي.

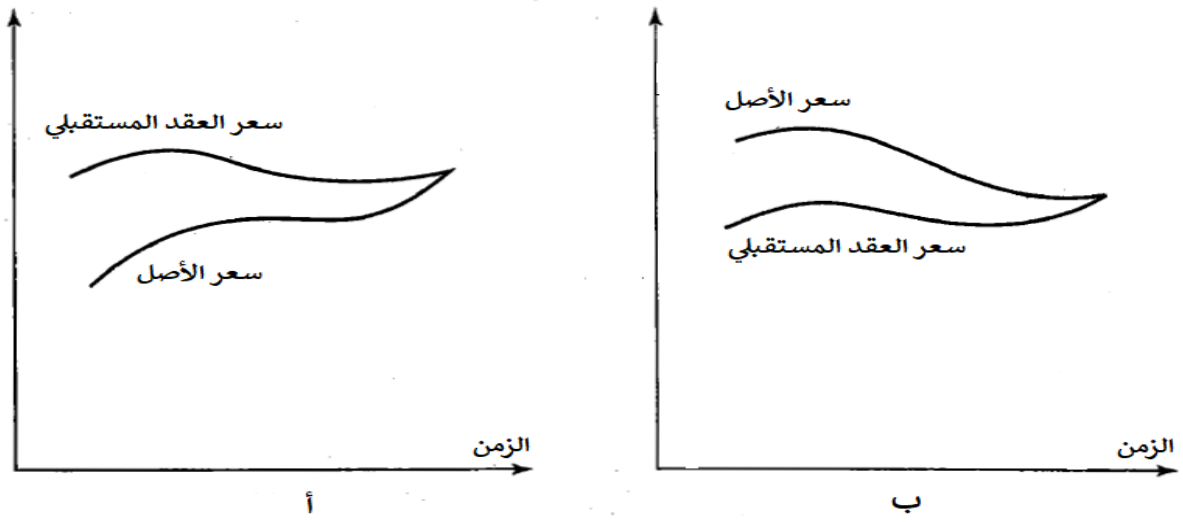
[1] John C. Hull, Op cit, p.25.

❖ شراء الأصل.

❖ القيام بالتسليم.

من المؤكد أن تؤدي هذه الخطوات إلى ربح يساوي المبلغ الذي يتجاوز به سعر عقود المستقبليات السعر الفوري. وبينما يستغل المتداولون فرصة المراجحة، سينخفض سعر عقود المستقبليات. لنفترض بعد ذلك أن سعر عقود المستقبليات أقل من السعر الفوري خلال فترة التسليم. سوف تقوم الشركات المهتمة بالحصول على الأصل بالدخول في عقد مستقبلي طويل ثم الانتظار حتى يتم التسليم. مما يجعل سعر عقود المستقبليات يميل إلى الارتفاع. ونتيجة لذلك يحدث تقارب بين سعر عقود المستقبليات مع السعر الفوري خلال فترة التسليم.

الشكل رقم (24): العلاقة بين سعر عقود المستقبليات وسعر الأصل مع اقتراب فترة التسليم



Source: John C. Hull, Options, Futures, And Other Derivatives, Seventh Edition, Pearson Prentice Hall, New Jersey, USA, 2009, p26.

يرى الاقتصاديان جون مينارد كينز وجون هيكس أنه إذا كان المتحوطون يميلون إلى الاحتفاظ بصفقات قصيرة الأجل والمضاربون يميلون إلى الاحتفاظ بصفقات طويلة الأجل، فإن سعر عقود المستقبليات سيكون أقل من السعر الفوري المتوقع للأصل. وذلك لأن المضاربين يطلبون تعويضا عن المخاطر التي يتحملونها. سوف يتداولون فقط إذا كان بإمكانهم توقع كسب نسبة معينة من المال. بينما سيخسر المتحوطون جزءا من الأموال ولكن من المرجح أن يكونوا مستعدين لقبول ذلك لأن العقد المستقبلي يقلل من مخاطرهم. المنهج الحديث لشرح العلاقة بين أسعار عقود المستقبليات والأسعار الفورية المتوقعة يستند إلى العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع.

الفرع الثالث: مخاطر عقود المستقبليات

لنجاح التحوط يشترط أن تكون هناك علاقة ارتباط قوية بين سعر الأصل المبرم عليه العقد، والأصل المملوك أو المراد شراؤه أو بيعه. وهذا لا يمنع أن تكون حركة سعر الأصل المبرم عليه العقد، وسعر الأصل محل التحوط يسيران في اتجاه عكسي، فالعبرة من وجود ارتباط قوي بين السعرين بصرف النظر عن اتجاه حركتهما. وهذا الشرط في مجمله يعني أنه يصعب على التحوط المتقاطع إزالة المخاطر كلية بل يسهم في تخفيضها. ومن أبرز تلك المخاطر التي يصعب السيطرة عليها سيطرة كاملة بالتحوط المتقاطع هي مخاطرة الأساس.

أولا: مخاطرة الأساس

يوجد عدد من الأسباب التي تجعل التحوط باستخدام عقود العمليات المستقبلية لا يسير على ما يرام تماما في الواقع العملي وتشمل:

- الأصل المراد حماية سعره قد لا يكون هو نفس الأصل موضوع العقد المستقبلي بالضبط.
- قد لا يكون المتحوط متأكدا من موعد شراء الأصل أو بيعه بالضبط.
- قد لا يكون المتحوط متأكدا من موعد شراء الأصل أو بيعه بالضبط.
- قد يتطلب التحوط إنهاء عقد العمليات المستقبلية قبل تاريخ إنتهاء صلاحيته بفترة.

وقد أدت هذه المشكلات إلى نشوء ما يعرف بإسم مخاطرة الأساس (Basis Risk).

الأساس في موقف التحوط يعرف على النحو التالي:

الأساس= السعر الفوري للأصل المراد حمايته – سعر العمليات الآجلة للعقد المستخدم

فمهما كانت قوة الارتباط بين الحركة السعرية للأصل الذي أبرم عليه العقد والأصل المختلف المراد التحوط من المخاطر التي تنطوي على اقتنائه، فلن تكون في قوة الارتباط بين الحركة السعرية إذا كان التحوط على نفس الأصل المراد اقتناؤه. فالارتباط بين سعر عقد مستقبلي على سندات الخزانة وسعر تلك السندات في السوق الحاضر، لا بد وأن يكون أقوى من الارتباط بين سعر عقد مستقبلي على سندات الخزانة وسعر سندات إحدى الشركات. ومع ذلك تظل الحقيقة أن معامل الارتباط في الحالة الأخيرة يتوقع أن يكون أقوى إذا كانت سندات الشركة المعنية تتمتع بمستوى تصنيف مرتفع (Bond Rating) مثل مستوى تصنيف(AAA) أو (AAB) وفقا لتصنيف مؤسسة ستاندر أند بور.

كما يتوقع أن يكون الارتباط ضعيفاً إذا كانت سندات الشركة قد تم تصنيفها عند مستوى (BB) أو أقل بوصفها سندات مضاربة وليست سندات استثمار. وقد يكون التحوط المتقاطع تحوطا إجماليا أو كليا. ومن الأمثلة

على التحوط الكلي (Macro-Hedging) إبرام عقد مستقبلي على مؤشر ستاندر آند بور، للتحوط ضد مخاطر تتعرض لها محفظة منوعة للأوراق المالية تشتمل على أسهم تختلف عن الأسهم المكونة للمؤشر. كما يمكن أن يكون التحوط فرديا أو جزئيا (Micro-Hedging) عندما يكون التحوط على محفظة من السندات مثلا من خلال عقود مستقبلية لكل سند على حدة.

ثانيا: مخاطر أخذ مركز مستقبلي

في حالة مضارب يتخذ مركزاً طويلاً في عقد مستقبلي يستمر لمدة T سنوات على أمل أن السعر الفوري للأصل سيكون أعلى من سعر العقود المستقبلية في نهاية عمر العقد المستقبلي. بتجاهل التسوية اليومية، نفترض أن العقد المستقبلي يمكن التعامل معه كعقد آجل (forward contract). يقوم المضارب بوضع القيمة الحالية لسعر العقود المستقبلية في استثمار خالي من المخاطر مع أخذ مركز مستقبلي طويل في نفس الوقت. يتم استخدام عائدات الاستثمار الخالي من المخاطر لشراء الأصل في تاريخ التسليم. ثم يتم بيع الأصل على الفور بسعر السوق. فيما يلي التدفقات النقدية للمضارب:

اليوم: $-F0e-rT$

في نهاية العقد المستقبلي: $+Sr$

حيث: F0 هو سعر عقود المستقبليات اليوم، وSr هو سعر الأصل عند الوقت T في نهاية العقد المستقبلي، وr هو العائد الخالي من المخاطر على الأموال المستثمرة للوقت T.

لنفترض أن k هي العائد المطلوب، فنجد أن القيمة الحالية لهذا الاستثمار هي:

$$-F0e-Rt + E(ST)e-kT$$

حيث تشيرE إلى القيمة المتوقعة. يمكننا أن نفترض أن جميع الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية يتم تسعيرها بحيث يكون صافي قيمتها الحالية معدوم. هذا يعني أن:

$$-Foe-rT + E(Sr)e-kT = 0$$

وبالتالي: $$Fo = E(Sr)e(r-k)T$$

هذا الاستثمار في جوهره، يعتبر استثمار في الأصول الكامنة في العقد المستقبلي. إذا كانت العوائد من هذا الأصل غير مرتبطة بسوق الأوراق المالية، فإن معدل الخصم الصحيح للاستخدام هو المعدل الخالي من المخاطر r، لذلك يجب أن يكون: $k = r$، وبذلك تصبح المعادلة السابقة بالشكل التالي:

$$Fo = E(Sr)$$

هذا يدل على أن سعر العقود المستقبلية هو تقدير غير متحيز للسعر الفوري المتوقع عندما يكون العائد من الأصل الأساسي غير مرتبط بسوق الأسهم.

أما إذا كان العائد من الأصل مرتبطًا بشكل إيجابي بسوق الأوراق المالية، فإن r <k والمعادلة تؤدي إلى F0 <E (Sr). وهذا يدل على أنه عندما يكون للأصل الخاص بالعقد المستقبلي مخاطر نظامية إيجابية، يجب أن نتوقع أن يقل سعر العقود المستقبلية عن السعر الفوري المتوقع. والعكس صحيح، بمعنى إذا كان العائد من الأصل مرتبطًا سلبا بسوق الأوراق المالية، فإن r> k والمعادلة السابقة تصبح F0> E(Sr). وهذا يدل على أنه عندما يكون للأصل الخاص بالعقد المستقبلي مخاطر نظامية سلبية، من المتوقع أن يفوق سعر عقود المستقبليات السعر الفوري المتوقع للأصل.

المطلب الثالث: التقدير الشرعي لعقود المستقبليات

العديد من المشاركين في أسواق عقود المستقبليات ليس لديهم أي نية للاستلام أو التسليم. يدخلون في التخطيط المستقبلي لإغلاق موقعهم قبل مواعيد التسليم، وإن كانوا ملزمين قانونا بالتسليم في تاريخ التسليم. هذا العقد يشبه إلى حد كبير عقد السلم الذي يجوز في الشريعة. في الإسلام، يكون السعر مقدما بينما يتم التسليم في تاريخ لاحق. على عكس الخيارات فإن الموضوع الأساسي للعقود المستقبلية هو السلعة وليس الحق أو الالتزام.

الفرع الأول: المخالفات الشرعية في عقود المستقبليات التقليدية

تحوي عقود المستقبليات التي تعمل بها الأسواق المالية التقليدية الكثير من المخالفات الشرعية بالرغم من أنها تشبه معاملة بيع السلم من ناحية الوصف للأصل، لكنها تختلف من حيث:[1]

- رأس المال المسلم (الثمن) في العقود المستقبلية لا يدفع معجلا بل يدفع المشتري منه نسبة لا تقل عن 5% – 15% ويدخل هذا في باب القمار.
- السلعة في العقد المستقبلي تباع قبل قبضها، فالمشتري يتصرف في السلعة بالبيع قبل حلول الأجل وقبل القبض.
- في العقد المستقبلي كلا البدلين مؤجل، بينما في السلم يؤجل المبيع فقط ويعجل منه الثمن. وتأجيل البدلين يعد من باب بيع الكالئ بالكالئ.
- يؤجل في مستقبليات العملات الثمن والمثمن، ومن ضوابط الصرف في الشريعة الإسلامية التماثل والتقابض في المجلس.

[1] محمد القري، أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية: الاختيارات-المستقبليات- البيع مع تأجيل البدلين- المبادلات، مرجع سبق ذكره، ص 101.

❖ العقود المستقبلية غالبا ما تكون عقودا صورية، لا يوجد فيها استلام وتسليم للسلعة.

الفرع الثاني: تطوير عقود المستقبليات بما يتفق مع الشريعة الإسلامية

أولا: تطوير عقود المستقبليات في إطار عقد السلم

إذا ما كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فإن المستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا، فما مدى صحة هذا التطوير؟

هناك تشابه كبير بين عقد السلم و عقود المستقبليات، حيث يوجد عقد يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم.

1. **البيع بثمن معلوم مع تأجيل التسليم:** وقد أجيز هذا التطوير، حيث يصعب على المزارعين قضاء حوائجهم وتسيير أمورهم، إذا كانوا سينتظرون جني محاصيلهم أو قطف ثمارهم ثم بيعها والحصول على ثمنها، وقد لا يجدون من يشتري هذه المحاصيل بالسعر المناسب لها وبذلك رخص النبي صلى الله عليه وسلم لهم البحث عمن يشتري محاصيلهم قبل نضجها أو حتى قبل غرسها وجعل ذلك من خلال اتفاقات وعقود واضحة محددة لا مجال للجهالة فيها أو المغامرة أو الخداع، فحدد الكمية والنوع والصنف وكافة المواصفات وكذلك تاريخ التسليم دقيق لا مجال للتلاعب فيه، واشترط تسليم النقد في الحال، لينتفع به المزارعون ويحضروا أنفسهم للوفاء بما تعهدوا به وكذلك خروجا من مسألة بيع الدين المنهي عنها شرعا.
2. **جواز إعادة بيع السلعة قبل القبض أو إحلال ملتزم بالشراء مكان الملتزم الأصلي:** وذلك لحل مشكلة سيولة العقد، أي تحلل البائع والمشتري من التزامه، في حالة عدم الرغبة في الاستمرار في العقد تقوم هيئة السوق بتصفية العقد وذلك ببيع السلعة موضع العقد إلى مشتر آخر في حالة رغبة المشتري التحلل من التزامه. فلو قيس عقد التحوط على عقد السلم نجد أن المالكية أجازوا بيعه قبل قبض السلعة المسلم فيها. وقد قال مالك في المدونة:" كل ما ابتعته أو أسلمت فيه من غير الطعام والشراب من سائر العرض على عدد أو كيل أو ووزن فجائز بيع ذلك كله قبل قبضه، وقبل أجله من غير بائعك بمثل رأس مالك أو أقل أو أكثر نقدا وبما شئت من الأثمان"[1].

وورد أنه إذا حل أجل السلم فأعطى المسلم إليه نقدا وقال له اشتر لي بها مثل سلمك واقبضه لنفسك، ففعل لم يصح قبضه، أما قبضه للمسلم فعلى وجهين، وإن قال له اشتر لي واقبضه لي ثم اقبضه لنفسك، ففعل، صح الشراء والقبض للمسلم إليه ولا يصح قبضه لنفسه، لأنه لا يجوز أن يكون وكيلا لغيره في قبض حقه لنفسه، ولكن

[1] الحطاب، مواهب الجليل والتاج الاكليل، الجزء الرابع، دار الفكر، بيروت، ص.542.

فقهاء الحنفية أجازوه. وحيث أن العقد يسعر يوميا بسعره السوقي فلو أراد ملتزم بالبيع الخروج والتحلل من التزامه فيمكنه أن يوكل سمساره بالبحث وإحلال بائع آخر محله يقوم بالوفاء بالتزامات البائع الأول. وكذلك في حالة رغبة المشتري بالتحلل من التزاماته[1].

3. **ضبط أوصاف السلعة:** كما اشترط الفقهاء أن يكون المسلم فيه من السلع أو البضائع منضبطة الأوصاف وذهب بعضهم إلى عدم جواز السلم في الحيوان أو بعض أصناف الفواكه لصعوبة ضبط صفاتها، غير أن الكثير من السلع أصبح من الممكن تقديرها وضبط صفاتها في الوقت الحاضر، مع تقدم المقاييس الكمية والنوعية ومقاييس الجودة، حيث لكل سلعة خبراؤها وكلهم يقومون بعملهم على أسس علمية متفق عليها، بما يمكِّن من ضبط هذه المنتجات وأوصافها بدقة لا تتفاوت كثيرا، وبناء على ما تقدم فإنه يمكن القول بجواز السلم في كافة المنتجات الزراعية والحيوانية والصناعية والخدمية مادام من الممكن تقديرها وضبط صفاتها.
4. **السلم بسعر السوق وقت التسليم:** إن المشكلة الحقيقية تظهر في مخاطر رأس المال؛ فالسلعة المسلم فيها قد يختلف سعرها وقت التسليم عن السعر المتوقع بما يمكِّن أن يسبب الضرر لأحد الطرفين لكن هناك صيغة في الفقه الإسلامي نص على جوازها شيخ الإسلام ابن تيمية وأقرها تلميذه العلامة ابن مفلح –رحمة الله عليهم جميعا– وهي السلم بسعر السوق وقت التسليم.

وممن اختار القول بجواز السلم بسعر السوق يوم التسليم: علي القرة داغي، وعبد الله بن موسى العمار، وسامي السويلم وغيرهم؛ وهم يرون أن السلم بسعر السوق يوم التسليم لا يتضمن الربا لأنه في نهاية الأمر معاوضة بين نقد وسلعة، وليست نقداً مقابل نقد. كما أن العقد ينتهي بتسليم المسلم فيه للمشتري وهذه مبادلة حقيقية مشروعة لا محذور فيها. الأمر الثاني أن المشتري أو رب السلم لا يربح ما لم يضمن؛ لأنه لا بد أن يقبض المسلم فيه أولاً ويدخل في ضمانه قبل أن يبيعه في السوق بربح، وإذا كان كذلك لم تكن صيغة السلم بالسعر من الربا من حيث المعنى.

أما ما يتعلق بكمية المسلم يه فاشتراط العلم فيها معلل بمنع وقوع النزاع بين الطرفين؛ فإذا أمكن الاستغناء عنه بصيغة لا تؤدي للنزاع لم يكن ذلك محذورا، فسعر الوحدة يعلم من السوق عند حلول الأجل ومنه يتم حساب الكمية الواجب تسليمها للمشتري؛ والواقع شاهد على أنه في ظل التغير الفاحش في الأسعار، فإن الاقتصار على تحديد المقدار هو الذي يؤدي للنزاع بين الطرفين؛ بينما يحقق انخفاض الثمن بدرجة كبيرة مصلحة المدين ويضر بمصلحة الدائن لأنه يشتري بثمن أكبر بكثير من ثمن المثل وقت التسليم، فإن العكس يحقق مصلحة الدائن لكنه يضر

[1] عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، 1999، ص.78.

بمصلحة المدين لأنه باع بثمن أقل بكثير من ثمن السوق الحاضرة وقت التسليم. أما تحديد السعر حين حلول الأجل لا يتضرر منه أي من الطرفين؛ فزيادة السعر يجبرها نقصان مقدار المبيع ونقصان السعر يجبره زيادة مقدار المبيع فينتفي الغرر حينئذ، بخلاف ما إذا تحدد المقدار مسبقا ثم أضيف السعر إلى المستقبل فأي تغير في السعر حينئذ لا يمكن جبره بتغير مقدار المبيع، فيلزم من ذلك تضرر أحد الطرفين ولا بد، وهذا هو الغرر الممنوع شرعا[1].

ثانيا: تطوير عقود المستقبليات في إطار عقد الاستصناع

هذا العقد يوفر ميزة غير متوفرة في عقد السلم وهي جواز تأخر تسليم الثمن نقدا، خاصة عندما تكون العين المطلوبة باهظة القيمة، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع. وقد جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (7/3/67): يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة ويعني ذلك أن يمكن إصدار سندات الاستصناع من قبل الشركات أو البنوك وتكون هذه السندات أشبه بعقود مستقبلية، يتم شراؤها من قبل الأفراد والشركات. وعقود المستقبليات القائمة على الاستصناع يجب أن تستوفي الشروط التالية:[2]

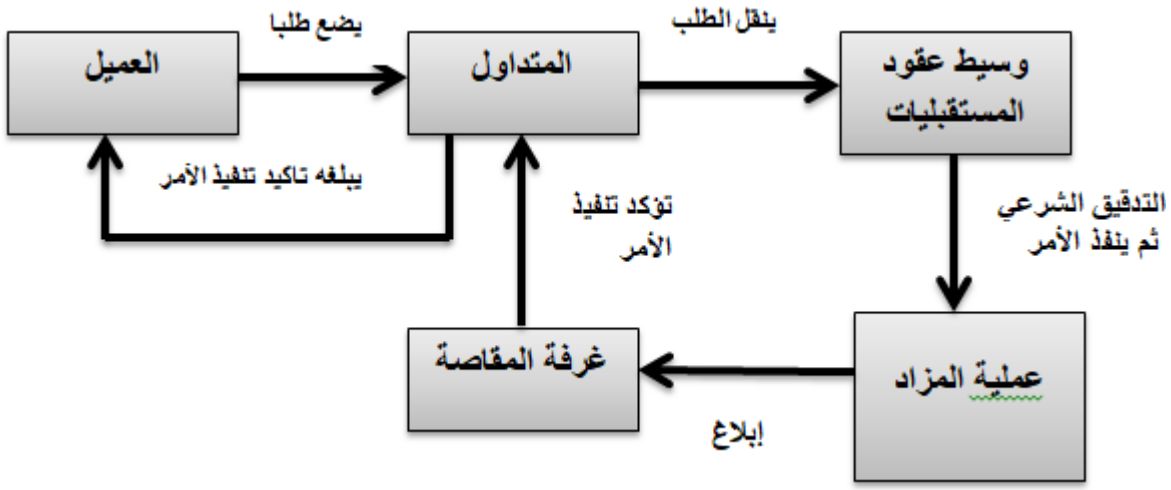
- ❖ الشرط الرئيسي هو ذكر جميع مواصفات البضائع المستقبلية بأوضح العبارات حول النوع والأبعاد. لذلك، في العقود المستقبلية المتعلقة بالسلع الزراعية، يجب ذكر جميع المواصفات المتعلقة بالمحاصيل.
- ❖ يجب توفير المواد من قبل الصانع. ومن ثم، بمجرد إبرام الطرفين لعقد مستقبلي، سيوفر الصانع جميع المدخلات والقيام بمهام المراقبة لتحقيق نفس المنتج كما هو مذكور في العقد.
- ❖ العقد ملزم لكلا الطرفين، لذلك لن يسمح لأي طرف في العقد المستقبلي بإلغاء العقد. ومع ذلك، فإن المشتري لديه سلطة التراجع عن العقد إذا لم تكن البضائع الموردة وفقاً لمواصفات العقد.
- ❖ يجب تحديد وقت التسليم من قبل الطرفين من أجل تجنب أي صراع.
- ❖ بمجرد اكتمال العقد، تقع على عاتق الصانع مسؤولية توفير السلعة وعلى المشتري دفع السعر المتبقي.
- ❖ يجب تحديد مكان التسليم في العقد لأن رسوم التحميل والنقل مرفقة بهذا النوع من العقود المستقبلية. في مثل هذه الحالة، قد يحاول كلا الطرفين تقليل التكاليف مما سيؤدي إلى الصراع. لذلك، فإن ذكر مكان التسليم في مواصفات سيجنبهما مثل هذه المشكلة.

يمكن اقتراح آلية عمل العقد المستقبلي في إطار عقد الاستصناع كما هو موضح في الشكل التالي:

[1] حامدي وناسة، حامدي بلقاسم، السلم كصيغة للتحوط ضد المخاطر المستقبلية، مجلة الإحياء، المجلد: 19، العدد: 23، ديسمبر 2019، ص.490.

[2] Lahsasna A., Shari'ah Issues and Resolutions in Contemporary Islamic Banking and Finance (Kuala Lumpur: IBFIM, 2014, p126.

الشكل رقم (25): آلية مقترحة لسوق عقود المستقبليات الإسلامية



source : Khan A. et al, The Applicability of Shari'ah compliant commodity futures in agriculture sector, The Scholar Islamic Academic Research Journal, Volume 5, No. 1, January -June 2019, P.127.

أولاً، سيضع العميل (الذي يحتاج إلى شراء عقد مستقبلي) طلبا إلى المتداول والذي يقوم بدوره بإرسال الأمر إلى الوسيط. يقوم الوسيط الذي يحمل العقود من البائع بتنفيذ العقد. ومع ذلك، قبل التنفيذ، يقترح وجود مستشار شرعي يجب أن يصادق على شرعية العقد. ثم يتم طرحها في المزاد العلني وبمجرد تسوية السعر، ستضمن غرفة المقاصة تنفيذ العقد. ثم يتم إرسال التقرير إلى المتداول الذي سيرسله إلى موكله[1].

الفرع الثالث: بناء الدور التحوطي لعقود المستقبليات بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية

يمكن بناء الدور التحوطي لعقود المستقبليات الإسلامية كما يلي:[2]

- إن عقد السلم هو عقد تحوطي مستقبلي بما فيه من تحديد مواصفات دقيقة للأصل المراد، والتاريخ والكمية وغيرها من الأمور فيه من التحوطات الحقيقية التي تمكن كل طرف من أطراف العقد من الحصول على حقوق ه المشروعة دون نقصان، ويمكن أن يلعب دورا في تجنيب أطراف المعاملة أعمال أسواق رأس المال العالمية التي تكتنفها المضاربات على فروقات الأسعار والتغيرات والتقلبات المستمرة في الأسعار، عدا الطرق غير المشروعة التي يتم اتباعها في سبيل تحقيق الأرباح، حيث يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي.

[1] Khan A. et al , The Applicability of Shari'ah compliant commodity futures in agriculture sector, The Scholar Islamic Academic Research Journal ,Volume 5, No. 1, January -June 2019, P.127.

[2] عبد محمود السميرات، مرجع سبق ذكره، ص.76.

- ❖ يظهر الدور التحوطي لعقد الاستصناع من خلال حق المستصنع في التراجع، إذا لم تكن السلعة المصنعة مطابقة للمواصفات المحددة بالعقد، وبالتالي فإن هذا العقد هو عقد على شيء حقيقي (أصل أو سلعة) وليس على شيء وهمي كما هو الحال في الأسواق المالية العالمية.
- ❖ إن تحديد المواصفات والمدة والسعر في عقد الاستصناع تجعل جميع أطراف العملية في حالة أمان وطمأنينة جراء السعر المتفق عليه، وهذا يخفف من تقلبات الأسعار المستمرة التي تظهر كثيرا عندما تكون الغاية من وراء العملية ليست الاستثمار الحقيقي وإنما المضاربة على فروقات الأسعار لأجل تحقيق مكاسب خلال فترة زمنية وجيزة.
- ❖ الصيغ الاستثمارية الإسلامية المستقبلية (كالسلم والاستصناع) تعد حلا للكثير من المشاكل التي تتعلق بتقلبات أسعار السلع المستقبلية، وعملية الضبط الدقيق لمواصفات السلع وما ينتج عنها من مخاطر.

المطلب الرابع: حالة عملية: مستقبليات السلع الإسلامية

ثمة جهات دولية أسهمت في إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية من خلال منتج التورق السلعي، بعضها تم تأسيسها في الدول الإسلامية وبعضها تم الاستعانة بها لإدارة السيولة الإسلامية بالرغم من أنها مؤسسة غير إسلامية النشأة. وتتمثل في:[1]

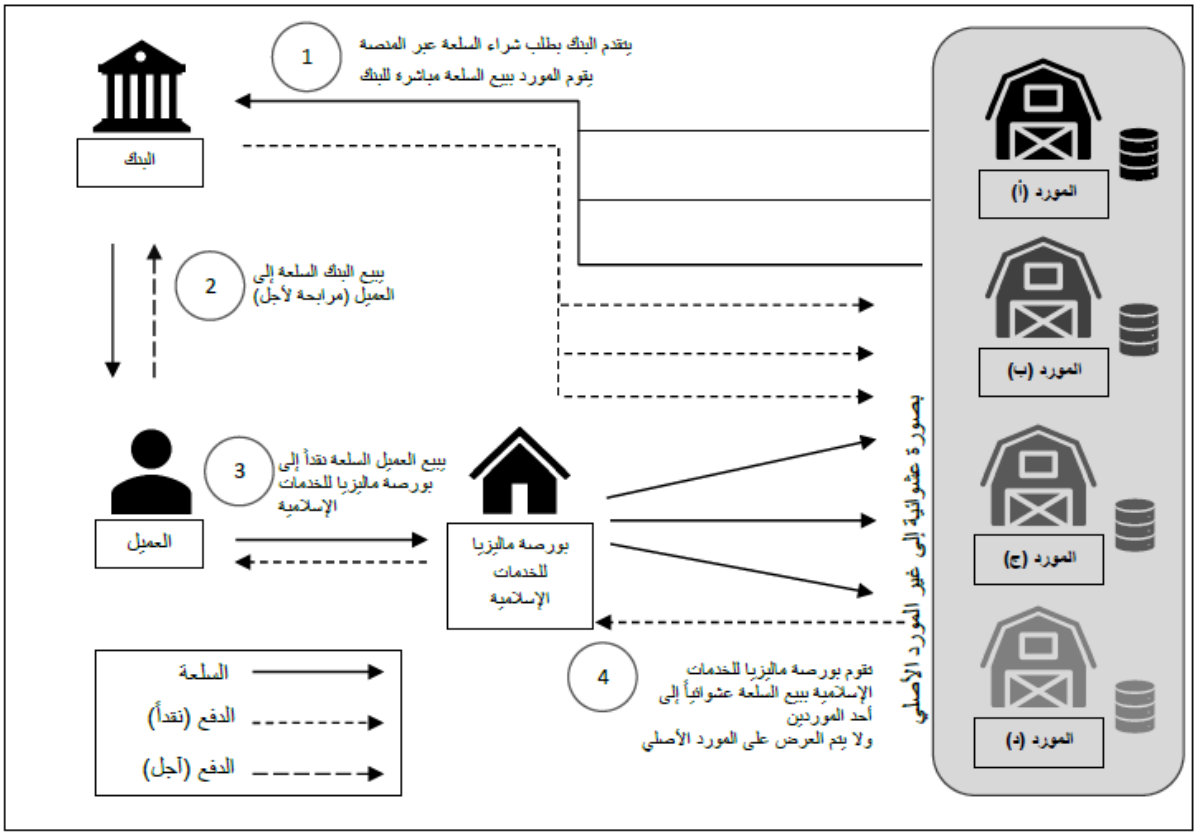
- ❖ بورصة لندن للمعادن London Metal Exchange LME،
- ❖ بورصة سوق السلع الماليزية
- ❖ مركز إدارة السيولة المالية في البحرين
- ❖ سوق جاكرتا للمعاوضات الآجلة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية Jakarta Futures Exchange (JFX) Shariah

إن منتجات التورق لبورصة سوق السلع الماليزية، وإن كانت تعتمد نفس طريقة عمل بورصة لندن للمعادن من خلال شراء المصرف للسلعة وبيعها للعميل بسعر مؤجل، ثم بيعها عنه بسعر حال أقل من السعر المؤجل، وكذا تسجيل السلع بأرقام دقيقة لا يجوز تداولها إلا بعد إنهاء الصفقة، غير أنها تختلف عنها في كونها لا يوجد فيها سمسار أول وسمسار ثاني، لأن العملية تتم عن طريق محرك آلي يقوم بتفاصيل عقد البيع والشراء والمقاصة. وأمر

[1] سعيد بوهراوة، دراسة تحليلية نقدية للتورق المصرفي في التطبيق المعاصر، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية، متوفر على الرابط: conferences.ju.edu.jo › sites › Pages › Forms › EditForm، شوهد يوم: 2019/06/14.

آخر أن السلعة على ما تنص عليه البورصة لا ترجع بالضرورة للمنتج الذي باعها أول مرة، لأن أرقام السلعة تكون عشوائية عند بيعها للسمسار الثاني (الآلي)[1].

الشكل رقم (26): مخطط توضيحي لخطوات عملية التورق في بورصة سوق السلع



***المصدر*: بيان منتدى الاقتصاد الإسلامي رقم (2020/4)**

لم يعد ثمة حاجة إلى الوسيط الأول والوسيط الثاني، لأنه في هذه المنصة المصرف الإسلامي "أ" يدخل مباشر على محرك البيع والشراء، وكذلك الأمر بالنسبة للمصرف الإسلامي "ب" طبعا هذا إذا كان عضوا لدى بورصة سوق السلع. والعميل لا يستطيع الشراء من البورصة مباشرة، وإنما عليه أن يكلف المصرف بالشراء من البورصة لاعتبارات قالت البورصة بأنها تتناول موضوع السرية. والمحرك في آخر الصفقة يقوم بالتصفية من خلال إرجاع السلعة إلى السمسار الأول أو الثاني أو الثالث[2].

[1] سنتناول في الفصل الأخير مستقبليات السلع الإسلامية في السوق الماليزية بالتفصيل، مع بيان قدرتها على التحوط.

[2]The Application of Commodity Murabahah in Bursa Suq Al-Sila' Malaysia vis-a-vis Jakarta Future Exchange Shariah Indonesia: A Comparative Analysis, http://www.ipublication.isra.my/product-688119.html, on 18/06/2019

وقد أصدر منتدى الاقتصاد الإسلامي بياناً حول القبض الشرعي الناقل للضمان الذي يصح معه أن يبيع المشتري ما اشتراه بالمرابحة المؤجلة في تورق زيت النخيل في بورصة سوق السلع بماليزيا. وقد أثار المتحاورون[1] عدة ملاحظات شرعية حول خطوات عملية التورق الموضحة في الشكل السابق والمتمثلة أساسا في:[2]

أ. تم تصميم العملية لتكون على وجه الشراء لكمية محددة من حيث المقدار يلتزم البائع بتسليمها للمشتري إذا رغب في ذلك من خزان يتغير باستمرار، وهذه صفة المبيع الذي فيه حق توفية وليس من قبيل شراء الحصة المشاعة التي تحصل بها شركة بين البائع والمالكين للزيت في الخزان. وهذا يصدق على الزيت وإن لم يكن طعاماً.

ب. إن التزام المورد بتسليم الكمية المشتراة لا يقع على الموجود في الخزان وقت البيع للبنك بسبب التبدل المستمر لعينه، ووجود فاصل زمني بين تاريخ العقد والتسليم الفعلي، والالتزام بالتسليم من مورد آخر في حال تعذر التسليم من المورد نفسه. وهو من نوع الالتزام بتسليم الكمية المشتراة من مثلِ الموجود في الخزان وقت العقد لا من عينه. بل إنه يتم إسقاط طلب التسلم الفعلي وإجراء التسوية النقدية في حال تعذر التسليم من مورد آخر.

ج. تتصرف البنوك الإسلامية بالكميات المحددة التي اشترتها بالبيع لعملائها المستورقين قبل التوفية (إفراز المقدار بالوزن) وقبل حصول القبض الحقيقي أو الحكمي، وهذان الأمران (التوفية والقبض) لا يمكن أن يحصلا إلا بعد إصدار المورد للرخص القانونية ووثيقة التسليم حيث يمكن عندئذ حصول التوفية بالإفراز ومن ثم التسلم حقيقة أو حكماً بالتخلية.

د. سواء قلنا بأن الزيت المبيع كمية محددة من كمية كلية معينة عند العقد، أو قلنا بأنه موصوف في الذمة؛ فإن شبهةَ البيع قبل القبض من قبل البنوك الإسلامية قائمة. فإن قلنا بأنه كمية محددة من معيَّن فإن البنك يبيع للمستورق بالمرابحة المؤجلة قبل الإفراز للمبيع، وقبل التخلية التي يتحقق بها القبض الحكمي للمفرز. وإن قلنا بأنه بيع موصوف في الذمة فإن البنك يبيع على المستورق بالمرابحة المؤجلة قبل تعيين الكمية بالإفراز وقبل التخلية أيضاً (بيع الدين لغير المدين) وعليه فإنه بدون إفراز فعلي(توفية) وبدون تخلية للمفرز خالصة من الموانع ينتفي القبض وينتفي بذلك الحكم بانتقال ضمان العين إلى المشتري كما تنص عيه قواعد البورصة. ويبقى التزام البائع بالتسليم من نوع الالتزام في الذمة.

[1] شملت اللجنة الشرعية المتحاورة مجموعة من العلماء، نذكر منهم: مشعل عبد الباري، محمود السرطاوي، ياسر السحيم، حمزة الفعر، العياشي فداد، محمد أنس مصطفى الزرقا، أيمن دباغ، محمد الحلواني، علي السرطاوي، وآخرون.

[2] بيان منتدى الاقتصاد الإسلامي رقم (2020/4).

هـ. وإذا نظّرَ – جدلا – إلى المبيع كحصة مشاعة فإنَّ الشراء لم يكن على وجه المشاركة، لأنَّ المورد (البائع) يلتزم بتَسليم الكمية المباعة خلافاً للشريك فإنه لا يلتزم بالتسليم، لأن المنصَّة لا توفّر معلومات عن **الكمية الكلية** المتوفرة في الخزان حتى يقع البيع على نسبة من الكمية الكلية الموجودة في الخزان، فلا يكون المورد والبنوك شركاء على الشيوع في **شركة ملك.**

و. وعليه؛ فلا يستقيم تخريج صورة العملية على أساس **شركة الملك** بحصص شائعة من الموجود في الخزان لعدم انضباط حساب تلك الحص ص، ولأن دخول البنك كان على وجه الشراء لكمية محددة فيها حق توفية التزم البائع بتسليمها لا على وجه الحصة المشاعة من معيَّن.

ز. وإن نظر إلى الصورة الكاملة للعملية والتي تتضمن أن البنك المشتري يبيع ما اشتراه بالمرابحة المؤجلة؛ فإن العملية لم تستوفِ شروط إعادة البيع في صورة **المبيع على حق التوفية** كما مر وهو كقفيز من صبرة طعام مجهولة القدر أَو معلومة القدر .وذلك لعدم وجود التوفية والتخلية قبل بيع البنك بالمرابحة المؤجلة على المستورقين.

وقد أدرجت اللجنة في بيانها مجموعة من الضوابط لإعادة تصميم صورة العملية، وأوصى منتدى الاقتصاد الإسلامي إدارة بورصة سوق السلع بماليزيا، وهيئتها الشرعية وكذلك البنوك الإسلامية التي تتعامل بهذه العمليات بدراسة ما ورد في البيان من ملاحظات وحلول، والتأكد من مدى تحقق الشروط الشرعية فيما يجري تطبيقه. ومع ذلك لم يتضمن البيان تحريما صريحا لمنتجات التورق السلعي في بورصة السلع الماليزية.

المبحث الثاني: عقود الخيارات ودورها في التحوط

يعتبر مبدأ استخدام الخيارات للتحوط من محفظة مالية ما بسيطا للغاية، لأنه يتضمن في الأساس شراء أو كتابة خيارات لحماية المركز. تتضمن معظم استراتيجيات تداول الخيارات استخدام فروق الأسعار، إما لتقليل التكلفة الأولية لاتخاذ مركز، أو لتقليل مخاطر اتخاذ مركز. من الناحية العملية، تعد فروق الأسعار شكلاً من أشكال التحوط بطريقة أو بأخرى، حتى لم يكن هذا هو الغرض المحدد لها، قبل الخوض في استراتيجيات التحوط باستخدام الخيارات لابد من تغطية الجانب المفاهيمي أولا.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعقود الخيارات

يتم الحصول على عقود الخيارات عادة عن طريق الشراء، كشكل من أشكال التعويض، أو كجزء من معاملة مالية معقدة. وبالتالي، فهي أيضا شكل من أشكال الأصول ولديها تقييم يعتمد على علاقة معقدة بين قيمة الأصول الأساسية والوقت حتى انتهاء الصلاحية وتقلب السوق وعوامل أخرى. يمكن تداول الخيارات بين أطراف خاصة في معاملات خارج البورصة (OTC)، أو قد يتم تداولها في البورصة في أسواق حية ومنظمة في شكل عقود موحدة. وفيما يلي نتعرف على ماهية هذه العقود.

الفرع الأول: ماهية عقود الخيارات

يمكن تعريفها كما يلي:

- هو عقد بين مشترٍ وبائع يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معينا بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقا. ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر[1].
- الخيار هو أداة مالية مشتقة تحدد عقدا بين طرفين لمعاملة مستقبلية على أصل ما بسعر مرجعي. ويحصل مشتري الخيار على الحق، ولكن ليس الالتزام، بالدخول في تلك المعاملة، بينما يتحمل البائع الالتزام المقابل بتنفيذ المعاملة[2].
- الخيار هو عبارة عن ورقة مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها وإنما قيمتها مستمدة من الورقة المالية التي أبرم عقد الخيار عليها ولا يعطي الخيار كامل الحق في جزء من ملكية الشركة إلا بعقد تنفيذ الخيار[1].

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.153.

[2] Boyle P., McDougall J., op.cit., p.27.

- يمنح خيار الشراء حامله الحق في شراء أصل معين بتاريخ محدد بسعر ثابت. بينما يعطي خيار البيع الحق في بيع أصل معين بتاريخ محدد بسعر ثابت. وبناء عليه، يتعين على مشتري الخيار دفع رسوم أولية تسمى علاوة إلى البائع أو مكتتب العقد، هذا لأن الخيار يوفر مرونة للمشتري. إذ أن أكبر خسارة يمكن لمشتري الخيار أن يتحملها على الإطلاق هي العلاوة الأولية المدفوعة[2].

الجدول رقم (07): ملخص لأربع استراتيجيات أساسية للخيارات

الاستراتيجية	العلاوة	الميزة
شراء خيار	الدفع	الحق في شراء الأصل الأساسي بسعر ثابت.
الاكتتاب في خيار شراء	استلام (قبض)	الالتزام بتسليم الأصل الأساسي في حالة تنفيذ العقد.
بيع خيار	الدفع	الحق في بيع الأصل بسعر ثابت.
الاكتتاب في خيار بيع	استلام (قبض)	الالتزام باستلام الأصل إذا تم تنفيذ العقد.

Source : Andrew M. Chisholm, Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options, Second Edition, John Wiley and Sons, Ltd., West Sussex, United Kingdom, 2010, p.3.

الفرع الثاني: أركان عقد الخيار

تتمثل في:[3]

- **مشتري الحق:** وهو الذي له حق الخيار (خيار البيع أو الشراء) من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو كتعويض للطرف الثاني محرر الاتفاقية أو العقد، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ الاتفاقية أو عدم تنفيذها.
- **محرر حق الخيار:** يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق في ذلك.
- **سعر التنفيذ:** يمثل السعر المحدد للورقة المالية أو الموجودة عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار وبين محرره، وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الاتفاقية عليه.
- **السعر في السوق:** وهو سعر الورقة المالية أو الموجود في السوق عند إبرام الاتفاق بين الطرفين.
- **تاريخ الانتهاء:** وهو التاريخ الذي ينفذ فيه العقد.

---

[1] هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص.93.

[2] Andrew M. Chisholm, op.cit.,pp. 2-3.

[3] محمد الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000، ص ص.332-333.

الفرع الثالث: أنواع عقود الخيارات

يقسم أغلب الكتاب عقود الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما: عقد خيار البيع وعقد خيار الشراء، لكن ليست جميع عقود الخيار مغطاة، ولهذا جرى تقسيم عقود الاختيار أيضا بين عقود خيار مغطاة وعقود خيار غير مغطاة:[1]

أولا: عقود الخيارات المغطاة

يوصف الخيار بأنه مغطى (Covered) عندما يكون لدى (Seller or Writer) البائع رصيدا من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طولب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد– إن كان العقد شراء (Call Option) أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طولب بتنفيذ العقد، وكان العقد خيار بيع (Put Option).

وبيع حقوق الشراء المغطاة هي استراتيجية شائعة الاستخدام من جانب مديري محافظ الأوراق المالية لزيادة العائد على المحفظة خاصة في الفترات التي يتوقع فيها انخفاض العوائد الرأسمالية أو النقدية التي تغلها المحفظة.

وكون العقد مغطى لا يعني أن ذلك سبب لدرء المخاطر التي قد تطرأ إذا ما صعدت الأسعار واضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن أسعار السوق. ولكنها يقينا أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة والتي لا اختلاف على أنها من جنس الرهان، ويغلب عليها طابع المقامرة.

ثانيا: عقود الخيارات غير المغطاة

يوصف العقد بأنه غير مغطى أو عار (Nacked) عندما لا يكون لدى بائع حق الخيار رصيدا من الأصل محل التعاقد يسمح له بتغطية التزامه إذا ما طولب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد–إن كان العقد خيار شراء (Call Option)– أو لم تكن لديه السيولة النقدية الكافية (Insufficient Cash) للوفاء بالتزاماته، إذا ما كان العقد خيار بيع. وتعد كتابة العقود غير المغطاة استراتيجية للمضاربة غير المحدودة، ولا تخرج عن كونها مراهنة على محض اتجاهات الأسعار، ولا يختلف على ذلك اثنان من أكثر المتحمسين للمشتقات. وكثيرا ما يصبح هؤلاء صيدا سهلا، ويسلمون رقابهم لمن قام بشراء هذه العقود إذا عجز البائعون عن الوفاء بالتزاماتهم، أو قام هؤلاء بشراء كل ما يعرض عليهم على المكشوف لتعجيز البائعين عن التسليم فيما يعرف بعمليات الإحراج (Cornerning The Short) أو(Squeezing The Shorts).

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.190-191

الفرع الرابع: تسعير عقود الخيارات: نموذج بلاك وشولز

قدم كل من Black Fisher et Myron Scholes سنة 1972 نموذجا لتسعير الخيارات مبنياً على جملة من الفرضيات، وقد لقي هذا النموذج تطبيقا واسعا لدى المحللين الماليين، حيث أصبح هذا النموذج المرجع الرئيسي في مجال تقييم الخيارات في الأسواق المنظمة، يقوم هذا النموذج على بناء محفظة مكونة من أصل بدون مخاطرة، والمتمثلة في الأصل محل التعاقد، وذلك تحت محفظة من الفرضيات والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:[1]

- ❖ أسعار الأسهم تتحرك بشكل عشوائي وتأخذ التوزيع اللوغاريتم الطبيعي؛
- ❖ المعدل العائد الخالي من المخاطرة و التذبذب أي الانحراف المعياري(σ) لعوائد الأسهم ثابتة خلال فترة نفاذ الخيار؛
- ❖ عدم وجود ضرائب و تكاليف للصفقات المالية؛ الخيارات أوروبية؛
- ❖ عدم توزيع الأرباح على الأسهم؛ السوق المالي يتمتع بالكفاءة.

وتعطى الصيغة الرياضية للنموذج كما يلي:

$$C(S,T) = \mathrm{P_m} N(d_1) - P_{ex} \mathrm{e}^{-\mathrm{R_{sr}} t} N(d_2)$$

$$\mathrm{d_1} = \frac{1}{\sigma\sqrt{T}} \left(\ln\left(\frac{P_m}{P_{ex}}\right) + (\mathrm{R_{sr}} + 0.5\sigma^2)T \right)$$

$$\mathrm{d_2} = \mathrm{d_1} - \sigma\sqrt{T}$$

حيث:

P_m: السعر السوقي للأصل محل التعاقد؛

P_{ex}: السعر التنفيذي؛

R_{sr}: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

t: مدة العقد؛

e: أساس اللوغاريتم الطبيعي؛

(N): دالة كثافة الاحتمال

(σ^2): تباين السعر السوقي للأصل محل التعاقد.

[1] علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص.34.

وفي ظل الافتراضات المحددة سابقا، إذا كان سعر الخيار مختلفاً عن ذلك الذي تحدده المعادلة ستتاح أمام المستثمرين فرصة لتحقيق الربح مما سيعود بسعر الخيار إلى المستوى الذي يحدده نموذج والسبب في ذلك هو أن هذا النموذج يستخدم على نطاق واسع بين صفوف المتعاملين بالخيارات ما يجعل الأسعار الفعلية لهذه الأدوات المالية تطابق تقريباً القيم المحسوبة باستخدام هذا النموذج.. تتعلق العلاقة السابقة بخيار الشراء و يمكن استخدام نفس الصيغة لتقييم خيار البيع :

$$P(S,T) = -\mathrm{P_m}N(d_1) + P_{ex}\mathrm{e}^{-\mathrm{R_{srt}}}N(-d_2)$$

المطلب الثاني: التحوط باستخدام عقود الخيارات

يمكن استخدام الخيارات للتحكم في المخاطرة وذلك كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية. فإذا كان لدى أحد المستثمرين محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار السهم أو الأسهم التي يمتلكها. فليس عليه في هذه الحالة سوى اللجوء إلى سوق الخيارات ليقوم بشراء خيار بيع بموجب العقد. وبذلك يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حدا معينا يتمثل عادة بالفرق بين السعر السوقي للسهم بتاريخ العقد وسعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد.

الفرع الأول: آليات التحوط باستخدام عقود الخيارات

لفهم كيفية التحوط بالخيارات نأخذ المثال التالي: قامت شركة (General Engineering) بشراء 1مليون سهم من أسهم شركة (Indiantown Cogeneration) بغرض بيعها. ومع اقتراب نهاية السنة، فإن إرجاء عملية البيع سيؤجل من الضرائب على الربح الذي ستحققه (General Engineering)، لكن الشركة متخوفة من إمكانية تراجع قيمة الأسهم قبل نهاية السنة. يمكن لشركة (General Engineering) التحوط من هذه المخاطر من خلال شراء خيارات البيع. قيمة أسهم شركة (Indiantown Cogeneration) هو 28 دولارا للسهم الواحد. إذا قامت شركة (General Engineering) بشراء خيارات للبيع على المليون سهم بسعر 28 دولاراً للسهم الواحد فإنها ستقوم بتغطيتها بالكامل ضد أي خسائر.[1] والجدول (2-5) يوضح النتائج المتحصل عليها.

بفرض أن سعر السهم انخفض إلى 20 دولاراً فإن شركة (General Engineering) ستخسر 8 دولارات عن كل سهم من المليون سهم. لكن قيمة الخيارات هي 8 دولارات عند البيع. وبذلك فإن المكسب يعوض الخسارة. أما إذا ارتفع سعر السهم فإن شركة (General Engineering) ستحقق ربحا. وبذلك تكون قد تحوطت ضد

[1] Finnerty J. D., Project Financing: Asset-Based Financial Engineering, Second Edition, New Jersey, John Wiley & Sons, 2007, pp.262-263.

مخاطر الخسارة دون أن يؤثر ذلك على فرصتها في الاستفادة من ارتفاع أسعار أسهم شركة (Indiantown Cogeneration).

الجدول رقم (08): النتائج المحتملة للتحوط باستعمال الخيارات لشركة (General Engineering)

سعر السهم عند البيع	الربح أو الخسارة في الأسهم		الربح أو الخسارة عند التغطية		الربح أو الخسارة الصافية
	للسهم الواحد	الإجمالي	للسهم الواحد	الإجمالي	
20 دولار	(8)	(8,000,000)	8	8,000,000	_
25 دولار	(3)	(3,000,000)	3	3,000,000	_
30 دولار	2	2,000,000	_	_	2,000,000
35 دولار	7	7,000,000	_	_	7,000,000

Source: John D. Finnerty , Project Financing: Asset-Based Financial Engineering, Second Edition, New Jersey, John Wiley & Sons, 2007, p.262.

الفرع الثاني: مؤشرات إدارة مراكز التحوط بعقود الخيارات

يستطيع المستثمرون فهم آلية التغيرات ومحاولة التخفيف من حدة الآثار السلبية لتقلبات التحركات السعرية لأسعار الخيارات بفضل النموذج النظري الذي يمكنهم من قياس حساسية مركزهم الاستثماري فيما يتعلق بتطورات سعر الأداة المالية الأصل، والتقلبات السوقية وتطورات سعر الفائدة. من خلال معرفتهم بإدارة هذه التقنيات فإنه يمكن التحوط لمحافظهم ضد المخاطر. ويتمكنون أيضاً من إعادة النظر في تركيب محافظهم وفقاً لأهدافهم وميولهم. ومن أهم هذه الأدوات (التقنيات) المستعملة في السوق يمكننا ذكر دلتا (Delta)، غاما (Gamma). هذه الأحرف كما هو معروف هي أحرف يونانية. فدلتا هي عبارة مشتق العلاوة بالنسبة لسعر الأصل. وغاما، تمثل مشتق الدلتا بالنسبة لسعر الأصل. وسوف نقوم بذكر هذه الأدوات بشكل مختصر فيما يأتي:

أولا: إدارة دلتا Delta لمحفظة الخيارات

يمكن تعريف دلتا بأنها مشتق سعر الخيار (العلاوة) بالنسبة لسعر الأصل. وهي تعطي عدد الأسهم (الخيارات) التي يجب شراؤها أو بيعها للتحوط ضد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة. ومن هنا يمكن تسمية دلتا بنسبة التحوط. وهذه الأخيرة تقيس حساسية سعر الخيار لتغيرات طفيفة في سعر السهم (الورقة الأصل). ويمكن لدلتا أن تأخذ قيماً تختلف باختلاف نوع الخيار: فبالنسبة لخيار الشراء، فإن دلتا تأخذ قيماً تتراوح

من الصفر إلى الواحد الصحيح. بينما دلتا خيار البيع، فإن قيمها تتراوح بين الصفر والـ −1[1]. لنفترض أننا اتخذنا مركزًا قصيرا في خيارات الشراء الأوروبية على 100.000 سهم في شركة معينة، لدينا:[2]

S: سعر السهم = 365

X : سعر التنفيذ= 370

σ : تذبذب السهم (الانحراف المعياري لعوائد الأصل خلال السنة) = 20%

r : معدل العائد الخالي من المخاطر2% .

t : الوقت المتبقي لإنتهاء صلاحية الخيار0,25.

حسب صيغة بلاك وسكولز Black – Scholes نجد أن سعر الخيار 13.09497، وبذلك تكون القيمة الإجمالية هي 1309497.

1- لنفترض أن لدينا مركزا مكشوفا (naked position)، على سبيل المثال ليس لدينا ملكية في الأسهم الأساسية. وبذلك نكون أمام حالتين:

- عند الاستحقاق، يكون سعر السهم <370، (الخيار ليس له قيمة) لذلك نحقق ربحا قدره 1309497.
- عند الاستحقاق، يكون سعر السهم 395، لذا يتعين علينا شراء 100.000 سهم مقابل 395 وحدة نقدية لكل منها ثم بيعها بسعر 370. ستكون التكلفة 100.000 (395 – 370) 2.5 مليون، لذلك نخسر 1190503.

2- لنفترض أن لدينا مركزًا مغطى، أي أننا نشتري السهم بسعر 365. فيكون لدينا حالتان:

- عند الاستحقاق، يكون سعر السهم 360، لذلك نخسر 500000 من بيع الأسهم، ولكن نحصل على إجمالي ربح قدره 1024738. لكن سنحقق ربحا سلبيا تماما إذا انخفض سعر السهم إلى أقل من 350.
- عند الاستحقاق، يكون سعر السهم 380. نبيع الأسهم بسعر 380 لكل منها ونحقق ربحا إجماليا قدره 2024738.

لحماية أنفسنا من خلال التحوط، وجب علينا حساب عدد الأسهم التي يتعين علينا شراؤها، من أجل التحوط بالخيارات. إذا كانت F(t, S) هي قيمة الخيار، و Nc هي عدد الخيارات و Ns عدد الأسهم، يتم إعطاء إجمالي قيمة المحفظة من خلال:

[1] Daouas. M., Chenoufi Zenaidi A., Gharbi Trabelsi M., Techniques Financiéres Internationales Et Couverture du Risque de Change, Tunis, Centre de Puplication Universitaire, 2007, p.277.

[2] Röman J. R. M, Analytical Finance- Volume I - The Mathematics of Equity Derivatives, Markets, Risk and Valuation, , Palgrave Macmillan, Springer International Publishing, Switzerland, 2017, pp.284-285.

$$V= -N_c F(t, S) + N_s S$$

وتكون دلتا التحوط: $Delta = \frac{\delta C}{\delta S} = \frac{\Delta C}{\Delta S}$

$$\frac{\partial V}{\partial S} = 0 \quad \Rightarrow \quad N_s = N_c \cdot \frac{\partial F}{\partial S} = N_c \cdot \Delta = N_c \cdot N[d_1]$$
$$d_1 = \frac{1}{\sigma\sqrt{\Delta t}}\left\{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)\Delta t\right\} = -0.03606....$$

وبذلك نجد أن: Nc = 0.485619 ، لذا نحتاج إلى Ns = 48562 من الأسهم للتحوط بالخيارات.

ثانيا: إدارة غاما Gamma

(Gamma) أو Γ تستخدم لقياس حساسية (Delta) على تغيرات سعر السهم. ويستخرج هذا المؤشر من خلال إيجاد المشتق الأول لقيمة (delta) بالنسبة إلى سعر السهم. $\frac{\delta(delta)}{\delta S}$ وتقاس غاما، سواء بالنسبة لخيار الشراء أو خيار البيع بواسطة العلاقة التالية:[1]

$Gamma = \frac{e^{-0.5\times(d_1)^2}}{S \times \sigma\sqrt{2\pi t}}$. حيث: π : هي قيمة ثابتة وتساوي 3,14159

إذا أردنا أيضا أن نكون محايدين (أي لدينا Γ =0)، فيجب علينا استخدام خيار ثانٍ للتحوط. بالعودة إلى المثال السابق، لنفترض وجود خيار بيع p بسعر مضاربة 355، فتصبح المحفظة كما يلي:[2]

$$V = N_p F_p(t, S) - N_c F_c(t, S) + N_s S$$

و

$$\frac{\partial V}{\partial S} = \frac{\partial^2 V}{\partial S^2} = 0 \quad \Rightarrow \quad \{\Delta_p = \Delta_c - 1\} \quad \Rightarrow$$
$$\begin{cases} N_s = N_c \cdot \Delta_c - N_p \cdot \Delta_p \\ 0 = N_c \cdot \Gamma_c - N_p \cdot \Gamma_p \end{cases}.$$

إذا أردنا أيضا إزالة الحساسية من Δ، فيجب أيضا أن يكون لدينا غاما الأسهم Γ = 0، وبذلك يتعين علينا استخدام خيار آخر. بالنظر إلى محفظة Π مع سهم S ومشتقين F و G. نريد أن نختار XF و XG بحيث يصبح كل من Δ وΓ محايدين في المحفظة الإجمالية.

$$\begin{cases} N_p = 100{,}000 \cdot \frac{\Gamma_c}{\Gamma_p} \\ N_s = 100{,}000 \cdot \Delta_c - 100{,}000\Delta_p \cdot \frac{\Gamma_c}{\Gamma_p} \end{cases}$$

فنحصل على:

$$\begin{cases} N_p = 107{,}328 \\ N_s = -20{,}901 \end{cases}$$

[1] Daouas. M., Chenoufi Zenaidi A., Gharbi Trabelsi M.,, op.cit, p.270.
[2] Röman J. R. M, op.cit. p.286.

ثالثا: إدارة المؤشر Thêta

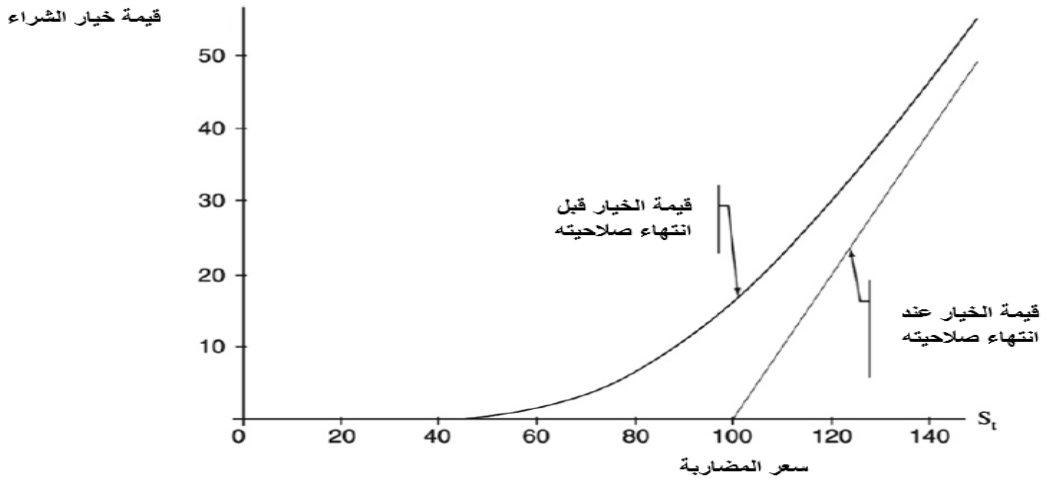
يقيس هذا المؤشر حساسية الخيار بالنسبة للزمن المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق، أو بمعنى آخر يستخدم هذا المؤشر من أجل تقييم تأثير الوقت على قيمة الخيار. فمن المعروف أنه مع مرور الوقت يقترب الخيار من تاريخ الاستحقاق، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الزمنية لهذا الخيار. لأجل ذلك تمثل ذيتا قيمة سالبة في أغلب الأوقات. وهي عبارة عن المشتق الأول لسعر الخيار بالنسبة للزمن المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق.

$$theta = -\frac{\delta C}{\delta t}$$

تعطينا الصيغة المذكورة أعلاه ثيتا بالسنة، نقسم النتيجة على عدد أيام التداول في السنة، التي تقدر عادة بـ 250 أو 252 يوم، للوصول إلى المبلغ الذي يفقده الخيار في يوم واحد والخاص بسهم واحد. Theta هو –1 مضروب في المشتق الأول لقيمة الخيار حسب نموذج بلاك وسكولز (Black–Scholes) المعبر عنها بـ: V، بالنسبة للتغيرات في الزمن T. تختلف ثيتا عن المؤشرات الأخرى، حيث يمكن التحوط ضد دلتا، غاما، فيقا، لكن لا يمكن التحوط ضد الزمن[1].

ويشرح ثيتا كيف أن الخيارات ذات التواريخ الأطول أكثر قيمة من الخيارات ذات التواريخ الأقصر. حيث يأمل أصحاب الخيارات ذات المراكز الطويلة أن يتحرك السعر بشكل كبير قبل تاريخ الاستحقاق. مما يتيح لهم حرية أكبر وربحاً أكبر. يوضح الشكل الموالي العلاقة بين سعر السهم وسعر الخيار المشتق منه قبل وعند تاريخ الاستحقاق (انتهاء صلاحية الخيار).

الشكل رقم (27): العلاقة بين قيمة الأسهم وقيمة عقد الخيار



Source: Hirsa A., Neftci S. N., An introduction to the Mathematics of Financial Derivatives, Elsevier, San Diego, USA, 2014, p.7.

[1] Boyle P. and McDougall J., Op. Cit., p.102.

ويمكن حساب قيمة ذيتا لخيار الشراء وفق المعادلة التالية:

$$thetaCall = -\frac{S \times \sigma \times e^{-0.5(d_1)^2}}{2\sqrt{2\pi t}} - r_f \times K \times e^{-r_f t} \times N(d_2)$$

وبتعديل بسيط في ذيل المعادلة يمكن الوصول إلى ذيتا لخيار البيع على النحو التالي:

$$thetaPut = -\frac{S \times \sigma \times e^{-0.5(d_1)^2}}{2\sqrt{2\pi t}} - r_f \times K \times e^{-r_f t} \times [1 - N(d_2)]$$

رابعا: إدارة المؤشر فيغا Vega

تشير فيغا إلى العلاقة بين سعر الخيار والانحراف المعياري للعائد على السهم. ويقيس هذا المؤشر حساسية سعر الخيار للتقلبات في عائد السهم.

$$vega = \frac{\delta C}{\delta \sigma}$$

أحد الافتراضات الأساسية لصيغة Black–Scholes هو أن يبقى الانحراف المعياري لعوائد الأصل σ ثابتاً بمرور الوقت. لكن عمليا σ لا يبقى ثابتا. لذلك يحلل Vega كيف تتغير قيم الخيارات عندما تتغير التوقعات الخاصة بـ σ. يتم التعبير عن Vega عادة بالتغير في قيمة الخيار مع ارتفاع الانحراف المعياري لعوائد الأصل أو انخفاضه بنسبة 1٪. إذا كانت فيغا موجبة فهذا يعني أن قيمة مركز الخيار ترتفع بازدياد تقلبات السهم الأساسي، أما إذا كانت فيغا سالبة فذلك يدل على انخفاض قيمة الخيار عندما تنخفض تقلبات السهم الأساسي.[1] ويمكن التعبير عن فيغا وفق المعادلة التالية:

$$Vega = S \times \sqrt{t} \times \frac{e^{-0.5(d_1)^2}}{\sqrt{2\pi}}$$

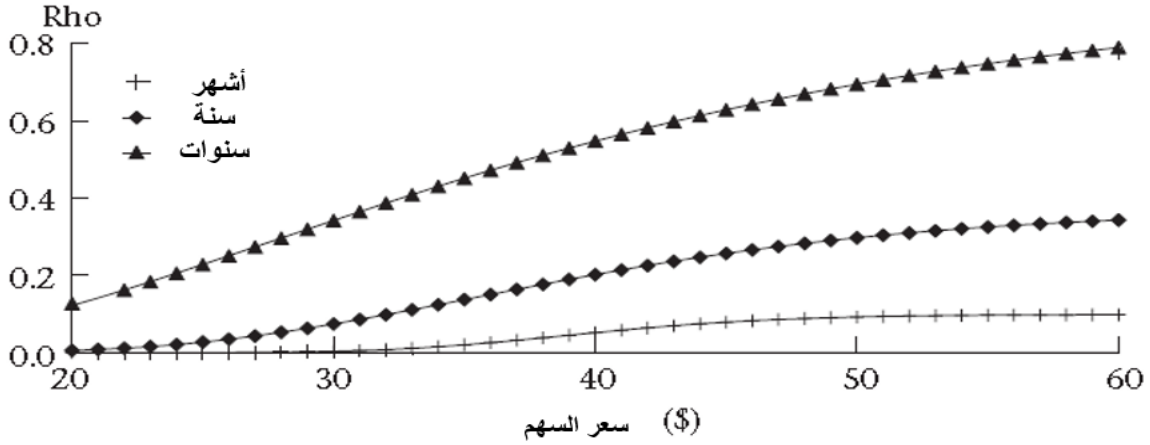
خامسا: إدارة المؤشر Rho

يقيس (ρ) Rho التغير في سعر الخيار عندما تكون هناك زيادة في سعر الفائدة بنسبة 1 نقطة مئوية[2]. أنظر الشكل (43). بمعنى أخر يقيس هذا المؤشر حساسية قيمة الخيار للتغيرات في سعر العائد الخالي من المخاطر. في حالة أخذ Rho المركز الطويل معناه هناك حساسية إيجابية لسعر العائد الخالي من المخاطر، أما

[1] Boyle P. and McDougall J., Op. Cit., p.105.
[2] McDonald, R. L., Derivatives Markets, Third Edition, Pearson Education, Inc., Prentice Hall, New Jersey, USA, 2013, p.356.

الموضع القصير لـ Rho فيعني حساسية سلبية، والمركز المحايد لـ Rho يعني عدم وجود حساسية. علما أنه عندما يزيد سعر العائد الخالي من المخاطر، القيمة الحالية لسعر التنفيذ تنخفض[1].

الشكل رقم (28): قيم Rho لخيار شراء عند أسعار مختلفة للسهم مع آجال استحقاق مختلفة



Source : McDonald, R .L., Derivatives Markets, Third Edition, Pearson Education, Inc., Prentice Hall, New Jersey, USA, 2013, p.361.

يتم حساب Rho بالنسبة لخيار الشراء أو البيع بالصيغة التالية:[2]

$$\frac{K \cdot (T-t) \cdot e^{(-r_t \cdot (T-t))} \cdot N(d_2)}{100}$$

حيث:

K = سعر المضاربة.

T – t = عدد السنوات بين تاريخ حساب Rho وتاريخ انتهاء صلاحية الخيار.

rt = سعر الفائدة المستمر الخالية من المخاطر إلى غاية تاريخ حساب Rho.

N( ) = القياس الاحتمالي لدالة التوزيع التراكمي.

σt = تقلب الأصل في تاريخ الحساب. و $d_2 = d_1 - \sigma_t \cdot \sqrt{T-t}$

الفرع الثالث: التحوط بعقود الخيارات مقارنة بالتحوط بعقود المستقبليات

بعد التعرض لكيفية التحوط باستخدام عقود المستقبليات والتحوط باستخدام عقود الخيارات، لا بد أن نوضح الفرق بين التحوط بكلا العقدين في النقاط التالية:[1]

[1] Gottesman, A. A., Derivatives essentials: An introduction to forwards, futures, options and swaps, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2016, p.177.
[2] Gottesman, A. A., op. cit, p.150.

- في عقود المستقبليات، يتم إنشاء سعر بيع واحد عندما يتم إدخال المركز المستقبلي عن طريق بيع عقد مستقبلي. لذلك، تعتمد قيمة التحوط المستقبلي على كيفية تحرك السوق وكيف يتغير سعر الأساس. بدوره يؤثر سعر الأساس على السعر النقدي حيث أن سعر عقود المستقبليات زائد أو ناقص سعر الأساس يساوي السعر النقدي. هناك قيمة أكبر في التحوط المستقبلي مع أساس أقوى إذا تم بيع الأصل والمزيد من القيمة للتحوط مع أساس أضعف عند شراء الأصل. ستدور التغيرات في سعر البيع الصافي حول تغيرات أسعار العقود المستقبليات والتغيرات في أسعار الأساس ذات الصلة.
- بالنسبة لعقود الخيارات، يحدث التحوط ضد الانخفاض الكبير في الأسعار من خلال إنشاء حد أدنى للسعر أو حد أقصى للسعر. في نفس الوقت إذا ارتفعت الأسعار، فإن الأرباح الإضافية هي قيمة الأرباح الموجودة في السعر النقدي الأعلى مطروحاً منها تكلفة علاوة الخيار. يؤثر التغير في سعر الأساس على تحوط الخيارات ولكنه بشكل أقل من تأثيره على التحوط في عقود المستقبليات. ففي الخيارات، يشير الأساس ببساطة إلى السعر النقدي بدلاً من تحديد صافي سعر البيع أو الشراء كما هو الحال مع التحوط في عقود المستقبليات.
- بشكل عام، سيكون التحوط بعقود الخيارات عكس التحوط بعقود المستقبليات في تحديد حركة السعر التي ستسمح بتحقيق مكاسب. فعندما يرتفع السعر، يساهم التحوط بالعقد المستقبلي في الخسارة بينما يسمح التحوط بالخيار بمكاسب. هذا لأنه من الممكن أن يكون الشخص أفضل حالاً من خلال عدم التحوط على الإطلاق بالعقد المستقبلي. كما أن صافي السعر مع تحوط الخيارات هو السعر النقدي مطروحا منه علاوة الخيار.

السؤال الذي يطرح نفسه: متى نتحوط بعقود المستقبليات ومتى نتحوط بعقود الخيارات؟ الإجابة على هذا السؤال في المثال التالي:

نفترض أن أحد منتجي المواشي يتطلع إلى شراء أعلاف من أجل بيعها في نهاية المطاف. بالإضافة إلى ذلك، يريد المنتج التحوط من مخاطره. كان سعر عقود المستقبليات لشهر أكتوبر الحالي هو 137.27 دولارا وخيار الشراء هو 5 دولارات بسعر تنفيذ 140 دولارا. إنه يتساءل عما إذا كان يجب عليه التحوط بعقود المستقبليات أو الخيارات. يوضح الجدول التالي خياراته ونتائج عمليات التحوط إذا انخفض السوق أو ظل على حاله أو ارتفع.

[1] Biscommodities, Hedging Futures vs. Options, Retrieved from: http://www.biscommodities.com/images/E0170501/Hedging_futures_vs_options_livestock.pdf

الجدول رقم(09): مثال عن التحوط بعقود المستقبليات مقارنة بعقود الخيارات

	التحوط بعقود المستقبليات	خيارات الشراء
في 15 جوان، إذا	اشترى مستقبليات أكتوبر بسعر 137.27 دولار	اشترى خيار الذرة بسعر 140 دولارا (السقف 145 دولارا)
في أكتوبر عقود المستقبليات كما يلي:		
125 دولار	خسارة 12 دولار	خيار لا قيمة له
140 دولار	ربح 3 دولار	خيار لا قيمة له
155 دولار	ربح 18 دولار	الخيار بقيمة 10 دولار

Source : Biscommodities, Hedging Futures vs. Options, Retrieved from: http://www.biscommodities.com/images/E0170501/Hedging_futures_vs_options_livestock.pdf

- إذا انخفض السوق: سيتسبب التحوط بعقود المستقبليات في خسارة قدرها 12 دولارا لأن سعر الشراء البالغ 137.27 دولارا أعلى من سعر البيع البالغ 125 دولارا. نظرا لأن الخيار الآن لا قيمة له، فإن المنتج الذي يقوم بالتحوط سيكون خارج تكلفة الخيار. هنا يكون صافي سعر الشراء هو السعر النقدي بالإضافة إلى تكلفة الخيار.
- إذا ظل السوق كما هو نسبيا: يحدث مكسب صغير حيث توجد زيادة طفيفة في سعر البيع بالنسبة لسعر الشراء. هذه القيمة هي 3 دولارات. هذا يعني أن صافي سعر الشراء سيكون السعر النقدي مطروحا منه المكسب البالغ 3 دولارات في سوق عقود المستقبليات. بالإضافة إلى ذلك، إذا قرر المنتج التحوط بالخيارات، فلن يكون هناك قيمة للخيار مما يعني أن صافي سعر الشراء سيكون السعر النقدي بالإضافة إلى تكلفة الخيار.
- إذا ارتفع السوق: التحوط بعقود المستقبليات هو أفضل تحوط يوفر أكبر قدر من المكاسب مقارنة بتحوط الخيارات. يتم تحقيق ربح بقيمة 18 دولارا بين سعر الشراء المنخفض وسعر البيع الأعلى الذي يتم طرحه من السعر النقدي. هذا هو سعر البيع الصافي. مع تحوط الخيارات، يكون هناك ربح قدره 10 دولارات حيث يبلغ السعر الأقصى 145 دولارا بدلاً من 155 دولارا. بشكل عام، هذا الربح أقل من ربح عقود المستقبليات.

المطلب الثالث: التقدير الشرعي لعقود الخيارات

هناك إجماع على مشروعية خيار الشرط، فقد ثبت خيار الشرط بما يروى في الصحيحين عن عبد الله بن عمر رضي الله عنهما أن رسول الله قال: (المتبايعان كل واحد منهما بالخيار على صاحبه ما لم يتفرقا إلا بيع الخيار) [1]. وقد قال النووي رحمه الله: الأمة مجمعة على جواز شرط الخيار ثلاثة أيام[2].

[1] صحيح البخاري، الحديث رقم 2110، ص 398.

[2] عبد العزيز بن محمد بن عثمان الربيش، المدة في خيار الشرط في البيع، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، العدد 15، 2002، ص.232.

وهناك فرق بين عقد الخيار وبين البيع الذي اشترط فيه الخيار، فرغم تشابه ألفاظهما إلا أن التناقض بينهما غير متناه، حيث أ ن الخيار في الشريعة الإسلامية إنما شرع لكي يكون كمال الرضا ودفع الغبن، بينما الخيار في البورصات فيتم على محض المراهنة في اتجاهات الأسعار[1].

الفرع الأول: المخالفات الشرعية في عقود الخيارات التقليدية

يرى المانعون[2] بعدم جواز التعامل بعقود الخيارات للموانع الشرعية التالية:[3]

- **التعامل في عقود الخيار قائم على الغرر:** حيث أن أسعار العقد أثناء التنفيذ مجهولة بالنسبة لبائع الخيار الذي قد يتكبد خسارة كبيرة إذا كانت الأسعار في صالح المشتري الذي يخسر هو الآخر أموال الخيار لعدم استعماله.
- **التعامل في عقود الخيار قائم على القمار:** في حالة انتهاء الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدون بقبض فرق السعرين، وذلك لتردد كل واحد منهم بين الغنم والغرم. فهذه العقود توسيع في صور القمار واستنباط طرائق جديدة تمكن من الحصول على الكسب أو تحمل الخسارة تبعا للحظ.
- **عقود الخيار من قبيل بيع الانسان مالا يملك:** حيث أن بائع خيار الشراء قد لا يملك الأصل المباع، ويشتريه عندما يتحقق البيع. ويمثل الفارق السعري بين الشراء والبيع مقدار ربحه أو خسارته.
- **صورية أغلب البيوع:** عقود الخيار صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها تمليك أو تملك، فلا المشتري يمتلك المبيع ولا البائع يمتلك الثمن.
- **تعارض عقود الخيار مع قصد الشريعة من إباحة خيار الشرط:** شُرع خيار الشرط لحماية العاقد من التزامه بعقد تكون الرغبة فيه لم تتأكد بعد، فلم يرد به تأكد المستفيد من تطور سعر السلعة فإذا ما كانت في صالحه ينفذ وإلا فلا.
- **اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيار من الشروط الفاسدة:** ذهب جمهور العلماء إلى أن كل شرط يخالف مقتضى العقد فهو باطل. حيث أن المال المدفوع الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه حق الخيار إنما جرى دفعه لمحض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وهذا ما ينافي مقصود العقد والشرع. كما أن دفع الطرف الآخر لهذا المال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال الفترة المحددة، يبين أن هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ولا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد ذكره.

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.526.

[2] المانعون: عبدالستار أبو غدة، علي أحمد السالوس، محمد علي السلامي، الصديق محمد الأمين الضرير، علي محي الدين القره داغي، عطية فياض، سمير رضوان، أحمد محي الدين أحمد، عبدالوهاب إبراهيم أبو سليمان، مبارك بن سليمان آل سلمان.

[3] بن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص ص.281-283.

❖ **تعارض عقود الخيار مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات الإسلامية:** حيث أنها تتيح لأحد الطرفين الفرصة الواسعة لأن يحقق مكاسب كبيرة على حساب الطرف الثاني، وفي هذا ظلم وجور.

الفرع الثاني: التكييف الشرعي لعقود الخيارات

يتناول هذا العنصر رأي المجيزين[1] لعقود الخيارات في الأسواق المالية المعاصرة والأدلة التي استندوا إليها، ومن ثم مناقشتها. وذلك على النحو الآتي:

أولا: قياس عقود الخيارات على بيع العربون

❖ العربون لفظ أعجمي معرب يقال عربنه أي أعطاه ذلك، وفعله أعربت في الشيء إذا دفعت العربان فيه. وعربت فيه تعريبا وعربنت إذا أعطيته العربان، ويدور المعنى اللغوي حول التقديم والإسلاف[2].

❖ عرفه مجمع الفقه الإسلامي بأنه: بيع سلعة مع دفع المشتري مبلغا من المال إلى البائع على أنه إن أخذ السلعة احتسب المبلغ من الثمن وان تركه فالمبلغ للبائع[3].

❖ وقد عرفه الإمام مالك رحمه الله في الموطأ :هو أن يشتري الرجل العبد أو الوليدة أو يتكارى الدابة ثم يقول للذي اشترى منه أو تكارى منه أعطيك دينارا أو درهما أو أكثر من ذلك أو أقل على أني إن اتخذت السلعة أو ركبت ما تكاريت منك فالذي أعطيتك هو من ثمن السلعة أو كراء الدابة وإن تركت ابتياع السلعة أو كراء الدابة فما أعطيتك لك[4].

ما يتضح من التعريفات السابقة أن العربون يشبه خيار الشراء، باستثناء أنه في خيار الشراء لا يتم خصم الدفعة المقدمة من سعر العقد. يرى المجيزون إمكانية المواءمة بين الصيغتين من خلال جهة مركزية كسلطة السوق أو غرفة المقاصة تتولى عملية إمضاء العقود، وبدل أن يدفع المستثمر ثمناً للخيار، يمكن له أن يدفع نسبة مئوية من ذلك ا لمبلغ على صفة العربون، فإذا رأى من مصلحته في الوقت المحدد المتفق عليه أن يشتري أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عن العربون، وعليه وقياساً على جواز بيع العربون، يمكن القول بجواز خيار الشراء (الطلب) إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى[5].

فمثلا إذا اشترى المستثمر سلة من الأسهم الاسلامية بمبلغ 1.000.000 دولار أمريكي تحسباً لارتفاع السعر في السوق. لكن حدث وانخفض سعر السوق للأسهم إلى 900.000 دولار أمريكي. كان من الممكن أن يتحمل

---

[1] من المجيزين: أحمد سليمان، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ومحمد عبدالغفار الشريف، أحكام السوق المالية (أجاز صورة منها وهي العمليات الآجلة بشرط الانتقاء) ومحمد علي القري، نحو سوق مالية إسلامية (اشترط خلوها من المخالفات، واقترح صيغة إسلامية للخيارات تتمثل بالموائمة بين بيع العربون وبين خيار الطلب) ومحمد هاشم كمالي، القانون التجاري الإسلامي- دراسة المستقبليات.

[2] ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص.212.

[3] مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، الجزء الأول ، ص641.

[4] مالك بن أنس المحقق محمد مصطفى الأعظمي، الموطأ، الطبعة الأولى، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، 2004، ص.609.

[5] محمود فهد مهيدات، عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمانعين، دائرة الإفتاء العامة الأردنية، ص ص. 18-23.

المستثمر خسارة 100.000 دولار أمريكي بسبب هذا السيناريو. في حين استخدام العربون، يمكن المستثمر الحد من التعرض للخسارة. لنفترض أن المستثمر قد دفع 20.000 دولار أمريكي كدفعة أولى لشراء هذه الأسهم بمبلغ 1.000.000 دولار أمريكي في غضون شهر واحد، وانخفض سعرها في السوق، وتقتصر الخسارة على 20.000 دولار أمريكي. ومع ذلك، إذا ارتفع السعر، يمكن للمستثمر "ممارسة" حق الشراء عن طريق دفع مبلغ 980.000 دولار أمريكي المتبقي وقد يبيع الأسهم لاحقًا إلى السوق على سبيل المثال. 1.200.000 دولار أمريكي[1].

في واقع الأمر، بمجرد إبرام عقود خيارات الصرف الإسلامية باستخدام العربون، تعتبر الحقوق والالتزامات المتعلقة بالأصل قد تم نقلها إلى المشتري. قد يتفق الطرفان على من سيحتفظ بالأصل خلال فترة العربون، لكن الحقوق والالتزامات المرتبطة بالموضوع مخولة للمشتري بالفعل.

ثانيا: عقد الخيار هو التزام أو ضمان أو كفالة

جواز أن يكون الالتزام أو الضمان أو الكفالة محلاً لعقود المعاوضات كون محض الالتزام فيه منفعة مقصودة ومصلحة مشروعة مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة والعارية والوكالة؛ ولذلك يصح أن يكون محلاً للعقد في الضمان والوديعة، كما جاز مبادلته بالمال في كثير من الفروع والمسائل والتطبيقات عند الفقهاء. وعليه فقد رأى المجيزون جواز خيار العرض أو الدفع، إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى قياساً على الضمان والكفالة؛ لأن مالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء الالتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الآخر.

ثالثا: قياس ثمن الخيار على الهبة المشترطة في عقد البيع

استدل بعض المجيزين لعقود الخيارات المالية قياساً على الهبة المشروطة في البيع، من حيث أن ثمن الخيار المدفوع لقاء التزام الطرف الآخر بشراء الأسهم، هو بمثابة الهبة المشترطة في عقد البيع؛ لأن المشتري لا حقَّ له في مبلغ المال إلا إذا كان على وجه الهبة.

وقد اقترح محمد علي القري بعض الضوابط الاحترازية لتفادي عنصر المقامرة في عقود الخيارات بشكل خاص، منها:[2]

[1] Nor Fahimah, M.R. and Sufian A., C.A. Application of shariah principles in Islamic foreign exchange options. In: International Conference on Accounting, Management, Economics and Social Sciences, Jakarta, Indonesia, 30 April 2016, p.2.

[2] محمد على القري، نحو سوق اسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، العدد 1، الجزء1، 1993، ص.24.

- ❖ أن تتعامل المؤسسة مع مالكي الأسهم الحقيقيين، وأن تودع الأسهم لدى المؤسسة عند بداية العقد أو ما يثبت وجودها وملكيتها.
- ❖ أن يمارس أسلوب الخيار الأوروبي فقط، أي ينفذ الخيار في آخر يوم من مدته، وذلك لتقليل فرص الاستفادة من التقلبات اليومية.
- ❖ أن تنتهي مدة الخيار مع بداية أول ساعة في آخر يوم من أيام العقد، وذلك لتلافي الارتفاع بسبب تزايد الطلبات.

أما مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة ماي 1992، فقد أجاز بدائل شرعية للخيارات تتمثل في:

- ❖ إجراء العقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود المعقود عليه ونحوه) ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف.
- ❖ عقد الاستصناع يحل لنا مشكلة وجود المعقود عليه وجهالة العمل فيمكن أن ترتب عقود وصكوك وشهادات خاصة بالاستصناع في المستقبل .
- ❖ عقد الجعالة .
- ❖ عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط أو دونه يحلاّن مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني.

الفرع الثالث: الدور التحوطي لعقود الخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية

إن غاية التحوط وإن كانت مقصودة شرعا، إلا أن استخدام وسيلة عقود الخيار لأجل تحقيقها مناف للشريعة، لما فيها من مخالفات ورد ذكرها آنفا. لذلك تلعب البدائل التحوطية الإسلامية دورا بارزا في جلب المنافع ودرء المفاسد عن النشاط الاقتصادي، ويظهر الدور التحوطي من خلال ما يلي:

- ❖ الأدوات التحوطية الإسلامية تعمل على تحقيق أهداف اقتصادية مفيدة للفرد والمجتمع، وتظهر آثارها من خلال تشجيع الأفراد على السعي نحو الاستثمار الحقيقي الذي يعد مبدأ من مبادئ التمويل الإسلامي الرامي إلى تجنب البيوع الصورية المسببة للأزمات والفقاعات الاقتصادية.
- ❖ تقلل هذه الخيارات من مخاطر الخسارة غير المتوقعة لأموال المستثمر كونها تمثل تحوطا من المستقبل المجهول.
- ❖ التوزيع العادل للمخاطر يعمل على تشجيع الأفراد، ويبث فيهم روح الطمأنينة نحو السعي للاستثمارات المشروعة التي يظهر أثرها الإيجابي على الفرد والمجتمع بأسره.

❖ تعمل الخيارات الإسلامية على استقرار الأسعار في المستقبل، لأن قصد المتعاملين الحقيقي هو الاستثمار والتنمية، وليس الدخول في عمليات المضاربات التي تسبب تقلبات الأسعار باستمرار.

المطلب الرابع: حالة عملية: خيارات الصرف الأجنبي الإسلامية

بسبب الحاجة الماسة إلى المنتجات الشبيهة بالمشتقات، وجهت المؤسسات المالية الإسلامية جهودها لتصميم منتج بعقود مناسبة. فبدأ تقديم المنتجات الإسلامية الشبيهة بالخيارات قبل بضع سنوات. أما اليوم، فقد أثبتت المنتجات أنها تكتسب اعترافاً أوسع ، ويتم استخدام العديد من العقود لبناء تأثير ونتائج شبيهة بالخيار. في هذا الجزء، سنكشف عن مبادئ الشريعة الأساسية التي يتم استخدامها حاليا في خيارات الصرف FX Option المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: ماهية خيارات الصرف الأجنبي الاسلامية

عرفت خيارات الصرف الأجنبي الإسلامية Islamic foreign exchange options عقد تم تصميمه كآلية تحوط لتقليل تعرض المشاركين في السوق لأسعار صرف العملات في السوق المتقلبة والمتذبذبة[1].

أما مصرف RHB ISLAMIC BANK BERHAD في ماليزيا، فيعرف خيارات الصرف الأجنبي الإسلامية بأنها عقد خيار فانيليا عادي يسمح للعميل بالتحوط ضد تعرضه للعملات الأجنبية. ستسمح شروط العقد للعميل بالدخول في العقد بصفته "المشتري" للخيار من مصرف إسلامي. أما عن أنواع خيارات العملات الأجنبية الاسلامية فهي خيار الشراء أو خيار البيع[2].

إن خيار الصرف الاسلامي هو المنتج الذي يكرر تأثير خيارات الصرف الأجنبي، حيث يمنح الخيار لمالكه الحق في شراء مبلغ محدد من العملة الأجنبية بسعر محدد قبل تاريخ محدد. هذا هو الهدف المنشود في المؤسسات المالية الإسلامية والذي أطلقوا من أجله ما يسمى بالمنتجات "الشبيهة بالخيارات" المعتمدة من قبل الشريعة.

الفرع الثاني: هياكل خيار الصرف الإسلامي

هناك ثلاث طرق شائعة للقيام بخيار الصرف الأجنبي المتوافق مع الشريعة:[3]

- باستخدام العربون.[4]

[1] Structure Paper, IIFM/ISDA Islamic Foreign Exchange Forward (IFX) Standard Templates Wa'ad based Structures, retrieved from : https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2019/08/Structures-of-IIFM-ISDA-Islamic-Foreign-Exchange-Forward-Standard-Templates_1.pdf, p1.

[2] RHB ISLAMIC BANK BERHAD, Islamic FX Options, Retrivied from : www.rhbgroup.com › islamic-treasury › FX_Option_PDS, 12/08/2020.

[3] Nor Fahimah, M.R. and Sufian A., op cit, p.1.

[4] لقد تم شرح هذا الهيكل في العنصر السابق.

- استخدام مرابحة السلع.
- عن طريق الوعد.

أولا: خيار الصرف الإسلامي بهيكل هجين من عربون ومرابحة السلع

في الوقت الحاضر، نشهد عدداً متزايداً من المؤسسات المالية الإسلامية التي تستخدم مفهوم العربون ومرابحة السلع لتكرار منتج خيارات الفانيليا التقليدية. بموجب مفهوم العربون، يقوم المشتري المحتمل بدفع وديعة لأصل ما، والتي يمكنه شراؤه في وقت لاحق. إذا لم يكمل المشتري عملية الشراء، فسيتم مصادرة الوديعة. تم استخدام هذا العقد كمبرر للخيارات الإسلامية من قبل بعض الكتاب الذين يجادلون بأن الوديعة يمكن اعتبارها علاوة يدفعها المشتري لخيار الشراء[1].

لتوضيح هيكل الفانيليا البسيط، لنأخذ مثال شركة Setia، وهي شركة ماليزية، قد أبرمت عملية شراء مستقبلية مع Maju (شركة أمريكية) في 1 مارس 2014، والتي يجب تسوية الدفع مقابلها في تاريخ مستقبلي، ولنقل في 31 ماي 2014. من خلال تنفيذ العقد، فإن شركة Setia ملزمة بدفع مبلغ 1،000،000 دولار لشركة Maju في 31 ماي 2014. ومع ذلك، تتطلع الشركة إلى حماية نفسها من تقلب أسعار العملات. لصياغة العقد بطريقة متوافقة مع الشريعة، يتعين على كلا الطرفين شراء وبيع سلعة من وسيط أو بائع مستقل بالعملات المرغوبة. من أجل التحوط، ستتواصل شركة Maju مع المصرف الإسلامي Q، وتطلب أداة خيار إسلامية. يمكن التعامل مع المنتج على النحو التالي:[2]

- ❖ يتفق الطرفان على سعر الصرف، على سبيل المثال USD1 / RM 3.20.
- ❖ يقوم البنك بشراء سلعة من الوسيط أ بسعر فوري قدره مليون دولار أمريكي.
- ❖ تشتري شركة Maju السلعة من البنك بدفع عربون بقيمة 10000 رينجيت ماليزي. وتبقى السلعة في ملكية البنك خلال فترة العربون.
- ❖ خلال الفترة أيضا، سيكون لدى Maju خيار إما إتمام الشراء عن طريق دفع باقي السعر أو التراجع عن الشراء وخسارة أموال العربون المدفوعة.

[1] Nor Fahimah, M.R. and Sufian A, C.A., op cit, p 3.
[2] Zaharuddin A. R,. Islamic Perspectives Of Derivatives: An Appraisal Of Options, Swaps and The Merits of The Shariah Compliant Alternatives. Thesis PhD, David's University College, Lampeter, United Kingdom. 2011, p.178.

- ❖ إذا تم تأكيد سعر الصرف في تاريخ التنفيذ، وهو 31 ماي 2014، على أنه أعلى من سعر الممارسة، بافتراض 1 دولار أمريكي إلى 3.40 رينغيت ماليزي، فإن Maju ستكون في وضع مناسب وستختتم بالتأكيد عقد الشراء. وبالتالي، ستدفع Maju رصيد سعر الشراء مطروحا منه مبلغ العربون.
- ❖ ومع ذلك، إذا كان سعر السوق أقل من السعر المتفق عليه، فسوف تتراجع Maju وتفقد مدفوعات العربون.
- ❖ في حالة ما إذا قررت Maju الانسحاب من العقد، فسوف تبيع الأصل إلى طرف ثالث، باستخدام ترتيب تحوط منظم مسبقًا ومنفصل مع المؤسسة الأخرى.

في نهاية المعاملة، ستكون شركة Maju قادرة على الدفع للبائع بعملة الدولار الأمريكي؛ بالإضافة إلى ذلك، ستكون قادرة على التحوط من تقلبات أسعار الصرف بين الدولار الأمريكي (USD) والرينغيت الماليزي (RM). على الرغم من أن الهيكل يتوافق مع متطلبات الشريعة، مازالت المؤسسات المالية الإسلامية تحاول تكرار طبيعة المشتقات التقليدية، وهي معاملات خارج الميزانية؛ وبالتالي، قد لا يكون خيار الصرف الإسلامي وفق الهيكل أعلاه مناسبا لبعض المؤسسات لأنه سيكون معاملة في الميزانية.

ثانيا: خيار الصرف الإسلامي باستخدام الوعد

وافق المجلس الاستشاري الشرعي للسوق المالية الماليزية على خيار العملة الصرف الاسلامي. في اجتماعها التاسع والتسعين بتاريخ 29 أكتوبر 2008، وقرر أن هيكل منتج خيار الصرف المقترح على أساس الوعد ومعاملتين مستقلتين في التورق مسموح به ويوافق الشريعة الإسلامية، بشرط استيفاء الشروط التالية:[1]

- ❖ يجب استخدام منتج الخيار فقط لغرض التحوط .
- ❖ يجب أن يتم الوعد بشكل مستقل عن معاملة التورق ولا يشكل جزءا من شرط إجراء معاملة التورق.
- ❖ يجب على المؤسسة المالية الإسلامية التأكد من أن كل معاملة تتم بشكل مستقل عن بعضها البعض من حيث توثيق وتسلسل المعاملات.
- ❖ يجب أن يكون الأصل الأساسي المستخدم في معاملات التورق متوافقًا مع أحكام الشريعة الإسلامية.

هناك هيكلان للخيار الإسلامي تم تطويرهما باستخدام الوعد. في كلا الهيكلين، يتم دفع رسوم، أحدهما من خلال هيكل المرابحة السلعية أو التورق والآخر مع الدفع المباشر للرسوم الهيكل الثاني حيث يتم فرض رسوم على الوعد محظور من قبل المجلس الشرعي الماليزي. والرسم الموالي يمثل هيكل خيار الصرف الإسلامي:

[1] ISRA , Islamic Capital Markets: Principles and Practices, op cit, p.169.

الشكل رقم (29): هيكل خيار الصرف الإسلامي

Source: Nor Fahimah, M.R. and Sufian A. C.A. Application of shariah principles in Islamic foreign exchange options. In: International Conference on Accounting, Management, Economics and Social Sciences, Jakarta, Indonesia, 30 April 2016, p.8.

لتوضيح خيار الصرف الإسلامي كأداة والتي تستخدم مبدأ الوعد، استنادا إلى مبادئ الشريعة المطبقة في هيكلة خيارات الصرف الإسلامية، يجب اتباع الخطوات التالية:[1]

أ. يقوم العميل بتعيين البنك كوكيل لأي صفقات مستقبلية (سيواصل البنك العمل كوكيل دون الحاجة إلى الدخول في هذه الاتفاقية في كل مرة يتم فيها تنفيذ صفقة جديدة).

ب. يقوم العميل بالتعهد بشراء كمية محددة من السلعة من البنك ودفع سعر البيع المؤجل ذي الصلة في تاريخ دفع القسط. والسبب في هذا التعهد هو التأكد من موافقة العميل على سداد دفعة للبنك وهي فعليا القسط الذي يفرضه البنك على تقديم الخيار الإسلامي.

[1] See : - Nor Fahimah, M.R. and Sufian A. C.A., op cit, p.7.
- Uberoi P., Chatterji R. and Bidar D., The Wa'ad: a promise or a contract?', Allen and Overy Areas of Expertise Page,http://www.allenovery.com/AOWEB/AreasOfExpertise/Editorial.aspx?contentTypeID=1&contentSubTypeID=7944&itemID=52775&aofeID=304&practiceID=30727&prefLangID=410, pp 3-4,

ج. يتعهد البنك بشراء السلعة الأساسية ودفع سعر البيع ذي الصلة الناتج عن صفقة المرابحة في تاريخ استحقاق الخيار. ممارسة هذا التعهد هو من حق العميل وحده ولن يتم ممارسته إلا إذا كان العميل يملك المال. أما إذا كان العميل لا يملك المال، يتنازل العميل عن حقه.

د. في تاريخ بدء عقد الخيار، يقوم العميل والبنك بإجراء أول معاملة تورق للحصول على ربح من بيعها يعادل مبلغ القسط في معاملة الخيار التقليدي.

هـ. في تاريخ الاستحقاق، إذا كان مثلا الدولار الأمريكي قد انخفضت قيمته مقابل الرينجت وكان سعر الصرف السائد أقل من سعر التنفيذ، فمن الاقتصادي للعميل ممارسة خيار بيع المبالغ من الذمم المدينة بالدولار الأمريكي. يقوم العميل بإخطار البنك بنيته المضي قدما في ممارسة الخيار، فيقدم البنك عرضا لشراء الدولار الأمريكي على أساس فوري بسعر التنفيذ.

و. بعد قبول العميل عرض الشراء المقدم من البنك، يتم إجراء معاملة التورق الثانية. حيث يشتري العميل السلع من الوسيط 1 عبر البنك كوكيل. وتتم عملية الشراء بالدولار الأمريكي، وهي العملة التي يرغب العميل في استبدالها مقابل عملته الأساسية الرينجيت.

ز. يدخل العميل في بيع مرابحة لنفس السلع بسعر البيع المقوم بالرينجيت بسعر التنفيذ المتفق عليه مسبقاً في شروط اتفاقية الخيار.

ح. يقوم البنك بالدفع الفوري لسعر البيع بالرينجت.

ط. يقوم البنك ببيع السلع إلى الوسيط 2 واستلام المبالغ النقدية بالدولار الأمريكي من البيع.

الفرع الثالث: التحوط باستخدام خيارات الصرف الإسلامية

يمكن استخدام المنتج من قبل العملاء للتحوط من تعرضهم للعملات الأجنبية إلى معدل التنفيذ المريح لهم؛ وللحد من المخاطر المالية للعملاء في مبلغ العربون المدفوع إلى المصرف الإسلامي. كما قد يكون هذا المنتج مناسبا للعملاء الذين يتطلعون إلى التحوط من مخاطر العملات الأجنبية بمعدل يحتمل أن يكون أفضل من السعر الآجل السائد، والحصول على نظرة عن تحركات زوج عملات أساسي معين خلال مدة العقد ؛ كذلك من أجل تحمل المخاطر بأداة متوافقة مع الشريعة.[1]

[1] RHB ISLAMIC BANK BERHAD, op cit, p.1.

❖ **العميل كمشتري لخيار الشراء :**

- إذا كان سعر انتهاء الصلاحية مساويا أو أعلى من معدل تنفيذ خيار الشراء (سعر انتهاء الصلاحية ≤ معدل ممارسة خيار الشراء)، فسيكون للعميل الحق ولكن ليس الالتزام بشراء المبلغ الاسمي بعملة واحدة مقابل عملة أخرى في مكالمة محددة مسبقاً بمعدل ممارسة الخيار في تاريخ التسوية.
- إذا كان سعر انتهاء الصلاحية أقل من سعر تنفيذ خيار الشراء (سعر انتهاء الصلاحية <سعر تنفيذ خيار الشراء)، سينتهي الخيار ولن يحدث تبادل للعملة. بصفته مشتريا لخيار الشراء، قد يحتاج العميل إلى دفع قسط (عربون) إلى المصرف الاسلامي.

❖ **العميل كمشتري لخيار البيع:**

- إذا كان سعر انتهاء الصلاحية مساويا أو أقل من معدل تنفيذ خيار البيع (سعر انتهاء الصلاحية ≤ سعر تنفيذ خيار البيع)، يحق للعميل، ولكن ليس الالتزام، ببيع المبلغ الاسمي بعملة واحدة مقابل أخرى بسعر تنفيذ الخيار المحدد مسبقاً في تاريخ التسوية.
- إذا كان سعر انتهاء الصلاحية أعلى من سعر تنفيذ خيار البيع (سعر انتهاء الصلاحية> سعر تنفيذ خيار البيع)، سينتهي الخيار ولن يحدث تبادل للعملة. من أجل التمتع بهذا الحق، قد يحتاج العميل إلى دفع قسط (عربون) إلى المصرف الإسلامي.

المبحث الثالث: التحوط باستخدام عقود المبادلات

يمكن القول أن المبادلات هي المشتقات الأكثر شيوعا، إذ يستخدمها منتجو النفط والغاز للتحوط من تعرضهم لأسعار البترول المتقلبة حيث يتيح لهم التحوط بالمبادلات تثبيت السعر الذي يتلقونه أو إصلاحه. بالإضافة إلى الشركات التي تسعى للتحوط من تعرضها لأسعار سلع الطاقة، يتم استخدام المبادلات أيضا من قبل الشركات التي تسعى للتحوط من تعرضها للسلع الزراعية، والمعادن وأسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الفائدة، من بين أمور أخرى.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعقود المبادلات

تم تقديم المبادلات في أواخر الثمانينيات، وهي نوع جديد نسبيا من المشتقات. على الرغم من كونها جديدة نسبيا، إلا أن بساطتها ، إلى جانب تطبيقاتها الواسعة، تجعلها واحدة من أكثر العقود المالية تداولاً.

الفرع الأول: ماهية عقود المبادلات

هي عبارة عن اتفاقيات خاصة بين شركتين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقا لصيغة مرتبة أو معدة مسبقا، ويمكن اعتبارها محافظاً من العقود الآجلة، ولذلك فإن دراسة المبادلات امتداد طبيعي لدراسة العقود الآجلة والعقود المستقبلية. وقد عرفت المبادلات على أنها:

- ❖ اتفاقية بين طرفين على تبادل مدفوعات على أساس مقدار معياري (أو قياسي) متماثل. أو أنها عقد يتفق من خلاله طرفان على تبادل التدفقات النقدية[1].
- ❖ عقد المبادلة هو تبادل التدفقات النقدية بين طرفين على مدى عدة فترات زمنية[2].
- ❖ عقد المبادلة هو عقد بين طرفين يتم من خلاله الموافقة على تبادل التدفقات النقدية. في مواعيد منتظمة؛ بشكل عام هو اتفاقية ثنائية خارج البورصة[3] Over–The–Counter (OTC) يتم التفاوض عليها مباشرة بين طرفين، يكون أحدهما على الأقل بنكاً أو مؤسسة مالية. بمجرد إبرام العقد، لا يمكن تداوله بحرية. من ناحية أخرى، يمكن تصميم عقد المبادلة لتلبية احتياجات الطرف المقابل. يحتوي على مخاطر ائتمانية محتملة تنشأ من إمكانية تخلف الطرف الآخر في الصفقة عن الوفاء بالتزاماته[4].

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 238

[2] Gottesman, A. A., op cit, pp.243.

[3] بعد الأزمة المالية العالمية 2008، قامت الجهات المنظمة في الولايات المتحدة ودول أخرى بالضغط على متداولي المشتقات لزيادة استخدام ترتيبات المقاصة المركزية للمشتقات خارج البورصة OTC مثل المبادلات. يتضمن هذا الاجراء تسجيل المعاملة خارج البورصة (over-the-counter agreement) مع غرفة المقاصة التي تعمل بعد ذلك كطرف مركزي، حيث تقوم بأخذ الضمانات وضمان الصفقة ضد مخاطر التخلف عن السداد.

[4] Chisholm A. M., op cit, p.59.

عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول. وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة (Counterparties).

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

- طرفي العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه.
- مدة سريان العقد.

إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات

تسري عقود المبادلة على عدة أدوات من أهمها:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps)
- عقود مبادلة العملات (Currency Swaps)
- عقود مبادلة البضائع (Commodity Swaps)
- حق الاختيار على عقود المبادلة (Swaption)

والنوعان الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال.

أولا: عقود مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps)

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة

عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس (Bankruptcy) من جهة ثانية. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة، يضم كل من:

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: *Fixed For Floating Interest Rate Swaps*

وهو النوع الأكثر انتشاراً في هذه المبادلات ويسمى (Plain Vanilla) (الوجبة السهلة أو الفانيليا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي الوقت نفسه يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة.

وهذا الطرف يطلق عليه (Fixed-Rate Payer) في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة العائمة ويطلق على هذا الطرف دافع معدل الفائدة المتغير(Floting – Rate Payer) وذلك وفقاً لمعدل مرجعي.

ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن (LIBOR)[1] (London Inter-Bank Offering Rate). ويعبر(LIBOR) عن سعر الفائدة بين البنوك حيث تستعمله البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى، والقروض المحددة على أساس (LIBOR) تتحدد على أساس تفاوض خاص يغطي فترات متنوعة من تواريخ الاستحقاق. وتظهر أسعار(LIBOR) يومياً في عمود (Money Rates) في وول ستريت جورنال، وأسعار الفائدة العائمة في أسواق عقود المبادلات غالباً ما تتحدد على أساس سعر مساوٍ لسعر (LIBOR) والذي يطلق عليه أحياناً (LIBOR FLAT) .وغالباً ما يضاف إلى هذا المعدل نسبة معينة، مثلاً ليبور + 30 نقطة أساس.

وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فحوى عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري (Notional Principal) وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تُسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة. تتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،..) وهي لا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية (Losses Paper Profits Or). ولأن أسعار (LIBOR) تكون غير معروفة في المستقبل، فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في الزمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن T-1.

[1] سيشار إلى معدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن ب (LIBOR)

ولتوضيح أهمية هذا النوع من العقود سوف نعطي المثال التالي:

بفرض أنه لدينا مصرفين A و B:

❖ المصرف A لديه شهادات إيداع بقيمة 100000000$ مدتها 5سنوات وفائدتها 8%، ومعظم استثمارات هذا المصرف من النوع القصير الأجل. في حال انخفاض سعر الفائدة فإن إيراداته سوف تنخفض. مما يدفعه إلى توظيف الـ 100000000$ في استثمار (قرض) يدر له عائداً يفوق الـ 8%.

❖ المصرف B تبلغ استثماراته 100000000$ في استثمارات طويلة الأجل، تدر له عائد 12%. ومعظم الودائع لديه من النوع القصير الأجل. وفي حال ارتفاع أسعار الفوائد على الودائع سوف تنخفض الأرباح التي يحققها من استثماراته. لذلك فإن هذا المصرف لديه الاستعداد لعقد اتفاق مع طرف آخر يتيح له الحصول على معدلات الفائدة السائدة في السوق على مبلغ الـ 100000000$.

إن ما سبق يمكن أن يؤدي إلى إبرام اتفاق بين كلا المصرفين للدخول في عقد مبادلة، المصرف A يود مبادلة معدل الفائدة المتغير على استثماراته قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت بحيث لا يقل عن 8% وليكن 9%. بينما يرغب المصرف B على مبادلة معدل الفائدة الثابت بمعدل فائدة متغير يفوق معدل العائد الذي يدفعه على ودائعه وليكن (LIBOR).

ويمكن حساب المدفوعات أو المتحصلات بموجب العلاقة التالية:

$$M = \left[I_{floting} - I_{fixed}\right] \times \frac{n}{360} \times V$$

حيث:

M: تمثل المدفوعات أو المتحصلات.

$I_{floting}$: معدل الفائدة المتغير.

I_{fixed}: معدل الفائدة الثابت.

n: عدد الأيام (فترة التسوية المنصوص عنها في العقد).

V: قيمة عقد المبادلة.

2. عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد (Floors)

هي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في الوقت نفسه محددة بحد معين.

❖ **عقود المبادلة المختلطة (Collars):** تقوم هذه العقود على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Cap وفي الوقت نفسه بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد (Floor).

ثانيا: عقود مبادلة العملات (Currency Swaps)

تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء إحداهما ولتكن العملة س وبيع الأخرى ولتكن العملة ص على أساس السعر الفوري لكل منهما. وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الآجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

ومعظم عقود المبادلات الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلاً إذا كان لدينا مصرفان أحدهما أ لديه فائضاً من الدولار في حين عليه أن يسدد التزامات استحقت عليه بالجنيه الإسترليني. في حين أن مصرفاً آخر ب لديه فائضاً من الجنيه الإسترليني وعليه التزامات استحقت بالدولار. في مثل هذه الحالة فإنه من مصلحة كلا المصرفين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني. إذ بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف. وتتخذ عقود مقايضة العملات شكلين:

1- **عقود مبادلة متوسطة الأجل أو طويلة الأجل:** تحدث في أسواق رأس المال ويطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية (Capital Market Swaps) و يغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من طابع المضاربة. وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الإقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

2- **عقود المبادلة القصيرة الأجل:** وتحدث في أسواق النقد (Money Market Swaps) ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

الفرع الثالث: عقود المبادلات والميزة النسبية

تتعلق إحدى التفسيرات الشائعة المطروحة بخصوص شعبية المبادلات بالميزة النسبية. ولنأخذ مثلاً حالة استخدام مبادلات الفائدة في تحويل التزام ما. ويقال أن بعض الشركات لديها ميزة نسبية عند الاقتراض في أسواق الأسعار الثابتة، في حين أن بعضها الآخر لديه ميزة نسبية في أسواق الأسعار العائمة، وعند الحصول على قرض جديد يكون من المنطقي أن تذهب الشركة إلى السوق التي توجد لها ميزة نسبية فيها، وقد يؤدي هذا بالشركة إلى الاقتراض بأسعار فائدة ثابتة في الوقت الذي ترغب فيه في أسعار معومة أو الاقتراض بأسعار معومة وهي تريد أسعاراً ثابتة، وتستخدم المبادلة في تحويل قرض بسعر فائدة ثابت إلى قرض بسعر فائدة معوم والعكس.

مثال: بفرض أن شركتين أ و ب ترغبان في اقتراض 10 م $ لمدة 5 سنوات. وقد عرضت عليهما الأسعار التالية، كما يلي:

الجدول رقم (10): الميزة النسبية في عقود المبادلات

البيان	الثابت	المعوم
الشركة أ	%10	6 أشهر LIBOR+0.3%
الشركة ب	%11,2	6 أشهر LIBOR+1%

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر -المحاسبة، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، 2003، ص.241.

وإذا افترضنا أن الشركة ب ترغب في الاقتراض بسعر فائدة ثابت على حين ترغب الشركة أ في اقتراض الأموال بسعر فائدة معوم على أساس ليبور 6 أشهر. من الواضح أنه ينبغي على الشركة ب أنها ذات ترتيب ائتماني أقل من الشركة أ في الأسواق الثابتة والمعومة.

ومن الملامح الرئيسة للأسعار المقدمة للشركتين أن الفرق بين السعرين الثابتين أكبر من الفرق بين السعرين المعومين. حيث تدفع الشركة ب 1,2% أكثر من الشركة أ في أسواق الأسعار الثابتة و0,7% فقط أكثر من الشركة أ في أسواق الأسعار المعومة. ويبدو من ذلك أن الشركة ب تتمتع بميزة نسبية في أسواق أسعار الفائدة العائمة على حين يبدو أن الشركة أ لها ميزة نسبية في أسواق الأسعار الثابتة. وهذا التباين الظاهر هو الذي يؤدي إلى إمكانية التفاوض على المبادلة. فالشركة أ تقترض أموالاً بسعر فائدة ثابتة قدره 10% سنوياً والشركة ب تقترض أموالاً بسعر فائدة عائم هو LIBOR+1% سنوياً. بذلك تدخل الشركتان في اتفاقية مبادلة لضمان أن ينتهي الأمر بالشركة أ إلى أن تكون أموالها المقترضة ذات سعر عائم والشركة ب بأموال ذات سعر ثابت.

والآن وعلى فرض أن الشركتين أ و ب تتصلان معاً مباشرة ويتم التفاوض على الشكل التالي:

- توافق الشركة أ على أن تدفع للشركة ب فائدة مقدارها سعر LIBOR لستة أشهر على 10م$.
- توافق الشركة ب على أن تدفع للشركة أ فائدة بسعر ثابت قدره 9,95% سنوياً على نفس المبلغ.

ويوجد بذلك لدى الشركة أ ثلاث مجموعات من تدفقات الفائدة النقدية:

- تدفع 10% سنوياً للمقرضين الخارجيين.
- تحصل على 9,95% سنوياً من الشركة ب.

- تدفع LIBOR للشركة ب.

إن التأثير الصافي لهذه التدفقات النقدية الثلاثة هو أن الشركة أ سوف تدفع ليبور + 0,05% سنوياً. وهذا يقل 0,25% سنوياً عما كانت ستدفعه إذا توجهت مباشرة إلى الأسعار المعومة.

كذلك يوجد لدى الشركة ب ثلاثة مجموعات من تدفقات الفائدة النقدية:

- تدفع LIBOR+1% سنوياً للمقرضين الخارجيين.
- تحصل على ليبور من الشركة أ.
- تدفع 9,95% سنوياً إلى الشركة أ.

ويكون التأثير الصافي لمجموعات التدفق النقدي الثلاثة هو أن الشركة ب تدفع 10,95% سنوياً. ويقل هذا بمقدار 0,25% سنوياً عما كانت ستدفعه لو أنها اتجهت مباشرة إلى أسواق الأسعار الثابتة. ويبدو أن المبادلة يحسن من مركز كل من الشركتين أ و ب بمقدار 0,25% سنوياً. ولذلك فالمكسب الإجمالي يكون 0,5% سنوياً.

ملاحظة: يمكن الوصول إلى الجواب السابق عن طريق العلاقة التالية: $S= a-b$

حيث:

a: الفرق بين أسعار الفائدة التي تواجه الشركتين في أسواق الفائدة الثابتة

b: الفرق بين أسعار الفائدة التي تواجه الشركتين في أسواق الفائدة المعومة.

الفرع الرابع: تقييم عقود المبادلات

يمكن بسهولة حساب القيمة الحالية لمبادلة الفانيليا العادية باستخدام الطرق القياسية لإيجاد القيمة المخصومة للمكونات. تتطلب المبادلة من طرف واحد سلسلة من المدفوعات على أساس معدلات متغيرة، والتي يتم تحديدها في التواريخ المتفق عليها لكل دفعة. في الوقت الذي يتم فيه الدخول في عقد مبادلة، لا تُعرف معدلات السداد الفعلية إلا في المستقبل، ولكن السوق يوفر منحنى عائد من السندات ذات تواريخ استحقاق مختلفة تمتد من المدى القصير إلى المدى الطويل. يتم احتساب كل دفعة بسعر متغير بناء على السعر الآجل لكل تاريخ دفع خاص.

يؤدي استخدام معدلات الفائدة هذه إلى سلسلة من التدفقات النقدية. يتم خصم كل تدفق نقدي بمعدل الكوبون الصفري لتاريخ الدفع؛ ويتم الحصول على هذا أيضا من بيانات منحنى العائد المتاحة في السوق. تُستخدم معدلات

الكوبونات الصفرية لأن هذه المعدلات خاصة بالسندات، والتي تدفع تدفقات نقدية واحدة فقط. لذلك يتم التعامل مع مبادلة أسعار الفائدة على أنها سلسلة من سندات الكوبونات الصفرية.[1]

نشير بواسطة $D(T)$ إلى عامل الخصم من منحنى المبادلة للتدفق النقدي في الوقت T، باعتبار أن مبادلة سعر الفائدة ذات المعيار الثابت/العائم مع التواريخ المرجعية T0 = 0، T1، . . .، Tn للساق الثابتة والتواريخ المرجعية T0 = 0، T1، . . .، TM للساق العائمة.

ونشير بواسطة $\Delta_i, \overline{\Delta_i}$ إلى طول الفترات الزمنية وفقاً لاتفاقية عدد أيام الساق الثابتة والعائمة المحددة. بالنسبة للفترة $[T_{i-1}، T_i]$ ، يتم تحديد سعر ليبور Li (ثابت) في السوق في الوقت T_{i-1}،يتم تعريف المعدل الآجل Fi للفترة $[T_{i-1}، T_i]$ على أنه:

$$D(T_i) = D(T_{i-1})D(T_{i-1}, T_i) = \frac{D(T_{i-1})}{1 + \Delta_i \cdot F_i}$$

فإذا كان Cn هو معدل المبادلة العادل عند الاستحقاق T_n، نحصل على المعادلة التالية:

$$\sum_{i=1}^{n} C_n \cdot \overline{\Delta}_i \cdot D(\overline{T}_i) + D(\overline{T}_n) = 1$$

المطلب الثاني: التحوط باستخدام عقود المبادلات

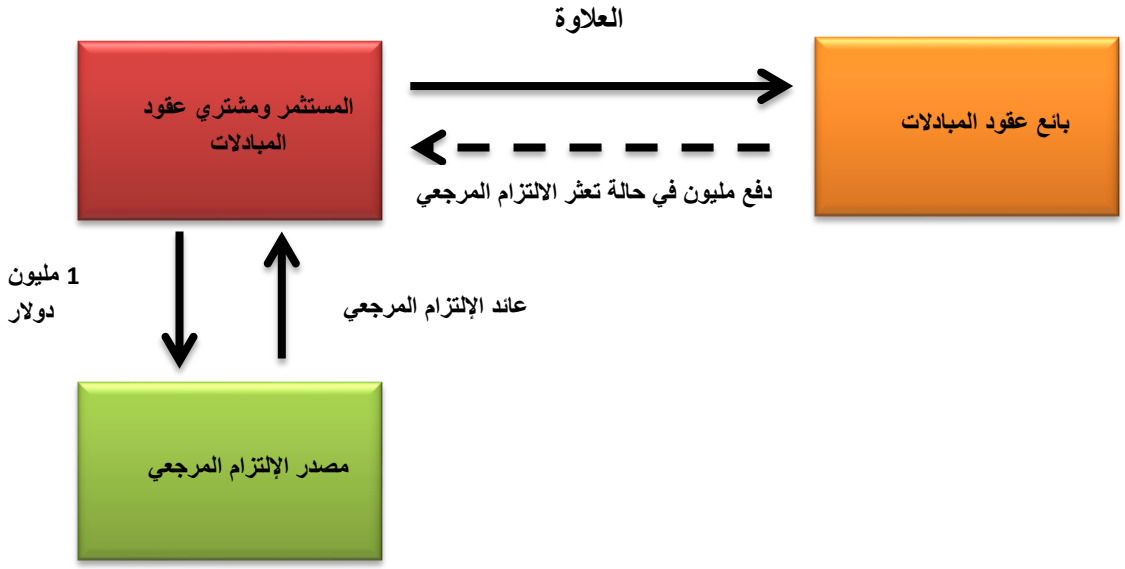
تتمتع عقود المبادلة بسعر صرف عملات ثابت، لذا فهي تقضي على عدم اليقين بشأن تحركات السوق المستقبلية. حيث يعرف الطرفان بالضبط مقدار العملة المحلية التي سيحصلان عليها في نهاية الصفقة. بغض النظر عن الارتفاع أو التخفيضات في قيمة العملة في نهاية المطاف، يجب على الأطراف احترام سعر الصرف في العقد، لذا فإن المبادلات وتعتبر أكثر الأدوات شيوعا في التحوط من مخاطر التقلبات في سعر الصرف. وفيما يلي بعض آليات التحوط باستخدام المبادلات.

الفرع الأول: التحوط ضد الالتزام المرجعي

عادة ما يتم شراء مبادلات التخلف عن السداد إذا كان مشتري المبادلة الافتراضي يمتلك الالتزام المرجعي ويريد الحماية من التعثر في هذا الالتزام. ومن ثم، عند امتلاك الالتزام المرجعي الأساسي، فإن عقود المبادلات تعمل كتأمين ضد التعثر[2]. هذا يظهر في الشكل الموالي:

[1] Röman J. R. M, op.cit. p.93.
[2] Meissner G., Credit Derivatives : Application, Pricing, and Risk Management, First Edition , Blackwell Publishing Ltd, United Kingdom, 2005, p.21.

الشكل رقم (30): التحوط باستخدام مبادلات التعثر عن السداد ضد مخاطر الالتزام المرجعي



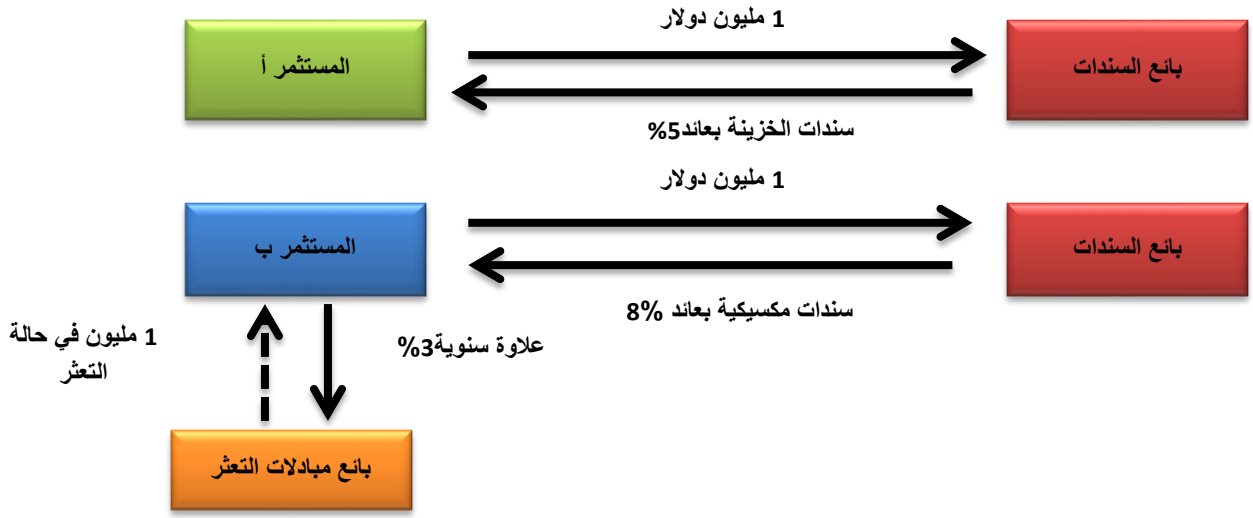
Source **:** Meissner G., Credit Derivatives : Application, Pricing, and Risk Management, First Edition , Blackwell Publishing Ltd, United Kingdom, 2005, p.21.

يقوم المستثمر بالتحوط ضد تعثر الالتزام المرجعي: في حالة التسوية المادية، يأخذ المستثمر الالتزام ويسلمه إلى بائع التأمين الافتراضي، الذي سيدفع مليون دولار. أما في حالة التسوية النقدية، يمكن للمستثمر بيع الالتزام المرجعي بالسعر النهائي في السوق والحصول على 100 – السعر النهائي من بائع عقود المبادلات.

الفرع الثاني: التحوط ضد مخاطر تدهور الائتمان

مخاطر تدهور الائتمان هي مخاطر انخفاض جودة الائتمان في المؤسسة المصدرة للالتزام المرجعي وبالتالي انخفاض سعره. إذا كان تحديد مراكز مبادلات التعثر عن السداد لا يتم حسب سعر السوق، فسوف ينخفض سعر الالتزام إذا انخفضت جودة الائتمان للمؤسسة مع عدم وجود تأثير تعويضي لمبادلة التخلف عن السداد. في هذه الحالة، لا تحمي عقود المبادلات من مخاطر تدهور الائتمان. أما إذا تم تحديد مراكز عقود المبادلات حسب السوق، فيمكن استخدامها للتحوط. بما أن عوائد محفظتين تكون متطابقة إذا كانت المخاطر متطابقة. فبافتراض أن عوائد المستثمر أ، الذي يستثمر في أصول خالية من المخاطر، تطابق عوائد المستثمر ب، الذي يستثمر في أصل محفوف بالمخاطر ويشتري مبادلة التعثر بعلاوة سنوية 3٪. كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم(31): التحوط باستخدام مبادلات التعثر عن السداد ضد مخاطر تدهور الائتمان



Source: Meissner G., Credit Derivatives: Application, Pricing, and Risk Management, First Edition, Blackwell Publishing Ltd, United Kingdom, 2005, p.21.

إذا كان الالتزام المرجعي في حالة عدم التعثر، فإن المستثمرين أ و ب كلاهما يحصل على عائد 5٪. وإذا كان الالتزام المرجعي في حالة تخلف عن السداد، فلن يتأثر المستثمر أ. ويمكن للمستثمر ب استخدام عقود المبادلات، ومنح السندات المكسيكية إلى بائع عقود المبادلات والحصول على مليون دولار. بافتراض أن السندات الخالية من المخاطر يتم تداولها على قدم المساواة، فإنها تساوي أيضا مليون دولار. وبالتالي يمكننا أن نستنتج أنه في أي وقت من الأوقات، سواء كان هناك إفلاس أو عدم إفلاس، فإن المعادلة التالية تظل قائمة:[1]

العائد على السندات الخالية من المخاطر = العائد على السندات الخطرة – علاوة مبادلات التخلف عن السداد.

المطلب الثالث: التقدير الشرعي لعقود المبادلات

لقد جاءت عقود المبادلات على ثلاثة أنواع لذلك سنحاول توضيح مدى تطابق كل نوع مع الشريعة الإسلامية:[2]

- **مبادلات العملة:** تبعا لآلية مبادلات العملة نجد أنها تقوم على عدة عقود منها الصحيحة ومنها الفاسدة، فعقد القرض بزيادة مشروطة ومحددة سلفا وزمانا ومقدارا، هو عقد غير جائز لأنه من باب الربا. أما بيع عملة بعملة أخرى بيعا حلالا، فهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد، لأنه صرف توفرت فيه شروط الحلول والتقابض. أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما فيه من هدم لأحد هذين الشرطين.

[1] Meissner G., op cit, p21.

[2] بن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص.286-287.

❖ **مبادلات أسعار الفائدة:** تعتبر في حقيقتها الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فأدخل بذلك عنصر الربا بنوعيه ربا الفضل وربا النسيئة إذا كانت النقود من عملة واحدة وتكون ربا النسيئة فقط إذا كانت النقود من عملتين مختلفتين. ويقتضي تحريمها أيضا إشتمالها على القمار لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين حسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في الأجل المحدد.

❖ **مبادلات السلع:** هذا النوع غير جائز لقيامه على المخالفات الشرعية التالية:[1]

أ. عقد مبادلة السلع يظهر فيه التحايل على الربا وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض فعلي.

ب. تنطوي على قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين.

ج. تنطوي على الغرر لعدم تبيان سعر البيع أو الشراء الذي يترك يوميا لسعر السوق.

يعد تطوير معايير تحوط إسلامية عالمية من التحديات الرئيسية التي واجهتها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في ضوء الارتباط الوثيق للتمويل الإسلامي مع النظام المالي العالمي، فالميزانية العمومية للمؤسسات المالية الإسلامية معرضة للتذبذب في أسعار العملات الأجنبية وكذلك حالات عدم التوافق في أوضاع التدفقات النقدية نظرا للأسعار المرجعية الثابتة والمتغيرة. لذلك طرحت السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) بالتعاون مع الاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات (ISDA) منتج جديد لمبادلة الأرباح لاستخدامه كأداة من أدوات التحوط في المصارف الإسلامية والحد من تقلبات السوق وتخفيف المخاطر، وليس لأغراض تجارية. والدافع لتصميم هذا المنتج أ ن البنوك تدخل في صفقات تدر عليها أرباحا ثابتة وأخرى متغيرة، فإذا استشعر البنك أن نسبة الأرباح في نزول، فإنه يسعى إلى تثبيت هذه الأرباح في مستوى معين حتى لو نزلت الأرباح في السوق، وهذه الأداة التحوطية تحمي من انخفاض الأرباح، كما أنها تحمي البنوك التي لديها صفقات ثابتة من فقدان الربح إذا كانت نسبة الأرباح في الصعود[2].

المطلب الرابع: حالة عملية: مبادلة معدل الربح الاسلامية (Islamic Profit Rate Swap)

هذه الأداة ابتكرها Commerce International Merchant Bank of Malaysia في عام 2005، ثم انتشرت بين المصارف الإسلامية، لتأتي اتفاقية التحوط في عام 2010 وتوضحها بشكل أفضل[3].

[1] مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص.1131.

[2] إجلال علوي، السوق المالية الإسلامية الدولية والاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات يطرحان معيار منتوج مبادلة الأرباح، مصرف البحرين المركزي، 2012.

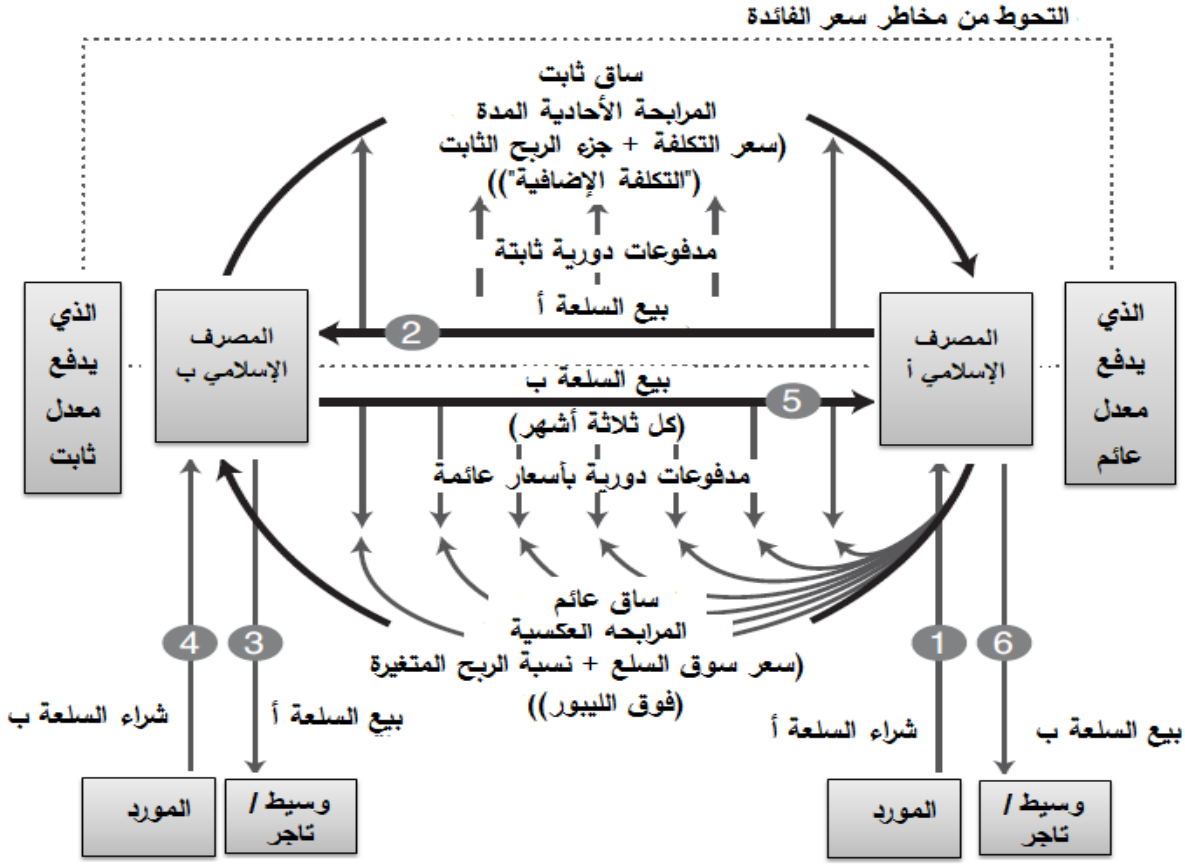
[3] Jobst A., Risk Management of Islamic Finance Instruments, Chapter in Bloomsbury Publishing :Islamic Finance : Instruments and Merkets, Bloomsbury Information Ltd, United Kingdom, 2010, p.34.

الفرع الأول: ماهية مبادلة معدل الربح الاسلامية

هي اتفاقية يمنح بموجبها كل طرف وعداً (تعهداً) للطرف الآخر بشراء أصول متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية من الطرف الآخر هذا في تاريخ مستقبلي محدد واحد أو أكثر وذلك حسب اختياره، على أساس صفقات المرابحة التي سيتم إبرامها في كل ممارسة للوعد (التعهد) من قبل ذلك الطرف الآخر وحيث يتم تحديد سعر الشراء الواجب الدفع من خلال الإشارة إلى سعر تكلفة الأصول بالإضافة إلى مبلغ الربح. ويتضمن تأكيد شروط الصفقات المستقبلية المخصصة هذا الوعد (التعهد) المقدم من قبل الطرف (أ/ب). وبموجب اتفاقية شروط صفقات مستقبلية مخصصة مرتبطة به، فان الطرف (أ/ب) يقدم أو سيقدم وعداً فيما يتعلق بمبادلة معدل الأرباح[1].

تسمح مبادلة الربح الاسلامية للمؤسسات المالية بإدارة تعرضها لمعدلات عائد ثابتة ومتغيرة. وهذا يعني أنه من خلال مبادلة معدل الربح (Islamic Profit–Rate Swap) يمكن للمؤسسات إعادة هيكلة طبيعة معدلات العائد الحالية (الثابتة مقابل المتغيرة). وتستند مبادلات معدل الربح إلى مزيج من مرابحتين لسلعتين.

الشكل رقم (32): هيكل مبادلة معدل الربح الإسلامية



Source : Andreas Jobst, Risk Management of Islamic Finance Instruments, Chapter in Bloomsbury Publishing :Islamic Finance : Instruments and Merkets, Bloomsbury Information Ltd, United Kingdom, 2010, p.35.

[1] السوق المالية الدولية و الاتحاد الدول للمقايضّات والمشتقات، اتفاقيةٌ التحوّط الرئسية، تأكيد شروط صفقات مستقبليةٌ مخصصة لجزء معدل الربح المتغير لمبادلة معدل الأرباح (هيكل بيع منفرد)، ص.3.

الفرع الثاني: شروط التعهد والصفقة الخاصة بمبادلة معدل الربح

تتمثل فيما يلي:[1]

أولا: تعهد المشتري

يتعهد المشتري من طرف واحد بموجبه، وبشكل غير قابل للإلغاء وبشكل غير مشروط، تجاه البائع، فيما يتعلق بكل تاريخ دفع، بأنه إذا تم الوفاء بشرط الممارسة فيما يتعلق بتاريخ الدفع هذا، وقام البائع بتسليم المشتري إشعار ممارسة في أو قبل، وفيما يتعلق بتاريخ الممارسة فيما يتعلق بتاريخ الدفع هذا، فان المشتري سيقوم بما يلي:

1. أن يشتري من البائع لتسليم المشتري في تاريخ الشراء فيما يتعلق بتاريخ الدفع هذا، كمية أصول معدل الربح الثابت لأصول معدل المتغير.
2. أن يدفع للبائع في تاريخ الدفع هذا، مبلغ الدفع فيما يتعلق بتاريخ الدفع هذا، (وهو سعر الشراء لشراء كمية أصول معدل الربح المتغير لأصول معدل الربح المتغير.

ثانيا: ممارسة تعهد المشتري

يستحق البائع، بصفته مستلم تعهد المشتري، أن يقوم بتسليم المشتري، في أو قبل كل تاريخ ممارسة، إشعار ممارسة فيما يتعلق بتاريخ الممارسة ذاك، بشرط أن يتم الوفاء بشرط الممارسة ذاك ويجب أن يكون كل إشعار ممارسة مصحوباً بنسختين من تأكيد بيع أصول معدل الربح **المتغير** للمرابحة يشير إلى شروط إشعار الممارسة ذاك ويجب أن يتم توقيعه من قبل البائع، بشرط أن إشعار الممارسة ذاك لن يكون غير صحيح فقط بسبب كونه مصحوباً بنسخة واحدة من تأكيد بيع أصول معدل الربح المتغير للمرابحة.

ثالثا: بيع المرابحة

بعد تسليم المشتري إشعار ممارسة فيما يتعلق بتاريخ ممارسة، يمثل هذا التسليم عرضاً من قبل البائع للمشتري لإبرام بيع المرابحة ذي العلاقة، بالإضافة إلى نسختين من تأكيد بيع أصول معدل الربح المتغير للمرابحة موقعتين من قبل البائع. فإن على المشتري ما يلي:

- قبول ذلك العرض إما شفوياً عن طريق الهاتف أو كتابة عن طريق البريد الالكتروني، أو من خلال التوقيع على تأكيد بيع أصول معدل الربح المتغير للمرابحة الموقع وإعادة الأصل للبائع في نفس اليوم الذي يصبح فيه إشعار الممارسة نافذاً. وإذا قبل المشتري هذا العرض عن طريق الهاتف أو عن طريق البريد الالكتروني، فان هذا القبول يجب تأكيده فيما بعد من خلال إعادة تأكيد بيع أصول معدل الربح المتغير للمرابحة الأصلي للبائع موقعاً، وذلك رغم أن أي إخفاق في القيام بذلك لن يؤدي إلى إبطال هذا القبول.

[1] نفس المرجع، ص ص 14-16.

- ❖ على البائع أن يقوم بتسليم المشتري في تاريخ الشراء كمية من أصول معدل الربح المتغير لأصول معدل الربح المتغير وملكيتها والمخاطر التي ستنتقل عند التسليم.
- ❖ على المشتري أن يدفع للبائع مبلغ الدفع المطبق في تاريخ الدفع ذي العلاقة.

الفرع الثالث: شراء أصول معدل الربح المتغير بموجب اتفاقية مرابحة

يجب مراعاة الضوابط التالية:

أولا: عدم وجود إقرار أو ضمان بالنسبة للأصول

يتم شراء أصول معدل الربح **المتغير** من قبل المشتري وبيعها من قبل البائع حرة وخالية من أي عبء، سواء نشأ أم لا بموجب أو من خلال أو نتيجة أي إجراء أو عدم إجراء من قبل البائع ولكن بخلافه على أساس" كما هي وأين هي" وذلك بدون أي إقرار أو امان مهما كان، سواء نشأ امنياً أو بموجب القانون أو بخلاف ذلك وبدون الإخلال بعمومية ما سبق أعلاه، بدون أية امانات فيما يتعلق بحالة أو قابلية تسويق أو الصلاحية للغرض ملاءمتها للاستعمال مهما كانت طبيعية من البائع ويقر بموجبه كل من البائع والمشتري بأن هذا الإقرار أو الأمان يعتبر مستثنى بشكل صريح إلى الحد المسموح به بموجب القانون.

ثانيا: اتفاقية الأمم المتحدة حول عقود البيع الدولي للبضائع

لن تنطبق اتفاقية الأمم المتحدة حول عقود البيع الدولي للبضائع على اتفاقية شروط الصفقات المستقبلية المخصصة لمبادلة معدل الأرباح وعلى كل صفقة يتم إبرامها بموجب ذلك.

المطلب الخامس: حالة عملية: مبادلة العملات الإسلامية: *Islamic Cross-Currency Swap*

إن الهدف من الدخول في مبادلة العملات المختلفة أو مقايضة سعر الصرف هو مساعدة طرف تعامل على الحصول على أموال بعملة واحدة لمدة زمنية معينة (أي مبالغ بعملة أقل توفراً بسيولة لديه من خلال وسائل أخرى) مقابل مبالغ بعملة أخرى متوافرة بسيولة. ويتم الاتفاق على نسبة الربح والمدة والمبلغ بين الطرفين قبل بدء الصفقة.

الفرع الأول: ماهية مبادلة العملات الإسلامية

تم طرح مبادلات العملات الإسلامية مؤخرا فقط عندما نفذ ستاندرد تشارترد (Standard Chartered) أول معاملة مبادلة من هذا النوع لبنك معاملات ماليزيا في جويلية 2006. يتطابق الهيكل الأساسي لمبادلة العملات

الاسلامية مع عقدي بيع مرابحة للسلع يولدان تدفقات نقدية موازنة في المقابل. العملات ذات الآجال المحددة من قبل الأطراف المتعاقدة[1].

وقد جاء في اتفاقية التحوط الرئيسية: إن مبادلة العملات المختلفة أو مبادلة أسعار الصرف الإسلامية هي عبارة عن عقد مصمم كآلية تحوط من أجل تقليل تعرض المشاركين في السوق لخطر أسعار صرف العملات في السوق والتي تتسم بالتذبذب والتغير وذلك إلى أدنى حد ممكن. ويجب ألاّ يتعارض هيكلها مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية. وبمعنى آخر، فان الهدف الرئيسي لهذا المنتوج هو حماية المستثمر من مخاطر تذبذب سعر العملات.

الفرع الثاني: الهياكل المختلفة لمبادلة العملات الإسلامية

حسب اتفاقية التحوط هناك عدة هياكل لمبادلة العملات الإسلامية نوجزها فيما يلي:

أولا: الهيكل الأول: مبادلة العملات الإسلامية وفق مرابحتين متزامنتين

تتضمن مبادلة العملات المختلفة وسعر الصرف صفقتي مرابحة متزامنتين مرتبطتين بوعد من طرف واحد يتم الالتزام به من قبل كل طرف تعامل. وتوافق أطراف المبادلة على بيع أصول متفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية لبعضهما البعض للتسليم الفوري ولكن بشروط دفع مؤجل في عملات مختلفة. وفيما يلي وصف مختصر لمقايضة العملات المختلفة أو سعر الصرف:

❖ **الخطوة الأولى:**

- قبل يومين من تاريخ الصفقة، يبرم الطرف(أ) والطرف(ب) صفقة مرابحة يوافق بموجبها الطرف(أ)على شراء سلع على أساس التسليم الفوري مع سعر شراء(في العملة 1) مستحقة الدفع على أساس مؤجل. ويتم الاتفاق على شروط المرابحة، بما في ذلك المدة ونسبة الربح، الخ.
- يقوم الطرف(ب) بتسليم السلعة في تاريخ الصفقة.
- يقوم الطرف(أ) ببيع السلع ويحتفظ بالمبلغ النقدي للبيع في العملة 1.
- يدفع الطرف(أ) للطرف(ب) سعر الشراء المؤجل الذي يعادل سعر التكلفة بالإضافة إلى الربح وذلك بالعملة1، في تاريخ الدفع المؤجل.

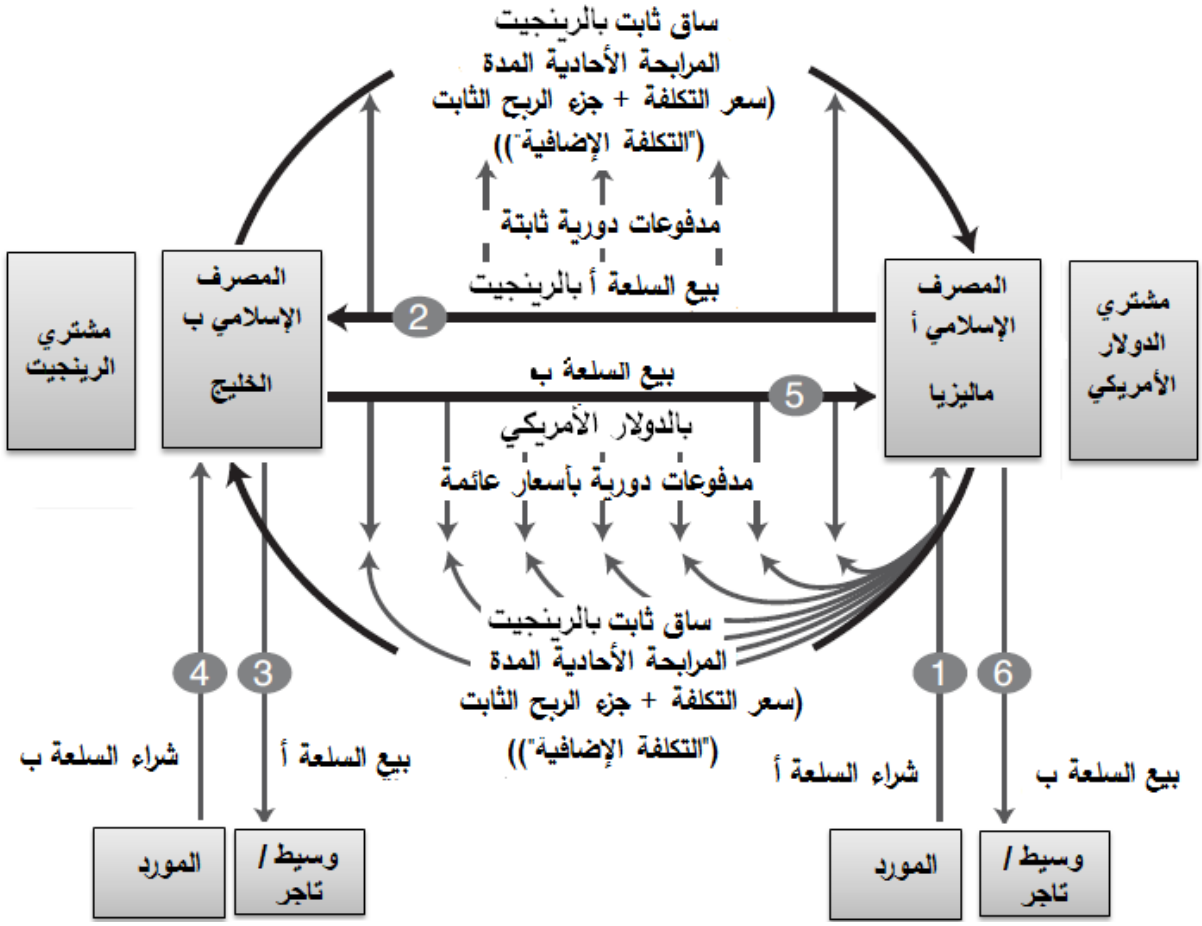
[1] Jobst A., Risk Management of Islamic Finance Instruments, op cit, p.34.

❖ **الخطوة الثانية بالتزامن مع الخطوة الأولى**

- قبل يومين من تاريخ الصفقة، يبرم الطرف(أ) والطرف(ب) صفقة مرابحة يوافق بموجبها الطرف(ب) على شراء سلع على أساس التسليم الفوري مع سعر شراء(في العملة2) مستحقة الدفع على أساس مؤجل.
- ويتم الاتفاق على شروط المرابحة، بما في ذلك المدة ونسبة الربح، الخ.
- يقوم الطرف(أ) بتسليم السلعة في تاريخ الصفقة.
- يقوم الطرف(ب) ببيع السلع ويحتفظ بالمبلغ النقدي للبيع في العملة 2.
- يدفع الطرف(ب) للطرف(أ) سعر الشراء المؤجل الذي يعادل سعر التكلفة بالإضافة إلى الربح وذلك بالعملة 2 في تاريخ الدفع المؤجل.

إن الخطوتين المذكورتين أعلاه مرتبطتان بوعد يلزم كل طرف تعامل بإبرام سلسلة من صفقات المرابحة المحددة سلفاً. والشكل الموالي يمثل الهيكل الأساسي لمبادلة العملات الإسلامية القائمة على عقدي مرابحة.

الشكل رقم (33): هيكل مبادلة العملات الإسلامية وفق مرابحتين متزامنتين



Source : Jobst A., Risk Management of Islamic Finance Instruments, Chapter in Bloomsbury Publishing :Islamic Finance : Instruments and Merkets, Bloomsbury Information Ltd, United Kingdom, 2010, p.34.

لنأخذ مثال مصرف إسلامي في ماليزيا يقوم برفع إيراداته بالرينجت الماليزي ولكنه يواجه مدفوعات بالدولار الأمريكي على مدى فترة زمنية معينة. للقضاء على عدم تطابق العملة، يمكن للمصرف استبدال تدفقاته الخارجة المستقبلية بالدولار الأمريكي بدل الرينجت الماليزي عن طريق الدخول في مبادلة عملات اسلامية مع طرف مقابل يدفع بالدولار الأمريكي. بموجب هذا العقد، يشتري المصرف الإسلامي الماليزي مبلغاً من السلعة أ على أساس المرابحة (أي مقابل الأقساط المستقبلية) بالرينجت الماليزي. في الوقت نفسه، يشتري مصرف إسلامي مقره إحدى دول مجلس التعاون الخليجي كمية من السلعة ب ، بموجب اتفاقية مرابحة أيضا ولكن بالدولار الأمريكي. من خلال الجمع بين عقدي المرابحة، كل منهما مقوم بعملة مختلفة، سيتمكن كل طرف من تلقي التدفقات النقدية بالعملة المرغوبة. أخيرا، يبيع كلا المصرفين سلعهما من أجل استرداد نفقاتهما الأولية.

الهيكل السابق هو مثال جيد على كيفية استخدام تقنيات التمويل الإسلامي الراسخة لإنشاء هياكل مبتكرة تسمح للبنوك والشركات الإسلامية بالتحوط الفعال لمخاطرها بطريقة متوافقة مع الشريعة الإسلامية. هناك عدد من الهياكل الأخرى، بما في ذلك مبادلات معدلات الربح والتي كانت رائدة أيضا ويتم استخدامها في المعاملات خارج البورصة. مع تطور السوق، يجب أن تزيد السيولة بشكل أكبر لضمان استمرار معدل نموها المذهل[1].

ثانيا: الهيكل الثاني: مبادلة العملات الإسلامية وفق وعد ملزم

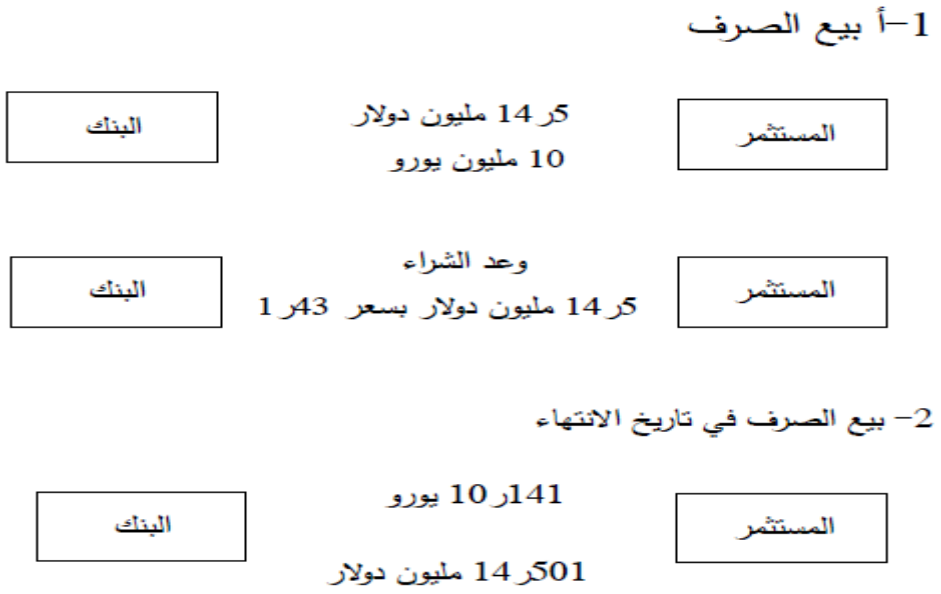
يعتمد هيكل بديل أيضاً على الوعد ولكنه يتضمن صرف عملات(بيع الصرف) في البداية ووعد أو تعهد إجراء بيع صرف آخر في تاريخ مستقبلي بالسعر المحدد اليوم. وفي تاريخ الانتهاء، يتم تنفيذ بيع الصرف الثاني لاسترداد العملة الأصلية. ولتوضيح هذا الهيكل نأخذ المثال التالي:

يوجد لدى مستثمر مبلغ 14.6 مليون دولار وهو يريد استثماره في عملة اليورو ولكنه لا يريد أن يتعرض لتذبذبات سوق العملة .يستطيع هذا المستثمر أن يبيع هذا المبلغ بالدولار الأمريكي في البنك بسعر فوري للحصول على اليورو. ويتفق هذا مع مبادئ بيع الصرف والتي تتطلب أن تكون الصفقة فورية. بعد ذلك

يدخل المستثمر في وعد أو يتعهد بإبرام عقد صرف عملة بالاعتماد على مبدأ بيع الصرف في المستقبل. ويعتمد السعر المستقبلي للعملات على سعر الصرف مقارنة بسعر اليوم .ولهذا فانه في التاريخ المستقبلي، سيسترد المستثمر الدولار الأمريكي بدون أن يتعرض لمخاطر تذبذب العملة. ويوضح الرسم التالي هذه الآلية:

[1] Tredgett R. et al, Cross currency swap, retrieved from: http://www.allenovery.com/AOWeb/binaries/45568.pdf, 12/06/2019.

الشكل رقم (34): هيكل مبادلة العملات الإسلامية المبنية على الوعد



المصدر: السوق لمالية الإسلامية الدولية، اتفاقية التحوط الرئيسية، متوفرة على الرابط:

https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2019/06/Hedging-Products-paper-dated-8th-November-Arabic.pdf، شوهد يوم 2020/05/12.

خلاصة الفصل الرابع

إن التطبيق الفعلي للعديد من العقود المشتقة التقليدية لا يزال مرفوضا بسبب احتمالية المضاربة أو نقص الحاجة إلى التحوط، ولانتهاك مبادئ العدالة التوزيعية والمشاركة المتساوية في المخاطر، والقيود الدينية على الإقراض. وجني الأرباح دون نشاط اقتصادي حقيقي ونقل الأصول.

من حيث المبدأ، قد تكون المستقبليات والخيارات متوافقة مع الشريعة الإسلامية إذا تم توظيفها لمعالجة طلب تحوط حقيقي على أداء الأصول المرتبط بمصلحة الملكية المباشرة، مع التنصل من التأجيل المتبادل دون تحويل فعلي للأصول، إضافة إلى تجنب عدم اليقين (الغرر) باعتباره نشاطًا محظورا في محاولة لإنشاء نظام صحيح للعدالة التوزيعية مع مراعاة المصلحة العامة. وبذلك تحافظ المشتقات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على مشاركة المخاطر التي تتيح مواقف مربحة للجانبين من التغيرات في قيمة الأصول.

الفصل الخامس:

أداء صناديق التحوط الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تمهيد

اجتهدت ماليزيا في هيكلة نظام مالي إسلامي متكامل وبناء مؤسسات مالية إسلامية بأداء متميز، وقد طورت سوقا مالية أصبحت مركزا دوليا، وأنموذجا للمستثمرين والوسطاء الماليين الراغبين في مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ونظراً لانفتاح ماليزيا على الأسواق العالمية واستجابةً للتطورات التي أنتجها توسيع دائرة التمويل، كان لابد لها من ابتكار صيغ جديدة لتتلاءم وتواكب اتجاهات العولمة المالية، سعياً منها لإرضاء المتعاملين (بالداخل والخارج) من خلال توفير منتجات بالجودة المرجوة والعائد المناسب والمخاطر المقبولة، ومواكبة للمستجدات بالسرعة اللازمة لتحقيق التنافسية، من خلال الاستخدام الفاعل والأمثل للمنتجات الحديثة. ولا تعد المنتجات الحديثة وأبرزها صناديق التحوط الإسلامية هدفاً في حد ذاتها، وإنما أحد العوامل لزيادة الكفاءة والفعالية. وبالرغم من المبادرات الماليزية في هذا الاتجاه إلا أننا نجد ضرورة قياس كفاءة هذه الصناديق وذلك إيضاحا لمستوى الأداء واستشرافا للاحتياجات الآنية والمستقبلية للمالية الإسلامية في ماليزيا. وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: السوق المالية الماليزية

المبحث الثاني: صناديق التحوط الإسلامية الماليزية

المبحث الثالث: منهج الدراسة القياسية

المبحث الرابع: نتائج الدراسة القياسية

المبحث الأول: السوق المالية الماليزية

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم المرتكزات التي تسهم في متانة وصلابة المنظومة المالية الإسلامية الماليزية. إذ تشكل هذه السوق رافدا مهما للسيولة والحصول على القروض لتمويل النشاطات التجارية والمشاريع الحكومية، إضافة إلى تحسين إدارة المخاطر وتقليص الهوة بين العرض والطلب، بما يساهم في خلق بدائل عن المنظومة الربوية، وتعزيز الإطار الشرعي في مجال ابتكار المنتجات المالية الإسلامية. وفيما يلي نتعرف على هذه السوق ومكوناتها.

المطلب الأول: تقديم السوق المالية الماليزية

لا يختلف مفهوم السوق المالية الماليزية عن المفهوم الشائع للأسواق المالية، غير أن السوق المالية في ماليزيا تتكون من سوق مالية تقليدية وسوق مالية إسلامية للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، وهي لا تقتصر على السوق المنظمة، بل تشمل أيضاً السوق غير المنظمة.

الفرع الأول: التطور التاريخي للسوق المالية الماليزية

يمكن تفصيل تاريخ تطور السوق الماليزية في المراحل التالية:[1]

- أول مؤسسة رسمية للأوراق المالية أنشئت في ماليزيا هي جمعية الأوراق المالية في سنغافورة Singapore Stockbrokers' Association سنة 1930 أعيد تسجيلها كرابطة مالكي الأسهم في مالاي سنة 1937.
- في سنة 1960 أنشئت بورصة مالايان وبدأ التداول العام للأسهم. كان نظام مجلس الإدارة عبارة عن غرف للتداول في سنغافورة وكوالالمبور، مرتبطة بواسطة خطوط الهاتف المباشر، لتتأسس السوق المالية في ماليزيا بعد أربع سنوات.
- أصبحت بورصة ماليزيا معروفة بإسم بورصة ماليزيا وسنغافورة، مع انفصال سنغافورة عن ماليزيا في عام 1965. لكن لم يتم تقسيم بورصة ماليزيا وسنغافورة إلى بورصة كوالالمبور وبورصة سنغافورة إلا سنة 1973 مع وقف تبادل العملات بين ماليزيا وسنغافورة. تأسست بورصة كوالالمبور في 14 ديسمبر 1976 كشركة محدودة وتولت عمليات بورصة كوالالمبور في نفس العام.
- تم تقديم قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في جوان 1997 من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (Shariah Advisory Council) إلى هيئة الأوراق المالية في ماليزيا. كما تم إطلاق مؤشر

[1] Bursa malaysia, corporate-history , on line available at : http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history . seen on:/ 15/01/2018

كوالالمبور للشريعة الإسلامية (KLSI) في أفريل 1999 لتلبية مطالب المستثمرين الباحثين عن الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وهي تعمل كمعيارٍ لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- ❖ في 14 أفريل 2004، غيرت بورصة كوالالمبور اسمها إلى بورصة ماليزيا برهاد، في أعقاب عملية دمج، كان الغرض منها تعزيز الوضع التنافسي والرد على الاتجاهات العالمية في قطاع الصرف عن طريق تبادل أكثر لخدمة العملاء وتوجيه السوق.
- ❖ في جانفي 2007 تم إطلاق مؤشر بورصة الإمارات الماليزية (FBM Emas Shariah). الذي أصبح المؤشر المعياري للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية بعد أن تم إلغاء تنشيط (KLSI) في نوفمبر، في حين تم إطلاق مؤشر (FBM Hijrah Shariah) في شهر ماي من نفس السنة. والذي تم تصميمه لاستخدامه كأساس للمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تلبي متطلبات المستثمرين الدوليين.
- ❖ في3 أوت 2009 تم تنفيذ هيكل مجلس إدارة جديد يتألف من السوق الرئيسي وأسواق ACE. كما تم دمج المجالس الرئيسية والثانوية لتشكيل السوق الرئيسية، (ACE ترمز إلى الوصول ,Access، اليقين Certainty والكفاءةEfficiency). هذا التغيير ساهم في دخول بورصة ماليزيا في شراكة استراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) بهدف تحسين إمكانية الوصول إلى عروض المشتقات على الصعيد العالمي. وتمتلك بورصة شيكاغو التجارية 25٪ من بورصة ماليزيا للمشتقات، في حين تحتفظ بورصة ماليزيا بنسبة 75٪ المتبقية.
- ❖ وفي نفس السنة أُطلقت منصة تداول السلع الإلكترونية القائمة على الشريعة الإسلامية، والتي تسمى بورصة سوق السلع، وهي أول منصة تداول سلعي متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في العالم، تهدف إلى تسهيل عمليات التمويل والاستثمارات الإسلامية القائمة على السلع الأساسية في إطار المبادئ الشرعية للمرابحة والتورق. وقد حصل مؤشر البورصة والمعروف الآن بإسم FBM KLCI، على معايير مقبولة عالميا من قابلية تداول واستدامة الهيئات المكونة، فضلا عن شفافية المنهجية.
- ❖ سنة 2011 تم اطلاق رابطة أمم جنوب شرق آسيا للتبادل ASEAN، وهى تعاون بين سبعة بورصات: بورصة ماليزيا، بورصة هانوي للأوراق المالية، بورصة هوشيمين، بورصة أندونيسيا، بورصة الفلبين للأوراق المالية، بورصة سنغافورة، بورصة تايلاند. ويهدف التعاون إلى تعزيز نمو الأسواق المالية لأمم جنوب شرق آسيا من خلال تبسيط الوصول إلى ASEAN، وتحقيق التوافق عبر الحدود، وخلق منتجات مركزية، مع مهمة إقامة سوق رأس مال مترابطة وتعبئة الأموال بين بلدان رابطة أمم جنوب شرق آسيا. وشهد التحالف اطلاق هوية

العلامة التجارية ASEAN وموقع التبادلات بهدف تعزيز نمو الأسواق المالية وتوفير سيولة أكبر في المنطقة، ليتبعها إطلاق رابطة تجارة ASEAN في 18 سبتمبر 2012 التي تربط بورصة ماليزيا وسنغافورة. وفي 15 أكتوبر 2012، تم ربط بورصة تايلند. وتضم هذه المجموعة 2250 شركة مدرجة بقيمة سوقية تبلغ 1.6 تريليون دولار أمريكي، تمثل نحو 70٪ من إجمالي القيمة السوقية لـ ASEAN. والتي أسهمت كثيرا في تدفق رأس المال وتعزيز السيولة وكذلك حيوية السوق لصالح المستثمرين في هذه المنطقة.

- ❖ أما بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، فقد أطلقت البورصة مؤشر ماليزيا للرقابة الشرعية للمؤسسات الصغيرة FTSE Bursa Malaysia Small Cap Shariah Index لتكون بمثابة معيار للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في أسهم الشركات الصغيرة. ويشكل المؤشر الجديد جزءا من FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah حيث يتم احتسابه على أساس نهاية اليوم. كما شكل إطلاق السندات والصكوك (ETBS) مع أول إصدار من قبل دانا‌ينفرا ناسيونال برهاد DanaInfra Nasional Berhad في البورصة سنة 2013 معلما تار يخيا لسوق رأس المال الماليزي، مما أدى إلى خلق فئة جديدة من الأصول في البورصة لتدعيم ماليزيا باعتبارها سوق الصكوك الرائدة في العالم.
- ❖ في سنة 2015 تم توقيع التزام طوعي في البورصة لتعزيز أداء الاستدامة والشفافية في الأسواق المالية. ويؤكد الدعم المقدم لمبادرة الاستدامة الخاصة بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية مع التزام البورصة الوطنية بأن تظل واحدة من أكثر الأسواق تنافسية في العالم من خلال دمج أفضل الممارسات العالمية في السوق المحلية. حيث يقدم الإطار الجديد لإعداد تقارير الاستدامة، والذي يتضمن تعديلات على متطلبات الإدراج التي تتطلب من المصدرين المدرجين إصدار بيان الاستدامة في تقاريرهم السنوية.

الفرع الثاني: ماهية السوق المالية الماليزية

بورصة ماليزيا هي شركة قابضة تأسست في عام 1973 وأدرجت في عام 2005. تعتبر اليوم واحدة من أكبر البورصات في رابطة أمم جنوب شرق آسيا للتبادل ASEAN، وهي موطن لأكثر من 900 شركة عبر 60 نشاطا اقتصاديا، مدرجة إما في السوق الرئيسية أو في سوق ACE للشركات الناشئة مختلفة الأحجام. وبصفتها بورصة متكاملة، تقدم بورصة ماليزيا مجموعة شاملة من المنتجات التي تشمل الأسهم والمشتقات والأوراق المالية الإسلامية، فضلا عن الخدمات المتعلقة بالتبادل مثل الإدراج والتداول والمقاصة والتسوية والإيداع. وبالإضافة إلى ذلك، يقدم السوق خيارات استثمارية أخرى تشمل برامج الاستثمار الجماعي مثل صناديق الاستثمار المتداولة

وصناديق الاستثمار العقاري. في سبتمبر 2016، أدخلت بورصة ماليزيا، أول منصة استثمار شرعي Bursa Malaysia–i في العالم لتعميم الاستثمار الشرعي وتوفير خيار للمستثمرين على أساس ديني[1].

اعتمدت السلطات الماليزية خططا رئيسية لتطوير البورصة الماليزية والتي افتتحها وزير المالية يوم 22 فيفري 2001 بستة أهداف رئيسية هي:[2]

- ❖ جعل السوق المالية الماليزية مركزا لتمويل وتطوير الشركات المحلية.
- ❖ تشجيع الاستثمار وإنشاء بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين.
- ❖ العمل على خلق موقع تنافسي وزيادة كفاءة مؤسسات السوق.
- ❖ تطوير بيئة تنافسية لخدمات الوساطة.
- ❖ تقوية أنظمة الرقابة.
- ❖ اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

الفرع الثالث: وظائف السوق المالية في ماليزيا

أصبحت السوق المالية الماليزية ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي الماليزي، وإن أهميتها تنبع من كونها أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، والمشاريع التنموية في ماليزيا. ويتحقق ذلك من خلال قيامها بأعمال ووظائف معينة منها:

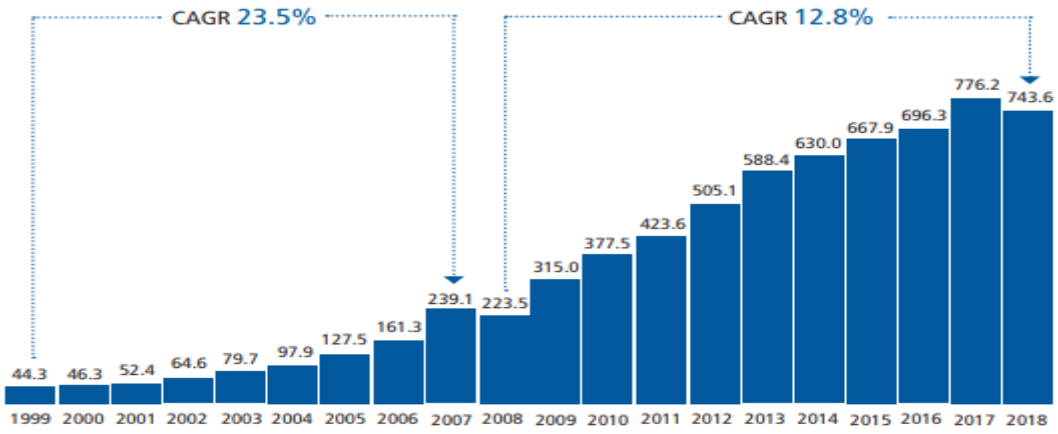
- ❖ السوق المالية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبحت الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات، التي تحقق فوائض مالية لاسيما المؤسسات المالية وشركات التأمين الماليزية، وهيئة شؤون وصندوق الحجاج، والأفراد، وبين القطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص، مثل قطاعات الصناعة، الزراعة، السياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا. بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما. بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق الماليزية.
- ❖ ومن خلال هذا السوق استطاعت المؤسسات المالية الماليزية، التي تتكون من المصارف والشركات المالية، شركات التأمين، وصناديق التوفير للعاملين والأفراد، تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض من أجل تمويل المشاريع التنموية الاجتماعية والاقتصادية. وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

[1] Bursa malaysia overview on line available at : http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/overview/17 /01/2018
[2] Wong Wing Seong ,The Malaysian Capital Market-Over view and Selected Issues-,Second Meeting Of the Expert Group on the Challenges of the Asian Economy and Financial Markets, March 6,2001,P .9.

- ❖ تشجيع تطوير الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال لأهداف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية وتطوير الملكية للشركات ذاتها.
- ❖ يساعد السوق عمليات التطوير الا قتصادي الماليزي بتجميع الموارد المالية الطويلة والمتوسطة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة واستثمارات الشركات الخاصة. من حيث الحصول على هذه الموارد المالية من القطاعين العام والخاص.
- ❖ تجري تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب في القطاعين العام والخاص في سوق رأس المال الماليزي لأنشطتها وتطور الاقتصاد الماليزي. إلى جانب أنه يساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على السيولة.
- ❖ أصبحت السوق المالية الماليزية أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما من خلال تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها اليومية في البورصة الماليزية للأوراق المالية. والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

بالرغم من اختلاف طبيعة السوق المالية الماليزية إلا أن لديها نفس فرص النجاح التي تحظى بها الأسواق المالية المتقدمة، حيث يعتمد ذلك على خطط واستراتيجيات مشاركي السوق والتعاون بينهم لتحقيق المنافسة الكاملة في الأسواق المالية العالمية بكل كفاءة وفعالية، فقد بلغت رسملة السوق الماليزية في نهاية 2018 ما مقداره 398.02 مليار دولار واحتلت بذلك المركز الثاني بين الدول الإسلامية بعد السعودية و المركز العشرين عالميا[1]. والشكل الموالي يمثل حجم الأصول التي تديرها بورصة ماليزيا.

الشكل رقم (35): حجم الأصول المدارة في السوق المالية الماليزية



Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2019, p.40.

[1] https://www.theglobaleconomy.com/rankings/stock_market_capitalization_dollars/ (20/01/2020)

حققت صناعة إدارة الأصول في السوق المالية الماليزية نموا قويا على مدار العقدين الماضيين، حيث شهد معدل النمو المركب السنوي (CAGR)[1] لإجمالي الأصول ارتفاعا ملحوظا. ومع ذلك، بدأ معدل النمو السنوي المركب لإجمالي الأصول في التراجع بعد الأزمة المالية العالمية، مشيرا إلى وصول الصناعة إلى نقطة انعطاف، لا سيما في السنوات الخمس الأخيرة في الشكل، والتي شهدت نموا فرديا على أساس سنوي مع انخفاض واضح في عام 2018.

المطلب الثاني: أقسام السوق المالية الماليزية

الأسواق الرئيسية في البورصة الماليزية تتمثل في سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات، ومركز لبوان للخدمات المالية. إضافة إلى السوق المالية الإسلامية والتي سيتم توضيحها في العناصر اللاحقة.

الفرع الأول: سوق الملكية

هي عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء أكانت تقليدية أم إسلامية. حيث تمتلك بورصة ماليزيا مجموعة واسعة من المنتجات توفر إمكانات كبيرة للنمو في رأس المال والاستثمارات ذات المخاطر طويلة المدى[2]. ويشمل سوق الملكية أسهم الشركات التي تمثل ملكية جزئية من قبل المستثمر في شركة معينة. إن ملكية الأسهم غالباً ما تعطي للمستثمر جزءاً من أرباح الشركة من خلال توزيعات الأرباح. وفيما يلي أهم الأدوات المتداولة في سوق الملكية:

أولا: الأسهم

السهم هو ورقة مالية تمثل حصة من رأس مال الشركة، والمساهمون هم حاملو الأسهم ويشاركون في نجاح أو فشل الشركة، يمكن قياس أداء الشركة عن طريق أرباح الأسهم التي يتلقاها المساهمون أو من خلال سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية. ويتم تداول نوعين من الأسهم في بورصة ماليزيا:[3]

1. **الأسهم العادية:** وهي تلك الوثيقة المالية التي تصدرها شركة المساهمة، وتسمى أيضا بأسهم الملكية مما يجعلها من أخطر رؤوس أموال الشركة، وتضمن لمالكها حقوقا في ملكية جزء من الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة، وحق التصويت في الجمعية العامة للشركة، وحق انتخاب وإقالة المديرين، وواجبات المالكين في تحمل للخسائر الناتجة عن عمل الشركة. وفي حالة تصفية الشركة يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف يتم تسوية مستحقاتهم.

[1] Compounded Annual Growth Rate.
[2] http://lfxsys.lfx.com.my/market/securities/ seen on : 30/01/2019
[3] http://lfxsys.lfx.com.my/market/securities/equities/products/shares seen on : 30/01/2019

2. **الأسهم الممتازة:** هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار بهدف جمع مدخرات المستثمرين، لتمويل مشروعات جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية، مقابل سقوط حق حملتها في التصويت كما لهم الأولوية عند تصفية الشركة مقارنة مع حملة الأسهم العادية.

ثانيا: *التعهدات* Warrants

هي أوراق مالية تعطي لحاملها الحق في شراء عدد معين من الأسهم بسعر ثابت خلال مدة زمنية محددة وهي خيار طويل الأمد، إذ تسمى الخيارات التي تصدرها الشركة على أسهمها تعهدات، تصدر الشركات هذه التعهدات في السوق الأولية مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم والسندات بهدف الترويج لتلك الأوراق عن طريق منح مزايا إضافية تشجع على شرائها. وتختلف التعهدات عن الخيارات من ناحية طول المدة التي قد تدوم سنوات على عكس الخيارات التي تكون لعدة أشهر فقط ولا يمكن أن تتجاوز السنة[1].

ويوجد نوعين من التعهدات في البورصة الماليزية:[2]

1. **تعهدات الشركة:** يتم إصدار التعهدات من قبل الشركة وإعطاء حامليها الحق وليس الإلزام، بالاكتتاب في أسهم عادية جديدة بسعر محدد خلال فترة محددة من الوقت. ويكون لها تاريخ استحقاق قد يصل إلى 10 سنوات. لكن بعد انتهاء صلاحيتها تصبح لا قيمة لها ما لم يكتتب حاملها في أسهم جديدة قبل تاريخ الاستحقاق.
2. **تعهدات هيكلية:** هي شهادات ملكية صادرة عن جهة خارجية، أي وسيط أو مؤسسة مالية مؤهلة تمنح حاملي التعهدات الحق وليس الالزام في شراء أو بيع الأداة المالية الأساسية (التي قد تكون أسهم أو صناديق المؤشرات المتداولة أو مؤشر أو سلة من الأسهم) في المستقبل بسعر ثابت. بمعنى آخر، المستثمر في التعهدات الهيكلية يقوم بـ "حجز" لشراء أو بيع عدد محدد مسبقًا من الأداة المالية الأساسية بسعر معين في المستقبل.

الفرع الثاني: سوق السندات

تعرِف بورصة ماليزيا السندات على أنها أوراق مالية ذات دخل ثابت يتم إصدارها لمقرضي القروض طويلة الأجل، بتاريخ استحقاق معين، وتوفر عوائد في شكل مدفوعات دورية ثابتة[3]. سوق السندات في ماليزيا عبارة عن سوق غير منظمة Over The Counter يتم فيها تداول السندات الحكومية أو سندات الشركات الخاصة التي تمثل قروضا طويلة الأجل بمدة استحقاق أكبر من سنة. وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة للحصول على القروض

[1] حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات، الجزء الثالث، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص ص 22-21

[2] http://lfxsys.lfx.com.my/market/securities/equities/products/company-warrants/ Seen on: 30/01/2019

[3] https://www.bursamalaysia.com/market_information/market_statistic/bond seen on : 20/07/2019

والتمويل الخارجي طويل الأجل. وتعتبر السندات شهادات مديونية قابلة للتداول في سوق السندات، حيث تكفل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة لحاملها فائدة ثابتة، وتدفع له رأس مال في نهاية تاريخ الاستحقاق[1]. وتبلغ قيمة سوق الدين الماليزية 1.3 تريليون رنجيت (313.9 مليار دولار). وقد تحقق هذا التطور الهائل في سوق السندات الماليزية إلى حد كبير من خلال النمو الاستثنائي لسندات الشركات وأسواق الصكوك. يتم استكمال سوق السندات الحكومية المتطورة في ماليزيا بسوق سندات الشركات الكبيرة، والتي شكلت 40٪ من حجم السوق في نهاية الربع الثالث من عام 2018. يتم تقديم سوق السندات الماليزية في الغالب إلى المستثمرين المحترفين. تقدم السوق مجموعة واسعة من الأدوات، مع الأخذ في الاعتبار أنها أكبر سوق للصكوك في العالم. يمكن للمستثمرين المحليين والأجانب شراء وبيع أدوات الدين التقليدية والإسلامية من خلال أسواق الصرف والأسواق الخارجية. حيث يتم تحويل جميع الأوراق المالية تقريبا إلكترونيا عبر نظام التحويل الإلكتروني الفوري للأموال والأوراق المالية (RENTAS) الخاص ببنك نيغارا ماليزيا (BNM). وبغية إنعاش سوق السندات المحلية أطلقت لجنة الأوراق المالية في 2017 بورصة لمعلومات السندات والصكوك كمنصة مركزية تجمع أسعار السندات والصكوك وبيانات الائتمان. وفي عام 2018 أطلقت برنامج ضمان لمصدري الصكوك الخضراء بهدف استثمار الاهتمام بالمنتجات المالية الصديقة للبيئة. ومن السندات المتداولة في سوق السندات الماليزي:

- **السندات الحكومية:** في أواخر السبعينات، أصدرت الحكومة الماليزية أولى السندات الحكومية للاكتتاب العام، وعرفت بإسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية، وهي أوراق مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضا تحصل عليه الحكومة من الأفراد (أو الهيئات) بهدف الإنفاق العام، مما يقلص مخاطر التخلف عن السداد. تهدف هذه الأوراق لتمويل المشاريع الحكومية التنموية طويلة الأجل، ويمكن أن تصدر من خلال المزاد العلني والاكتتاب، لكنها يمكن أيضا أن تشترى من السوق الثانوية أو بواسطة بنك نيغارا المركزي الماليزي نيابة عن حكومة ماليزيا.
- **سندات الشركات :** إن ظهور هذه السندات في السنوات الأخيرة لعب دورا بارزا في تعزيز وتطوير سوق رأس المال الماليزي حيث ساهم في تغيير السياسة الحكومية التي أصبحت أكثر اهتماما بدور القطاع الخاص في تطوير الاقتصاد الماليزي.

وفيما يلي الأنواع المختلفة لهياكل السندات والصكوك القابلة للتداول (ETBS)[2] في سوق الأوراق المالية الماليزية:

[1] Savalinga G., Investment Management In Malaysia, Berita Publishing Sdn.Bhd, Kuala Lumpur, Second Reprint, 1994, p.73.
[2] Exchange Traded Bonds and Sukuk

الجدول رقم (11): خصائص السندات في السوق المالية الماليزية

النوع	الخصائص
سندات بسعر فائدة ثابت / صكوك بمعدل ثابت ثابت	تتمثل في السندات والصكوك القابلة للتداول التي تدفع قسيمة / أرباح نقدية ثابتة على فترات منتظمة حتى الاستحقاق. تُعرف أيضًا باسم الاتفاقية أو الفانيليا العادية.
سندات متوسطة الأجل (MTN) / صكوك إسلامية متوسطة الأجل (iMTN)	سندات متوسط الأجل (سندات من سنة إلى عشر سنوات) مع معدل قسيمة / توزيعات أرباح ثابتة، تصدر على أساس مستمر. هي نوع شائع من السندات / الصكوك لدى المصدرين بسبب مرونته، مما يمكّن المصدرين من جمع الأموال عند الضرورة.
سندات بسعر فائدة عائم / صكوك ذات أرباح عائمة	السندات والصكوك القابلة للتداول التي تدفع قسائم / توزيعات أرباح مختلفة على فترات منتظمة حتى الاستحقاق.
السندات /الصكوك ذات الكوبونات الصفرية	السندات والصكوك القابلة للتداول التي لا تدفع فائدة/ربح ولكن يتم بيعها مبدئيًا بخصم مقارنة بقيمة الاسترداد.
السندات /الصكوك القابلة للتحويل	السندات والصكوك القابلة للتداول التي قد يكون لها مدفوعات ثابتة أو عائمة. يمكن لحاملي السندات / الصكوك تحويلها إلى عدد محدد مسبقًا من الأوراق المالية في وقت وسعر محددين مسبقًا.

Source :

https://www.bursamalaysia.com/reference/faqs/securities/faqs_on_exchange_traded_bonds_and_sukuk see on: 12/03/2019

صناع السوق (الوسطاء الذين يعينهم المصدر) مدعوون للمشاركة في تداول السندات لضمان وجود سيولة كافية للمستثمرين. وتتميز السندات والصكوك القابلة للتداول ب:[1]

- **المرونة وسهولة التداول:** يتم تداول السندات والصكوك القابلة للتداول في بورصة ماليزيا، مما يجعل شراءها وبيعها بنفس سهولة تداول الأسهم.
- **الشفافية** : نظرا لكونها مدرجة في البورصة، يتمكن المستثمرون من الوصول إلى الأسعار والأحجام في الوقت الفعلي، تماما مثل الأسهم. كما يمكنهم ذلك من مراقبة استثماراتهم بشكل مستمر وتلقي أحدث المعلومات.
- **التنويع:** يمكن للمستثمرين تنويع محافظهم لتشمل السندات والصكوك القابلة للتداول لتكملة استثماراتهم في فئات الأصول الأخرى مثل الأسهم والمشتقات وصناديق الوحدات ،... إلخ.
- **مصدر دخل إضافي:** يمكن للمستثمرين الاستفادة من تدفق دخل ثابت من خلال مدفوعات القسائم / الأرباح المنتظمة.

الفرع الثالث: بورصة ماليزيا للمشتقات المالية

تأسست بورصة ماليزيا للمشتقات بيرهاد (BMD) في عام 1993. حيث توفر وتحافظ على حقوق الملكية وأسعار الفائدة والسندات والسلع الزراعية (زيت النخيل الخام ونواة النخيل) والسلع المعدنية (الذهب والقصدير)

[1]https://www.bursamalaysia.com/reference/faqs/securities/faqs_on_exchange_traded_bonds_and_sukuk seen on: 12/03/2019

والخيارات والمستقبليات وخدمات التسوية. تتوفر منتجات بورصة ماليزيا للمشتقات على منصة التداول الإلكتروني CME Globex لتوزيع أكبر لعروض المشتقات الماليزية في السوق العالمية[1].

عرفت بورصة ماليزيا للمشتقات (BMD)، سابقًا باسم بورصة المشتقات الماليزية (MDEX)، وهي شركة فرعية مملوكة بالكامل لبورصة ماليزيا بيرهاد والتي تعمل على تبادل عقود المستقبليات وعقود الخيارات. وهي تقدم أكثر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام سيولة ونجاحا في العالم، مما يعزز مكانة ماليزيا كمركز عالمي لاكتشاف أسعار زيت النخيل.

تعمل بورصة ماليزيا للمشتقات تحت إشراف هيئة الأوراق المالية وتخضع لقانون أسواق رأس المال والخدمات لعام 2007. كما أنها تخضع لوصاية وزارة المالية الماليزية، حيث تقدم للمستثمرين أمان التداول في بورصة منظمة مع بنية تحتية وأنظمة قابلة للمقارنة مع الأسواق القائمة في جميع أنحاء العالم. منذ عام 2009، سهلت الشراكة الاستراتيجية لبورصة ماليزيا للمشتقات مع بورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) التوزيع العالمي وإمكانية الوصول إلى منتجات المشتقات في بورصة ماليزيا، كما أسهمت هذه الشراكة في نمو سوق رأس المال الماليزي من خلال تعزيز حضور عروض المشتقات في جميع أنحاء العالم[2].

أولا: العقود المتداولة في بورصة ماليزيا للمشتقات

هناك ثلاثة أنواع من العقود المتداولة في هذه البورصة هي:

1- **عقود المشتقات للسلع:** ويتم فيها تداول العقود التالية:

- **عقود مستقبليات الذهب:(FGLD) Gold Futures:** هي عقود مستقبلية صغيرة الحجم مسعرة بالرينجيت الماليزي. يتم تداولها في بورصة ماليزيا للمشتقات. تصغير الحجم بعقود الذهب المستقبلية المتداولة في بورصة ماليزيا جاء بغية توفير تعرض لتحركات أسعار الذهب العالمية بتكلفة دخول أقل للمشاركين في السوق. كل عقد مستقبلي للذهب يعادل 100 غرام من سبائك الذهب. وقد تم تصميم الحجم الصغير لتوفير إمكانية الوصول للجميع والقدرة على تحمل التكاليف. يمكن تداول العقد في عدة عقود في وقت واحد. إن تسعير العقد بالعملة المحلية يلغي الحاجة لشراء العملات الأجنبية وبالتالي إزالة المخاطر الناشئة عن تقلبات أسعار الصرف للمستثمرين الماليزيين. تتم تسوية العقد وفقًا لسعر London AM Fix، وهو المعيار العالمي لأسعار الذهب الفورية. بحيث يوم التداول النهائي لكل عقد FGLD هو آخر يوم عمل مشترك بين لندن و كوالالمبور[3].

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/market/derivatives_market seen on 12/06/2019.
[2] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/company_profile seen on 17/03/2020.
[3] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/commodity_derivatives/gold_futures . seen on : 14/01/2020.

- **عقود مستقبليات القصدير:USD Tin Futures (FTIN)**: هي عقود مستقبلية مسعرة بالدولار الأمريكي، وتخص معدن القصدير المكرر من أي من العلامات التجارية التي وافق عليها مجلس سوق القصدير في كوالالمبور مع حد أدنى من محتوى القصدير بنسبة 99.85 ٪، أو معدن قصدير مكرر يحمل مثل المواصفات الفنية المنشورة من وقت لآخر من طرف سوق القصدير لكوالالمبور. حجم كل عقد 1 متر طني. وتتم تسوية العقود نقدا[1].

-**عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام: Crude Palm Oil Futures (FCPO)** طرحت في أكتوبر 1980 وهي أول العقود المتداولة.

-**عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام Crude Palm Kernel Oil Futures (FPKO)** طرحت في فيفري 2004[2].

- **عقود الخيارات على مستقبليات زيت النخيل الخام: Options on Crude Palm Oil Futures (OCPO)**: هي عقود خيارات مقومة بالرينجيت الماليزي، ويتم تداولها مع عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام(FCPO) كأصل أساسي لها. وهي تضيف أداة إلى مجموعة أدوات إدارة المخاطر المحتملة المتاحة للاعبين في صناعة زيت النخيل، حيث أن عقود الخيارات لها استراتيجيات تحوط مختلفة تماما عن عقود المستقبليات. كما أنها تعزز مكانة ماليزيا كمركز رائد لاكتشاف أسعار زيت النخيل المتداول عالميا[3].

2- **عقود مشتقات الملكية:** وتتمثل في العقود التالية:

- **المستقبليات على مؤشرKLCI** : FTSE Bursa Malaysia KLCI Futures (FKLI): هي عقود مستقبليات مسعرة بالرينجيت الماليزي، يتم تداولها على بورصة ماليزيا للمشتقات، مما يوفر للمشاركين في السوق التعرض لمكونات مؤشر FBM KLCI الأساسية. يتم استخدامها بنشاط من قبل المستثمرين المؤسسيين والأفراد في محافظ التداول الخاصة بهم[4]. كما توجد أيضا خيارات على هذه المستقبليات وهي FTSE Bursa Malaysia KLCI Options (OKLI).
- **مستقبليات السهم الواحد:** هي عقود مستقبليات مقومة بالرينجيت الماليزي يتم تداولها في بورصة ماليزيا للمشتقات لبيع وشراء الأسهم المدرجة الأساسية في تاريخ مستقبلي محدد. وتوفر هذه العقود للمستثمرين والمتداولين إمكانية التعرض للرافعة المالية للأسهم الأساسية. وحجم العقد الواحد 1000 سهم أساسي[5].

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/commodity_derivatives/usd_tin_futures . seen on : 14/01/2020.

[2] سيتم تفصيل كل من مستقبليات زيت النخيل الخام ومستقبليات زيت نواة النخيل في الفصل السادس باعتبارها عقود مستقبليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

[3] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/commodity_derivatives/options_on_crude_palm_oil_futures . seen on : 15/01/2020.

[4] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/equity_derivatives/ftse_bursa_malaysia_klci_futures . seen on : 15/01/2020.

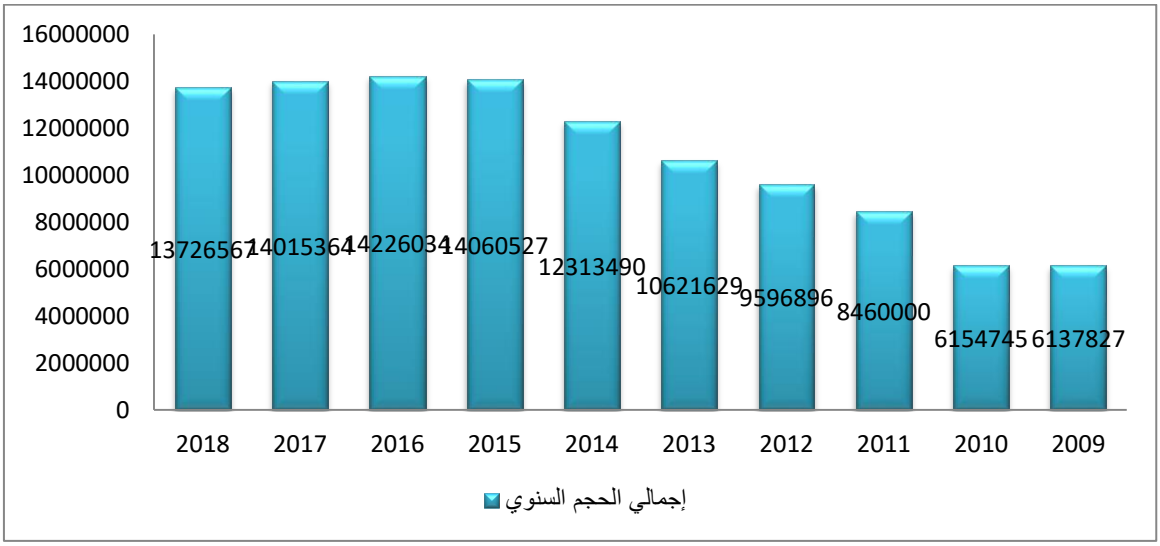
[5] سيتم توضيح مستقبليات السهم الواحد في الفصل السادس باعتبار بعضها عقود مستقبليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

3- **عقود المشتقات المالية:** وتتمثل في عقود مستقبليات على سندات الخزينة الحكومية. وتشمل:[1]

- عقود المستقبليات لسعر الفائدة بين البنوك في كوالالمبور لمدة 3 أشهر (FKB3)
- عقود مستقبليات للأوراق المالية الحكومية لمدة 03 سنوات. (FMG3)
- عقود مستقبليات للأوراق المالية الحكومية لمدة 05 سنوات. (FMG5)
- عقود مستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 10 سنوات. (FMGA)

وبفضل تنوع منتجاتها، احتلت بورصة ماليزيا للمشتقات المرتبة السادسة والثلاثين بين أكبر بورصة مشتقات في العالم من حيث الحجم في عام 2018 حيث تم تداول 13.7 مليون عقد، بانخفاض 2% عن العام السابق، وفقاً لمسح الحجم السنوي الذي نشرته جمعية صناعة العقود الآجلة (FIA)[2]. ويمثل الشكل الموالي حجم التداول السنوي في بورصة ماليزيا للمشتقات:

الشكل رقم (36): حجم التداول السنوي في بورصة ماليزيا للمشتقات للفترة 2009-2018



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المحملة من موقع http://marketswiki.com

من الواضح التطور الهائل لحجم التداول في بورصة ماليزيا للمشتقات منذ سنة 2009. ويرجع ذلك أساسا لانتشار استخدام مستقبليات زيت النخيل الخام حيث اعتبارا من نوفمبر 2020، شهدت بورصة ماليزيا للمشتقات تداول 13.5 مليون عقد أو 337.5 مليون طن، وهو ما يمثل سبعة أضعاف إجمالي إنتاج زيت النخيل في ماليزيا، و4.5 أضعاف إنتاج زيت النخيل العالمي. وقد سجلت البورصة أكثر من 20 تداولاً قياسيا في جميع منتجاتها على مدار الـ 12 شهرا السابقة، مع آخر سجل تاريخي تم تحقيقه في 28 أكتوبر 2020، حيث بلغ

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/financial_derivatives. seen on : 04/02/2020.
[2] http://marketswiki.com/wiki/Bursa_Malaysia_Derivatives_Berhad_(BMD)#:~:text=Bursa%20Malaysia%20was%20ranked%20as,Futures%20Industry%20Association%20(FIA). seen on : 10/01/2020.

إجمالي حجم التداول للعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام مستوى جديدا بلغ 12 مليون عقد، محطما الرقم القياسي السابق من 11.91 مليون عقد تم تحقيقها في عام 2017[1].

ثانيا: قواعد وظيفة إدارة المخاطر في بورصة ماليزيا للمشتقات

- ❖ يجب على المشارك التجاري (شركة تزاول أعمال التعامل في المشتقات ويتم قبولها من طرف البورصة) التأكد من أداء وظائف إدارة المخاطر بشكل صحيح واتخاذ إجراءات للتخفيف من هذه المخاطر.
- ❖ يجب على المشارك التجاري التأكد من أن وظائف إدارة المخاطر تتناسب مع:[2]
  - نطاق وحجم وتعقيد أنشطته؛
  - مستوى المخاطر التي يكون المشارك التجاري على استعداد لتحملها.
- ❖ يجب على المشارك التجاري تعيين لجنة الإشراف على إدارة المخاطر لإدارة ومراقبة تصريف أعمال وظائف إدارة المخاطر.
- ❖ يجب على المشارك التجاري التأكد من أن وظيفة إدارة المخاطر لديه تقدم تقارير إلى اللجنة.
- ❖ يجب على المشارك التجاري التأكد من أن اللجنة تضم أشخاصا مؤهلين، وخاليين من تضارب المصالح ولديهم الإمكانيات والمهارات والخبرة للقيام بمهام اللجنة.
- ❖ يجب على المشارك التجاري التأكد من أن أغلبية أعضاء اللجنة لا يحمل رخصة ممثل مسجل.
- ❖ إذا تم الاستعانة بمصادر خارجية لوظائف إدارة المخاطر يجب على المشارك التجاري التأكد من أن تعيين اللجنة الخارجية يتوافق مع جميع الأحكام والتوجيهات السابقة الذكر والمتعلقة بوظائف لجنة إدارة المخاطر.

الفرع الرابع. مركز لبوان للخدمات المالية

تم تأسيس مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية في 1990، وفي 23 نوفمبر 2000 تم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية. وخضع عقد التأسيس والنظام الأساسي لقانون الشركات 1990، وقانون Labuan للخدمات المالية والأوراق المالية 2010 على التوالي. والمركز مملوك بنسبة 100٪ لشركة Bursa Malaysia Berhad. يتم تمثيل البورصة في مجلس إدارة المركز من قبل رئيسها التنفيذي ومدير البورصة للخدمات المالية والشركات، ويشمل نطاق عملها مسائل السياسة وضوابط الميزانية. وقد جاء إنشاء مركز لبوان

[1] https://www.theedgemarkets.com/article/bursa-malaysia-derivatives-named-exchange-year-%E2%80%94-asia-pacific . (02/01/2021).
[2] Bursa Malaysia, Organisation and Structure of Trading Participants, Retrieved from : https://www.bursamalaysia.com/sites/5bb54be15f36ca0af339077a/assets/5d5bbec039fba23120fd123b/Rule-BMD-Chapter5-15082019.pdf

ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي ويخضع لإشراف البورصة الماليزية التي تعمل على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها هذا المركز. كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات المنخفضة. هدفه هو تسهيل تدفق الأموال من خلال إدراج وتداول الأدوات المالية. ولتحقيق هذا الهدف، يسعى مركز لبوان للخدمات المالية إلى:[1]

- ❖ أن يتم الاعتراف به على أنه داعم للمستثمر.
- ❖ أن يكون مدفوعا بالسوق ويتسم بالشفافية.

للاستفادة من أنظمة الشبكات الدولية يعتبر مركز لبوان بورصة متكاملة مع قائمة وتسهيلات تجارية. يتمثل تركيزها الأساسي على إدراج الأدوات المالية. وكونها بورصة مالية دولية سوف تسهل إدراج العديد من الأدوات المالية مثل: الأسهم، صناديق الاستثمار، أدوات الدين، أدوات متعلقة بالتأمين أو أي أنواع أخرى من الأدوات المالية (حسب متطلبات وطلب المصدرين والمستثمرين). ويمكن أن تكون هذه الأدوات المالية تقليدية أو إسلامية.

لا توجد قيود على نوع الأدوات المالية ولا يوجد حد أدنى محدد مسبقاً للإدراج. يعود قرار الإدراج إلى لجنة الإدراج في مركز لبوان وتكون الأدوات المالية مقومة بالعملات الأجنبية.

المطلب الثالث: السوق المالية الإسلامية الماليزية

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة مهمة في تطوير صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا، وهي معروفة على نطاق واسع بأنها المركز الرائد للابتكار في المنتجات والخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. هذا الاعتراف هو إلى حد كبير نتيجة للالتزام والتعاون الوثيق بين مجتمع التمويل الإسلامي والهيئات التنظيمية والحكومة.

الفرع الأول: تقديم السوق المالية الإسلامية الماليزية

تتم المعاملات في السوق المالية الإسلامية بطرق لا تتعارض مع ضمير المسلمين ودين الإسلام. هناك تأكيد على مبادئ الشريعة الإسلامية في السوق المالية الإسلامية بماليزيا، بحيث يخلو السوق من الأنشطة التي يحرمها الإسلام مثل الربا والقمار والغرر.

أولا: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

يمكن إرجاع أصول السوق المالية الإسلامية في ماليزيا إلى التسعينيات عندما كانت الشركات مهتمة بفرص الحصول على التمويل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية. أول إصدار للصكوك في عام 1990 كان من قبل شركة

[1] https://www.bursamalaysia.com/reference/faqs/lfx/faqs_on_lfx_general. (17/05/2019).

(Shell MDS Sdn Bhd)، وسرعان ما تبع ذلك العديد من الإصدارات الأخرى حيث سعت المزيد من الشركات للاستفادة من الطلب الكامن على الأصول الإسلامية.

أصبح اكتشاف السيولة الإسلامية الكامنة من خلال المؤسسات الرائدة مثل Lembaga Tabung Haji (مجلس صندوق الحجاج في ماليزيا) بمثابة الحافز الذي أطلق موجة من سلسلة ابتكارات لمنتجات متوافقة مع الشريعة الإسلامية. وتشمل الإنجازات الرئيسية إصدار أول صندوق ائتماني لوحدات الأسهم الإسلامية في عام 1993، وإنشاء أول شركة إسلامية للسمسرة في عام 1994، وإطلاق أول مؤشر للأسهم الإسلامية في عام 1996. وقد ترافق تطور السوق المالية الإسلامية مع تقدم سريع في قطاعي الصيرفة الإسلامية والتكافل الذين ساهما بالتوازي في تطوير صناعة تمويل إسلامي شاملة.

كان إنشاء هيئة الأوراق المالية في عام 1993 بمثابة علامة فارقة في تنظيم وتطوير الحركة الإسلامية الدولية. حيث خصصت الهيئة ، مع تفويضها لتنظيم وتطوير سوق رأس المال الماليزي، موارد كبيرة لضمان النمو المنظم للسوق المالية الإسلامية. وكان تركيزها الأساسي هو تطوير الأطر ذات الصلة لتسهيل إدخال المنتجات والخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. واستجابة للتطور الديناميكي للسوق المالية الإسلامية، قامت هيئة الأوراق المالية بـ تعزيز جوانب الحوكمة الشرعية في السوق. في البداية، أدى ذلك إلى توفير التوجيه والوضوح بشأن قضايا الشريعة المتعلقة بسوق رأس المال والتي أدت إلى إنشاء مجلس استشاري شرعي (SAC) في عام 1996.

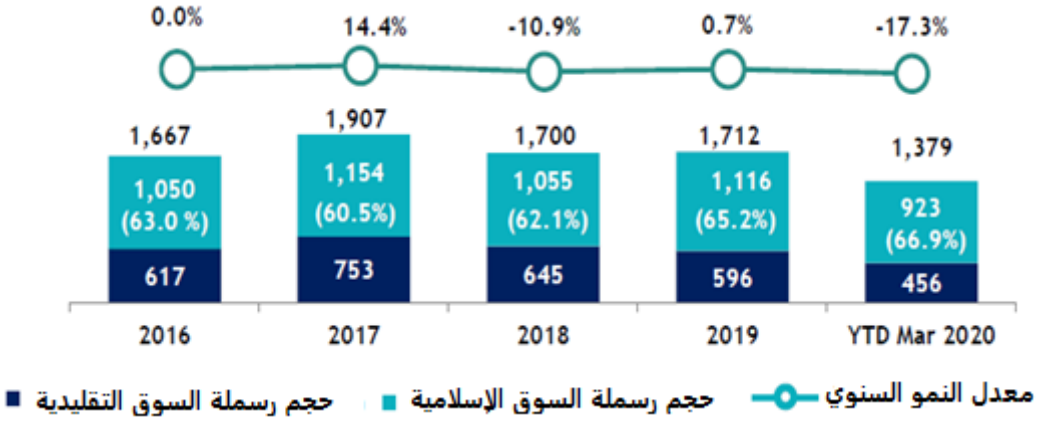
بعد الأزمة المالية الآسيوية في عام 1998، بدأت هيئة الأوراق المالية في وضع مخطط للنمو المنظم والسليم لسوق رأس المال. وبالتالي، تم توجيه المسار التطويري للسوق المالية الإسلامية من خلال المخطط الرئيسي الأول لسوق رأس المال (CMP) الذي غطى الفترة بين 2001 و2010، والذي ركز بشكل كبير على تعزيز أسس سوق رأس المال الماليزي من خلال إنشاء أسواق جديدة، وصياغة الأطر التنظيمية، وبناء قدرات الوساطة المحلية، وتحرير الوصول إلى الأسواق المشاركة. والمخطط الرئيسي 2 لسوق رأس المال (CMP2) الذي يغطي الفترة بين 2011 و2020. والذي يركز على إعداد سوق رأس المال الماليزي لمواجهة التحديات التي تفرضها بيئة عالمية شديدة التنافسية وغير مؤكدة، وتأثير الابتكارات التي تحركها التكنولوجيا على هياكل السوق وعمليات الوساطة، فضلاً عن الاستفادة من فرص النمو الجديدة في الأسواق الدولية[1].

لقد تضاعف حجم السوق المالية الإسلامية في ماليزيا أكثر من ثلاثة أضعاف بين عامي 2005 و2015. وخلال هذه الفترة، سجلت معدل نمو سنوي مركب (CAGR) بنسبة 11.7٪ مع القيمة السوقية للأسهم المتوافقة

[1] Securities Commission Malaysia, Islamic Fund and Wealth Management BLUEPRINT, op cit, p.8. https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=ae2432a7-a0c7-4221-b262-b170827ae703.

مع الشريعة الإسلامية وقيمة الصكوك القائمة في ماليزيا التي زادت بمعدل معدل نمو سنوي مركب قدره 9.5٪ و 17.6٪ على التوالي. ويمثل الشكل الموالي تطور رسملة السوق المالية الإسلامية في الخمس سنوات الأخيرة.

الشكل (37): تطور رسملة السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة 2016-2020



Source : https://www.sc.com.my/analytics/islamic-capital-market. 14/11/2020

بحلول سبتمبر عام 2020، بلغ حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية 923 مليار رينجيت ماليزي، ورغم أنها شهدت انخفاضا بفعل جائحة كوفيد 19، إلا أنها شكلت 66.9٪ من الحجم الإجمالي للسوق المالي الماليزي.

لقد أدت الديناميكيات والتعقيدات المتزايدة للسوق إلى ظهور فرص وتحديات جديدة لكل من البيئة المحلية والخارجية والتي تتطلب بدورها استجابات إستراتيجية لضمان أن تظل السوق المالية الإسلامية الماليزية قادرة على المنافسة دوليا. لذلك يجب على صانعي السياسات والمنظمين، بدعم من الجهات الفاعلة في الصناعة، الاستمرار في مراقبة الوتيرة السريعة للتغييرات والتطورات وصياغة خطط عمل مناسبة بعناية لتعزيز عرض القيمة في ماليزيا كسوق تمويل إسلامي عالمي رائد.

ثانيا: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تمثل السوق المالية الإسلامية أحد مكونات سوق رأس المال في ماليزيا. وتلعب دورا مهما في توليد النمو الاقتصادي للبلاد. حيث تعمل كسوق موازية لسوق رأس المال التقليدي، كما أن لها دورا مكملاً للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق النظام المالي الإسلامي في ماليزيا.

❖ عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية السوق المالية الإسلامية: بأنها السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة

شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة والغرر. فهي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية[1].

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 والمستثمرين.

الفرع الثاني: أدوات السوق المالية الإسلامية في ماليزيا

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسؤولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والتأكد من التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء، والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المشكلة من قبل هذه الهيئة. أما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل الإصدارات الاستثمارية الحكومية "Government Investment Issues –GII" فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي Bank Negara Malaysia". إن أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يمكن تقسيمها إلى الأقسام الرئيسية التالية:

أولا: حقوق الملكية المتوافقة مع الشريعة: Shariah-compliant equities

كانت إحدى المبادرات الأولى في تطوير السوق المالية الإسلامية هي تقديم التوجيه للمستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. ومن ثم، تم إدخال منهجية الفرز لتحديد الوضع الشرعي للأوراق المالية المدرجة في البورصة في عام 1995. عملية الفرز تمكن المستثمرين الأفراد والمؤسسات من التأكد من أن محافظهم تتماشى مع متطلبات الشريعة[2].

يتبنى المجلس الاستشاري الشرعي SAC منهجا كميا من مستويين في تحديد الوضع الشرعي للأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا، يشمل هذا المنهج معايير النشاط التجاري ومعايير النسب المالية. حيث أنه تماشياً مع نضج صناعة التمويل الإسلامي المحلية، أقر المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) منهجية فحص منقحة في عام 2012 والتي أدخلت معايير إضافية للنسب المالية وبالتالي، يتم تصنيف الأوراق المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة إذا كانت كل من الأنشطة التجارية والنسب المالية ضمن هذه المعايير.

[1] Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2004, p.45.
[2] Securities Commission Malaysia, Islamic Fund and Wealth Management BLUEPRINT, op cit, p.8.

يتم تداول الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة على منصة Bursa Malaysia-i وهي منصة تداول متكاملة تماما مع مجموعة شاملة من التسهيلات ذات الصلة بالبورصة بما في ذلك خدمات الإدراج والتداول والمقاصة والتسوية والإيداع، والاستفادة من البنية التحتية الحالية لبورصة ماليزيا مع التحسينات لدمج الميزات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية[1].

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية قائمة محدثة من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المعتمدة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي. تضم القائمة المحدثة، التي دخلت حيز التنفيذ في 25 ماي 2018، ما مجموعه 693 من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي تشكل 76 ٪ من إجمالي 902 من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا. وتتضمن القائمة 17 شركة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تم إعادة تصنيفها وتستبعد 7 من القائمة السابقة الصادرة في 24 نوفمبر 2017[2].

الجدول رقم (12): عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق المالية الإسلامية بماليزيا وفقا للقطاع (ماي 2018)

السوق الرئيسية	عدد الأوراق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	العدد الكلي للأوراق المالية المتداولة	النسبة %
المنتجات الاستهلاكية	106	128	83
المنتجات الصناعية	195	230	85
التعدين	/	1	/
البناء	48	51	94
تجارة / خدمات	154	217	71
عقارات	75	99	76
الزراعة	34	43	79
التكنولوجيا	75	88	85
البنية التحتية	3	4	75
المالية	2	32	6
فنادق	1	4	25
صناديق الإستثمار Closed-end fund	/	1	/

Source : The Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia, List of Shariah Compliant Securities, 25 May 2018, p10 available on: https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=905d3f69-ea7d-4b12-86ab-e3937cd8eb1e

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/islamic_market/bursa_malaysia_i/overview. 14/05/2020.
[2] The Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia, List of Shariah Compliant Securities, 25 May 2018, p.08, available on : https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=905d3f69-ea7d-4b12-86ab-e3937cd8eb1e. seen on 15/03/2019

يستمر المجلس الاستشاري الشرعي بدعم من هيئة الأوراق المالية الماليزية في مراجعة الوضع الشرعي للأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا، على أساس سنوي، بناء على أحدث البيانات المالية السنوية المتاحة للشركات.

ثانيا: المؤشرات الشرعية في السوق المالية الإسلامية

استجابة للطلب المتزايد على المنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، طورت بورصة ماليزيا مجموعة محسنة من المؤشرات الشرعية التي تستخدم منهجية مطورة وتنتج حلاً أوسع للمستثمرين المسلمين. يتم إجراء الفحص الشرعي من قبل شركة (Yasaar Research Inc). مع شركة FTSE ثم حساب المؤشرات ونشرها. تم تصميم مجموعة مؤشرات FTSE الشرعية كأساس للمنتجات المالية القابلة للتداول مثل صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق المؤشرات، ولأغراض قياس الأداء من قبل المستثمرين المؤسسيين.

❖ **مؤشر الشريعة FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index**

تم إطلاق هذا المؤشر الشرعي بتاريخ 22 جانفي 2007، تلبيةً للطلب من قبل المستثمرين المحليين الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، يتألف مؤشر FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah من مكونات مؤشرFTSE Bursa Malaysia EMAS المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفقاً لمنهجية فحص هيئة الأوراق المالية والمجلس الاستشاري الشرعي وشاشات FTSE للتداول الحر والسيولة وقابلية الاستثمار[1].

تم تصميم المؤشر لتزويد المستثمرين بمعيار واسع للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

❖ **مؤشر الشريعة FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index**

مؤشر FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah هو مؤشر قابل للتداول يضم أكبر 30 شركة في مؤشر FBM EMAS تم إطلاق هذا المؤشر الشرعي بتاريخ 21 ماي2007 ويلبي عملية الفرز الثلاثي التالية:[2]

- معايير FTSE العالمية للتداول الحر والسيولة وقابلية الاستثمار.

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/overview#:~:text=The%20FTSE%20Bursa%20Malaysia%20Hijrah,free%20float%2C%20liquidity%20and%20investability. 12/05/2019.
[2] Ibid.

- منهجية فحص الشريعة الدولية يسار.
- منهجية فحص المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

❖ **مؤشر الشريعة للشركات المتوسطة FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Shariah Index**

يتكون من جميع مكونات مؤشر FTSE Bursa Malaysia MidS Cap Index المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وفقًا لمنهجية فرز المجلس الاستشاري الشرعي. ويشمل الشركات التي تكون ذات رسملة سوقية كاملة تتراوح بين 200 مليون رينغيت ماليزي وأقل من 2 مليار رينغيت ماليزي.

❖ **مؤشر الشريعة للشركات الصغيرة FTSE Bursa Malaysia Small Cap Shariah Index**

يشمل تلك الشركات المؤهلة ضمن أفضل 98٪ من مجموع الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا الرئيسي والتي لا تدخل ضمن مكونات مؤشر FTSE Bursa Malaysia Top 100. ويتألف فقط من المكونات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وفقًا لمنهجية فحص المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

***ثالثا: سوق السلع* Bursa Suq Al-Sila' (BSAS)**

عبارة عن منصة تداول للسلع تم انشاؤها عام 2009، وهي موجهة خصيصا لتسهيل إدارة السيولة الإسلامية والتمويل من قبل المؤسسات المالية الإسلامية. بدأت BSAS كمشروع وطني، وهي تستعرض تعاون البنك المركزي (Bank Negara Malaysia)، وهيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)، وبورصة ماليزيا بيرهاد (Bursa Malaysia) والجهات الفاعلة في الصناعة لدعم مبادرة مركز ماليزيا الدولي للتمويل الإسلامي. و تلقى تعاونا وثيقًا ودعما قويا من وزارة الصناعات الزراعية والسلع من خلال مجلس زيت النخيل الماليزي (MPOB)، وجمعية زيت النخيل الماليزي (MPOA).

توفر المنصة الإلكترونية القائمة الكاملة للاعبين في الصناعة، وتعتبر وسيلة لإجراء عمليات تداول متعددة السلع والعملات من جميع أنحاء العالم. مما يعزز قوة ماليزيا في كل من التمويل الإسلامي وصناعة زيت النخيل الخام. ويعتبر سوق السلع عرض مبتكر يدمج الأسواق المالية الإسلامية العالمية وأسواق رأس المال جنبا إلى جنب مع سوق السلع. تدار جميع أعمال وأنشطة سوق السلع بواسطة شركة Bursa Malaysia Islamic Services Sdn. Bhd.، وهي شركة فرعية مملوكة بالكامل لبورصة ماليزيا، منظمة وشفافة ومتوافقة تماما مع الشريعة الإسلامية[1]. وتوفر سوق السلع المزايا التالية:[2]

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/islamic_market/bursa_suq_al_sila(12/05/2019)
[2]Bursa Malaysia, Bursa Suq Al-Sila'(BSAS), 2014, Retrieved from : https://www.bursamalaysia.com/sites/5bb54be15f36ca0af339077a/assets/5bb57ee95f36ca0c341f0460/Brochure_Islamic_Market_2014_.pdf.

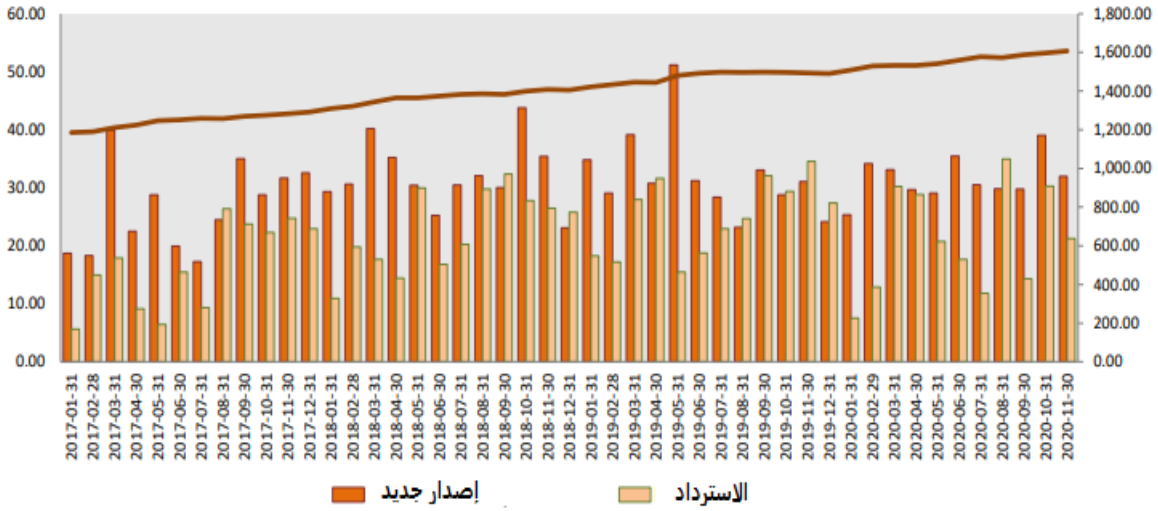
- ❖ يوفر سوق السلع سنوات من الخبرة في بورصة ماليزيا في مجال السلع والمنتجات المتداولة في البورصة.
- ❖ منظم بما يتماشى مع معايير الشريعة الإسلامية المقبولة دوليا.
- ❖ هيكل متعدد السلع والعملات قادر على تعزيز إدارة السيولة والمخاطر في الإطار المالي الإسلامي الدولي.
- ❖ سوق هجين يتألف من نظام سمسرة صوتي تقليدي وآلي ومنصة تداول إلكترونية على شبكة الإنترنت مع ميزات أمان متعددة للحماية للمشاركين في السوق.
- ❖ ساعات تداول مرنة تلبي احتياجات مناطق زمنية متعددة.
- ❖ إجراء عمليات تدقيق شرعي والذي يتوافق مع متطلبات الشريعة للتحقق من صحة من كل معاملة على جانبي الشراء والبيع لمنع الغرر.

رابعا: الصكوك الإسلامية

تمثل الصكوك أحد المكونات الأكثر حيوية وأهمية في التمويل الإسلامي. وتشير الصكوك في التجربة الماليزية إلى الشهادات ذات القيمة المتساوية التي تدل على ملكية أو استثمار غير مقسم في الأصول باستخدام مبادئ ومفاهيم الشريعة التي أقرها المجلس الاستشاري الشرعي. وقد كانت ماليزيا رائدة في تطوير سوق الصكوك العالمي من خلال إطلاق أول صكوك عالمية لمدة خمس سنوات بقيمة 600 مليون دولار أمريكي في عام 2002. ومنذ ذلك الحين، شهد سوق الصكوك نموا غير مسبوق مع ترسيخ ماليزيا كواحدة من أكبر مصدري الصكوك على مدار السنوات[1]. كجزء من برنامج الإصدار الماليزي، أصدرت حكومة ماليزيا صكوكًا بقيمة 3.5 مليار رينغيت ماليزي. وتلقى الإصدار الذي مدته خمس سنوات ونصف، والذي يستحق في أوت 2021 أوامر بقيمة 9.96 مليار رينغيت ماليزي وحقق معدل ربح بنسبة 3.743٪ ، مقارنةً بالإصدار السابق في نهاية أكتوبر 2015[2]. ويمثل الشكل الموالي تطور الصكوك الماليزية.

[1] http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_kc_definitions&pg=pg_kcdf_overview&ac=297. seen on :14/06/2019.
[2] https://www.sukuk.com/article/malaysia-government-issues-myr-3-5-billion-sukuk-4809/#/?playlistId=0&videoId=0 . seen on :14/06/2019.

الشكل رقم(38): احصائيات الصكوك الماليزية للفترة 2017/01/31-2020/11/30



source : https://www.bursamalaysia.com/ (17/15/2020)

يستمر إصدار الصكوك في ماليزيا في الإرتفاع، ويرجع ذلك أساسا لتصنيفها العالي والإقبال الكبير عليها من قبل المستثمرين سواء المسلمين أو غير المسلمين. وقد شكلت الصكوك الصادرة في ماليزيا 36.8٪ من سوق الصكوك العالمية من حيث الأصول، في عام 2019[1].

خامسا: صناديق الاستثمار الإسلامية الماليزية

إدارة صناديق الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها. وهذه الشركات يتوافر فيها الصندوق الخاص لتوفير الموارد المالية من عملائها كالأفراد الذين يملكون من الأموال أكثر من 1 مليون رينجيت ماليزي، أو المؤسسات المعينة مثل صندوق التوفير للعاملين، والمؤسسات الحكومية الماليزية، وشركات صناديق الاستثمار والتي لديها من الأموال أكثر من 50 مليون رينجيت ماليزي[2].

المطلب الرابع: الهيئات الاشرافية في السوق المالية الماليزية

يشارك في السوق المالية الماليزية عدد كبير من المستثمرين، ويعتبر حجم الأموال المتداولة فيها كبيراً جداً. وهذا يحتاج إلى رقابة وإشراف من جهات ذات صلاحيات للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذه السوق تعمل بكفاءة وفاعلية. ولذلك، اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، وإخضاع سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكانت السوق الإسلامية أو التقليدية لتلك الجهات الرقابية المحددة.

[1] https://www.statista.com/statistics/649298/distribution-of-sovereign-sukuk-issuance-by-country/#:~:text=Distribution%20of%20total%20Sukuk%20issuance%20globally%202019%2C%20by%20country&text=This%20statistic%20presents%20the%20distribution,terms%20of%20assets%2C%20in%202019. . seen on :03/08/2020.

[2] سيتم التعرف أكثر على صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في المحور الموالي.

الفرع الأول: الهيئات الاشرافية العليا

تخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والمجلس الاستشاري الشرعي بإعتبارهما يمتلكان السلطات الأعلى في اتخاذ القرارات ذات الصلة، ويعتبر وجودهما ضرورياً لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا.

أولا: هيئة الأوراق المالية في ماليزيا

تأسست هيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC) في 01 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993 (SCA). وهي هيئة قانونية ممولة ذاتيا ومكلفة بمسؤولية تنظيم وتطوير سوق رأس المال الماليزي. تتمثل مهمتها الأساسية في تعزيز سوق الأوراق المالية والمشتقات بشكل فعال وعادل وآمن والمحافظة عليها؛ وتسهيل التطوير المنظم لسوق رأس مال مبتكر وتنافسي.

تتحمل هيئة الأوراق المالية المسؤولية المباشرة عن وضع القواعد، وتنفيذ اللوائح المتعلقة بسوق رأس المال، وضمان النمو المستدام للسوق وتطويره ، والإشراف على أنشطة أسواق رأس المال ومؤسسات السوق بما في ذلك البورصات، وغرف المقاصة، ومشغلي السوق المسجلين، وتنظيم جميع الكيانات والأشخاص المرخص لهم. بموجب قانون أسواق رأس المال والخدمات لعام 2007. بناء على قانون الأوراق المالية والسلع، تقدم هيئة الأوراق المالية تقاريرها إلى وزير المالية وتعرض حساباتها على البرلمان سنويا. كما تشمل مسؤولياتها المجلات التالية:[1]

- ❖ 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 الابتكارات والخدمات الرقمية في سوق رأس المال؛
- ❖ إيجاد سبل لنظام تمويل بيئي مستدام؛
- ❖ ضمان حسن سير جميع المشاركين في السوق من خلال أعمالها الاشرافية والمراقبة والتنفيذ؛
- ❖ مناصرة ممارسات حوكمة الشركات الجيدة؛
- ❖ تيسير قدر أكبر من التعاون التنظيمي عبر الحدود.

وتبدي هيئة الأوراق المالية تركيزاً شديداً على المستثمرين. حيث أنها مسؤولة عن توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى مسؤوليتها عن تقديم

[1] https://www.sc.com.my/about/about-the-sc . (14/09/2020).

النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يختص بقطاع سوق رأس المال، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي والعالمي.

وتشمل الوظائف التنظيمية العديدة لهيئة الأوراق المالية ما يلي:[1]

- ❖ سلطة تسجيل النشرات الخاصة بالشركات المدرجة؛
- ❖ سلطة اعتماد إصدارات سندات الشركات؛
- ❖ تنظيم جميع الأمور المتعلقة بالأوراق المالية والعقود الآجلة؛
- ❖ تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج للشركات؛
- ❖ تنظيم جميع الأمور المتعلقة بقوانين صناديق الاستثمار؛
- ❖ الترخيص والإشراف على جميع الأشخاص المرخص لهم.
- ❖ الإشراف على البورصات وغرف المقاصة والإيداع المركزي.
- ❖ تشجيع التنظيم الذاتي؛
- ❖ ضمان حسن سير عمل مؤسسات السوق والأشخاص المرخص لهم.

وتعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية على ضمان التزام المشاركين بقانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993؛ قانون أسواق رأس المال والخدمات لعام 2007؛ وقانون صناعة الأوراق المالية (الإيداع المركزي) لعام 1991.

ثانيا: المجلس الاستشاري الشرعي Shariah Advisory Council

المجلس الاستشاري الشرعي للمالية الإسلامية والتابع لبنك نيغارا المركزي هو أعلى سلطة شرعية في ماليزيا، تم تأسيسه في ماي 1997. ويهدف للتحقق من مراعاة مبادئ الشريعة لأغراض المعاملات المالية الإسلامية، ويغطي نطاق صلاحياته الأعمال المصرفية الإسلامية، التكافل، الأعمال المالية الإسلامية، الأعمال المالية للتنمية الإسلامية أو أي أعمال أخرى، بناء على مبادئ الشريعة الإسلامية التي ينظمها البنك المركزي الماليزي.

يقدم المجلس الاستشاري الشرعي أيضا المشورة للبنك المركزي بشأن أي قضايا شرعية تتعلق بالأعمال المالية الإسلامية أو الأنشطة أو المعاملات التي يقوم بها البنك. يختص المجلس الاستشاري الشرعي بما يلي: [2]

- ❖ التأكد من اتباع مبادئ الشريعة الإسلامية في أي مسألة مالية.
- ❖ تقديم المشورة للبنك بشأن أي مسألة شرعية تتعلق بالأعمال المالية الإسلامية أو أنشطة أو معاملات البنك.

[1] Ibid.
[2] https://www.sacbnm.org/?page_id=3351 (09/10/2019)

- ❖ تقديم المشورة إلى أي مؤسسة مالية إسلامية أو أي شخص آخر قد ينص عليه أي قانون مكتوب؛ والوظائف الأخرى التي قد يحددها البنك.
- ❖ يطلب من المحاكم والمتحاكمين أيضا النظر في أحكام المجلس الاستشاري الشرعي لأي إجراءات تخص الأعمال المالية الإسلامية والمتعلقة بالمسائل الشرعية، ويكون قراره ملزما.

يتألف أعضاء المجلس الاستشاري الشرعي من علماء الشريعة ورجال القانون وممارسي السوق البارزين، وهم أفراد مؤهلون ولديهم خبرة واسعة في الأعمال المصرفية والتمويل والاقتصاد والقانون وتطبيق الشريعة، لا سيما في مجالات الاقتصاد والتمويل الإسلامي.

الفرع الثاني: الجهات الرقابية الفرعية للسوق المالية في ماليزيا

هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا. وتتكون الجهات الفرعية من البورصة الماليزية المحدودة "Bursa Malaysia Bhd" والشركات التابعة لها، وأهم هذه الشركات:

أولا: بورصة الأوراق المالية المحدودة Bursa Malaysia Securities Bhd

وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، ومع مراعاة أحكام قوانين الأوراق المالية، تمنع البورصة الماليزية للأوراق المالية العمليات المحظورة التي قد تسبب عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها. يجوز للبورصة ممارسة صلاحياتها بالطريقة وبالشروط التي تراها ضرورية أو مناسبة. وتشمل صلاحياتها على سبيل المثال لا الحصر:[1]

- ❖ وضع قواعد جديدة؛
- ❖ إضافة أو إلغاء أو تنفيذ أو التنازل أو تعديل الامتثال لأي من هذه القواعد أو التوجيهات؛
- ❖ إدارة وصياغة السياسات المتعلقة بهذه القواعد؛
- ❖ إصدار التوجيهات لأغراض أو فيما يتعلق بأي من هذه القواعد؛
- ❖ و فقًا لنتائج أي تفتيش أو تحقيق بشأن منظمة مشاركة أو شخص مسجل، يطلب من الشخص المسجل أو المنظمة المشاركة اتخاذ الإجراء المناسب ضد موظفي أو وكلاء المنظمة المشاركة أو الشخص المسجل إذا تسبب هؤلاء في انتهاك القواعد أو التوجيهات؛

[1] لتفاصيل أكثر أنظر:

https://www.bursamalaysia.com/regulation/securities/rules_of_bursa_malaysia_securities

❖ منح أو تعليق أو تغيير أو إلغاء حقوق أي منظمة مشاركة أو شخص مسجل.

ومن جهة أخرى، تقوم البورصة الماليزية بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية الكترونياً منذ 29 ماي1997 ، وهي ملتزمة بمصادقة وزير المالية، كل ذلك من أجل خدمة أهدافها الرئيسية في توفير رؤوس الأموال عبر تداول أسهم الشركات وفقاً لأحدث الطرق الفنية.

ثانيا: بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة : **Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd**

هي غرفة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية، وتقدم بورصة المقاصة خدمات تشمل مقاصة وتسوية المعاملات في الأوراق المالية التي تتم أو تخضع لقواعد السوق وقواعد الإيداع. وبالنظر إلى دور والتزامات بورصة المقاصة، فإنها تفرض رسوم المقاصة بالسعر الذي قد تحدده وتوافق عليه هيئة الأوراق المالية، كما يجب عليها إبلاغ جميع المشاركين في المقاصة بالتغييرات التي تطرأ على معدل الرسوم. ويعتبر أي قرار صادر عن بورصة المقاصة نهائيا وملزما ولا يجوز لأي شخص الطعن في أي إجراء أو قرار تم اتخاذه[1].

ثالثا: بورصة الإيداع المحدودة **Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd**

هي الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم. تم تأسيسها في 26 أكتوبر 1983. بحيث توفر عمليات الإيداع المركزية وتحافظ عليها لتسوية أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية ويكون ذلك من خلال الأنظمة ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين الإلكترونية عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم (Central Depository System (CDS، وتتم عملية التسجيل في الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والاقتراض في حساب التوفير. وهذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة[2].

[1] كل ما يتعلق ببورصة المقاصة موجود على الرابط التالي:
https://www.bursamalaysia.com/regulation/securities/rules_of_bursa_malaysia_securities_clearing

[2] كل ما يتعلق ببورصة الإيداع موجود على الرابط التالي:
https://www.bursamalaysia.com/regulation/securities/rules_of_bursa_malaysia_depository

المبحث الثاني: صناديق التحوط الاسلامية في ماليزيا

إن صناعة الخدمات المالية الإسلامية، التي تضم الخدمات المصرفية الإسلامية والتأمين الإسلامي (التكافل) وسوق رأس المال الإسلامي، أصبحت جزءا مهما في السوق المالية الماليزية، ومع تطبيق التوجيهات الشرعية للاستثمار والبنية التحتية، اكتسب إنشاء الصناديق الإسلامية وأنشطة إدارة الأصول زخما، الأمر الذي جعل ماليزيا تسعى لإنجاح صناديق تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المطلب الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا

تم إطلاق أول صندوق متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا في عام 1993. وتعتبر الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، وخاصة الصكوك الإسلامية، المصدر الرئيسي للاستثمار في هذه الصناديق. وقد تم تعزيز تطوير صناعة الصناديق الإسلامية من خلال تصنيف الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي قدمها المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC) في عام 1997.

الفرع الأول: تقديم صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا

أولا: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الماليزية

يعمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ضمن بيئة تنظيمية راسخة وميسرة بموجب التشريع الشامل لقانون أسواق رأس المال والخدمات لعام 2007 (CMSA). ويخضع إصدار وعرض جميع المنتجات والخدمات، بما في ذلك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، لمتطلبات متطابقة للإفصاح والشفافية والحوكمة، فضلاً عن الإشراف على الوسطاء ووكلائهم الذين يقومون بأنشطة منظمة. وبالتالي، فإن المستثمرين في السوق المالية الإسلامية الماليزية يتلقون على الأقل نفس المستوى من الحماية القانونية والتنظيمية مثل تلك الموجودة في الأسواق التقليدية.

ويوضح الجدول الموالي المعالم التنموية والقرارات السياسية والإرشادات التي كان لها تأثير على نشأة وتطور صناعة إدارة الصناديق الإسلامية في ماليزيا.

الجدول رقم (13): تطور صناعة إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا

السنة	
1995	• إرشادات بشأن العروض العامة للأوراق المالية للصناديق المغلقة. • إصدار منهجية الفحص الشرعي.
2000	• مبادئ توجيهية لتأسيس شركات صناديق الاستثمار الأجنبية.
2002	• إصدار المخطط العام لسوق رأس المال Capital Market Masterplan
2005	• مبادئ توجيهية بشأن الامتثال لأحكام الشريعة في إدارة صناديق الاستثمار. • إرشادات بشأن صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية.
2007	• إرشادات حول إدارة الصناديق الإسلامية. • وقعت هيئة الأوراق المالية الماليزية اتفاقية الاعتراف المتبادل مع سلطة دبي للخدمات المالية.

2008	• **مبادئ توجيهية بشأن الصناديق الائتمانية للوحدات.** • **مبادئ توجيهية لخطط الاستثمار الجماعي.**
2009	• **إرشادات حول صناديق الاستثمار المتداولة.** • **وقعت هيئة الأوراق المالية الماليزية اتفاقية الاعتراف المتبادل مع لجنة العقود الآجلة في هونغ كونغ.** • **تحرير حيازة الأسهم لوسطاء أسواق رأس المال، للسماح بالملكية الأجنبية لشركات إدارة الصناديق التقليدية والإسلامية.**
2011	• **وقعت هيئة الأوراق المالية الماليزية مذكرة تفاهم مع البنك المركزي الايرلندي.** • **إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق رأس المال.**
2012	• **وقعت هيئة الأوراق المالية الماليزية مذكرة تفاهم مع لجنة الإشراف على القطاع المالي في لوكسمبورغ لتسهيل تقديم التعهدات الإسلامية للاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل.**
2013	• **إطار نظام التقاعد الخاص.** • **قام المجلس الاستشاري الشرعي بتعديل منهجية الفحص الشرعي واعتمد نهجًا كميًا من مستويين.**
2014	• **إطلاق إطار خطط الاستثمار الجماعي لرابطة أمم جنوب شرق آسيا من قبل ماليزيا وسنغافورة وتايلاند لتسهيل عرض خطط الاستثمار الجماعي عبر الحدود، بما في ذلك خطط الاستثمار الجماعي الإسلامي.**
2017	• **مخطط الصناديق الإسلامية وإدارة الثروات التابع لهيئة الأوراق المالية.** • **مبادئ توجيهية بشأن صناديق المنظمات ذاتية التنظيم.** • **إطار إدارة الاستثمار الرقمي.**

Source : COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report, October 2018, pp.77-78.

يدير المدراء الدوليون جزءا كبيرا من الصناديق الإسلامية في ماليزيا حيث تسمح البيئة الليبرالية بالملكية الأجنبية الكاملة، مع عدم وجود قيود على الاستثمارات الخارجية. نتيجة لذلك، في نهاية عام 2017، تعمل 20 شركة إدارة صناديق إسلامية كاملة في ماليزيا، نصفها مملوكة بالكامل للأجانب بينما واحدة هي مشروع مشترك محلي–أجنبي. كما يتمثل أحد أهم الإنجازات التي قدمتها اللجنة العليا في إطار المخطط الرئيسي الثاني لسوق رأس المال في تطوير مشهد التقاعد الخاص في ماليزيا. حيث تم تسهيل الاستخدام الفعال للمدخرات المحلية، وزيادة قدرة وكفاءة أسواق رأس المال في تمويل متطلبات الاستثمار للنمو الاقتصادي، ومعالجة كفاءة وساطة الادخار[1].

ثانيا: مفهوم صندوق الاستثمار الإسلامي في ماليزيا

تعرف بورصة ماليزيا الصندوق الاستثماري الإسلامي بأنه: صندوق استثمار جماعي يوفر للمستثمرين الفرصة للاستثمار في محفظة متنوعة من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، بالإضافة إلى أدوات أخرى بشرط توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويتكون الهيكل النموذجي لصندوق متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية من: [2]

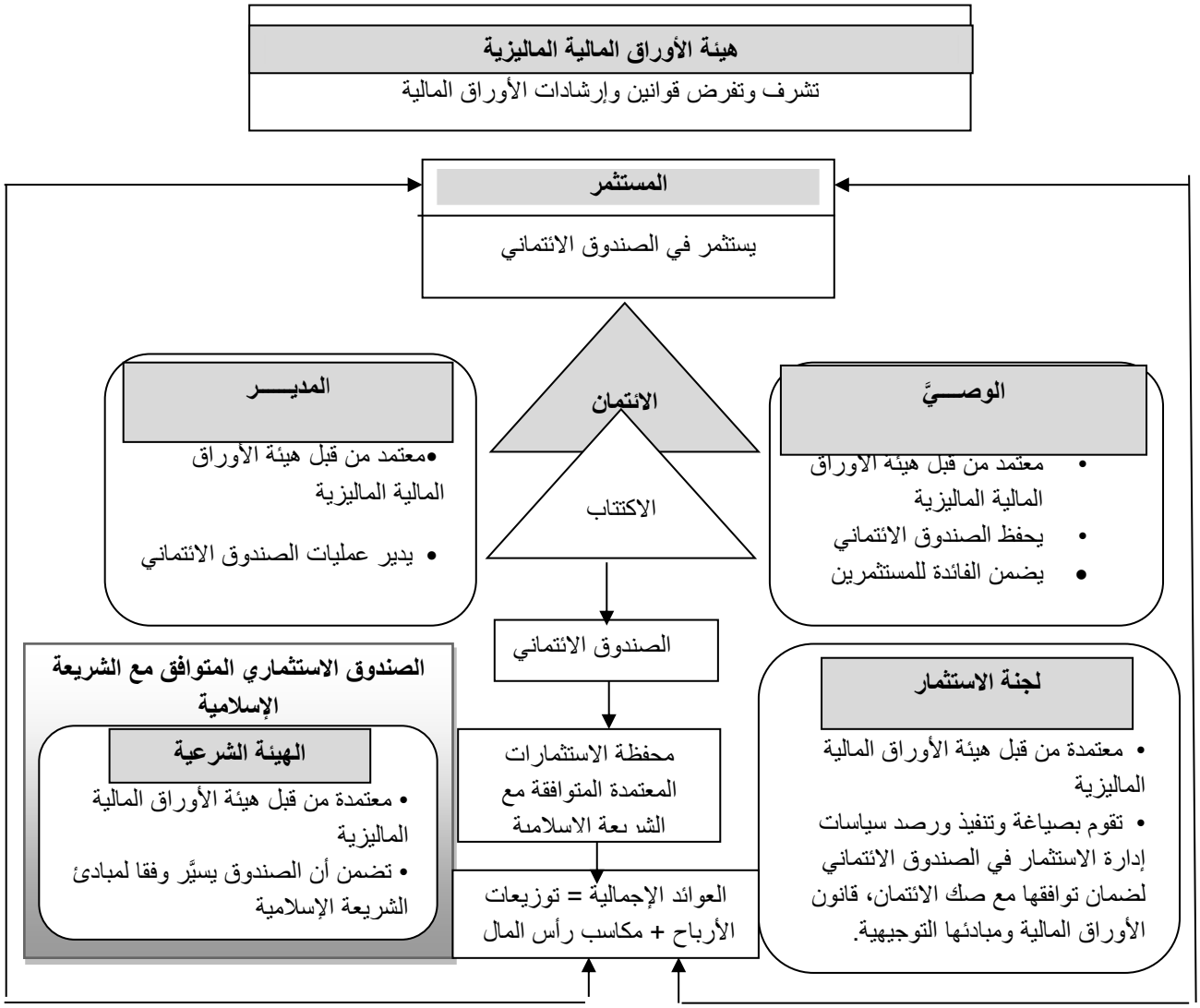
1. المدير: يتولى الاستثمار وعمليات الصندوق؛
2. الوصي : يحمي حقوق ومصالح أصحاب الوحدات؛
3. حاملي الوحدات: وهم المستثمرون الذين يحق لهم الحصول على فوائد متناسبة لأصول الصندوق، بحيث يتم توضيح التزامات هذه الأطراف الثلاثة في عقد الصندوق.

[1] COMCEC Coordination Office, Islamic Fund Management report, October 2018, p.78.
[2] Securities Commission Malaysia, Shariah-compliant Funds: Investing in a Diversified Portfolio of Shariah-compliant instrument, PDF available at: www.sc.com.my.12/05/2019

يتمثل العنصر الرئيسي الذي يميز الصندوق المتوافق مع الشريعة الإسلامية عن الصناديق التقليدية الأخرى في تعيين لجنة شرعية أو مستشار شرعي لتحديد مدى امتثال الصندوق للضوابط الشرعية، حيث تقوم اللجنة الشرعية بتقييم الأنشطة الإجمالية للصندوق لضمان إدارتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقا مالية في صورة وثائق استثمار اسمية بقيمة واحدة (تسمى وحدة استثمارية)، وتتغير قيمة الاستثمار في الصندوق الاستثماري تبعا للزيادة والنقصان في أسعار الأسهم والسندات التي يتكون منها الصندوق، وتعتمد قيمة الصندوق على عائدين هما نسبة الزيادة في سعر الوثيقة، والتوزيع النقدي الذي يحدده مدير الاستثمار[1].

الشكل رقم (39): مفهوم وهيكل الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا



Source: Securities Commission Malaysia, Shariah-compliant Funds: Investing in a Diversified Portfolio of Shariah-compliant instrument, PDF available at: www.sc.com.my.12/05/2019

[1] http://www.arcadia-consultants.net/pages/buisness-in-malaysia (14/06/2019).

يقوم صندوق الاستثمار الإسلامي الماليزي على أربع أسس:[1]

- ❖ اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر في البنوك أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة.
- ❖ أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.
- ❖ أن يتقيد بشروطه صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم) ولضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود. ولما كانت الشركات لا تخلوا من نقود وديون في موجوداتها، أوجد الفقهاء المعاصرون قاعدة "للكثير حكم الكل" فإذا كانت الديون قليلة كان الحكم للغالب الكثير لا للقليل، وحد القلة الثلث، ولذلك إذا كان هذه الديون أقل من الثلث كان الحكم للغالب.
- ❖ أن لا يمارس المدير عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

الفرع الثاني: الأهداف الاستثمارية لصناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا

تختلف الأهداف الاستثمارية للصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب نوع الصندوق، كما هو مبين في الجدول التالي الذي يحدد مدى خطورة الصندوق ونوع المستثمر المستهدف.

الجدول رقم (14): الأهداف الاستثمارية للصناديق الإسلامية الماليزية

نوع الصندوق	الأهداف الاستثمارية
صندوق الدخل	• يستثمر في الأوراق المالية الإسلامية ذات الدخل الثابت والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تتميز بتوزيعات الأرباح الضخمة، بهدف دفع معظم العائدات. • مناسب للمستثمرين الذين يفضلون مخاطر منخفضة، ويبحثون على دخل مع مستوى معين من النمو.
صندوق نمو رأس المال	• يستثمر في أسهم الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، بهدف زيادة نمو رأس المال إلى أقصى حد على المدى الطويل. • مناسب للمستثمرين الذين يفضلون المخاطر المرتفعة ويحرصون على تراكم رأس المال.
الصندوق العدواني	• مشابه لصندوق نمو رأس المال ولكن استثماراته عدوانية ذات مسار سريع، تكون غالبا أسهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية مع وعود بعوائد جد عالية، ولكن مع مخاطر أعلى. • مناسبة للمستثمرين الذين يفضلون المخاطر المرتفعة.
الصندوق المتوازن	•لديه ثلاثة أهداف رئيسية هي: الدخل؛ ارتفاع متوسط رأس المال والمحافظة على رأس المال. • يستثمر في مجموعة واسعة من فئات الأصول، بما في ذلك الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت والنقد. • تنوع جيد ومناسب للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات آمنة بشكل معقول حيث تكون المخاطر منخفضة والعوائد متوسطة.
صندوق المؤشرات	• يستثمر في سلة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لتتبع أداء مؤشر معين لسوق الأسهم

[1] Securities Commission Malaysia, Shariah-compliant Funds, op cit, p.8.

	• مناسب للمستثمرين الذين يبحثون عن زيادة رأس المال على المدى الطويل والمتوسط.
صندوق السندات	• يستثمر في الأوراق المالية الإسلامية ذات الدخل الثابت مثل السندات الإسلامية وأدوات سوق المال قصيرة الأجل. • مناسب للمستثمرين الذين يسعون إلى الحفاظ على رأس المال والدخل مع حد أدنى من المخاطر.

Source: Securities Commission Malaysia, Shariah-compliant Funds: Investing in a Diversified Portfolio of Shariah-compliant instrument, PDF available at: www.sc.com.my.12/05/2019

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية الماليزية

يوجد في ماليزيا كل أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية والتي تم ذكرها في الفصل الثالث، بما في ذلك صناديق التحوط الإسلامية، لكن سنخص بالذكر هنا صناديق الاستثمار المدرجة في البورصة والتي تخضع لقوانين خاصة بها تفرضها عليها هيئة الأوراق المالية الماليزية.

أولا: صناديق الاستثمار المتداولة: Exchange Traded Funds

هي أدوات استثمارية مستحدثة، تتمثل في صناديق استثمارية مفتوحة تنشئ وتغلق الوحدات الاستثمارية باستمرار. تتمثل أصول هذه الصناديق في محفظة استثمارية تتشكل من مجموعة الأوراق المالية المكونة لمؤشر معني قائم مثل: مؤشر داو جونز أو ستاندرد أند بورز، أو مؤشر يتم إنشاؤه من قبل صندوق الاستثمار نفسه، الأمر الذي يجعلها أداة استثمارية جذابة بالنسبة للمستثمر الذي يميل الى الابتعاد عن المخاطر، كونها تتبع مؤشراً مؤلفا من رزمة منوعة من نخبة الأوراق المالية ذات الأداء الممتاز التي يبحث عنها المستثمر الرشيد. وتتميز هذه الصناديق بما يلي:[1]

- ❖ تتميز هذه الصناديق عن الصناديق التقليدية بأن الوحدات المصدرة منها قابلة للتداول في السوق المالي طوال جلسة التداول، وتعامل مثل أي سهم آخر، وتحدد أسعارها بشكل لحظي تبعا لقوى للعرض والطلب، بخلاف صناديق الاستثمار التقليدية (Mutual Funds) التي لا تتداول بهذا الشكل، حيث يحدد سعرها فقط في نهاية يوم التداول.
- ❖ تتصف صناديق الاستثمار المتداولة بحجم مخاطرة أقل للمستثمر، حيث يتم الاستثمار في جميع الأوراق المالية المكونة للمؤشر، ناهيك عن ميزة التنويع الناتجة عن إصدار وحدات ETF القائمة على مؤشرات مؤلفة من سلعة أو أوراق مالية أو سندات القرض أو السلع والمعادن أو أدوات العرض النقدي.

[1] https://www.pex.ps/PSEWEBSITE/publications/ETF%20for%20WEB.pdf Seen on: 30/01/2019.

- ❖ قد يرتفع سعر هذه الأداة الاستثمارية أو ينخفض عن قيمة صافي الأصول (Net Asset Value) للوحدة الاستثمارية نظرا لارتفاع المؤشر أو انخفاضه الذي تتبعه هذه الصناديق. بخلاف الصناديق التقليدية التي يتطابق سعر وحداتها الاستثمارية مع صافي قيمة الأصول للوحدة الواحدة.
- ❖ يؤدي التنويع إلى انخفاض التكلفة على المستثمر من خلال الاستثمار في رزمة من الشركات المتميزة بوحدة استثمارية واحدة لا تحتاج إلى مبلغ كبير من المال.
- ❖ تتميز صناديق الاستثمار المتداولة بانخفاض تكاليفها الادارية التي تتراوح بين 0,1% إلى 0,99% مقارنة مع التكاليف الإدارية للصناديق التقليدية التي تتراوح بين 1% و3%.
- ❖ نظرا لتداولها كأي ورقة مالية في السوق النظامي، فهي تمتاز بالشفافية المستمدة من تحيد سعرها بقوى العرض والطلب، كما تخضع لقواعد التداول والتسوية.
- ❖ تتصف بالسيولة العالية التي تتيح للمستثمر تداولها في البورصة أو القيام بإطفائها من طرف الأشخاص المخولين أو صناع السوق لدى المصدر واستعادة أوراقهم المالية المكونة لها.
- ❖ لا قيود على صغار المستثمرين، حيث يمكن شراء أي عدد من ETF باستخدام الهامش، كما يمكن بيعها على المكشوف مما يتيح للمستثمر جني أرباح عبر المراجحة السعرية.
- ❖ إن الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة لا يحتاج إلى خبرة حيث أن تشكيلها هو انعكاس للسوق مما يعني أنه ليس على المستثمر أن يتابع الأداء المالي والإداري لكل شركة مدرجة بالمؤشر.

في السوق المالية الماليزية توجد ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار المتداولة هي صناديق الاستثمار المتداولة للأسهم، صناديق الاستثمار المتداولة ذات الدخل الثابت وصناديق الاستثمار المتداولة للسلع. وتتكون هذه الصناديق من سلال من الأسهم والسندات والسلع القائمة على مؤشر يوفر على الفور تنوعا واسعا ويجنب المخاطر التي ينطوي عليها امتلاك أسهم شركة واحدة.[1]

ثانيا: صناديق الاستثمار العقاري

هي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها، تمنح لحاملها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار وسيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات. إذْ يصبح لدى المستثمرين خيار الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري عن طريق دفع جزء بسيط فقط من أسعار العقارات، بمعنى آخر إمكانية الاستثمار

[1] http://lfxsys.lfx.com.my/market/securities/equities/products/exchange-traded-funds-etfs/ seen on 01/02/2019

في العقارات التجارية عالية الجودة دون الحاجة إلى شراء العقارات مباشرة. عادة ما تُقدم صناديق الاستثمار العقاري تدفق دخل ثابت وعوائد توزيع جذابة. كما تتيح هذه الصناديق للمستثمر الميزات التالية:[1]

- **القدرة على تحمل التكاليف** : تمثل تكلفة الاستثمارات في صناديق الاستثمار العقاري جزءا بسيطا من تكلفة الاستثمار المباشر في العقارات، لذا يمكن للمستثمر البدء بأقل النفقات الاستثمارية.
- **السيولة**: صناديق الاستثمار العقاري هي أكثر سيولة مقارنة مع العقارات. حيث يتم تحويل وحدات الصناديق العقارية المدرجة في البورصة بسهولة إلى نقد عند تداولها.
- **دخل ثابت**: تميل صناديق الاستثمار العقارية إلى دفع دخل ثابت (مماثل لأرباح الأسهم)، وهي مشتقة من الإيجارات الحالية التي يدفعها المستأجرون الذين يشغلون عقارات هذه الصناديق.
- **التعرض للعقارات على نطاق واسع**: يمكن الاستفادة من مزايا العقار على أساس مبدئي من خلال استثمار عالي الجودة بأسعار معقولة.
- **التسيير المحترف**: يستفيد المستثمر من امتلاك الأصول الأساسية لصناديق الاستثمار العقارية التي يديرها المحترفون الذين يسعون إلى إضافة قيمة لها مقابل عائد أعلى. كما يجب أن تمتثل هذه الصناديق لمتطلبات المبادئ التوجيهية بشأن صناديق الاستثمار العقاري بموجب قانون لجنة الأوراق المالية لعام 1993، للإدراج في بورصة ماليزيا. ويجب أن تحظى كذلك بموافقة لجنة الأوراق المالية بموجب البند 212 من قانون خدمات سوق رأس المال لعام 2007.

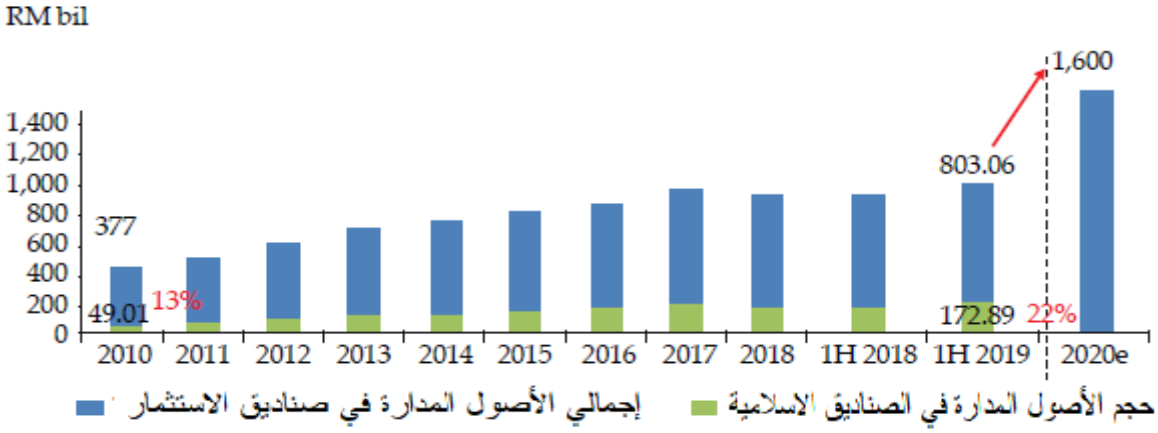
إضافة إلى أشكال الصناديق سالفة الذكر توجد صناديق الأعمال (Business Trust) التي تعد من فئات الأصول الجديدة التي تم طرحها في سوق رأس المال الماليزي بعد إصدار المبادئ التوجيهية الخاصة بالأعمال التجارية للأوراق المالية الماليزية والتي دخلت حيز التنفيذ في 28 ديسمبر 2012.

الفرع الرابع: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا

قطعت الصناعة شوطًا طويلاً كي تصبح واحدة من أكبر القطاعات الرائدة في العالم. تتوسع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية (AuM) في ماليزيا بشكل مطرد وسط تزايد الطلب على المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

[1] http://lfxsys.lfx.com.my/market/securities/equities/products/real-estate-investment-trusts-reits/ 02 /02/2019

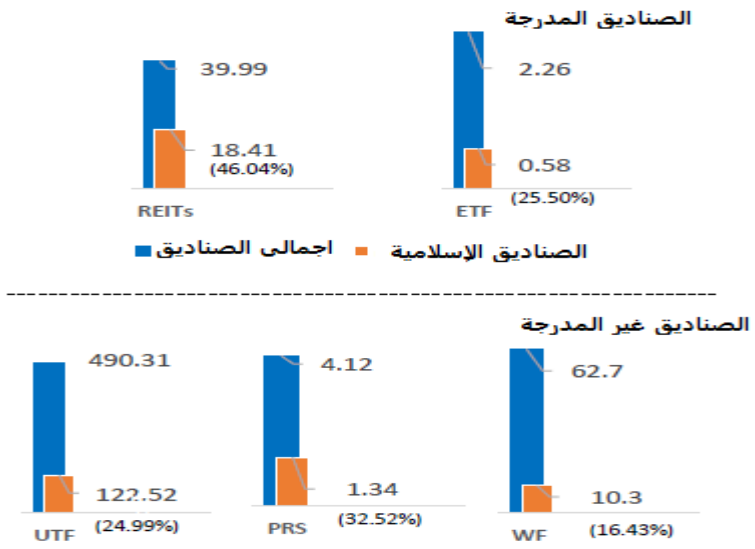
الشكل رقم (40): حجم الأصول المدارة في صناديق الاستثمار في ماليزيا



Source : The Securities Commission Malaysia (SC), https://www.sc.com.my

مع نهاية 2019، نمت أصول الصناديق الاسلامية بنسبة 5.7 ٪ لتصل إلى 172.89 مليار رينجيت ماليزي (41.25 مليار دولار أمريكي) بعدما كانت 163.58 مليار رينجيت ماليزي (39.02مليار دولار أمريكي) نهاية جوان 2018، و هذا يرجع إلى حد كبير إلى سوق رأس المال الإسلامي الراسخ في ماليزيا بدعم وتعاون الحكومة والهيئات التنظيمية وممارسي السوق. تأتي ماليزيا كثاني أكبر دولة تستحوذ ما نسبته 32% من إجمالي صناديق الاستثمار المدارة في 2018، حيث زادت خلال الأعوام الثلاثة الماضية 31,7% عام 2017، و 29% عام 2016، و 28% عام 2015. ويمثل الشكل الموالي حجم صناعة صناديق الاستثمار الماليزية المدرجة وغير المدرجة في بورصة الأوراق المالية:

الشكل رقم (41): حجم صناعة إدارة صناديق الاستثمار الماليزية المدرجة وغير المدرجة بالمليار دولار(سبتمبر 2020)



source : Securities Commission Malaysia, ICMD Analytics As at September 2020, ICM Strategy, Industry Insight & Analytics. p.7.

تمثل أصول صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية ما قيمته 46 % من أصول صناديق الاستثمار العقاري الكلية والمدرجة في بورصة ماليزيا، في حين تمثل صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ما قيمته 25% من إجمالي أصول صناديق المؤشرات المتداولة الكلية. أما بالنسبة للصناديق غير المدرجة في بورصة ماليزيا فتستحوذ صناديق التقاعد الإسلامية على النسبة الأكبر ب 32% من إجمالي صناديق التقاعد الماليزية. تليها الصناديق الائتمانية الإسلامية بنسبة تساوي تقريبا 25% ، وفي الأخير صناديق الجملة الإسلامية تستحوذ على 16% من إجمالي أصول صناديق الجملة الماليزية.

الفرع الخامس: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تزدهر صناعة إدارة الصناديق الإسلامية في ماليزيا بسبب المقترحات الرئيسية التالية:

أولا: الريادة المعترف بها في التمويل الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية: يوفر النظام المالي الإسلامي الماليزي مجموعة كاملة من الخدمات المالية الإسلامية مع إمكانات السوق المالية الاسلامية الشاملة تكملها قطاعات الخدمات المصرفية الإسلامية والتكافل النشطة. وصنفت أسواقها للصناديق والصكوك الإسلامية من بين أكبر الأسواق في العالم. يمكن أن يعزى تطور ونمو صناعة إدارة الصناديق الإسلامية إلى حد كبير إلى النظام البيئي الراسخ للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا. وتعد ماليزيا الدولة الوحيدة في العالم التي لديها إطار تنظيمي لشركات إدارة الصناديق الإسلامية.

ثانيا: عرض شامل لمنتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية الماليزية

نتج عن مجموعة من المبادرات التنموية التي تقودها هيئة الأوراق المالية والابتكار الذي تحركه الصناعة مجموعة من أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية المتاحة في السوق. تشمل الإنجازات المهمة في صناعة إدارة الصناديق الإسلامية إدخال منهجية الفحص الشرعي للأوراق المالية المدرجة في عام 1995، تلاه الإعلان عن القائمة الأولى للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة بعد ذلك بعامين. تماشياً مع نضج صناعة التمويل الإسلامي ، قامت اللجنة العليا في عام 2012 بمراجعة المنهجية وقدمت معايير مرجعية من مستويين من خلال إضافة معيار النسبة المالية إلى مؤشر نشاط الأعمال الحالي. وقد أدى ذلك إلى تعزيز القدرة التنافسية لسوق الأسهم الإسلامية الماليزية وصناعة إدارة الصناديق الإسلامية.

ثالثا: اتساع قاعدة الاستثمار

يتزايد الطلب على الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بسرعة، مدفوعة بعدد السكان المسلمين الكبير نسبيا في ماليزيا. كما نما مستوى الإدماج المالي جنبا إلى جنب مع توعية السوق بأهمية المدخرات والتخطيط

المالي. وقد أدت الحوافز الضريبية الحكومية لتوجيه استثمار المدخرات الخاصة في الصناديق المؤسسية إلى زيادة الطلب على الصناديق الاسلامية.

المطلب الثاني: صناديق التحوط الاسلامية الماليزية

لم تكن صناديق التحوط منتشرة في ماليزيا، وكان من الصعب إنشاؤها. فقد رأت هيئة الأوراق الماليزية أنها غير ضرورية. لكن مع النمو الهائل الذي حققته السوق المالية الإسلامية، تغير الوضع وأصبحت هيئة الأوراق المالية تسعى للاستفادة من مزايا صناديق التحوط، فسعت جاهدة لإيجاد الإطار الشرعي المناسب لصناديق تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وقد ازدهر ابتكار الأدوات في بيئة تضم خبراء منفتحين على أفكار جديدة، تساندهم جهات تنظيمية تشجع بحماس تطوير منتجات جديدة ومبتكرة، ولقد وجدت صناديق التحوط الإسلامية فرصة مناسبة في ماليزيا بسبب التسهيلات وانتشار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة، ورغم أن ماليزيا تحتل المركز الثاني بعد السعودية من حيث عدد صناديق الاستثمار الإسلامية، إلا أنها تحتل المركز الأول في عدد صناديق التحوط الإسلامية بـ 200 صندوق تحوط إسلامي تليها السعودية ب(56 صندوقا)، الكويت (46صندوقا) والإمارات (44 صندوقا) .

ومن بين 200 صندوق تحوط إسلامي في ماليزيا، يوجد 64 صندوقا محليا، وتستحوذ شركة Affin Hwang Asset Management Berhad الماليزية على معظم صناديق التحوط الإسلامية المحلية. وقد تأسست في ماليزيا في 2 ماي 1997 بموجب قانون الشركات لعام 1965 وبدأت عملياتها تحت اسم Hwang-DBS Unit Trust (HDBSUT) Berhad في عام 2001. في أوائل عام 2014، استحوذت مجموعة Affin Banking Group على الشركة ("Affin")، وبالتالي ، يتم دعمها الآن من قبل مجموعة خدمات مالية محلية كبرى.

وتتمتع هذه الشركة بخبرة تزيد عن 38 عاما في الصناعة المالية التي تركز على الخدمات المصرفية التجارية والإسلامية والاستثمارية والسمسرة المالية وإدارة الأموال والاكتتاب في أعمال التأمين على الحياة والتأمين العام. كما أن الشركة مملوكة بنسبة 30٪ لشركة Nikko Asset Management International. كما أن إدارة الاستثمار الإسلامي الآسيوي (AIIMAN) هي شركة مملوكة بالكامل لشركة Affin Hang AM.

تدار صناديق التحوط الإسلامية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية. وعادة ما تستخدم صناديق التحوط الإسلامية هيئة الرقابة الشرعية لتقديم المشورة والتأكد من أن عملياتها الاستثمارية ومحافظها تدار وفقاً لمبادئ الشريعة

الإسلامية. هناك تشجيع لصناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا، والمنتجات النموذجية التي تستثمر فيها هذه الصناديق هي الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والسندات الإسلامية، وودائع المضاربة[1].

المطلب الثالث: العوامل الرئيسية لنجاح صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا

يمكن حصر عوامل نجاح صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا بشكل عام وصناديق التحوط الإسلامية بشكل خاص في العناصر التالية:[2]

❖ **الإطار القانوني والتنظيمي:** تعتمد ماليزيا إطارا قانونيا وتنظيميا شاملاً يشمل الجوانب المختلفة للأسواق المالية. حيث تم دعم الاستقرار المالي في البلاد من خلال قانون أسواق رأس المال والخدمات لعام 2007 (الذي يحكم أنشطة سوق رأس المال)، وقانون الخدمات المالية لعام 2013، وقانون الخدمات المالية الإسلامية لعام 2013 (الذي يشرف على القطاعات المصرفية التقليدية والإسلامية)، وكذلك مختلف السياسات والإرشادات الأخرى التي تم إصدارها على مر السنين. أما بخصوص صناعة الصناديق الإسلامية، فقد وضع المنظمون تدابير مختلفة لدعم تطوير المنتجات وتوسيعها، فضلاً عن جذب مجموعة واسعة من المستثمرين، على الصعيدين المحلي والدولي.

❖ **إطار الحوكمة الشرعية:** إن السمة المميزة لتطوير مشهد تمويل إسلامي ناجح هي القيم الأخلاقية السامية في إطار حوكمة الشريعة الإسلامية. ففي عام 1996، أنشأت هيئة الأوراق المالية المجلس الاستشاري الشرعي الذي منح تفويضا لضمان امتثال سوق رأس المال الإسلامي لمبادئ الشريعة الإسلامية. يقدم المجلس الاستشاري الشرعي المشورة إلى هيئة الأوراق المالية في جميع الأمور المتعلقة بتطوير السوق المالية الاسلامية ويعمل كمركز مرجعي لجميع قضاياها . يعزز هذا النهج المركزي شفافية الأحكام والقرارات الشرعية، والتي بدورها تبني ثقة المستثمرين في صناديق التحوط الإسلامية.

❖ **البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية:** كان تنوع الاقتصاد الماليزي وتنمية القطاع الخاص أمرا أساسيا لدفع أسواق الأوراق المالية والصكوك، وبالتالي تقليل اعتماده على القطاع المصرفي في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997. ولضمان الأداء الفعال للشركات في السوق، تم وضع آليات لتحسين السيولة وتعزيز عملية اكتشاف الأسعار.

تم وضع نظام شامل وحديث للإيداع والتسليم والتسوية لتسهيل إصدار وتداول وتسوية سندات الدين في السوق. شركة MyClear، هي تابعة ومملوكة 100٪ من BNM، تدير نظام متكامل لدفع وتسوية الأوراق المالية ذات القيمة الكبيرة، ويعرف باسم RENTAS. على مر السنين، تم تخفيض رسوم الإدراج والرسوم الأخرى لتشجيع

[1] https://www.eurekahedge.com/ 12/10/2018
[2] Ibid, pp 87-89.

إدراج الشركات الخاصة وتسهيل وقت أسرع لتسويق الاكتتابات العامة. كما تم إنشاء سوق بورصة السلع لتسهيل إدارة السيولة الإسلامية وتمويلها من قبل المؤسسات المالية الإسلامية. مع وجود مثل هذه البنية التحتية، فإن سوق سندات الدين والصكوك الماليزية هي ثالث أكبر سوق في آسيا، مما يوفر منتجات متنوعة لصناديق التحوط الإسلامية.

- **الإطار الضريبي:** لتعزيز دور التمويل الإسلامي في الاقتصاد، خضع الإطار الضريبي الماليزي لعدة تعديلات. أدخل المشرعون تعديلات مختلفة للمعالجة الضريبية على المنتجات المالية الإسلامية، مما أدى إلى تغييرات في قانون ضريبة الدخل لعام 1967، وقانون الطوابع لعام 1949 وقانون ضريبة الأرباح العقارية لعام 1976. وقد تم اتخاذ هذه المبادرات لإزالة التمييز الضريبي بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية. وبذلك يقف إطار العمل الماليزي الملائم للضرائب كركيزة أساسية تدعم صناديق التحوط الإسلامية.
- **جانب الطلب:** تمتلك ماليزيا واحدة من أعمق أسواق رأس المال في جنوب شرق آسيا، وتتميز بقاعدة عريضة من المستثمرين المؤسسيين. وفقًا للأرقام التي نقلتها هيئة الأوراق المالية، تم الحصول على حوالي 97.8٪ (أو 167.08 مليار رينجيت ماليزي) من المستثمرين المحليين في الصناديق الإسلامية، والتي بلغت 170.83 مليار رينجيت ماليزي في ديسمبر 2017، وهم عبارة عن الشركات والهيئات القانونية والوكالات الحكومية. كما تم الإعلان عن مخطط السماح لأعضاء صندوق النقد الأوروبي بتحويل جزء من مدخراتهم إلى الصناديق الماليزية المعتمدة في ماي 2015.
- **جانب العرض:** ويضم العناصر التالية:

- **توافر مجموعة واسعة من الأصول الإسلامية عالية الجودة:** تم بذل جهود مختلفة لبناء عرض مستدام للأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من أجل تلبية الطلب في صناعة إدارة صناديق التحوط الإسلامية. وقد ساهمت الركائز التي تم تأسيسها في تطوير سوق مالية إسلامية قوية في ماليزيا، مدعومة بمجموعة جيدة من إصدارات الصكوك العامة والخاصة، والأسهم المتوافقة مع الشريعة وأدوات أسواق المال الإسلامية الأخرى.
- **معايير العائد لزيادة إقبال المستثمرين:** الاستثمارات المتنوعة للاعبين المختلفين في السوق سهلت تطوير معايير العائد التي تدعم اكتشاف الأسعار. على سبيل المثال المؤسسات المالية مع طلبها على الأوراق قصيرة الأجل (أقل من سنة واحدة) ومتوسطة الأجل (حتى 10 سنوات استحقاق)، والمستثمرين المؤسسيين (مع فترات استحقاق محتملة تزيد عن 10 سنوات).

المبحث الثالث: نماذج الدراسة القياسية

لقد سبق وعرفنا صناديق التحوط الإسلامية بأنها تلك الصناديق التي تحقق عوائد موجبة مهما كان اتجاه السوق، وسنحاول من خلال هذا المحور التأكد من مدى مطابقة هذا التعريف لصناديق التحوط الإسلامية الماليزية، وذلك من خلال دراسة أداء صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا ، ومقارنة هذا الأداء بالمؤشرات الشرعية في السوق الماليزية في فترات التذبذب المختلفة. والهدف هو تقديم تحليل مفصل لأداء صناديق التحوط الاسلامية في ماليزيا.

المطلب الأول: طريقة العائد غير المعدل للمخاطر

يمكن تعريف المخاطرة على أنها درجة عدم التأكد الجزئي تجاه قيمة الأصل في المستقبل (أو قيمة تدفقاته المستقبلية) فالعائد المحقق مستقبلا فيما بعد (ex-post) يختلف نسبيا عن العائد المتوقع من قبل (ex-ante)، وهو ما يعرف إحصائيا بتشتت القيم المحققة مقارنة بالقيمة المتوقعة.

ويستخدم مصطلح المخاطرة من الناحية الاقتصادية لإظهار درجة تشتت القيم الحقيقية عن المتوقعة، ولا يعني ذلك احتمالية تحقق الخسائر فقط، بل يعني احتمالية الخسارة والربح، أو بتعبير آخر البعد أو الانحراف عن اليقين (القيمة المتوقعة المرجحة) في الاتجاهين (من الأعلى أو الأسفل).

ولنفترض أيضا – تبسيطا للتحليل– بأن درجة تشتت معدلات العائد المستقبلية عن القيم المتوقعة سوف تبقى ثابتة في المستقبل (Homocédascticité) كما هي عليه في الماضي. إذاً المخاطرة مقياس نسبي لمدى تقلب العائد (التدفقات المستقبلية) التي يمكن الحصول عليها مستقبلا، وعادة ما يتم التعبير عن تشتت القيم عن القيمة المتوسطة المرجحة بالانحراف المعياري أو التباين، وهذا ما يمكن التعبير عنه رياضيا:

$$\delta_i^2 = \sum_{J=1}^{m} P_J \left[R_{iJ} - E(R_i)\right]^2 \Rightarrow \delta_i = \sqrt{\sum_{J=1}^{m} P_J \left[R_{iJ} - E(R_i)\right]^2}$$

فكلما كانت قيمة التباين صغيرة دل ذلك على تمركز المشاهدات (معدلات العائد الفعلية) قريبا من القيمة المتوسطة، وكلما كانت قيمة التباين كبيرة فإن ذلك يدل على أن أغلب القيم المشاهدة متباعدة عن القيمة المرجحة (المتوقعة). إن مقاييس الأداء النموذجية غير المعدلة للمخاطر هي المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، كمقاييس للعائد والمخاطر على التوالي.

المطلب الثاني: طريقة العائد المعدل للمخاطر

استخدمنا نسبة شارب(SR)، ومؤشر ترينور (TR)، ومعيار موديلياني– موديلياني (M2) كمعايير نموذجية لقياس الأداء المعدل للمخاطر. ونقدم الاعتبارات المنطقية لاستخدام هذه المقاييس في الأقسام الفرعية التالية:

الفرع الأول: نسبة شارب(SR)

هي أحد مقاييس الأداء النموذجية المستخدمة في بحوث صناديق الاستثمار، وتستخدم لقياس مخاطر وعائد المحافظ الاستثمارية. وقد استخدمت هذه النسبة في عدد من الدراسات لتقييم أداء الصناديق الفردية و/أو المحافظ الاستثمارية. وتعتبر نسبة شارب، عند مقارنتها بغيرها من المقاييس المعدلة للمخاطر، مقياس أكثر دقة للعائد مقابل المخاطر وذلك نظرا لقدرتها على تمييز وجود العائد الخالي من المخاطر في محافظ الأصول الاستثمارية للصندوق. ويشار إلى المعادلة بنسبة شارب للقيمة الفعلية للمتغير استنادا إلى البيانات التاريخية. وتقدر نسبة شارب معاوضة العائد بالمخاطر عن طريق قسمة متوسط فائض عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق على الفترة الأساسية مع الانحراف المعياري للعائد في نفس الفترة. وتعرف نسبة شارب بعلاوة خطر المحفظة $(Rp-rf)$ نسبة على تشتت العائد (δp) أي:

$$SR=\frac{Rp-rf}{\delta p}$$

حيث Rp العائد المتوسط للمحفظة rf سعر الفائدة الخالي من الخطر.

تهتم نسبة شارب بـ (δp) كمقياس للمخاطرة الكلية للمحفظة متضمنة المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة. ويستخدم سعر الفائدة المعروض بين البنوك الماليزية كمعبر عن سعر الأصل الخالي من المخاطر.

الفرع الثاني: نسبة ترينور *Trynor* (TR)

بما أنه ليس هناك من ضمانة تؤكد على أن الأداء في الماضي يشكل وسيلة التوقع المثلى للتوقع بالأداء في المستقبل مثل ما يمكن التنبؤ به من خلال معيار نسبة شارب، فإن نسبة شارب وحدها ليست معيارا كافيا لقياس الأداء. وبالتالي، تستخدم نسبة شارب بالاقتران مع معايير قياس أخرى، مثل مؤشر ترينور حيث يوفر مؤشر ترينور فائض العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر استنادا إلى المخاطر المنتظمة (درجة حساسية المحفظة الاستثمارية) بدلا من المخاطر الكلية (الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية). وتمثل درجة حساسية المحفظة الاستثمارية

للمخاطر المنتظمة مقابل معيار القياس المعني. وقد استخدم ترينور معامل بيتا للمحفظة بدل الانحراف المعياري للمحفظة أين تصبح العلاقة:

$$TR = \frac{Rp - rf}{\beta i}$$

حيث $Rp - rf$ هي علاوة مخاطرة السوق. و (βi) المخاطرة المنتظمة للمحفظة i

الفرع الثالث: معيار مودغلياني – مودغلياني أو معيار الأداء المعدل بالمخاطر Risk adjusted Performance(RAP)

هذا المقياس مقترح من جانب مودغلياني ومودغلياني سنة 1997، كطريقة بديلة لقياس الأداء المعدل حسب المخاطر. وتنطوي هذه الطريقة على فائدة وهي قياس أداء الصندوق الاستثماري فيما يتعلق بالسوق بنسب مئوية. فكلما زادت قيمة RAP المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية للصندوق، زاد عائد الصندوق على أي مستوى من مستويات المخاطر باستخدام الصيغة المعبر عنها في المعادلة التالية:

$$RAP = R_f + (\overline{R}_p - R_f) \left[\frac{\delta_m}{\delta_p}\right]$$

حيث: R_p: العائد المتوسط للمحفظة، R_f: سعر الفائدة الخالي من الخطر. وδp تمثل الانحراف المعياري لعائدات المحفظة الاستثمارية للصندوق؛ وδ_m : تمثل الانحراف المعياري لفائض عائدات السوق.

المطلب الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد

تتبنى الدراسة أيضا نموذج جنسن التقليدي. هذا المقياس هو الأكثر شيوعا في الأدبيات. ويعتمد هذا النموذج بشكل أساسي على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية النظري (CAPM). شرح جنسن سنة 1969 بوضوح كيفية قياس الأداء غير الطبيعي المعدل حسب المخاطر في الأسواق، والتي تستخدم Jensen، alpha لالتقاط الفائض غير الطبيعي من الصناديق النشطة. يتم تقدير ألفا باستخدام انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS)، حيث يعود الصندوق النشط بما يزيد عن العائد الخالي من المخاطر. يعكس معامل ألفا لجنسن كيف يختلف عائد الصندوق عن العائد المرجعي أحادي العامل، بناء على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لتقييم الأداء المتفوق للصندوق. تم تقدير عامل CAPM ذو العامل الواحد وفق المعادلة التالية:[1]

$$r_t - r_{f,t} = \alpha + \beta_{MKT}(r_t^m - r_{f,t}) + \eta_t$$

[1] Climent F. & Mollá P.& Soriano P., The Investment Performance of U.S. Islamic Mutual Funds, Sustainability, MDPI, Open Access Journal, Volume 12, Issue 9 ,April. 2020, p9.

حيث:

$\mathbf{r}_t$: العائد الشهري لصندوق التحوط الإسلامي.

$\mathbf{r}_{f,t}$: معدل العائد الخالي من المخاطر.

$\mathbf{B}_{MKT}$: يدل على تعرض محفظة الصندوق لمخاطر السوق.

$\mathbf{R}^{\mathbf{m}}$: عائد المؤشر الشرعي للسوق الماليزي.

n_t: الخطأ العشوائي.

المطلب الرابع: نموذج توقيت السوق

النموذج الثاني هو اختبار ما إذا كانت صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا تظهر قدرات توقيت أقل في السوق. تستخدم هذه الدراسة النموذج التقليدي لتوقيت السوق، وهو نموذج ترينور ومازوي (Treynor & Mazuy) الذي قدماه سنة 1966. يتم حساب أداء اختيار الأسهم وتوقيت السوق لكل صندوق ويقدر هذا النموذج على النحو التالي باستخدام تقنية المربعات الصغرى:[1]

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma_{i,t}(R_{m,t} - R_{f,t})^2 + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$R_{i,}$ هو العائد على الصندوق؛

αi تحدد القدرة على اختيار الأسهم. R_{mt} هو العائد على مؤشر السوق

$(Rmt)^2$ هو العائد التربيعي للسوق.

يشير مصطلح جاما $\gamma_{i,t}$ لتوقيت السوق. إذا كانت، إيجابية ومعنوية، فعندئذ يكون الصندوق ناجحا ويزداد التعرض للسوق عندما يكون أداء الأسواق جيدا.

المطلب الخامس: البيانات المقطعية

لتقدير نموذج تسعير الأصول ذو العامل الواحد ونموذج توقيت السوق نحتاج لاستخدام البيانات المقطعية. تعتبر النظرية الاقتصادية مبرر استخدام النموذج القياسي؛ فالإشكال المطروح هل جميع الصناديق هي متجانسة

[1] Treynor, J. L. and Mazuy, K. K, Can mutual funds outguess the market? HarvardBusiness Review, Volume 44, Issue 4, 1966, pp131–136.

ولها نموذج وحيد مقدراته متماثلة ؟ أم أن لكل صندوق نموذج مختلف المعالم ؟ أم أن الاختلاف فقط في الميول دون الحد الثابت؟ أم الاختلاف في الحد الثابت مع تجانس الميل لكل صندوق ؟ وهي حالة الآثار الفردية.

تبعا للحالات الثلاث من أربعة لا يوجد مبرر لاستخدام بيانات البانل لكن هناك الحالة الاخيرة الوحيدة أن الآثار فردية حيث الاختلاف في الحد الثابت والتجانس في الميول، لتبقى اشكالية هل هذه الآثار الفردية ثابتة أم عشوائية؟

الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

يتم فيه دمج كل المشاهدات وتشكيل نموذج الانحدار مع إهمال البعد المقطعي والبعد الزمني، ويفترض ثبات معاملات الانحدار في مختلف الفترات الزمنية وبالتالي لن يكون هناك أي تأثير لهذه الاخيرة على أساس أن المصدر الوحيد لعدم التجانس هو هذه المعاملات، والمشكل في هذا النموذج أنه لا يميز بين المقاطع المختلفة لدينا.

الفرع الثاني: نموذج الآثار الثابتة Fixed effects Model

يفترض هذا النموذج ثبات ميول الانحدار في مختلف الفترات الزمنية مع اختلاف في قيمة الثابت، في هذا النموذج يمكن إضافة متغيرات كقواطع تعبر عن الاختلافات الغير الملحوظة الحاصلة وهي على نوعين: اختلافات فردية (مقطعية) μ واختلافات زمنية γ حيث يسمح النموذج بالتفاوت في هذه القواطع حسب كل صندوق وحسب كل فترة زمنية [1] ولتقدير ذلك نستخدم متغيرات وهمية [2] بعدد (n-1) لتمثيل المقاطع وعدد (t-1) لتمثيل السنوات من أجل احتواء الآثار غير الملحوظة مع افتراض أن هذه القواطع مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية أو بإحداها على الاقل.

يتم التقدير بطريقة OLS على النموذج مع ادخال متغيرات وصفية لكل فرد وقد تستخدم MCG في حالة ارتباط ذاتي بين الاخطاء في هذه الحالة يتم اجراء الانحدار بدون ثابت (لتجنب التعدد الخطي) لجميع الأفراد مع الأخذ في الحسبان المتغيرات الوصفية 1 لكل فرد و 0 لتغيره، بعد ذلك نحسب انحراف الثابت المقدر في هذه الحالة عن المقدر المحسوب في الحالة الاولى (جميع المتغيرات لكل الافراد بوجود الثابت) ثم نحسب متوسط الثابت المقدر ونقدر مدى اختلافه عن المقدر في الحالة الأولى دون المتغيرات الوهمية.

---

[1] عابد العيدلي، محددات التجارة البينية للدول الاسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، المعهد الاسلامي للبحوث التدريب، البنك الاسلامي للتمية، جدة، المجلد 16، العدد الأول، 2020، ص.19.

[2] Badi H Baltagi, Econometric Analaysis Of Panel Data, John Wiley & Sons Ltd, England, 2005, p.12-13 .

يمكن كتابة النموذج بدلالة الفرد او بدلالة الزمن، وفيما يلي صياغة النموذج على الشكل:[1]

$$y = \alpha\iota_{NT} + X\beta + Z_\mu\mu + \nu = Z\delta + Z_\mu\mu + \nu$$

نقوم بتطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) على المعادلة السابقة للحصول على تقديرات α و β و μ. مقدرات طريقة المربعات الصغرى العادية هي أفضل مقدر خطي غير متحيز (Blue). فعلى مستوى نموذج الاثار الثابتة سميت الطريقة ب LSDV او المقدرات داخل الافراد .WITHINنلاحظ أن Z هي $NT \times (K + 1)$ و Z μ ، أما مصفوفة المتغيرات الوهمية الفردية فهي NT × N. إذا كانت N كبيرة، المعادلة ستشمل عددا كبيرا جدا من المتغيرات الوهمية الفردية، والمصفوفة المراد قلبها بواسطة OLS كبيرة وبعدها (N + K). في الواقع، نظرا لأن α و هما معلمات الاهتمام ، يمكن للمرء الحصول على مقدّر LSDV (المتغيرات الوهمية للمربعات الصغرى)، عن طريق الضرب المسبق للنموذج بواسطة Q وإجراء OLS على النموذج المحول الناتج:

$$Qy = QX\beta + Q\nu$$

حيث أن QZμ = QιNT = 0 ، و PZμ = Zμ. بعبارة أخرى، تمسح المصفوفة Q بالتأثيرات الفردية. إذ تمثل انحدار y = Qy مع عنصر نموذجي (yi t - yi.) على X = QX مع عنصر نموذجي (Xi t، k - ¯Xi.، k) من أجل المعلمات $k = 1, 2, \ldots, K$. يتضمن ذلك انعكاس مصفوفة (K × K) بدلاً من (N + K) × (N + K) كما في المعادلة الأولى. مقدر OLS الناتج يمكن حسابه مباشرة كما يلي:

$$\widetilde{\beta} = \left(X'QX\right)^{-1} X'Qy$$

$$\text{var}(\widetilde{\beta}) = \sigma_\nu^2(X'QX)^{-1} = \sigma_\nu^2(\widetilde{X}'\widetilde{X})^{-1}.$$ حيث:

الفرع الثالث: نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model

يفترض هذا النموذج عدم ثبات العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية[2] . يوجد عدد كبير جدا من المعلمات في نموذج التأثيرات الثابتة ويمكن تجنب فقدان درجات الحرية إذا كان من الممكن افتراض أن μi عشوائي، في هذه الحالة يكون $\mu_i \sim \text{IID}(0, \sigma_\mu^2),\ \nu_{it} \sim \text{IID}(0, \sigma_\nu^2)$.

و μi مستقلان عن νi t. بالإضافة إلى ذلك، فإن X_{it} مستقلة عن μ_i و ν_{it}، لجميع i و t. نموذج التأثيرات العشوائية هو التقدير المناسب إذا كنا نأخذ N أفرادا بشكل عشوائي من مجموعة كبيرة من الأفراد. هذا هو الحال عادة بالنسبة لدراسات السلاسل المقطعية. يتم الاهتمام بتصميم البيانات لجعلها "تمثيلية" للمجتمع الذي نحاول

[1] ibid, p.12.
[2] Torres-reyna, O, Panel data analysis Fixed and random effects using stata, Data & statistical Services, Pricetion University, volume 2, Issue 5, 2007, p.25.

التوصل إلى استنتاجات حوله. في هذه الحالة، يكون N كبيرا عادة وقد يؤدي نموذج التأثيرات الثابتة إلى خسارة هائلة في درجات الحرية. يتميز التأثير الفردي بأنه عشوائي ويتعلق الاستدلال بالأفراد الذين تم سحب هذه العينة منهم بشكل عشوائي. ومنه يمكن حساب نسبة التباين– التباين المشترك عن طريق المعادلة التالية:[1]

$$\Omega = E(uu') = Z_\mu E(\mu\mu')Z'_\mu + E(vv')$$
$$= \sigma_\mu^2(I_N \otimes J_T) + \sigma_v^2(I_N \otimes I_T)$$

وهذا يعني تباينا متماثلا $\text{var}(u_{it}) = \sigma_\mu^2 + \sigma_v^2$ من أجل كل فرد في العينة. ومصفوفة تباين مشترك قطرية مترابطة متساوية تظهر ارتباطاً تسلسليا بمرور الوقت فقط بين اضطرابات نفس الفرد. أي:

$$\text{cov}(u_{it}, u_{js}) = \sigma_\mu^2 + \sigma_v^2 \quad \text{for} \quad i = j, t = s$$
$$= \sigma_\mu^2 \quad \text{for} \quad i = j, t \neq s$$

- أو تساوي الصفر في الحالات المتبقية. وهذا يعني أيضا أن معامل الارتباط بين u_{it} و u_{js} هو

$$\rho = \text{correl}(u_{it}, u_{js}) = 1 \quad \text{for } i = j, t = s$$
$$= \sigma_\mu^2/(\sigma_\mu^2 + \sigma_v^2) \quad \text{for } i = j, t \neq s$$

-

الفرع الرابع: المفاضلة بين النماذج

أولا: اختبار Wald

نعتمد على هذا الاختبار في حالة ما إذا كان النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الثابتة ورفض نموذج الآثار العشوائية مما يستلزم الاختيار ما بين الآثار الثابتة والآثار المدمجة. لتقدير معلمات نموذج الآثار الفردية العشوائية نعتمد على عدة طرق منها، طريقة المعقولية العظمى Maximum Likelihood ، فإذا اعتبرنا أن α_i و μ_{it} متغيران عشوائيان يتبعان التوزيع الطبيعي فإن لوغاريتم دالة المعقولية العظمى أو الإمكان الأعظم تكتب وفق الصيغة التالية:[2]

$$\log L = -\frac{NT}{2}\log 2\pi - \frac{N}{2}\log|V|$$
$$-\frac{1}{2}\sum_{i=1}^{N}(\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta})'V^{-1}(\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta})$$
$$= -\frac{NT}{2}\log 2\pi - \frac{N(T-1)}{2}\log\sigma_u^2 - \frac{N}{2}\log(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)$$
$$-\frac{1}{2\sigma_u^2}\sum_{i=1}^{N}(\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta})'Q(\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i\boldsymbol{\beta})$$
$$-\frac{T}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)}\sum_{i=1}^{N}(\bar{y}_i - \mu - \boldsymbol{\beta}'\bar{\mathbf{x}}_i)^2$$

[1] Baltagi Badi H, Op Cit , p.14.
[2] Schmidheiny, k , & Basel, U ,.Panel data : Fixed and Random effects. Short Guides to microeconometrics, (Version 28-11-2016), p.11.

مقدرات النموذج $\text{of } (\mu, \boldsymbol{\beta}', \sigma_u^2, \sigma_\alpha^2) = \tilde{\boldsymbol{\delta}}'$ نحصل عليها من خلال اشتقاق دالة المعقولية العظمى من الدرجة الأولى بالنسبة للمعلمات الأربعة، ونكتب:

$$\frac{\partial \log L}{\partial \mu} = \frac{T}{\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2} \sum_{i=1}^{N} (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta}) = 0,$$

$$\frac{\partial \log L}{\partial \boldsymbol{\beta}} = \frac{1}{\sigma_u^2} \left[\sum_{i=1}^{N} (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta})' Q X_i - \frac{T\sigma_u^2}{\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2} \sum_{i=1}^{N} (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta}) \bar{\mathbf{x}}_i' \right] = \mathbf{0},$$

$$\frac{\partial \log L}{\partial \sigma_u^2} = -\frac{N(T-1)}{2\sigma_u^2} - \frac{N}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)} + \frac{1}{2\sigma_u^4} \sum_{i=1}^{N} (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta})' Q (\mathbf{y}_i - \mathbf{e}\mu - X_i \boldsymbol{\beta}) + \frac{T}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)^2} \sum_{i=1}^{N} (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta})^2 = 0,$$

$$\frac{\partial \log L}{\partial \sigma_\alpha^2} = -\frac{NT}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)} + \frac{T^2}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\alpha^2)^2} \sum_{i=1}^{N} (\bar{y}_i - \mu - \bar{\mathbf{x}}_i' \boldsymbol{\beta})^2 = 0.$$

ثانيا: اختبار **Breusch and Pagan Lagrangian Multiplier**

يتم إجراء الاختبار على نموذج الآثار العشوائية للاختيار بينها وبين نموذج Pooled OLS. وذلك بناء على الصياغة التالية:[1]

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum (\sum e_{it})^2}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right]^2 = \frac{nT}{n(T-1)} \left[\frac{\sum (T)\bar{e}_i}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right] \sim \chi^2(1)$$

وذلك من أجل الفرضية الصفرية: نموذج الآثار المدمجة هو الأنسب.

ثالثا: اختبار هوسمان **Hausman**

اقترح Hausman سنة 1978 اختبارا يعتمد على الاختلاف بين تقديرات الآثار الثابتة والآثار العشوائية. نظرا لأن الآثار الثابتة متسقة عندما يرتبط ci و xit ، ولكن الآثار العشوائية غير متسقة، يتم تفسير اختلاف مهم إحصائيا كدليل ضد افتراض أن مقدرات الآثار العشوائية مستقلة وكفؤة.

$$;H = \left(\hat{B}^{FE} - \hat{B}^{RE}\right)' \left[Var\left(\hat{B}^{FE}\right) - Var\left(\hat{B}^{RE}\right)\right]^{-1} \left(\hat{B}^{FE} - \hat{B}^{RE}\right) \backsim X^2_{(K)}$$

والفرضية البديلة H1 أن مقدرات الآثار العشوائية غير مستقة وإذا كانت الاحصائية كبيرة، أي يوجد فرق معنوي بين مقدرتين، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة ومنه اختيار وقبول نموذج الاثار الثابتة.

[1] Ganyaupfu E .M, Education and Economic Growth Nexus in Sub-Saharan Africa, International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom, Volume II, Issue 6, 2014, p.3.

المبحث الرابع: نتائج الدراسة القياسية

تم الاستعانة ببرنامج STATA 16 وبرنامج EVIEWS 10 من أجل تقدير النماذج سابقة الذكر، ونعرض النتائج في العناصر التالية:

المطلب الأول: بيانات الدراسة

تتألف بيانات صناديق التحوط الإسلامية الماليزية المستخدمة في هذه الدراسة من صافي قيمة الأصول الشهرية للوحدة (واختصارا) NAV، وبعض المعلومات الكمية والنوعية عن كل صندوق استثماري، والمحملة من الموقع: https://www.eurekahedge.com، إضافة إلى أسعار مؤشر The FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index والمحملة من الموقع: https://www.investing.com. للفترة من ماي2007 إلى سبتمبر 2018. حيث تم تحويل كلا المتغيرين إلى عوائد بسيطة كما يلي:

$$R_t = 100\% * \left(\frac{pt - pt-1}{Pt-1}\right)$$

أ ما العائد الخالي من المخاطر فقد اعتمدنا على معدل الفائدة بين المصارف والمحملة من بنك نقارا المركزي https://www.bnm.gov.my. وبعد التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية (أنظر الملحق 01) واتساقاً مع المتبع في أدبيات هذا المجال، فإنه لم يتم تضمين أي صناديق تحوط في هذه الدراسة إلا تلك الصناديق التي تفي بالمعايير التالية:

- ❖ جميع الصناديق المحلية المدارة في ماليزيا، كما أنها صناديق مفتوحة والتي تتبع سياسة إدارة نشطة وتستثمر في الأسهم المحلية داخل ماليزيا ولم يتم في عينة الدراسة هذه تضمين أي صناديق استثمار مستنسخة، أو صناديق دولية، وأخيراً، تطلب الأمر أن يكون لكافة صناديق التحوط المشمولة بيانات عن العوائد عن فترة متصلة لا تقل عن 36 شهرا. واستوفى عدد 13 صندوق كافة المعايير من أصل64 صندوق محلي إلى إجمالي 160 صندوق تحوط إسلامي ماليزي، مع ما مجموعه 1781 ملاحظة شهرية.

ولكي نرصد أداء صناديق التحوط الاسلامية المحلية عبر مستويات مختلفة من مخاطر تذبذب السوق، قمنا بتقسيم الفترة الأساسية للمؤشر الشرعي للسوق، إلى ثلاث فترات فرعية استنادا إلى الفواصل الهيكلية (Structural Break). على أساس تحديد الهبوط الهيكلي باستخدام اختبار Zivot-Andrews لسنة 1992، حيث أن فرضية جذر الوحدة التي اقترحتها الاختبارات التقليدية، مثل اختبارات ADF و Philips-Perron لا تسمح بإظهار التغيير الهيكلي المقدر داخليا. الفرضية الصفرية في اختبار Zivot and Andrews هي أن المتغير يحتوي على جذر

وحدة مع انجراف يستبعد أي هبوط هيكلي. الفرضية البديلة هي أن السلسلة هي عملية ثابتة في الاتجاه يحدث فيها هبوط لمرة واحدة في متغير الاتجاه في نقطة زمنية غير معروفة.

بإفتراض أن TB نقطة هبوط محتملة في السلسلة، يقوم اختبار Zivot and Andrews بتقدير ثلاث معادلات:[1]

$$\text{Model(A)} : \Delta p_t = \mu^A + \gamma_t^A + \beta^A \text{DU}_t + \alpha^A p_{t-1} + \Sigma_{j=1}^k \phi_j^A \Delta p_{t-j} + \varepsilon_t,$$

$$\text{Model(B)} : \Delta p_t = \mu^B + \gamma^B t + \lambda^B \text{DT}_t + \alpha^B p_{t-1} + \Sigma_{j=1}^k \phi_j^B \Delta p_{t-j} + \varepsilon_t,$$

$$\text{Model(C)} : \Delta p_t = \mu^C + \gamma^C t + \lambda^C \text{DT}_t + \beta^C \text{DU}_t + \alpha^C \ p_{t-1} + \Sigma_{j=1}^k \phi_j^C \Delta p_{t-j} + \varepsilon_t,$$

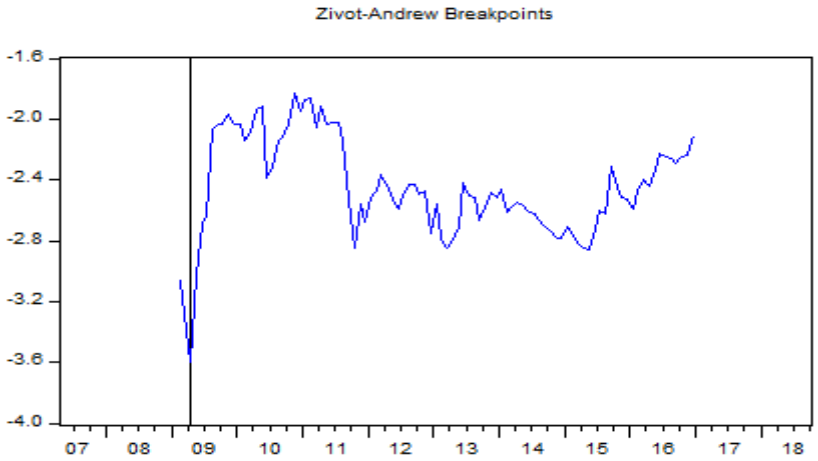
حيث: DU_t هو متغير وهمي مستدام يلتقط تحولاً في التقاطع، ويمثل DT_t تحولاً في الاتجاه الذي يحدث في وقت TB. نحدد DU_t و DT_t على النحو التالي:

$$\text{DU}_t = \begin{cases} 1 \text{if } t > T_B \\ 0 \text{ otherwise} \end{cases} \text{ and } \text{DT}_t = \begin{cases} 1 \text{if } t > T_B \\ 0 \text{ otherwise} \end{cases}$$

يسمح النموذج (A) بإجراء تحول لمرة واحدة في التقاطع ؛ النموذج (B) هو اختبار لثبات السلسلة حول اتجاه مكسور؛ والنموذج (C) يستوعب إمكانية التغيير في التقاطع وكذلك الاتجاه المكسور. لكل نموذج، نحدد عدد المكابس الإضافية، k ، باتباع اختبار t تنازليا متسلسلاً على جميع فترات التأخر. بتطبيق الاختبار على مؤشر The FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Indexالمبين في الشكل، تم تقسيم عينة الدراسة إلى ثلاث فترات هي: (أنظر الملحق 01)

- فترة تذبذب الأسعار المرتفع من ماي 2007 إلى أفريل 2009
- فترة تذبذب الأسعار المتوسط :من ماي 2009 إلى أكتوبر 2011
- فترة تذبذب الأسعار المنخفض :من نوفمبر 2011 إلى سبتمبر 2018.

الشكل رقم (42):اختبار Zivot and Andrews



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 10

[1] Zivot, E., & Andrews, D. W. K., Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis. Journal of Business and Economic Statistics, Volume 10, 1992, pp.251−270.

المطلب الثاني: تحليل العوائد غير المعدلة للمخاطر

نعرض فيما يلي الإحصائيات الموجزة الوصفية لأداء صناديق التحوط الإسلامية والمؤشر الإسلامي للسوق الماليزي، ويوضح الجدول الموالي متوسط العائد والانحراف المعياري لجميع عوائد صناديق التحوط الإسلامية وعوائد مؤشر SHARIAH.

الجدول رقم (15): نتائج العوائد غير المعدلة للمخاطر لصناديق التحوط الإسلامية والمؤشر الشرعي للسوق في ماليزيا

السنوات	جميع الصناديق		السوق		الفرق في المتوسط
	العائد	**الانحراف المعياري**	**العائد**	**الانحراف المعياري**	
2007	0,794615	3,35679315	0.017518	0.049447	0,777097
2008	-2,722371	4,011949	-0.047600	0.057460	-2,674771
2009	2,098846	3,06599038	0.029821	0.042584	2,069025
2010	0,491282	2,51058008	0.013933	0.027119	0,477349
2011	-0,053077	3,25939085	0.001982	0.042817	-0,055059
2012	0,598846	1,58417808	0.009331	0.024468	0,589515
2013	0,850576	2,52488869	0.010397	0.027011	0,840179
2014	-0,074423	1,45978338	-0.003552	0.021228	-0,070871
2015	0,316794	2,10227946	0.001934	0.035184	0,31486
2016	-0,209807	1,94023277	-0.005282	0.020557	-0,204525
2017	0,682756	1,47229838	0.008490	0.015538	0,674266
2018	-0,405811	2,033448	-0.005341	0.036389	-0,40047
فترة التذبذب المرتفع	-0,691217	4,650974	-0.013143	0.065658	-0,678074
فترةالتذبذب المتوسط	0,623179	3,314276	0.012181	0,034799	0,610998
فترة التذبذب المنخفض	0,293392	2,288801	0.002950	0,026086	0,290442
العينة كاملة	0,193121	3.088085	0.002265	0,037969	0,190856

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامجي STATA وEXEL

تشير النتائج إلى ما يلي:

حققت صناديق التحوط التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية نسبة عائد متوسط شهري أعلى من التي حققها مؤشرها الاسترشادي، على الرغم من أن الفرق ليس كبيرا . إلا أن عام 2009 مثل استثناءا أين تفوقت فيه العوائد غير المعدلة للمخاطر بالنسبة لصناديق التحوط الإسلامية بدرجة كبيرة على عوائد مؤشرها الاسترشادي. وقد تفوقت صناديق التحوط الإسلامية على مؤشرها الاسترشادي خلال فترة العينة الكاملة وكل فترات تذبذب الأسعار (مرتفعة، منخفضة ومتوسطة).

المطلب الثالث: تحليل العوائد المعدلة للمخاطر

في هذا الجزء، نقوم بعرض تقرير عن النتائج المتعلقة بالأداء المقارن لصناديق التحوط الإسلامية للفترة المالية بأكملها من 2007 إلى2018 . مقاييس الأداء المعدلة للمخاطر هي معدل شارب ، مؤشر ترينور، ومقياس مودغلياني مودغلياني.

الجدول رقم(16): مقاييس أداء العائد المعدل للمخاطر

		فترة التذبذب المرتفع	فترة التذبذب المتوسط	فترة التذبذب المنخفض	العينة كاملة
مؤشر الشريعة	**SR**	-0,73556481	-0,34699273	-1,07390938	-0,7311754
	TR	-0,047313	-0,012075	-0.028014	-0.027762
صناديق التحوط الاسلامية	**SR**	-0,15597206	0,18071006	0,11465741	0,05280263
	TR	-1,29585924	0,88611185	0,54445643	0,2916455
	RAP	0,02417157	0,03054553	0,03395495	0,03206786

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامجي STATA وEXEL

الفرع الأول: نتائج مقياس شارب

ما يمكن ملاحظته من خلال مؤشر شارب أن أداء محافظ صناديق التحوط الاسلامية قيد الدراسة أفضل من أداء محفظة السوق. حيث كانت النتائج كالتالي:

- **في فترة التذبذب المرتفع:** إبان الأزمة المالية العالمية 2008، حققت محافظ صناديق التحوط الإسلامية ما قيمته 0.15 وحدة عائد أقل من العائد الخالي من المخاطر، لكل وحدة مخاطر كلية، وعليه فإن معدل خسارة عائد السوق 73.55 % أكبر من معدل خسارة عائد المخاطر على صناديق التحوط والمقدرة ب 15 %، وعليه تكون العوائد المرجحة للصناديق أكبر مقارنة بمؤشر السوق، حيث هناك فرق قدره 0.55 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح صناديق التحوط.
- **في فترة التذبذب المتوسط:** حققت محافظ صناديق التحوط الإسلامية عائد إضافي قدره 0.18 وحدة عائد (18%) لكل وحدة مخاطر كلية. في حين استمر المؤشر الاسترشادي للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا بتحقيق معدل عائد أقل من العائد الخالي من المخاطر حيث بلغ 0.34 (−34%) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة.
- **في فترة التذبذب المنخفض:** استمرت محافظ صناديق التحوط الإسلامية في تحقيق عوائد تفوق العائد الخالي من المخاطر بما قيمته 0.11 وحدة عائد لكل وحدة مخاطر كلية، ورغم ذلك فهي ليست أفضل من تلك التي

حققتها في فترة التذبذب المتوسط. في حين حقق مؤشر السوق 1,07- وهو أسوء أداء له مقارنة بالفترات الأخرى.

الفرع الثاني: نتائج مقياس ترينور

إ ن نسبة ترينور تتطلع إلى دراسة مدى تفوق أداء المحفظة على سوق الأسهم ككل. وهو يفعل ذلك عن طريق استبدال ا لانحراف المعياري في معادلة نسبة شارب، مع بيتا المعرفة بأنها معدل العائد الذي يرجع إلى أداء السوق بشكل عام . ويمكن النظر إلى نسبة ترينور على أنها تحدد ما إذا كانت المحفظة الاستثمارية تتفوق بشكل ملحوظ على متوسط مكاسب السوق.

- **في فترة التذبذب المرتفع:** حققت كل من صناديق التحوط الإسلامية وعوائد السوق الإسلامية مؤشرا سالبا، لكن عوائد السوق تفوقت على أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا.
- **في فترة التذبذب المتوسط:** نلاحظ أن العائد الذي ولدته صناديق التحوط الإسلامية فوق الأداء العام للسوق قد بلغ 88%. في حين بقي السوق يحقق معدل عائد 1% أقل من العائد الخالي للمخاطر(علما أن معامل بيتا للسوق يساوي دائما1)
- **في فترة التذبذب المنخفض:** حققت صناديق التحوط الإسلامية عائد إيجابي يفوق عائد السوق ب55% في حين استمر المؤشر الإسلامي لسوق ماليزيا بتحقيق عوائد سالبة أقل من العائد الخالي من المخاطر ب2%.

الفرع الثالث: نتائج مقياس موديلياني موديلياني

أنتج المقياس RAP أعلى قيمة لجميع الصناديق خلال فترة التذبذب المنخفض، مما يشير إلى أن الصناديق المركزة محليا في ماليزيا تميل إلى أن تؤدي أداء عالي خلال فترات تذبذب الأسعار المنخفض أفضل من الفترات الأخرى.

- **في فترة التذبذب المرتفع:** عوائد محافظ صناديق التحوط الإسلامية سوف تصبح 0.024 بدلا من 0.013- في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات محافظها لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق، وعليه بالرغم من رفع درجة المخاطر الكلية في محافظ صناديق التحوط الإسلامية لنفس مستوى مخاطر السوق فإننا نلاحظ أن عوائد صناديق التحوط الإسلامية أكبر من عوائد السوق في حالة التقلبات الشديدة أو عند حدوث أزمة.
- **في فترة التذبذب المتوسط:** عند نفس مستوى معدل المخاطرة الكلية الناتجة عن الاستثمار المباشر في السوق، فإن عوائد صناديق التحوط الإسلامية سوف تصبح 0.30 بدلا من 0.012 في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية

في محافظ صناديق التحوط الإسلامية. ومنه يتفوق أداء صناديق التحوط الإسلامية على أداء السوق خلال فترة التذبذب المتوسط.

- **في فترة التذبذب المنخفض:** في حالة رفع درجة المخاطر الكلية في محافظ صناديق التحوط الإسلامية لنفس مستوى مخاطر السوق فإننا نلاحظ أن عوائد صناديق التحوط الإسلامية 0.033 أكبر من عوائد السوق 0.002 في حالة استقرار الأسواق المالية.

باختصار، لقد فاقت جميع صناديق التحوط الإسلامية المحلية في ماليزيا مؤشرها الاسترشادي للعينة الكاملة وفي جميع الفترات الفرعية لتذبذب الأسعار، حيث أن معدل شارب ومؤشر ترينور والمقياس المعدل للمخاطر أفضل مما يتمتع به مؤشر السوق الإسلامية الماليزية.

المطلب الرابع: نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد

للتحقق من أداء العائد من صناديق التحوط التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، نقوم بدراسة انحدار العامل الواحد CAPM للعوائد الشهرية على محفظة الأموال المرجحة بالتساوي لفترة العينة الكاملة وللفترات الفرعية لتذبذب الأسعار: فترة تذبذب الأسعار المرتفع (ماي 2007- أفريل 2009)، وفترة تذبذب الأسعار المتوسط (ماي 2009- أكتوبر 2011) وفترة تذبذب الأسعار المنخفض (نوفمبر 2011- سبتمبر 2018).

الفرع الأول: نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد لفترة العينة الكاملة

بهدف دراسة التجانس بين صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا من خلال المتغيرات المدروسة والتعرف على سبب الاختلافات غير الملحوظة (هل الاختلاف الحاصل هو بسبب اختلاف الصناديق أم أنه اختلاف عشوائي) والإجابة عن فرضية وجود تجانس بين الصناديق؛ تم استخدام نماذج البانل الساكن.

أولا: نتائج نموذج الآثار المدمجة لفترة العينة كاملة

تم تقدير نموذج الآثار المدمجة للعينة كاملة ثم لفترة التذبذب المرتفع والتذبذب المتوسط وفترة التذبذب المنخفض باستخدام برنامج stata 16، واختصارا سوف نعرض نتائج العينة كاملة فقط أما باقي الفترات فتم إدراج نتائجها في جدول واحد يلخص نتائج كل الفترات الفرعية. والجدول الموالي يعرض نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد باستخدام الآثار المدمجة لفترة العينة كاملة:

الجدول رقم (17): نموذج تسعير الأصول بإستخدام الآثار المدمجة للعينة كاملة 2018/09-2007/05

```
. reg R ALFA
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1,768
				F(1, 1766)	=	1548.37
Model	7913.8342	1	7913.8342	Prob > F	=	0.0000
Residual	9026.17145	1,766	5.11108236	R-squared	=	0.4672
				Adj R-squared	=	0.4669
Total	16940.0056	1,767	9.5868736	Root MSE	=	2.2608

R	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ALFA	53.70336	1.364786	39.35	0.000	51.02659	56.38012
_cons	1.645993	.0657757	25.02	0.000	1.516987	1.774999

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

تشير نتائج التقدير أن نموذج الآثار المدمجة مقبول إحصائيا عند مستوى دلالة 1%؛ ويدل قبول هذا النموذج على أنه يوجد اختلاف في العلاقة بين الحد الثابت وأن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما تشير نتائج التقدير أن القدرة التفسيرية لا بأس بها حيث بلغت 46.72 %، كما أن المتغير المستقل والحد الثابت يتمتعان بمعنوية إحصائية.

ثانيا: نموذج الآثار الثابتة لفترة العينة كاملة

بعد تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد عن طريق الآثار الثابتة للعينة كاملة حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (18): نموذج تسعير الأصول بإستخدام الآثار الثابتة للعينة كاملة 2018/09-2007/05

```
. xtreg R ALFA, fe
```

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       1,768
Group variable: idt                             Number of groups   =          13

R-sq:                                           Obs per group:
     within  = 0.4700                                         min =         136
     between =      .                                         avg =       136.0
     overall = 0.4672                                         max =         136

                                                F(1,1754)          =     1555.62
corr(u_i, Xb)  = 0.0000                         Prob > F           =      0.0000
```

R	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ALFA	53.70336	1.361601	39.44	0.000	51.03283	56.37389
_cons	1.645993	.0656222	25.08	0.000	1.517287	1.774699
sigma_u	.2513732					
sigma_e	2.2554947					
rho	.01226855	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(12, 1754) = 874.69 Prob > F = 0.0000

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

نلاحظ من خلال النتائج أن نموذج الآثار الثابتة الفردية مقبول إحصائيا عند مستوى دلالة 1 %؛ ويدل قبول نموذج الآثار الفردية الثابتة على أن الاختلاف في العلاقة مرتبط بالحد الثابت فقط والمقدر بـ 1.645993، في حين أن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما أن القدرة التفسيرية بلغت 47 %، كما نلاحظ معنوية كل من الثابت والمتغير المستقل. إضافة إلى أن فرضية الاستقلال بين البواقي والمتغير التفسيري محققة حيث أن معامل الارتباط بينها يساوي0. كما أن اختبار التجميعية يظهر أنه تم رفض الفرضية الصفرية: نموذج الآثار المدمجة أفضل، حيث p=0.0000. وبذلك يكون نموذج الآثار الفردية هو النموذج الأفضل.

ثالثا: نموذج الآثار العشوائية لفترة العينة كاملة

بعد تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد عن طريق الآثار العشوائية للعينة كاملة حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (19): نموذج تسعير الأصول بإستخدام الآثار العشوائية للعينة كاملة 2007/05-2018/09

```
. xtreg R ALFA, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs     =      1,768
Group variable: idt                             Number of groups  =         13

R-sq:                                           Obs per group:
     within  = 0.0000                                         min =        136
     between = 0.0000                                         avg =      136.0
     overall = 0.4672                                         max =        136

                                                Wald chi2(1)      =    1555.62
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2       =     0.0000
```

R	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
ALFA	53.70336	1.361601	39.44	0.000	51.03467	56.37205
_cons	1.645993	.0793065	20.75	0.000	1.490555	1.801431
sigma_u	.16056833					
sigma_e	2.2554947					
rho	.00504244	(fraction of variance due to u_i)				

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

يعرض الجدول أعلاه نتائج تقدير معلمات نموذج الانحدار لبيانات البانل مع التأثيرات العشوائية الفردية. حيث نلاحظ قبول النموذج إحصائيا عند مستوى دلالة1 %؛ ويدل قبول نموذج الآثار الفردية العشوائية على أن الاختلاف في العلاقة مرتبط بالحد الثابت وهو عشوائي والمقدر ب 1.645993، في حين أن هناك تجانس في الميل أو معامل

المتغير المستقل. كما يدل أن القدرة التفسيرية فاقت 46%، إضافة إلى معنوية المتغير المستقل والحد الثابت. كما أن فرضية استقلال البواقي عن المتغيرات التفسيرية محققة حيث أن الارتباط بينهما معدوم. كما أظهرت النتائج أن sigma u=0.1605، مما يعني أن نموذج الآثار العشوائية مقبول مقارنة بنموذج الآثار المدمجة. وبالنسبة لاختبار Waldفهو معنوي عند مستوى معنوية 1 %. حيث أظهر هذا الاختبار كلا من إحصائية كاي تربيع وإحصائية فيشر بمعنوية إحصائية P.Value =0.0000 وبالتالي رفض فرضية العدم القائلة بتساوي تلك المعاملات وأفضلية نموذج الآثار التجميعية ومنه القرار برفض هذا الأخير واعتبار نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

وللمفاضلة بين النموذج العشوائي ونموذج الآثار المدمجة قمنا باختبار Breusch and Pagan، والنتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم(20): اختبار مضاعف لاغرانج لـBreusch and Pagan لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد لفترة العينة الكاملة

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

        R[idt,t] = Xb + u[idt] + e[idt,t]

        Estimated results:
                         |       Var     sd = sqrt(Var)
                ---------+------------------------------
                       R |  9.586874       3.096268
                       e |  5.087256       2.255495
                       u |  .0257822       .1605683

        Test:   Var(u) = 0
                                 chibar2(01) =     2.01
                              Prob > chibar2 =   0.0782
```

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

نرفض الفرضية البديلة لاختبار Breusch و Pagan بأن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب لتمثيل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد. وبذلك نقبل الفرضية الصفرية القائلة بأن نموذج الآثار المدمجة هو الأنسب.

رابعا: المفاضلة بين الآثار الثابتة والآثار العشوائية

بالرغم من أن نتائج اختبار Breusch and Pagan أظهرت أن نموذج الآثار المدمجة أفضل من نموذج الآثار العشوائية، لكن ارتأينا القيام بإختبار هوسمان للمفاضلة بين الآثار الثابتة والآثار العشوائية. والنتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم(21): نتائج اختبار هوسمان لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الواحد لفترة العينة الكاملة

```
. hausman fe

                 ---- Coefficients ----
             |      (b)          (B)            (b-B)     sqrt(diag(V_b-V_B))
             |       fe           re         Difference          S.E.
-------------+------------------------------------------------------------
        ALFA |   53.70336     53.70336      -1.28e-13               .
------------------------------------------------------------------------------
             b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
             B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

    Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

                  chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                          =    -0.00     chi2<0 ==> model fitted on these
                                         data fails to meet the asymptotic
                                         assumptions of the Hausman test;
                                         see suest for a generalized test
```

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

لقد أكد (SVEN SCHREIBER) أنه يمكن أن تكون إحصائية الاختبار سلبية في حالة العينات الكبيرة، إذا كانت H1 صحيحة، ولا ينبغي تفسيرها في حد ذاتها كدليل لصالح H0.[1]. وبما أنه لدينا عينة كبيرة (1768 مشاهدة)، نقبل الفرضية البديلة بأن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل لتمثيل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لصناديق التحوط الإسلامية الماليزية.

الفرع الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد للفترات الفرعية

بإتباع نفس الطريقة السابقة تم تقدير المعادلة للفترات الفرعية الثلاثة، والجدول 25 يلخص النتائج:

الجدول رقم (22): نتائج تقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد

		العينة كاملة	فترة التذبذب المرتفع	فترة التذبذب المتوسط	فترة التذبذب المنخفض
ألفا	Coef	53.70336	54.85299	64.99505	47.76996
	Std. Err	1.361601	2.003320	3.327959	2.195522
	P	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
الثابت	Coef	1.645993	1.543872	1.383756	1.600638
	Std. Err	0.065622	0.120359	0.126111	0.099540
	P	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
R^2		% 47.00	% 55.26	% 49.72	% 30.53

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج STATA 16

تظهر النتائج أن جميع البيتا(الثابت) موجبة، وذات دلالة إحصائية بدرجة كبيرة عند مستوى معنوية 1 ٪ لفترة العينة الكاملة، ولفترة التذبذب المرتفع وفترة التذبذب المتوسط وفترة التذبذب المنخفض. وتعني هذه النتيجة أن تذبذب

[1] Schreiber S, The Hausman Test Statistic can be Negative even Asymptotically, Journal of Economics and Statistics (Jahrbuecher fuer Nationaloekonomie und Statistik), De Gruyter, Volume 228, Issue 4, 2008, p. 404.

الأسعار في سوق الأسهم أقل من التذبذب في أي صندوق بعينه. كما أنها أكبر من الواحد، بمعنى آخر، كلما كانت بيتا محفظة صندوق التحوط مرتفعة، كلما كان الصندوق أكثر تذبذبا في الأسعار مقارنةً مع السوق بشكل عام.

تشير ألفا الموجبة إلى أن صندوقا ما قد فاق أداء المؤشر الاسترشادي للسوق، فضلا عن الانتقائية الأفضل للصندوق من جانب مدير الصندوق المعني، في حين أنه عندما يكون ألفا سالبا يدل ذلك على العكس. واستنادا إلى المعلومات الواردة في الجدول رقم25، لاحظنا أن قيم ألفا موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1 % بالنسبة لجميع صناديق التحوط الاسلامية المحلية خلال فترة العينة الكاملة وخلال فترات التذبذب الثلاثة. وهذا يعني أن هذه الصناديق تفوق أداء المؤشر العام للسوق وتقترح انتقائية جيدة من جانب مديري الصناديق.

المطلب الخامس: نتائج نموذج توقيت السوق

نوضح في هذا الجزء معاملات ألفا وبيتا وغاما المقدرة لصناديق التحوط التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، علما بأنه يتم تقييم جميع صناديق مقابل مؤشر The FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index . وذلك للعينة كاملة ولفترات التذبذب الفرعية.

الفرع الأول: نتائج نموذج توقيت السوق للعينة كاملة

نستعرض في هذا الجزء نتائج تقدير نموذج توقيت السوق لفترة العينة الكاملة، بناء على النموذج التجميعي، نموذج الآثار الفردية ونموذج الآثار العشوائية. ثم المفاضلة بين النماذج الثلاثة.

أولا: النموذج التجميعي

تم تقدير نموذج الآثار المدمجة للعينة كاملة ثم لفترة التذبذب المرتفع والتذبذب المتوسط وفترة التذبذب المنخفض باستخدام برنامج stata 16، واختصارا سوف نعرض نتائج العينة كاملة فقط أما باقي الفترات فتم إدراج نتائجها في جدول واحد يلخص نتائج كل الفترات الفرعية. والجدول الموالي يعرض نتائج تقدير نموذج توقيت السوق باستخدام الآثار المدمجة لفترة العينة كاملة:

الجدول رقم (23): نموذج توقيت السوق باستخدام الآثار المدمجة للعينة كاملة 2018/09-2007/05

```
. reg R ALFA GAMMA
```

Source	SS	df	MS		
				Number of obs	= 1,768
				F(2, 1765)	= 774.54
Model	7918.17927	2	3959.08963	Prob > F	= 0.0000
Residual	9021.82638	1,765	5.11151636	R-squared	= 0.4674
				Adj R-squared	= 0.4668
Total	16940.0056	1,767	9.5868736	Root MSE	= 2.2609

R	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ALFA	54.95357	1.923934	28.56	0.000	51.18014	58.72699
GAMMA	14.43117	15.65231	0.92	0.357	-16.26784	45.13019
_cons	1.647181	.0657911	25.04	0.000	1.518144	1.776217

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

تشير نتائج التقدير أن نموذج الآثار المدمجة مقبول إحصائيا عند مستوى دلالة 1%؛ ويدل قبول هذا النموذج على أنه يوجد اختلاف في العلاقة بين الحد الثابت وأن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما تشير نتائج التقدير أن القدرة التفسيرية لا بأس بها حيث بلغت 46.74 %، كما أن المتغير المستقل ألفا والحد الثابت ذو معنوية إحصائية. بينما المتغير غاما غير معنوي.

ثانيا: نتائج نموذج الآثار الثابتة لفترة العينة كاملة

الجدول رقم(24): نموذج توقيت السوق بإستخدام الآثار الثابتة للعينة كاملة 2018/09-2007/05

```
. xtreg R ALFA GAMMA, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =      1,768
Group variable: idt                             Number of groups   =         13

R-sq:                                           Obs per group:
     within  = 0.4703                                         min =        136
     between =      .                                         avg =      136.0
     overall = 0.4674                                         max =        136

                                                F(2,1753)          =     778.17
corr(u_i, Xb)  =  0.0000                        Prob > F           =     0.0000
```

R	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf.	Interval]
ALFA	54.95357	1.919443	28.63	0.000	51.18893	58.7182
GAMMA	14.43117	15.61577	0.92	0.356	-16.19632	45.05867
_cons	1.647181	.0656375	25.10	0.000	1.518445	1.775917
sigma_u	.2513732					
sigma_e	2.2555886					
rho	.01226754	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(12, 1753) = 504.69                     Prob > F =  0.000
```

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

نلاحظ من خلال النتائج أن نموذج الآثار الثابتة الفردية مقبول إحصائيا عند مستوى دلالة 1 %؛ ويدل قبول نموذج الآثار الفردية الثابتة على أن الاختلاف في العلاقة مرتبط بالحد الثابت فقط والمقدر ب 1.647181، في حين أن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما أن القدرة التفسيرية بلغت 47.03 %، كما نلاحظ معنوية كل من الثابت والمتغير المستقل ألفا، وعدم معنوية المتغير المستقل غاما. إضافة إلى أن فرضية الاستقلال بين البواقي والمتغير التفسيري محققة حيث أن معامل الارتباط بينها يساوي0. كما أن اختبار التجميعية يظهر أنه تم رفض الفرضية الصفرية، وبذلك يكون نموذج الآثار الفردية أفضل، حيث p=0.000.

ثالثا: نتائج نموذج الآثار العشوائية للفترة كاملة

الجدول رقم (25): نموذج توقيت السوق بإستخدام الآثار العشوائية للعينة كاملة 2007/05-2018/09

```
. xtreg R ALFA GAMMA, re

Random-effects GLS regression                   Number of obs     =      1,768
Group variable: idt                             Number of groups  =         13

R-sq:                                           Obs per group:
     within  = 0.0000                                         min =        136
     between = 0.0000                                         avg =      136.0
     overall = 0.4674                                         max =        136

                                                Wald chi2(2)      =    1556.34
corr(u_i, X)   = 0 (assumed)                    Prob > chi2       =     0.0000
```

R	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf.	Interval]
ALFA	54.95357	1.919443	28.63	0.000	51.19153	58.7156
GAMMA	14.43117	15.61577	0.92	0.355	-16.17518	45.03753
_cons	1.647181	.0793176	20.77	0.000	1.491721	1.802641
sigma_u	.16055864					
sigma_e	2.2555886					
rho	.00504142	(fraction of variance due to u_i)				

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

يعرض الجدول أعلاه نتائج تقدير معلمات نموذج الانحدار لبيانات البانل مع التأثيرات العشوائية الفردية .حيث نلاحظ قبول النموذج إحصائيا عند مستوى دلالة1 %؛ ويدل قبول نموذج الآثار الفردية العشوائية على أن الاختلاف في العلاقة مرتبط بالحد الثابت وهو عشوائي والمقدر ب 1.647181، في حين أن هناك تجانس في الميل أو معامل المتغير المستقل. كما يدل أن القدرة التفسيرية بلغت 46.74%، إضافة إلى معنوية المتغير المستقل ألفا والحد الثابت. وعدم معنوية المتغير المستقل غاما. كما أن فرضية استقلال البواقي عن المتغيرات التفسيرية محققة حيث أن

الارتباط بينهما معدوم. كما أظهرت النتائج أن sigma u=0.1605، مما يعني أن نموذج الآثار العشوائية مقبول مقارنة بنموذج الآثار المدمجة. وبالنسبة لاختبار Wald فهو معنوي عند مستوى معنوية 1 % .

وللمفاضلة بين النموذج العشوائي ونموذج الآثار المدمجة قمنا باختبار Breusch and Pagan، والنتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم(26): اختبار مضاعف لاغرانج لـBreusch and Pagan لنموذج توقيت السوق لفترة العينة الكاملة

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

R[idt,t] = Xb + u[idt] + e[idt,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
R	9.586874	3.096268
e	5.08768	2.255589
u	.0257791	.1605586

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 2.01

Prob > chibar2 = 0.0779

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

نرفض الفرضية البديلة بأن نموذج الآثار العشوائية مناسب، ونقبل الفرضية الصفرية القائلة بأن نموذج الآثار المدمجة هو الأنسب لتمثيل نموذج توقيت السوق.

رابعا: المفاضلة بين الآثار الثابتة والآثار العشوائية

رغم أن اختبار wald أظهر أن نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الآثار المدمجة، في حين أظهر اختبار Breusch and Pagan أن نموذج الآثار المدمجة أفضل من نموذج الآثار العشوائية، يمكننا القيام بإختبار هوسمان للتأكد بأن الآثار الثابتة أفضل. والنتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم(27): نتائج اختبار هوسمان لنموذج توقيت السوق للعينة كاملة

```
. hausman fe
```

	Coefficients (b) fe	(B) re	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ALFA	54.95357	54.95357	-3.55e-14	4.21e-08
GAMMA	14.43117	14.43117	-3.20e-13	2.38e-07

```
                b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
     B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

  Test:  Ho:  difference in coefficients not systematic

              chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
                      =    -0.00    chi2<0 ==> model fitted on these
                                    data fails to meet the asymptotic
                                    assumptions of the Hausman test;
                                    see suest for a generalized test
```

المصدر: مخرجات برنامج STATA 16

لنفس الأسباب التي شرحناها في النموذج تسعير السوق، لا يمكن قبول الفرضية الصفرية القائلة بأفضلية النموذج العشوائي عند مستوى معنوية 5%. وبذلك تقترح النتائج أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل لتمثيل نموذج توقيت السوق بالنسبة لصناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا.

الفرع الثاني: نتائج نموذج توقيت السوق للفترات الفرعية

بنفس الخطوات المتبعة لتقدير نموذج توقيت السوق للعينة كاملة، تم تقدير النموذج لكل الفترات الفرعية، والجدول الموالي يلخص النتائج:

الجدول رقم (28): نتائج نموذج توقيت السوق

		العينة كاملة	فترة التذبذب المرتفع	فترة التذبذب المتوسط	فترة التذبذب المنخفض
ألفا	Coef	54.95357	57.16146	66.06278	59.49121
	Std. Err	1.919443	2.852383	4.026974	4.308926
	P	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
غاما	Coef	14.43117	23.81862	26.52336	162.4553
	Std. Err	15.61577	20.95519	56.19866	51.46252
	P	0.356	0.2561	0.6372	0.0016
الثابت	Coef	1.647181	1.518866	1.358562	1.688437
	Std. Err	0.0656375	0.122324	0.137064	0.103200
	P	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
R^2		% 46.74	% 55.35	% 49.75	% 31.17

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج STATA 16

تبين نتائج نماذج الآثار الثابتة أن المعاملات المرتبطة بالحد التربيعي(أي معامل جاما) للعوائد الإضافية لجميع محافظ صناديق التحوط الإسلامية بالنسبة للعينة كاملة وفترة التذبذب المرتفع وفترة التذبذب المتوسط ليست ذات دلالة إحصائية. وهذا يعني أن مديري الصناديق حاولوا أن يحددوا وقت السوق، ولكن انتهت أنشطتهم في نهاية المطاف بإظهار توقيت خاطئ أو عدم وجود توقيت للسوق.

في حين في فترة التذبذب المنخفض معامل غاما معنوي بمعنى أن مديرو صناديق التحوط الإسلامية الماليزية أظهروا قدرة اختيار عالية من حيث تعديل صندوقهم المعروض للسوق قبل أن يتأرجح فيما يتعلق بالوصول إلى الارتفاع في الأسعار وتجنب الانخفاض في الأسعار.

خلاصة الفصل الخامس

يكشف تحليل العوائد غير المعدلة للمخاطر أن صناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا حققت عائد مادي أعلى بشكل ملحوظ عن المؤشر الشرعي للسوق المالية الماليزية لفترة العينة الكاملة وأثناء فترة التذبذب المرتفع وفترة التذبذب المتوسط وفترة التذبذب المنخفض. كما توضح النتائج القائمة على مقاييس المخاطر المعدلة للمخاطر(نسبة شارب، ومؤشر ترينور، ومعيار مودغلياني) أن جميع صناديق التحوط الاسلامية المحلية في ماليزيا حققت نسب شارب وترينور أعلى من المؤشر الاسترشادي أثناء فترة العينة الكاملة والفترات الفرعية. بينما أنتج مؤشر مودغلياني أعلى قيمة خلال فترات التذبذب المنخفض، وهذا يشير بأن صناديق التحوط الاسلامية المحلية تحقق أداء افضل وقت خلال فترات التذبذب المنخفض عن باقي الفترات.

أظهرت نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد أن قيم الألفا ذات دلالة إيجابية لجميع الصناديق لكامل العينة وخلال الفترات الفرعية وبتعبير أخر فإن جميع صناديق التحوط الإسلامية الماليزية فاقت في الأداء مقياس المقارنة الخاص بهم لكامل العينة وخلال الفترات الفرعية.

أما معامل توقيت السوق لجميع الصناديق فقد حقق نتيجة موجبة لكن بدون أهمية إحصائية. وتتمثل أحد الاستثناءات بأنه خلال فترة التذبذب المنخفض فإن معامل توقيت السوق لصناديق التحوط الاسلامية موجب وذو دلالة إحصائية. بعبارة أخرى فإن مدراء الصناديق أظهروا مهارات أو قدرة على توقيت السوق خلال فترة التذبذب المنخفض.

الفصل السادس:

كفاءة التحوط باستخدام المشتقات المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تمهيد

يعد الاستخدام المتزايد للمشتقات لأغراض التحوط أمرا إيجابيا للمؤسسات المالية الإسلامية ومستثمري الصكوك والمصدرين والشركات غير المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وتلعب المشتقات دورا حيويا في التحوط وتخفيف المخاطر التي تأتي من التقلبات في معدلات الربح وأسعار الصرف وأسعار السلع. ومع ذلك، فإن امتثال المشتقات للشريعة الإسلامية هو قيد رئيسي. وتعتبر مستقبليات زيت النخيل الخام الماليزي أكثر العقود الآجلة شهرة ونشاطاً في الأسواق الناشئة في آسيا، ويرجع ذلك أساسا لإقبال المسلمين عليها بسبب توافقها مع الشريعة الإسلامية. لكن التوافق مع الشريعة ليس كافيا وحده، في ظل عولمة مالية تزيد من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات، لذلك لا بد أن تكون المشتقات الإسلامية أيضا فعالة للتحوط من المخاطر. وسنحاول من خلال هذا الفصل قياس نسبة وفعالية التحوط للعقود المستقبلية الإسلامية في السوق الماليزية، بعد التعرف عليها. ويغطي هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: المشتقات المالية الاسلامية في السوق المالية الماليزية

المبحث الثاني: النماذج القياسية المستعملة في قياس نسبة وفعالية التحوط

المبحث الثالث: نتائج الدراسة القياسية

المبحث الأول: المشتقات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية

توجد ثلاث عقود مستقبلية، أقرها المجلس الاستشاري الشرعي لبورصة ماليزيا على أنها عقود متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وهي مستقبليات زيت النخيل الخام، مستقبليات زيت نواة النخيل الخام، ومستقبليات السهم الواحد التي يكون سهمها الأصلي متوافق مع الشريعة الإسلامية، والتي سنتعرف عليها في هذا المبحث.

المطلب الأول: عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام Crude Palm Oil Futures (FCPO) هي عقود مقومة بالرينجيت الماليزي (MYR) يتم تداولها في بورصة ماليزيا (BMD) والتي تعمل كمعيار لاكتشاف الأسعار العالمية لزيت النخيل الخام منذ عام 1980. يسمح العقد للمتداولين باكتساب التعرض للرافعة المالية في زيت النخيل الخام مقابل إنفاق رأسمالي صغير ويوفر احتمالات كثيرة للتداول الاتجاهي والتحوط والمراجحة وانتشار السلع.

الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

نتعرف في هذا العنصر على تعريف بورصة ماليزيا لعقود مستقبليات زيت النخيل الخام، إضافة إلى أهم خصائص هذه العقود.

أولا: تعريف عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام الماليزية

هي عقود مسعرة بالرينجت الماليزي تحدد عقود زيت النخيل الخام المستقبلية المتداولة في بورصة ماليزيا للمشتقات، مما يوفر للمشاركين في السوق مؤشر أسعار عالمي لسوق زيت النخيل الخام منذ أكتوبر 1980 في بورصة مستقبليات السلع. مع سجل حافل لأكثر من 30 عاما، أصبح سعر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام من بورصة ماليزيا للمشتقات نقطة مرجعية لصانعي السوق في صناعة زيوت الطعام[1].

ثانيا: خصائص عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

تم إعتماد إصلاحات جديدة اعتبارا من 26 فبراير 2018. غيرت من بعض خصائص عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام والتي تتمثل في:[2]

1. **حجم العقد:** عقد واحد من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام يعادل 25 طن متري.
2. **أدنى تقلب للسعر:** يبلغ 1 رينجت ماليزي لكل طن متري.

[1] FCPO_Revamp_FAQs_Feb2018 pdf downlead from : http://www.bursamalaysia.com, 14/04/2019
[2] http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/commodity-derivatives/crude-palm-oil-futures-fcpo/ Seen on : 10/04/2019

3. حدود السعر اليومية: باستثناء عمليات التداول في الشهر الحالي، لا يجوز خلال أي يوم عمل من أي شهر آخر، القيام بعمليات التسليم المستقبلي لزيت النخيل الخام، بأسعار تتراوح بين أكثر من 10٪ أو أعلى من أسعار التسوية الخاصة بيوم العمل السابق (10٪ كحد أقصى) باستثناء ما هو منصوص عليه أدناه:

- عندما يتم تداول ما لا يقل عن 3 عقود تخص الأشهر القادمة بحد أقصى 10٪، تعلن البورصة عن فترة تهدئة لمدة 10 دقائق لجميع أشهر العقد (باستثناء الشهر الحالي) تتم فقط في حدود 10٪. بعد فترة التهدئة، يتم تحديد جميع أشهر العقد على أنها متقطعة لمدة 5 دقائق، وبعدها لا تختلف الأسعار المتداولة عن كل أشهر العقد (باستثناء الشهر الحالي) بأكثر من 15٪ أعلى أو أقل من أسعار التسوية الخاصة بيوم العمل السابق ("15٪ كحد أقصى").
- إذا تم تشغيل حد الـ 10٪ قبل أقل من 30 دقيقة من نهاية جلسة التداول الأولى، يتم تطبيق ما يلي:
  - أ- لا يجوز تحديد أشهر العقد على أنها منفصلة؛
  - ب- يتم تطبيق حد 10٪ على جميع أشهر العقد (باستثناء الشهر الحالي) لبقية جلسة التداول الأولى؛
  - ت- يجب تطبيق حد 15٪ على كل أشهر العقد (باستثناء الشهر الحالي) خلال جلسة التداول الثانية.
- إذا تم تشغيل حد الـ 10٪ قبل أقل من 30 دقيقة من نهاية جلسة التداول الثانية، يتم تطبيق حد الـ 10٪ على كل أشهر العقد (باستثناء الشهر الحالي) لبقية يوم العمل. علما أن:

جلسة التداول الأولى: من الساعة 10:30 صباحا حتى الساعة 12:30 ظهرا، حسب توقيت ماليزيا.

جلسة التداول الثانية: 2:30 مساء حتى 6:00 مساء، حسب توقيت ماليزيا.

4. أشهر العقد: الشهر الحالي إضافة إلى11 شهرا التالية، وبعد ذلك، أشهر بديلة تصل إلى 36 شهرا المقبل.

5. الحد الأقصى للصفقات: الحد الأقصى لعدد المراكز الطويلة أو القصيرة التي قد يشغلها العميل هي:

- 1500 عقد للشهر الحالي.
- 20000 عقد لأي شهر وحده باستثناء الشهر الحالي.
- 30000 عقد لجميع الأشهر مجتمعة.

6. يوم التداول النهائي وتاريخ الاستحقاق: ينتهي العقد عند الظهر في اليوم الخامس عشر من شهر التسليم، وإذا كانت البورصة مغلقة في اليوم الخامس عشر، فينتهي في يوم العمل السابق.

7. درجة العقد ونقاط التسليم: زيت النخيل الخام ذو جودة تجارية جيدة، متوفر بكميات كبيرة، في عدة منشآت تابعة لميناء تانك Port Tank المعتمد من قبل البورصة، تعطي الخيار للبائع فهي موجودة في كل من: Port Kelang، Butterworth ,Penang و Pasir Gudang .

8. يجب ألا تتجاوز نسبة الأحماض الدهنية الحرة (Free Fatty Acids) 4٪ بالنسبة لزيت النخيل الذي يتم توصيله إلى مستودعات الموانئ وأن لا تزيد هذه النسبة عن 5٪ بالنسبة لزيت النخيل الذي يخرج منها. كما يجب ألا تتجاوز الرطوبة والشوائب 0.25٪. وحدة التسليم هي25 طن متري، بزيادة أو نقصان لا يتجاوز 2 ٪.

الفرع الثاني: تداول عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

سعت بورصة ماليزيا إلى نجاح مستقبليات زيت النخيل الخام، لذلك دعمتها بالعديد من المزايا والتسهيلات.

أولا: مزايا عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام: تتمثل أهم الفوائد التي تقدمها هذه العقود فيما يلي:[1]

1. **التداول العالمي:** يتم تداول عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام إلكترونيا على منصةCME GLOBEX، وهي منصة تداول عالمية، يعتبر الوصول إليها سهلا ويسمح للمتداولين سواء الأفراد أو المهنيين في أي مكان حول العالم بالوصول إلى جميع منتجات بورصة ماليزيا.
2. **إدارة مخاطر الأسعار:** يمكن لأصحاب المزارع ومصافي التكرير والمصدرين وأصحاب المطاحن استخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر حركة الأسعار غير المواتية.
3. **المضاربة على حركة السعر:** يمكن للمتداولين استخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لاكتساب القدرة على الاستفادة من الحركات في أسعار زيت النخيل الخام.
4. **التعرض المباشر لسوق السلع:** عبر عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، يمكن لمديري الصناديق العالميين ومستشاري تجارة السلع أن يكونوا جزءا من سوق السلع النشطة.
5. **الهوامش والعملات المعتمدة:** يتم إيداع الهامش الأولي لدى وسيط العقود الآجلة المرخص له مسبقًا للتداول. تفرض بورصة المقاصة للمشتقات المالية معدلات مخفضة من وقت لآخر على الهامش الأولي لجميع الودائع بالعملات الصعبة. في حين تَسوى هوامش التباين بالرينجت الماليزي (MYR)، يتم قبول الهوامش الأولية بعملات مختلفة هي:

- ❖ الرينجت الماليزي : Malaysian Ringgit (MYR)
- ❖ الدولار الأمريكي: US Dollar (USD)
- ❖ الجنيه البريطاني: British Pound (GBP)
- ❖ اليورو (يورو): Euro (EUR)

[1] http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/commodity-derivatives/crude-palm-oil-futures-fcpo/ (10/04/2019.)

- ❖ دولار هونج كونج: Hong Kong Dollar (HKD)
- ❖ الين الياباني: Japanese Yen (JPY)
- ❖ الرنمينبي الصيني: Chinese Renminbi (RMB)
- ❖ الدولار السنغافوري: Singapore Dollar (SGD)
- ❖ الدولار الأسترالي: Australian Dollar (AUD)

ثانيا: تسهيلات تداول عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام في بورصة ماليزيا

وتتمثل في:

1. استبدال المراكز المرتبطة (Exchange for Related Positions (EFRP: ويعني اتفاق بين طرفين يتم بموجبه استبدال مركز مستقبلي لزيت النخيل الخام بالمراكز ذات الصلة أو العكس، يمكن أن يشمل المركز ذو الصلة النقد أو أصل مادي أو مبادلات، أو مشتقات خارج البورصة أو غيرها من العقود المستقبلية. يجب أن يشمل المركز ذو الصلة السلعة أو الأ صل المالي الكامن في العقد المستقبلي، أو يجب أن يكون مشتقاً أو منتجا ثانويا أو منتجا يرتبط سعره بدرجة معقولة بالسلعة أو الأصل المالي الكامن في العقد المستقبلي.

2. التفاوض التجاري الضخم: (Negotiated Large Trade (NLT: هو تداول خارج السوق يسمح للمتداولين أو عملائهم بترتيب ومعاملة الطلبيات كبيرة الحجم بطريقة يحددها نظام التداول. يسمح هذا بإجراء الصفقات الكبيرة بسعر واحد ويقلل من التأثير المحتمل للسعر والتأخيرات الزمنية التي قد تحدث عند اجراء الصفقات ذات الأحجام الكبيرة في البورصة.

3. التسليم المادي لزيت النخيل الخام: تتم عملية التسليم المادي لزيت النخيل الخام كما يلي:[1]

- ❖ **إشعار المناقصة:** يمكن للمستثمرين الذين لديهم مراكز قصيرة في شهر التنفيذ، تقديم إعلان مناقصة لتسليم زيت النخيل الخام خلال فترة التسليم (1 – 20 من شهر التنفيذ). كما يجب تقديم إعلان المناقصة إلى غرفة المقاصة بحلول الساعة 12 ظهرا من نفس اليوم.
- ❖ **إيصالات التخزين القابلة للتداول الإلكتروني (e–Negotiable Storage Receipts):** يجب على البائع الذي ينوي تقييم زيت النخيل الخام بهدف تسليمه إلى السوق أن يوصله إلى مخزن معتمد من البورصة، ليقوم مالك المخزن بإصدار إيصالات التخزين القابلة للتداول الإلكتروني.

[1]https://www.bursamalaysia.com/sites/5bb54be15f36ca0af339077a/assets/5bb57e135f36ca0c38d98ec7/Consolidated_Products_eBrochure_english.pdf seen on : 11/04/2020

- **نصائح حول المناقصة وتخصيص التسليم:** تقوم غرفة المقاصة بتخصيص ايصالات التخزين الإلكترونية للمشاركين المعنيين بالمقاصة بشكل متناسب ولباقي العملاء بشكل عشوائي.
- **فترة تقييد المناقصة:** القيود المفروضة على إقفال الصفقة من أجل عقد شهر التنفيذ تسري على يوم عمل واحد قبل بداية فترة المناقصة وتستمر حتى نهاية فترة المناقصة.
- **مدفوعات المناقصة :** يتم ترحيل رسوم المناقصة إلى حساب البائع والمشتري في نهاية يوم المناقصة. أما تسليم مناقصة مستقبليات زيت النخيل الخام فيتم خلال يومي عمل، حيث يدفع المشتري مبلغ المناقصة ويستلمه البائع بعد يومي عمل من تاريخ المناقصة. بينما يتم الإفراج عن إيصالات التخزين الإلكترونية إلى المشتري بناء على إيصال الدفع.

الفرع الثالث: حجم تداول عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

زيت النخيل الخام هو زيت نباتي ويستخدم بشكل أساسي في الأطعمة المصنعة. أكبر منتجي زيت النخيل هم: إندونيسيا وماليزيا ونيجيريا وتايلاند وكولومبيا. وتحتل ماليزيا المرتبة الثانية كأكبر منتج لزيت النخيل الخام بإنتاج سنوي قدره 20500 ألف طن متري[1]. حيث يبلغ حجم العقد 25 طنا متريا ويتم تداوله في بورصة ماليزيا. بلغ إجمالي حجم التداول للعقود المستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO) على مشتقات بورصة ماليزيا (BMD) في أكتوبر 2020 أعلى مستوى له على الإطلاق بمقدار 12.0 مليون عقد، متجاوزا الرقم القياسي السابق البالغ 11.91 مليون عقد في عام 2017. وأشارت بورصة ماليزيا في تقرير لها أنه تم تداول 300 مليون طن من زيت النخيل الخام عبر البورصة، وهو ما يقارب 20 ضعف إنتاج ماليزيا في سبتمبر 2020[2]. أما بالنسبة للفئات المستثمرة في مستقبليات زيت النخيل الخام، فيلخصها الجدول الموالي:

الجدول رقم (29): نمو حجم التداول في العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام في بورصة ماليزيا

الفئة	févr-20	janv-20	déc-19	nov-19	oct-19	sept-19
المؤسسات الأجنبية	43%	44%	43%	43%	43%	43%
المؤسسات المحلية	11%	13%	15%	13%	14%	14%
تجار التجزئة الأجانب	1%	1%	0%	1%	1%	1%
تجار التجزئة المحليون	30%	29%	29%	27%	25%	25%
السكان المحليون	15%	13%	13%	16%	17%	18%
المجموع	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Source : https://www.bursamalaysia.com/ (12/12/2020).

[1] Read more at: https://commodity.com/soft-agricultural/palm-oil/
[2] Emir Zainul, CPO futures' trading volume on Bursa Malaysia Derivatives hits all-time high, 27October 2020, Available on : https://www.theedgemarkets.com/article/cpo-futures-bursa-malaysia-derivatives-hits-alltime-high-trading-volume

تمثل المؤسسات الأجنبية المستثمر الأول في مستقبليات زيت النخيل الخام، حيث تحوز أكثر من ربع العقود، يليها تجار التجزئة المحليون بما يقارب الثلث. ويبدو واضحا أن تجار التجزئة الأجانب يواجهون صعوبة في الوصول إلى هذه العقود.

إن الزيادة في حجم التداول ترجع في المقام الأول إلى زيادة استخدام FCPO كأداة تحوط ضد تقلب الأسعار الناجم عن جائحة Covid-19. والشكل الموالي يمثل تذبذب أسعار زيت النخيل الخام في الأسواق المالية العالمية:

الشكل رقم (43): أسعار زيت النخيل الخام للفترة 2016-2020

Source : https://tradingeconomics.com/commodity/palm-oil , (11/04/2020)

يمثل الشكل تذبذب أسعار زيت النخيل الخام في الخمس سنوات الأخيرة حيث ارتفع ليتجاوز 3200 رينجت ماليزي في أوائل 2017. وإنخفض إلى أقل من 1800 رينجيت ماليزي في أواخر 2018. وقد سجل سعر زيت النخيل الخام انخفاضا بحوالي 384 رينغيت ماليزي بنسبة قدرها 13.88٪ منذ بداية عام 2020[1].

الفرع الرابع: التحوط باستخدام عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام

كانت فعالية تحوط العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO) المتداولة في مشتقات بورصة ماليزيا تحت الأضواء في السنوات الأخيرة. كمعيار عالمي لأسعار الزيوت النباتية لأكثر من 30 عاما، ولقد أظهرت FCPO بشكل مفاجئ أن سوق العقود المستقبلية قد تعرضت للاضطراب بشكل كبير من قبل المضاربين. وهذا أمر مقلق لأن المضاربة تتسبب في تقلبات الأسعار على المدى القصير والتي لا توضح الصورة الحقيقية للاتجاه العام للسوق. هناك عدة أطراف تستفيد من التحوط بعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:[2]

[1] https://tradingeconomics.com/commodity/palm-oil , 11/04/2020
[2] Bursa Malaysia, FCPO Product Brochure English 2018, Retrieved from : http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/commodity-derivatives/crude-palm-oil-futures-fcpo/

أولا: تحوط الشركات المنتجة

تنتج الشركة المالكة للمزارع 20.000 طن متري شهريا (240.000 طن متري سنويا). بسبب التباطؤ الاقتصادي العالمي، تتوقع الشركة المنتجة أن يكون الطلب على زيت النخيل الخام أقل. يسمح العقد المستقبلي لزيت النخيل الخام الخاص ببورصة ماليزيا للمشتقات للشركة المنتجة بالتحوط لمدة تصل إلى سنتين من خلال بيع عقود المستقبليات.

مثال: قررت الشركة المنتجة التحوط لما مقداره 50 ٪ من الإنتاج في الستة الأشهر القادمة بواسطة عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام FCPO في بورصة ماليزيا للمشتقات. بداية من 13 أفريل 2012، يقوم المستثمر ببيع 400 عقد أو 10.000 طن متري في كل شهر إلى غاية سبتمبر 2012.

الجدول رقم(30): تحوط شركة منتجة بإستخدام عقود مستقبليات زيت النخيل الخام

الشهر	سعر البيع	السعر عند انتهاء صلاحية التسليم الفعلي	صافي الربح أو الخسارة لكل طن متري	صافي الربح أو الخسارة ل 400 عقد
أفريل 2012	3,568	3,510	58	580 ألف
ماي 2012	3,517	3,225	292	2.92 مليون
جوان 2012	3,510	2,848	662	6.62 مليون
جويلية 2012	3,497	3,065	432	4.32 مليون
أوت 2012	3,477	2,862	615	6.15 مليون
سبتمبر2012	3,459	2,936	523	5.23 مليون
الربح الإجمالي				25.82 مليون

Source : Bursa Malaysia, FCPO Product Brochure English 2018, Retrieved from : http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/commodity-derivatives/crude-palm-oil-futures–fcpo/

بذلك تحقق الشركة المنتجة ربح قدره: 25.82 مليون رينجيت ماليزي في البورصة الماليزية للمشتقات المالية من بيع عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام لستة أشهر قادمة.

ثانيا: تحوط معمل التكرير(مصفاة زيت النخيل الخام)

تلقت مصفاة تكرير ماليزية طلبا بتسليم 10.000 طن متري من زيت النخيل المعالج. لكنها تملك فقط زيت نخيل خام كافية لتحقيق 80 ٪ من هذا الطلب، بهذا تسجل عجز قدره 2000 طن متري. فتلجأ المصفاة إلى السوق الفعلي لتغطية هذا النقص ولكن لم تتمكن من العثور على أي بائعين بسبب الاتجاه الصعودي للسوق. نظرا للتوقعات بارتفاع الأسعار، فإنها تفضل الشراء بالسعر الحالي لحماية هامش ربحها.

تلجأ المصفاة إلى بورصة ماليزيا للمشتقات وتشتري 80 عقدا من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام (80 عقدا × 25 طنا متريا لكل عقد = 2000 طن متري) بالسعر السائد. وبهذا تقوم بإغلاق سعر الشراء بشكل فعال وتنتظر عملية المقاصة لاستلام زيت النخيل الخام.

الفرع الخامس: عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام كأدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية

قرر المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعه الحادي عشر، الذي انعقد في 26 نوفمبر 1997 بأن عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة. لقد أجرى المجلس الاستشاري الشرعي المنبثق عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي دراسة متعمقة حول هذه الأداة والقضايا الشرعية ذات الصلة بهدف التقدير الشرعي لعقود المستقبليات لزيت النخيل. من بين القضايا ما يلي:[1]

1. **المقامرة:** كانت هناك شكوك حول هذه الأداة بناء على المتطلبات المفروضة على لاعب السوق لوضع وديعة كهامش دفع قبل أن يبدأ التداول، يعتبر هذا الإجراء بمثابة رهان محظور. لكن المجلس الاستشاري الشرعي SAC قرر أن مثل هذا النشاط التجاري لا يمثل مقامرة لأن تقلب القيمة يحدث بسبب التغير في الطلب في سوق العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام. إنها أيضا ظاهرة شائعة في عالم التجارة، وليس من المناسب الحكم على عقد تتقلب قيمته بسبب تغير الطلب على سوق العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام كنشاط مقامرة. وذلك لأن أنشطة المقامرة تعتمد فقط على الحظ ولا ترتبط بالطلب والعرض.
2. **الغرر:** تتعلق هذه العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام بعدم اليقين في الحصول على البضائع التي تم شراؤها وفي تلقي الأرباح المحتملة. غير أن المجلس الاستشاري الشرعي SAC يرى بأنه على الرغم من تطلع التجار إلى جني الأرباح، فإن الربح والخسارة في العمل هو عامل مشترك،. قال الله سبحانه وتعالى: ﴿ يَرْجُونَ تِجَارَةً لَنْ تَبُورَ﴾[2]. حيث تصف طموح التجار بعدم تكبد خسائر. وبالمثل، في قول الله سبحانه وتعالى: ﴿ وَتِجَارَةٌ تَخْشَوْنَ كَسَادَهَا ﴾[3]. وتصف الآية القلق بشأن الخسارة. وهذا يدل على أن الربح والخسارة هو سمة من سمات التداول ويجب أن يتخذ المتداول خطوات لتقليل الخسارة.

والسؤال الرئيسي في العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام هو ما إذا كان الغرر موجودا بالفعل. وقد أثار الفقهاء عنصرا هاما في التجارة هو عنصر الغلط. إذ يجب توضيحه لأن هناك سوء فهم بينه وبين الغرر. يرى

[1] Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, Securities Commission, Kuala Lumpur Malaysia, Second Edition, First Reprint 2007, p.79.

[2] سورة فاطر، الآية 29.

[3] سورة التوبة، الآية 24.

الفقهاء أن الغلط من وجهة نظر "مصلحة استقرار التعامل" يعني أن اللاعبين في السوق يمنحون حرية التجارة والقبول والثقة في معاملاتهم لضمان سير السوق بسلاسة. العوامل التي يمكن أن تعيق التبادلات في السوق هي الغش والتلاعب. لا يمكن استخدام الغلط الذي ينطوي على تقييم خاطئ للفرد كأساس لإنهاء العقد. أما الغلط الناتج عن الغش الواضح فيمكن أن ينهي العقد.

بالنسبة للعقد المستقبلي لزيت النخيل الخام فلا ينطوي على الغرر، حيث قبل طرحه يتم توضيح مواصفاته مثل الكمية والنوع والسعر وتاريخ التسليم للاعبين في السوق. كما يتم توفير المراقبة والتنظيم اللازمين لضمان خلوه من الغش.

3. **بيع المعدوم:** لقد درس ابن القيم مسألة بيع المعدوم وأوضح أن تحريمه كان في الواقع بسبب وجود عنصر عدم اليقين بتسليم البضائع المباعة. مثل هذه المعاملات يمكن أن تحدث بغض النظر عما إذا كانت البضائع موجودة أم لا. ومع ذلك، ينطوي على شيء موجود ويمكن للبائع الحصول عليه في شكل ملموس، موافق عليه وصالح. يحدث هذا غالبا في الشريعة الإسلامية، مثل السلم والاستصناع وبالتالي، بيع المعدوم محظور بسبب عنصر الغرر. وهذا لا يحدث في سوق العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، حيث يمكن تسوية العقد نقدا قبل تاريخ الاستحقاق أو التسوية بالتسليم عند تاريخ الاستحقاق. إضافة إلى ذلك، فإن غرفة المقاصة تضمن التسليم وتسوية الصفقة. وبهذا فعنصر الغرر غير موجود أو ضئيل.
4. **المضاربة:** هي أيضا واحدة من القضايا التي تثير الشكوك حول جواز العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام وفقا للشريعة الإسلامية. ونقصد بالمضاربة تحقيق أرباح من تقلبات أسعار البضائع. في الواقع، توجد المضاربة في جميع أشكال الأعمال ولا تقتصر على المعاملات في العقود المستقبلية. الأمر هو ما إذا كانت مفرطة أو أجريت في ظل ظروف طبيعية.
5. **عدم تبادل السلع:** طرح العلماء المسلمون مسألة أن العوض لا يحدث في معاملات العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام. والعوض يعني التبادل في الشراء والبيع، ولكن في هذا السياق لم يحدث أي شراء للسلع بالمعنى الفعلي. لذلك، لا توجد زيادة في قيمة الأنشطة الاقتصادية. تداول العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام في الواقع، يعطي زيادة في قيمة صانعي السوق. على سبيل المثال، عندما يقوم منتجو زيت النخيل الخام بالتحوط، فهم يسعون إلى خفض التكاليف، فيؤدي ذلك إلى تحسين أرباح الشركة بشكل غير مباشر وجعل منتجاتها أكثر قدرة على المنافسة.

بناء على عدم وجود الغرر، بيع المعدوم، عدم وجود العوض، فإن المجلس الاستشاري الشرعي في بورصة ماليزيا يحل العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام كعقود متفقة مع الشريعة الإسلامية، طالما كانت حرة من عنصر

الربا والقمار. لذلك يمكن للمستثمرين الذين يشعرون بالقلق من الممارسات غير الشرعية أن يستفيدوا من هذه العقود المستخدمة كأدوات للتحوط من المخاطر.

المطلب الثاني: عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

تم إطلاق عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام في فيفري 2004 ببورصة ماليزيا للمشتقات. وقد قرر المجلس الاستشاري الشرعي SAC أن عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام جائزة شرعا لأنها تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وإعتمد في ذلك على النقاط السابقة الذكر الخاصة بزيت النخيل الخام، حيث أن تورق كلا المنتجين يتم بنفس الطريقة.

الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

تعريف: يشير العقد المستقبلي للسلع إلى اتفاق لشراء أو بيع سلعة تم وصفها بسعر محدد وفي تاريخ محدد في المستقبل. من بين عقود المستقبليات للسلع الأساسية التي يتم تداولها في سوق المشتقات بماليزيا، عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام Crude Palm Kernel Oil Futures (FPKO). وهو عقد آجل لزيت لب (نواة) النخيل الخام يتم تداوله من خلال بورصة ماليزيا للمشتقات، وهو مصمم لتزويد اللاعبين في صناعة زيت اللوريك بفرص تحوط ضد مخاطر حركة الأسعار المعاكسة في السوق[1].

الفرع الثاني:خصائص عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

تتميز بالخصائص التالية:[2]

- **حجم العقد:** عقد واحد من عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام يعادل 25 طن متري.
- **أدنى تقلب للسعر:** يبلغ 1 رينجت ماليزي لكل طن متري.
- **حدود السعر اليومية:** 100 رينجيت ماليزي للطن المتري الواحد أو أعلى من أسعار التسوية لليوم السابق لكل الأشهر، باستثناء الشهر الحالي. يتم توسيع الحدود عندما تكون أسعار التسوية لجميع الأشهر الثلاثة المذكورة مباشرة بعد الشهر الحالي، في حدود مايلي:
  - اليوم الأول : 100 رينجيت ماليزي.
  - اليوم الثاني : 150 رينجيت ماليزي.

[1] https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/derivatives/commodity_derivatives/crude_palm_kernel_oil_futures#:~:text=FPKO%20is%20a%20Crude%20Palm,in%20the%20lauric%20oil%20market. Seen on 15/04/2019.

[2] http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/commodity-derivatives/crude-palm-kernel-oil-futures-fpko/ Seen on 15/04/2019.

- اليوم الثالث: 200 رينجيت ماليزي.

وتبقى حدود الأسعار اليومية عند 200 رينجيت ماليزي، عندما تستقر أسعار التسوية في اليوم السابق لجميع الأشهر الثلاثة المذكورة مباشرة بعد الشهر الفوري عند حدود 200 رينجيت ماليزي. أما خلافا لذلك، يجب أن تعود إلى الحد الأقصى لمبلغ 100 رينجيت ماليزي.

❖ **أشهر العقود:** الشهر الحالي والأشهر الخمسة التالية. وبعد ذلك، الأشهر البديلة يمكن أن تصل إلى 12 شهرا.

❖ **فترة المقاصة:** أول يوم عمل حتى يوم العمل العشرين من شهر التسليم، أو إذا كان يوم العشرين هو يوم غير سوقي، تتم المقاصة في يوم العمل السابق.

❖ **درجة العقد ونقاط التسليم:** زيت نواة النخيل الخام ذو جودة تجارية جيدة، متوفر بكميات كبيرة، في عدة منشآت تابعة لميناء تانك Port Tank المعتمد من قبل البورصة، تعطي الخيار للبائع فهي موجودة في كل من: Port Kelang، Butterworth ,Penang و Pasir Gudang. يجب ألا تتجاوز نسبة الأحماض الدهنية الحرة (Free Fatty Acids) 3.5٪ – مثل حمض اللوريك بالنسبة لزيت نواة النخيل الذي يتم تسليمه إلى مستودعات الموانئ وأن لا تزيد هذه النسبة عن 4٪ بالنسبة لزيت نواة النخيل الذي يخرج منها. كما يجب ألا تتجاوز الرطوبة والشوائب 0.5٪. ويجب أن تتروح قيمة اليود بين 16.5 و18.75.

وتكون وحدة التسليم 25 طن متري، بزيادة أو نقصان لا يتجاوز 2٪. مع الاعتماد في تسوية فروق الوزن على المتوسط البسيط لأسعار التسوية اليومية لشهر التسليم.

❖ **الحد الأقصى للمضاربة:** الحد الأقصى لعدد مراكز البيع الطويلة أو مراكز الشراء القصيرة هي:

- 250 عقد للشهر الحالي.
- 1000 عقد في أي شهر واحد باستثناء الشهر الحالي.
- 1500 عقد في جميع أشهر العقد مجتمعة.

الفرع الثالث: مزايا عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

من أهم الفوائد التي تقدمها هذه العقود مايلي:

❖ **متاحة عالميا:** يتم تداول عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام إلكترونيا على®CME GLOBEX، وهي منصة تداول إلكترونية عالمية. ويعد الوصول إلى CME Globex® أمرا سهلاً ويسمح للمتداولين الأفراد والمحترفين في أي مكان حول العالم بالوصول إلى جميع منتجات بورصة ماليزيا للمشتقات.

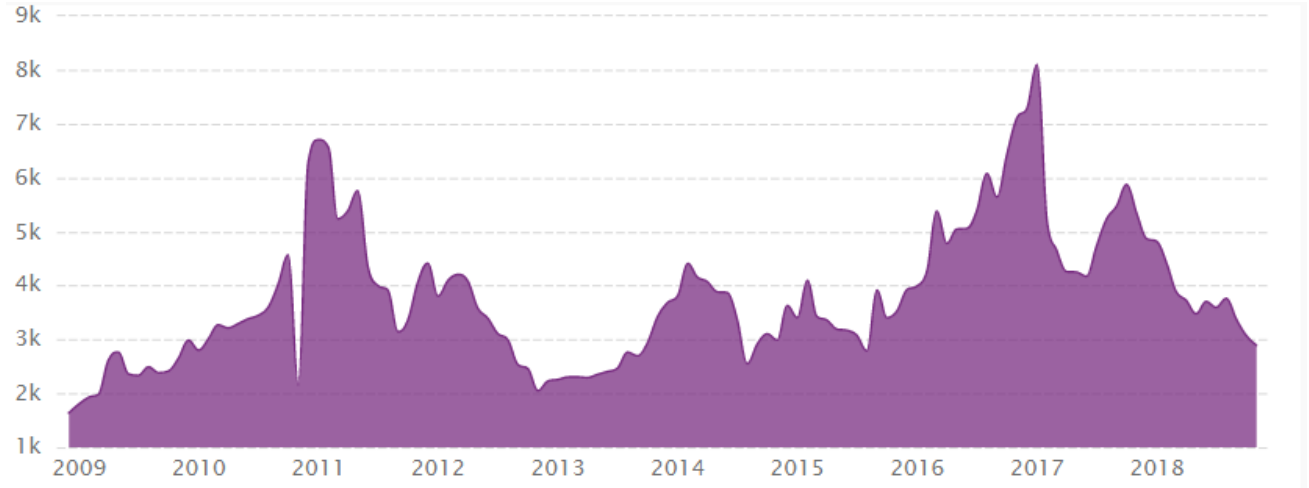
❖ **إدارة المخاطر:** يمكن استخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام من قبل لاعبي صناعة زيت اللوريك للتحوط ضد مخاطر حركة الأسعار غير المواتية في سوق السلع.

- **التداول بالرافعة المالية:** يتعرض المتداول لعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام إلى الرافعة المالية للقيمة الاسمية للأصل الأساسي مع مبلغ صغير نسبيا من رأس المال (الهامش الأولي)، مما يضخم تأثير التغير في السعر.
- **التعرض الفوري للسوق:** يمكن لمديري الصناديق العالمية ومستشاري تداول السلع والمتداولين التعرض لسوق زيت اللوريك.
- **التداول المنظم:** يتم تداول عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام بثقة في سوق آمن وشفاف تشرف عليه هيئة الأوراق المالية في ماليزيا.

الفرع الرابع: تداول عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

استمرت أسعار زيت نواة النخيل في ماليزيا في التحليق عند أعلى مستوياتها في ثماني سنوات بعد أن أظهرت بيانات الصناعة انخفاضا في كل من المخزون والإنتاج في أكتوبر. وأغلقت أسعار زيت النخيل الخام (CPO) على ارتفاع في 5 نوفمبر 2020 بمقدار 1044.37 دولار للطن الواحد بعد أن كانت 960.71 دولار / طن في 5 أكتوبر من نفس السنة[1]. ويمثل الشكل الموالي أسعار زيت نواة النخيل خلال ثمان سنوات من 2009 إلى غاية 2018.

الشكل رقم (44):أسعار زيت نواة النخيل للفترة 2009 إلى غاية 2018



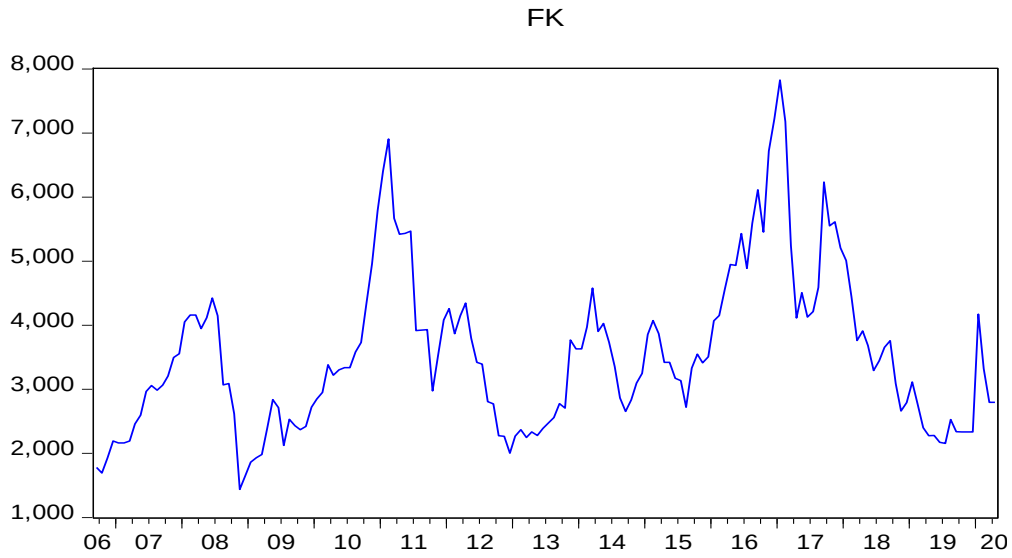
Source : https://www.ceicdata.com/en/malaysia/palm-oil-price . (07/02/2019)

وصلت أسعار زيت نواة النخيل الخام إلى أعلى مستوى لها على الإطلاق عند 8429.000 رينغيت ماليزي للطن في جانفي 2017 وأدنى مستوى قياسي بلغ 754.500 رينغيت ماليزي للطن في فيفري 2001. إن هذا التذبذب في أسعار زيت النخيل الخام كان دافعا قويا لاستخدام مستقبليات زيت نواة النخيل الخام كأداة للتحوط من

[1] https://www.icis.com/explore/resources/news/2020/11/11/10573214/malaysia-palm-oil-hovers-at-8-year-highs-as-inventory-falls-to-3-year-low seen on : 20/12/2020.

تقلبات السوق، وسببا في انتشار استخدام هذه العقود. ويمثل الشكل الموالي أسعار عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام في بورصة ماليزيا.

الشكل رقم(45): أسعار عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام في بورصة ماليزيا للفترة 2006-2020



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع www.investing.com

تأثرت عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام بالأزمة المالية العالمية في سنة 2008، فشهدت انخفاضا حادا في أسعارها وصل إلى 1438 رينجيت ماليزي، لكنها سرعان ما استعادت نشاطها. وقد بلغ أعلى سعر لها 7827 رينجت ماليزي في جانفي 2017. لكنها شهدت تذبذبا واضحا خلال السنوات الأخيرة بسبب الصراعات الاقتصادية بين الصين والولايات المتحدة.

الفرع الخامس: التحوط بإستخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

يمكن أخذ مركز قصير أو مركز طويل بهدف التحوط من مخاطر تقلبات أسعار زيت نواة النخيل الخام، والمثالين التالين يشرحان استخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام كأداة للتحوط.

المثال 01: استراتيجية التحوط الطويل باستخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

يجب على مصفاة تسليم 20.000 طن متري من زيت نواة النخيل، لكن لديها نقص 4.000 طن متري ولم تستطع إيجاد أي بائع في السوق حاليا، وبذلك تواجه المصفاة خطر التعرض لسعر أعلى. وللتحوط من هذا الخطر تتجه لبورصة ماليزيا للمشتقات وتقوم بشراء 160 عقد مستقبلي لزيت نواة النخيل (25*160=4.000). الآن يمكنها تقليص خطر ارتفاع الأسعار. وما عليها سوى انتظار المناقصة للتسليم المادي لزيت نواة النخيل الخام.

المثال 02: استراتيجية التحوط القصير باستخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام

عند شراء التاجر لزيت نواة النخيل الخام، قد يتعرض خلال تسليم الزيت إلى خطر انهيار الأسعار قبل أن يتمكن من بيع الزيت المعالج في السوق المحلية. لذلك يبيع عقود المستقبليات لتعويض أي انخفاض محتمل في أسعار زيت نواة النخيل، وهذا ما يسمى بالتحوط القصير.

الجدول رقم(31): مثال عن استراتيجية التحوط القصير باستخدام عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل

السوق النقدي	سوق المستقبليات
جوان: شراء 1000 طن متري من زيت نواة النخيل بسعر 825 دولار أمريكي لبيعها في جويلية.	***جوان***: عقود المستقبليات لشهر أوت = 2450 رينجت للطن. بيع 40 عقد مستقبلي بسعر = 2450*25*40= 2.450.000
جويلية: انخفضت أسعار زيت نواة النخيل إلى 780 دولار أمريكي. عند حصول البيع بهذا السعر يحقق التاجر خسارة= (780-825)*1000= 45.000 دولار أمريكي = 139.500 رينجيت ماليزي.	***جويلية***: عقود المستقبليات لشهر أوت = 2300 رينجيت للطن. شراء 40 عقد مستقبلي = 2300*25*40= 2.300.000 يحقق التاجر ربح = 2.450.000 -2.300.000= 150.000 رينجت = 48.400 دولار أمريكي.

Source: Bursa Malaysia Derivatives Berhad, https://www.bursamalaysia.com/ 16/04/2019.

المطلب الثالث: مستقبليات السهم الواحد الإسلامية

تتيح بورصة ماليزيا للمشتقات تداول عقود المستقبليات للسهم الواحد على أسهم بعض الشركات الرائدة والشركات التي تتمتع بسيولة كبيرة في دولة ماليزيا. ويوفر هذا فرصةً فريدة للمستثمرين الدوليين والإقليميين للاستفادة من تحركات السوق وتغطية مراكزهم.

الفرع الأول: ماهية عقود المستقبليات للسهم الواحد

العقود المستقبلية للسهم الواحد Single Stock Futures (SSFs) يمكن أن تكون إضافة إلى أي محفظة تقريبا، حيث إنها توفر وسيلة للتحوط من مخاطر الأسهم، بالإضافة إلى المضاربة على تحركات أسعار الأسهم. هذه العقود تقدم للمستثمرين فرصة استثمار أرخص من الاستثمار المباشر في الأسهم. يمكن شراءها أو بيعها في أي وقت دون قلق. ويشترط أن يضم حجم العقد الواحد من هذه المستقبليات 1000 سهم وأن لا يقل الحد الأدنى لتذبذب السعر عن 0.02 نقطة أي ما قيمته 20.00 رينجيت ماليزي[1].

[1] http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/equity-derivatives/single-stock-futures-ssfs Seen on : 15/03/2019

الجدول رقم(32): مستقبليات السهم الواحد المتاحة في بورصة ماليزيا

الرقم	الاسم المختصر للعقد المستقبلي	اسم الشركة	رمز السهم
1.	FBRS	Bursa Malaysia Bhd	**1818**
2.	FAIR	AirAsia Bhd	**5099**
3.	FAMM	AMMB Holdings Bhd	**1015**
4.	FBST	Berjaya Sports Toto Bhd	**1562**
5.	FGEN	Genting Bhd	**3182**
6.	FIOI	IOI Corporation Bhd	**1961**
7.	FMAX	Maxis Communications Bhd	**5051**
8.	FRHB	RHB Capital Bhd	**1066**
9.	FSGB	SCOMI Group Bhd	**7158**
10.	FTEL	Telekom Malaysia Bhd	**4863**

Source : http://bursa.listedcompany.com/news.rev/id/22801 seen on : 04/04/2019

تم اختيار قائمة مستقبليات السهم الواحد العشرة الأساسية من قائمة ضمت 42 سهما مدرجا في بورصة ماليزيا، بناء على إرشادات الأوامر الهيكلية. كما يجب أن يكون لدى الشركة الأساسية متوسط رسملة سوقية يومية لا تقل عن مليار رينجيت ماليزي في الثلاثة أشهر الماضية مباشرة قبل تاريخ الإصدار[1].

Maxis Bhd هي شركة اتصالات رائدة في ماليزيا. أعيد إدراج عملاق الاتصالات السلكية واللاسلكية في السوق الرئيسية لبورصة ماليزيا في 19 نوفمبر 2009 بعد أن تم شطبها في 13 جوان 2007. وفي سنة 2018، بلغت قيمتها السوقية 44.1 مليار رينجيت ماليزي وتشكل واحدة من أفضل 30 شركة في بورصة كوالالمبور[2]. لكن بالرغم من ذلك لم يتم إصدار مستقبليات السهم الواحد المتعلقة بهذه الشركة بعد إعادة إدراجها في بورصة ماليزيا.

الفرع الثاني: خصائص مستقبليات السهم الواحد في بورصة ماليزيا

تتمتع مستقبليات السهم الواحد بالخصائص التالية:

- ❖ تحتوي مستقبليات السهم الواحد على مواصفات معيارية لكل عقد محددة من طرف بورصة ماليزيا.
- ❖ يتم تداول مستقبليات السهم الواحد ومقاصتها في بورصة ماليزيا.
- ❖ الكمية المعيارية للأصل (السهم) الأساسي محددة مسبقا، حيث كل عقد مستقبلي واحد يعادل 1000 سهم ينتهي في تاريخ مستقبلي محدد سلفاً.
- ❖ تنتهي صلاحية العقد المستقبلي في آخر يوم عمل من شهر العقد، ويتم تسويته نقدا.

[1] http://bursa.listedcompany.com/news.rev/id/22801 seen on : 04/04/2019
[2] https://valueinvestasia.com/is-maxis-bhd-still-a-good-stock-to-buy/ seen on : 04/04/2019

❖ عند شراء أو بيع العقد المستقبلي، فهو يعادل شراء أو بيع 1000 سهم أساسي بسعر متفق عليه الآن، للتسليم أو التسوية النهائية في تاريخ لاحق عندما ينتهي العقد. كما يمكن إغلاق عقد الشراء (الطويل) أو البيع (القصير) في أي وقت قبل انتهاء العقد مع صفقة مقاصة.

الفرع الثالث: مزايا مستقبليات السهم الواحد

توفر مستقبليات السهم الواحد المزايا التالية:

❖ **الاستفادة من كلا الأسواق الصاعدة أو الهابطة:** بحيث يمكنك بيع مستقبليات السهم الواحد بسرعة، بمخاطر أقل من شراء الأسهم ودون وجود داعي للقلق. كما يعد البيع على المكشوف باستخدام مستقبليات السهم الواحد أكثر كفاءة، وأقل ضغطا.

❖ **الرافعة المالية:** يتراوح الهامش المبدئي بين 10٪ و 25٪ من قيمة الأسهم الأساسية، مما يؤدي إلى تحرير النقود بحيث يمكن استثمار الفرق أو الاستفادة من الأموال في نواحي أخرى.

❖ **وفورات في تكاليف المعاملات:** إن تكلفة المعاملة لكل عقد مستقبلي للسهم الواحد سواء تم شراؤه أو بيعه تتراوح بين 45 – 30 رينجيت ماليزي، وهو عموما أقل من رسوم معاملات الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، يتم تسوية عقود مستقبليات السهم الواحد نقدا، لذلك ليس لديها أي تكاليف مرتبطة بالمعاملات أو تسليم الأسهم الفعلية.

❖ **معدل الهامش لمستقبليات السهم الواحد في بورصة ماليزيا:** أعلنت بورصة ماليزيا عن التفاصيل المتعلقة بمعدلات الهامش وقواعد أعمالها المتعلقة بالعقود المستقبلية للسهم الواحد (SSF) بتاريخ 26 أفريل 2006. وقال يسلي محمد يوسف، الرئيس التنفيذي لبورصة ماليزيا آنذاك، أن "مستقبليات السهم الواحد ستوسع نطاق خيارات الاستثمار المتاحة للمستثمرين بالإضافة إلى زيادة السيولة داخل سوق المشتقات في ماليزيا".

الجدول رقم (33): معدلات الهامش المبدئية لمستقبليات السهم الواحد في بورصة ماليزيا للمشتقات

الشركة	العقود المستقبلية للسهم الواحد	معدلات الهامش (رينجت ماليزي)
AirAsia Berhad	FAIR	**280**
AMMB Holdings Berhad	FAMM	**460**
Bursa Malaysia Berhad	FBRS	**940**
Berjaya Sports Toto Berhad	FBST	**720**
Genting Berhad	FGEN	**3840**
IOI Corporation Berhad	FIOI	**2080**
Maxis Communications Berhad	FMAX	**1360**
RHB Capital Berhad	FRHB	**380**
Scomi Group Berhad	FSGB	**200**

Source : http://www.mondovisione.com/news/bursa-malaysia-announces-margin-rates-and-business-rule-amendments-in-relation-t/ seen on : 30/03/2019

تشير القائمة أعلاه إلى الهامش الأولي للمراكز المفتوحة لعقود مستقبليات السهم الواحد، حيث يتم جمع الهامش الأولي من المستثمرين قبل البدء في أخذ وضع في سوق هذه المستقبليات وهو شكل من أشكال الضمان أو ضمان الأداء الذي سيتم إرجاعه إلى المستثمرين بمجرد إغلاق جميع المراكز المفتوحة (أي بعد خصم رسوم المعاملات والخسائر و/ أو أي مبالغ بسبب وسيط العقود المستقبلية). إن الهامش المبدئي المذكور أعلاه هو الحد الأدنى للإيداع المطلوب من قبل غرفة المقاصة. قد يطلب وسطاء العقود الآجلة أكثر من الحد الأدنى للهامش حسب سياسات إدارة المخاطر الخاصة بهم. قد يتم نشر الهامش المبدئي في شكل رينجت ماليزي (RM) أو عملات أجنبية مختارة أو أسهم معتمدة أو خطابات اعتماد. تخضع معدلات الهامش المبدئي للمراجعة المنتظمة وقد يتم تغييرها بواسطة غرفة المقاصة.

كما تتضمن مستقبليات السهم الواحد SSF تعديلات تسهل تداولها في بورصة المشتقات، وتحتوي على أحكام لضمان وجود سوق منظم وعادل للتداول في العقود المستقبلية. وهي جزء من الجهود المتواصلة التي تبذلها بورصة ماليزيا لتطوير والحفاظ على سوق رأس المال الديناميكي والقوي في ماليزيا. ومن أهم هذه التعديلات: [1]

- ❖ تغيير اسم مستقبليات الأسهم إلى مستقبليات السهم الواحد؛
- ❖ وصف الحد الأدنى لسعر عقد مستقبليات السهم الواحد؛
- ❖ المواصفات المتعلقة بعدم وجود حدود لأسعار مستقبليات السهم الواحد؛
- ❖ المصادقة على الأسهم قبل استخدامها في مستقبليات السهم الواحد؛
- ❖ منهجية التعديلات الخاصة بالدفع النقدي وأنشطة الشركات؛
- ❖ تعليق أو وقف تداول مستقبليات السهم الواحد؛
- ❖ إدراج حدث جديد قابل للإفصاح؛
- ❖ خصائص عقود مستقبليات السهم الواحد ورسوم تداولها.

الفرع الرابع: التحوط باستخدام مستقبليات السهم الواحد ومخاطر تداولها

على الرغم من الفرص التي تقدمها مستقبليات السهم الواحد في مجال التحوط من المخاطر إلا أن تداولها لا يخلو من المخاطر والتي نستعرضها في هذا العنصر.

[1] http://www.mondovisione.com/news/bursa-malaysia-announces-margin-rates-and-business-rule-amendments-in-relation-t/ . Seen on : 30/03/2019

أولا: التحوط باستخدام مستقبليات السهم الواحد

يمكن استخدام مستقبليات السهم الواحد لأخذ مركز مرتبط بشركة معينة يكون محايد للتغيرات في السوق العام. ويتم ذلك عن طريق تداولها مقابل المؤشر المركب للعقود المستقبلية لكوالالمبور (FKLI)، حيث يمكن استغلال الأحداث الإيجابية من خلال بيع FKLI وشراء SSF، في حين يمكن استغلال الأحداث السلبية للشركات بشراء FKLI وبيع SSF. يمكنك أيضا إزالة تأثير سهم واحد من مؤشر أوسع، على سبيل المثال، تحول مؤشر كوالالمبور المركب KLCI 100 سهم في99 KLCI. تستخدم نسبة التحوط لتحديد الترجيح المناسب لتحقيق تداول محايد بين الأسهم والمؤشر.

يمكن للمستثمر شراء أو بيع العقود المستقبلية للسهم الواحد (SSFs) لإضافة قيمة إلى حساب محفظته المالية. توفر هذه العقود طريقة للتحوط من مخاطر التعرض للأسهم والمضاربة على تغيرات أسعار الأسهم. فهي منتجات أرخص من الاستثمار المباشر في الأسهم. وفيما يلي مثال بسيط على كيفية استخدام مستقبليات السهم الواحد:[1]

- ❖ المستثمر أ متأكد من أن أسهم AirAsia Bhd سترتفع عن السعر الحالي 1.6 رينجيت ماليزي، وبما أنه لا يتوفر لديه سوى 5000 رينغيت ماليزي، فإنه يشتري 3000 سهم. بعد شهر واحد، يتم تداول سهم AirAsia Bhd بسعر 1.80 رينجيت ماليزي فيبيع المستثمر جميع الأسهم البالغ عددها 3000 سهم ويربح المستثمر 600 رينجيت ماليزي. (3000 X 0,2).
- ❖ المستثمر ب متأكد من أن أسهم AirAsia Bhd سترتفع، لكنه استثمر نفس القدر من المال في مستقبليات السهم الواحد للشركة SSFs AirAsia Bhd. بحيث 5000 رينجت ماليزي تمكنه من شراء 40 عقدا من AirAsia Bhd SSF، مما جعله يحقق ربحا قدره 8000 رينجيت ماليزي خلال نفس الفترة الزمنية، وهو ما يعادل 13 ضعفًا الأرباح التي حققها المستثمر الأول (RM0.20 لكل عقد × 40 عقد × 1000)

عندما تعاني سوق الأسهم من فترات التقلب، فإن الحاجة للتحوط ضد مخاطرها تتزايد، هذا ما توفره مستقبليات السهم الواحد SSFs حيث تمكن المستثمر من مغادرة المركز الأصلي للسهم مع تحييد مخاطره والسماح باستمرار الحصول على توزيعات الأرباح. كما تسمح مستقبليات السهم الواحد SSFs بالتداول في "أزواج" الأسهم عندما يكون هناك اعتقاد بتفوق سهم على الآخر. هذه الاستراتيجية تنطوي على مراكز طويلة ومراكز قصيرة في نفس الوقت للأسهم المترابطة مما سمح باستغلال التطورات الإيجابية في شركة واحدة ضد التطورات السلبية أو المحايدة

[1] derivatives_commodity_derivatives_brochure_SSF, PDF downlead from : http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/products/equity-derivatives/single-stock-futures-ssfs seen on: 09/04/2019

لشركة أخرى. فيحقق المستثمر بذلك أرباح سواء في حالة ارتفاع أو انخفاض الأسواق. إضافة إلى ذلك تتيح مستقبليات السهم الواحد SSFs إمكانية بدء عمليات تداول مباشرة بدلاً من تداول الأسهم الكامنة حيث أن استخدام الرافعة المالية يضخم تأثير التذبذب في السعر.

ثانيا: مخاطر تداول مستقبليات السهم الواحد

يحمل التداول في العقود المستقبلية مخاطر للمستثمرين. ويوصى بأن يطلب المستثمرون المشورة قبل التداول إذا كانت خبرتهم محدودة. حيث تضخّم الرافعة المالية تأثير تذبذب السعر وقد تؤدي أيضا إلى خسائر كبيرة إذا تحرك السوق ضد مراكز مستقبليات السهم الواحد الخاصة بالمستثمر. قد تؤدي حركة السعر في الاتجاه المعاكس إلى استدعاء الهامش، مما يتطلب من المستثمر إرسال المزيد من المال. وإذا لم يحافظ على أرصدة الهامش الخاصة به، فقد يتم إغلاق مراكز مستقبليات السهم الواحد المتعلقة بها. لذلك هناك أمور يجب مراعاتها عند التداول مستقبليات السهم الواحد تتمثل في:[1]

1. **الرقابة على مراكز العقود المستقبلية للسهم الواحد:** حيث يمكن أن يكون تداول مستقبليات السهم الواحد (SSFs) محفوفاً بالمخاطر، لذا يجب على المستثمر مراجعة مراكزه بانتظام كجزء من استراتيجية إدارة المخاطر الخاصة به.
2. **إستدعاء الهامش:** بغض النظر عن جمع الهامش الأولي كشكل من أشكال الضمان، سيقوم الوسيط أيضا بتسويق أو إعادة تقييم محفظة مستقبليات السهم الواحد الخاصة بك في نهاية كل يوم عمل على أساس أسعار التسوية التي تحددها بورصة ماليزيا. إذا كان العقد المستقبلي يولد خسارة، فهو يطلب من المستثمر تجديد حسابه في غضون الوقت المحدد. وعدم القيام بذلك يؤدي إلى التصفية القسرية للعقود المستقبلية. أما إذا كان العقد المستقبلي ينتج عنه ربحا، قد يسمح للمستثمر بسحب الأموال الزائدة من حساب التداول الخاص به.
3. **تأثير بعض أحداث الشركات:** عند حدوث بعض القضايا مثل المكافآت أو حقوق الإصدار، يتم تعديل جميع المراكز المفتوحة إلى سعر مرجعي جديد ولكن يتم الاحتفاظ بحجم العقد عند 1000 سهم لكل عقد. ويتم تسوية أي مبالغ فردية ناتجة.
4. **تعليمات وقف الخسارة:** يمكن للمستثمر وضع تعليمات وقف الخسارة مع الوسيط الخاص به، إذا كان غير قادر على مراقبة أنشطة مراكز العقود المستقبلية.

[1] Ibid

الفرع الخامس: تصنيف مستقبليات السهم الواحد كأداة متوافقة مع الشريعة الاسلامية

وافق المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية على عقود المستقبليات للسهم الواحد Single Stock Futures (SSF) كأداة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، شريطة أن تكون الأسهم الأساسية لهذه العقود متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. يوفر هذا التطور الأخير للمستثمرين بديلاً آخر للاستثمار الإسلامي، فضلاً عن كونه أداة لإدارة المخاطر متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. تم عرض عقود المستقبليات للسهم الواحد ببورصة ماليزيا في أفريل 2006 كأداة للتحوط من مخاطر أسعار الأسهم، وكوسيلة فعالة وغير مكلفة للتعرض لسوق الملكية. تمت الموافقة على مستقبليات السهم الواحد من طرف المجلس الاستشاري الشرعي على أساس أنها خالية من العناصر المتعلقة ب: المقامرة، بيع المعدوم، الجهالة والغرر. حيث يتم تداول هذه الأدوات بكميات واضحة بينما يحدد السعر وفقا لقوى العرض والطلب في السوق.

بناء على قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية الصادرة في أفريل 2006، يوجد خمسة من أصل عشرة عقود SSFs يتم تداولها في بورصة ماليزيا للمشتقات تعتبر متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وهي AirAsia، IOI Corporation، Maxis Communications، Scomi Group، Telekom Malaysia.[1]

[1] Securities Commission , Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, Volume 01 Number 02, August 2006, p.8.

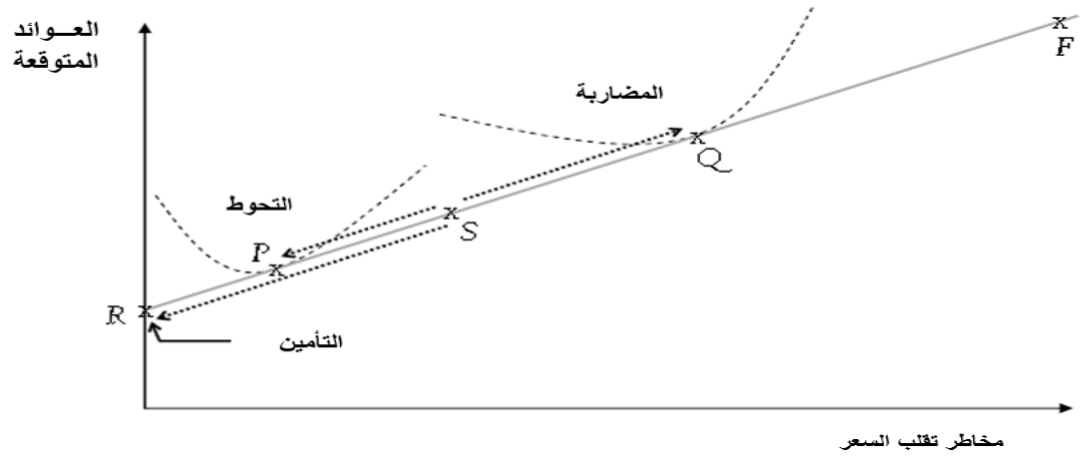
المبحث الثاني: النماذج القياسية المستعملة في قياس نسبة وفعالية التحوط

خلال الستينيات، قدم جونسون (Johnson 1960) وستاين (Stein 1961) منهج متوسط التباين للتحوط(mean–variance) ، وامتد هذا إلى التحوط بالوكالة من قبل أندرسون ودانثين سنة 1981 (Anderson and Danthine) حيث افترض هؤلاء المؤلفون أن التحوط يحتوي على عنصر مضاربة إضافي، لذا فإن التحوط يتعلق بالعوائد المتوقعة بالإضافة إلى مخاطر محفظة التحوط.

المطلب الأول: النظرية التقليدية للتحوط

يصور الشكل رقم (46) الوضع عندما يكون هناك تحوط مثالي متاح. أي أن هناك عقداً مستقبليا F على المحفظة الأساسية S مع استحقاق يتطابق تماما مع أفق التحوط والذي يرتبط سعره تماما بسعر المحفظة. بينما تحدد النقطة S المحفظة الأساسية، وتظهر مخاطر تقلب السعر والعائد المتوقع على المحورين الأفقي والرأسي. تحدد النقطة F المخاطرة والعائد على العقد المستقبلي الذي يصبح هو موضع الرافعة المالية لـS في حالة التحوط المثالي ، ويمثل رافعة مالية عالية للغاية لأن تكاليف العقود الآجلة لا تكلف شيئاً تقريبا عند التداول.

الشكل رقم (46): منهج المتوسط – التباين للتحوط عند التحوط المثالي



Source : Carol Alexander, Market Risk Analysis Volume III : Pricing, Hedging and Trading Financial Instruments, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2008, p.104.

يتمثل منظور التأمين التقليدي للتحوط في إزالة جميع المخاطر من المحفظة المغطاة، وبالتالي تحقيق معدل عائد خالي من المخاطر بدون مخاطر. هذا هو الحد الأدنى لتباين محفظة التحوط. ولكن تظهر أيضا وظيفتان منفعيتان لمستثمرين مختلفين في الشكل السابق.

لقد جذبت ملاءمة نظرية المحفظة للتحوط قدرا كبيرا من الاهتمام من الأكاديميين والمشاركين في السوق. من بين الأوائل كان Johnson الذي أدخل مفهوم نظرية المحفظة من خلال تحوط المركز النقدي مع العقود

المستقبلية. يفترض أن جميع التحوطات تسعى لتقليل المخاطر، وهو تباين التغير في قيمة مركز التحوط. التحوط هو أحد العناصر الأكثر أهمية في تداول المشتقات لأنه جزء من استراتيجية إدارة المخاطر في الاستثمار لأنه ينطوي على استخدام المشتقات كوسيلة لتقليل التعرضات المرتبطة بتقلبات المتغيرات المالية. يتخذ المتحوطون المراكز المتعاكسة ف ي كل من سوق المشتقات والأسواق النقدية من خلال التركيز بشكل أكبر على اتجاه التغير في فرق السعر بين كلا السوقين[1]. أحد الأهداف الرئيسية للتحوط هو اختيار نسبة التحوط المثالية، والتي يتم اشتقاقها بشكل أساسي من معامل الانحدار بين التغير في الأسعار الفورية والتغير في سعر أداة التحوط[2]. إن التحوط من المخاطر أصبح مقياسا مهما جدا للاستثمار بسبب تقلب البيئة المالية والاقتصادية، لذلك من المهم تحديد الكمية المثلى لأدوات التحوط. وبالتالي، يعتبر حساب نسبة التحوط المثالية هي إحدى المهام الحساسة في التحوط. لهذا السبب، يجب على المستثمر القيام بتقدير نسبة المركز القصير للعقود المستقبلية الذي يتعاكس مع المركز الطويل المحتفظ به في سوق النقد بهدف تقليل مخاطر المحفظة المغطاة.

يمكن للمستثمر التحوط للمحفظة بأكملها أو جزء منها في حين أن نسبة التحوط هي الحجم النسبي للعقد المستقبلي مقابل الصفقة النقدية. مما يعني أن نسبة التحوط ممثلة كمعامل في سعر الأداة الأصلية على سعر أداة التحوط، لإيجاد التحوط الأمثل، تحسب نسبة التحوط β باستخدام المعادلة التالية:

$$St = \alpha + \beta\ Ft + \varepsilon t$$

حيث:

St = السعر الفوري للأصل الأساسي

F = سعر العقد المستقبلي كأداة للتحوط

β = نسبة التحوط

εt = حد الخطأ العشوائي

يمكن تعريف نسبة التحوط المثالية على أنها تقدير حجم المركز القصير الذي يجب الاحتفاظ به في سوق العقود المستقبلية، كنسبة من المركز الطويل المحتفظ به في السوق الفورية، والذي يزيد من فائدة المستثمر المتوقعة، ويتم تحديد نسبة التحوط المثالية على أساس المخاطرة والعائد المتوقع للمحفظة المغطاة[3]. بمعنى أخر هي كمية الأداة

[1] Awang, N., Azinan, N. A., Ibrahim, I., & Said, R. M, Hedging Effectiveness Stock Index Futures Market: An Analysis on Malaysia and Singapore Futures Markets. International Conference on Economics, Management and Development ,Working paper, 2014, p.24.

[2] Hatemi J. A. and Roca E., Calculating the optimal hedge ratio: constant, time varying and the Kalman Filter Approach, Applied Economic Letters 13, 2006, p.2.

[3] Ibrahim I. and Sundarasen S. D. D., Time-varying hedging using the State-Space model in the Malaysian equity market, Jurnal Pengurusan , volume 31, 2010. p

الأصلية وأداة التحوط التي تضمن عدم تغير القيمة الإجمالية للمحفظة المغطاة. يمكن التعبير عن ذلك على النحو التالي:

$$V_h = Q_S S - Q_F F$$

حيث:

V_h = قيمة المحفظة المغطاة.

Q_S = كمية الأصول الفورية.

Q_F = كمية العقود المستقبلية.

S = سعر الأصل الفوري.

F = سعر أداة التحوط.

و :

$$\Delta V_h = Q_S \Delta S - Q_F \Delta F$$

فإذا كان: $\Delta V_h = 0$، فإن المعادلة التالية تمثل تحوطا مثاليا:

$$\frac{Q_F}{Q_S} = \frac{\Delta S}{\Delta F}$$

نضع:

$$\beta = \frac{Q_F}{Q_S}$$

ومنه:

$$\beta = \frac{\Delta S}{\Delta F}$$

حيث: β هي نسبة التحوط المثالية، وهي معامل الانحدار في المعادلة السابقة.

أما فعالية التحوط، فقدم (Ederington 1979) مقياسا بسيطًا لفعالية التحوط يتمثل في النسبة المئوية للانخفاض في التباين التي حققها التحوط.[1] بمعنى آخر جعل مقياس R^2 يمثل فعالية التحوط. يمكن قياس فعالية التحوط من خلال التباين في معدل العائد على المحفظة مقارنة بتباين معدل العائد على الأصل. الفرضية الصفرية الأساسية هي[2]:

$$H_0 : \sigma^2(R) = \sigma^2(R_p)$$

في حين أن الفرضية البديلة للتحوط الفعال هي:

$$H_1 : \sigma^2(R) > \sigma^2(R_p)$$

1 Ederington, L., The hedging performance of the new futures markets. The Journal of Finance , Volume 34, Issue 01, 1979, pp. 157-170.

2 Moosa I., Ramiah. V. , Chapter 29 - Emerging Market Stocks in Global Portfolios: A Hedging Approach , in Emerging Markets and the Global Economy, Elsevier Inc, 2014, pp. 701-724.

يتم رفض الفرضية الصفرية إذا كانت نسبة التباين VR ذات دلالة إحصائية – أي إذا كان:

$$VR = \frac{\sigma^2(R)}{\sigma^2(R_p)} > F(n-1,n-1)$$

حيث:n حجم العينة. يمكن استكمال هذا الاختبار بحساب تقليل التباين(variance reduction) VD، على النحو التالي:

$$VD = 1 - \frac{1}{VR} = 1 - \frac{\sigma^2(R_p)}{\sigma^2(R)} = \frac{\sigma^2(R-hR^*)}{\sigma^2(R)}$$

يمكن إثبات أهمية الارتباط بين معدلات العائد R و *R، من أجل فعالية التحوط من خلال اشتقاق العلاقة بين الارتباط ونسبة التباين. يتم تعريف معامل الارتباط ρ على النحو التالي:

$$\rho = \frac{\sigma(R,R^*)}{\sigma(R)\sigma(R^*)}$$

حيث: $\sigma(R^*)$ ،$\sigma(R)$هي على التوالي الانحرافات المعيارية لمعدلات العائد على الأصول والعقود المشتقة. هذا يعطي:

$$\sigma(R,R^*) = \rho\sigma(R)\sigma(R^*)$$

بتعويض المعادلة السابقة، في نسبة التحوط، يصبح لدينا:

$$h = \frac{\rho\sigma(R)\sigma(R^*)}{\sigma^2(R^*)} = \rho\left[\frac{\sigma(R)}{\sigma(R^*)}\right]$$

وبذلك يمكن إعادة كتابة VR، بالشكل التالي:

$$VR = \frac{\sigma^2(R)}{\sigma^2(R)+h^2\sigma^2(R^*)-2\left[\frac{\rho\sigma(R)\sigma(R^*)}{\sigma^2(R^*)}\right]\rho\sigma(R)\sigma(R^*)}$$

والتي يمكن تبسيطها إلى:

$$VR = \frac{1}{1-\rho^2}$$

مما يدل على وجود علاقة إيجابية بين VR و p، وذلك يقودنا إلى:

$$VD = 1 - \frac{1}{VR} = \rho^2$$

وهذا يبين أن تقليل التباين ومعامل الارتباط تربطهما علاقة غير خطية موجبة، وبذلك يصبح مربع معامل الارتباط الشرطي يساوي فعالية التحوط.

المطلب الثاني: نسبة التحوط الثابتة (الإحصائية)

لقد تم تطوير واقتراح عدة نماذج لتقدير نسبة التحوط الثابتة، وأهم هذه النماذج: نماذج المربعات الصغرى(Ordinary Least Squares)، نماذج الانحدار الذاتي، نماذج تصحيح الخطأ، ونماذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة.

الفرع الأول: طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares)

تنص نظرية جاوس –ماركوف(The Gauss – Markov theorem) على أنه إذا كان المتغير المستقل ثابتاً والمتغير التابع عشوائياً في المجتمعات الفرعية، المتساوية التباين، فإن طريقة المربعات الصغرى تعطي أكفأ تقديرات خطية غير متحيزة (BLUE=Best linear unbiased estimator) علماً أن طريقة المربعات الصغرى، هي الطريقة التي ترشدنا إلى إيجاد قيم b_1 وb_0 والتي تجعل مجموع مربعات البواقي عند نهايتها الصغرى.[1]

تقدير نسبة التحوط وفق طريقة المربعات الصغرى ينطوي على انحدار التغيرات في الأسعار الفورية للأصل والتغيرات في أسعار العقود المستقبلية. يعتبر معامل الانحدار هو الحد الأدنى لنسبة التحوط وهي نسبة التباين المشترك بين الأسعار الفورية للأصل وأسعار العقود المستقبلية، وتباين العقود المستقبلية. بالإضافة إلى ذلك، يشير R^2 في هذا النموذج إلى فعالية التحوط.[2] معادلة المربعات الصغرى تعطى كما يلي:

$$R_{St} = \alpha + hR_{Ft} + \varepsilon_t$$

حيث:

R_{St}: العائد اللوغاريتمي للأسعار الفورية للأصل.

R_{Ft} : العائد اللوغاريتمي لأسعارالعقود المستقبلية.

ε_t: هو مصطلح الخطأ في معادلة المربعات الصغرى.

h : تمثل النسبة المثالية للتحوط.

باستخدام الانحدار حسب المعادلة السابقة، ميل معادلة الانحدار الذي يمثل نسبة التحوط، في هذه الحالة، يكون الميل ثابتاً ويتوقع أن تكون نسبة التحوط ديناميكية في طبيعتها. في حين معامل التحديد R^2 يمثل فعالية التحوط.

---

[1] لتفاصيل أكثر انظر : -دومنيك سلفتور، الإحصاء والاقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، دون سنة نشر ، ص.138.
- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار حامد للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011، ص. 22.

[2] Awang, N. et al, op cit, p.28.

الفرع الثاني:. نموذج شعاع الانحدار الذاتي The Bivariate Vector AutoRegressive Model

في نماذج VAR تعالج كل المتغيرات بصفة متماثلة وبدون شرط إقصاء مع إدخال عامل التباطؤ لكل المتغيرات في كل المعادلات ليعطي للنظام الطبيعة الحركية. هذه النماذج عبارة عن تعميم لنماذج الانحدار الذاتي إذ يتكون من نظام لجملة معادلات بحيث كل متغيرة هي عبارة عن توليفة خطية لقيمها الماضية والقيم الماضية لمتغيرات أخرى بالإضافة إلى الأخطاء العشوائية.

لتحديد درجة النموذج نستخدم معايير المعلومات، فطريقة اختيار الدرجة تكمن في تقدير كل معادلات النموذج من أجل أي رتبة (درجة) من 0 إلى P (P هو العدد الأقصى المقبول من طرف النظرية الاقتصادية). نستعمل مثلا المعايير الثلاثة المعروفة: Akaike و Hannan–Quin و Schwarz المعرفة كما يلي:

$$AIC = \ln|\Sigma_{\hat{\varepsilon}}| + \frac{2k^2 p}{T}$$

$$HQ = \ln|\Sigma_{\hat{\varepsilon}}| + \frac{2\log\log T}{T} k^2 p$$

$$SC = \ln|\Sigma_{\hat{\varepsilon}}| + \frac{k^2 p \ln(T)}{T}$$

مع k عدد متغيرات النظام، T عدد المشاهدات، p عدد فجوات الزمنية، $\Sigma_{\hat{\varepsilon}}$ مصفوفة، التباين–التباين المشترك للبواقي. والتي نحسب من خلالها نسبة التحوط.

نختار التباطؤ الأمثل وذلك بتصغير المعايير الثلاثة .يمكن أيضا استخدام نسبة المعقولية لهذا الغرض انطلاقا من تقدير تباين البواقي. إذا كان $\Sigma^1_{\hat{\varepsilon}}$ تباين بواقي النموذج المقيد و $\Sigma^0_{\hat{\varepsilon}}$ تباين النموذج الأول (غير المقيد)، فإن إحصائية نسبة المعقولية $T\left(\ln|\Sigma^1_{\hat{\varepsilon}}| - \ln|\Sigma^0_{\hat{\varepsilon}}|\right)$ تتوزع توزيع X^2 بدرجة حرية تساوي عدد القيود.

وتكون معادلة نسبة التحوط بإستخدام نموذج VAR كالتالي:

$$R_{St} = \alpha_S + \sum_{i=1}^{k} \beta_{Si} R_{St-i} + \sum_{j=1}^{l} \gamma_{Fj} R_{Ft-j} + \varepsilon_{St}$$

$$R_{Ft} = \alpha_F + \sum_{i=1}^{k} \beta_{Fi} R_{Ft-i} + \sum_{j=1}^{l} \gamma_{Sj} R_{St-j} + \varepsilon_{Ft}$$

حيث:

St: اللوغاريتم الطبيعي للأسعار الفورية للأصل.

Ft: اللوغاريتم الطبيعي لأسعار العقود المستقبلية.

εSt . εFt : يمثلان حد الخطأ

الفرع الثالث: نموذج شعاع تصحيح الخطأ

بعد أن نقوم باختبار وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات باستخدام اختبار جوهانسن – جيسلس للتكامل المشترك، لابد من تقدير معادلة التكامل المشترك، ويتم ذلك باستخدام نموذج شعاع تصحيح الخطأ.

ويعد نموذج شعاع تصحيح الخطأ (VECM) أكثر ملاءمة لتقدير نسبة التحوط إذا تم تحديد سعرين على المدى الطويل لأنه يمثل التكامل المشترك على المدى الطويل بين الأسعار الفورية وأسعار العقود المستقبلية. حيث يرى (Kumar وآخرون) أن نموذج VECM أفضل نموذج محدد لتقديرات نسبة التحوط الثابتة وفعالية التحوط لأنها تنطوي على دمج طويل الأجل بين الأسعار الفورية وأسعار العقود المستقبلية ، على الرغم من أنها لا تأخذ في الاعتبار هيكل التباين المشترك المشروط للسعر الفوري وأسعار العقود المستقبلية.[1] إذا استقرت السلاسل الزمنية للعقود المستقبلية والأسعار الفورية عند الدرجة الأولى مع وجود تكامل مشترك، يتم تقدير النموذج على النحو التالي:

$$R_{St} = \alpha_S + \beta_S S_{t-1} + \gamma_F F_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_{Si} R_{St-i} + \sum_{j=1}^{l} \gamma_{Fj} R_{Ft-j} + \varepsilon_{St}$$

$$R_{Ft} = \alpha_F + \beta_F F_{t-1} + \gamma_S S_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \beta_{Fi} R_{Ft-i} + \sum_{j=1}^{l} \gamma_{Sj} R_{St-j} + \varepsilon_{Ft}$$

حيث:

St و Ft يمثلان اللوغاريتم الطبيعي للأسعار الفورية والعقود المستقبلية.

k /. يمثلان عدد الفجوات الزمنية.

ε تمثل الضجة البيضاء White noise

يمكن تعريف درجة فعالية التحوط على أنها نسبة التباين في المركز غير المحوط مطروحا منه تباين مركز التحوط، على تباين المركز غير المحوط:[2]

$$\mathbf{HedgingEffectiveness} = \frac{\boldsymbol{VarianceUnhedged - VarianceHedged}}{\boldsymbol{VarianceUnhedged}}$$

حيث تقلب عائد المحفظة غير المحوط هو تقلب الأسعار الفورية، بينما يتم احتساب تباين عائد المحفظة المتحوط كمحفظة الحد الأدنى من التباين فيMarkowitz، وبذلك يكون:

$$\boldsymbol{VarianceUnhedged} = \boldsymbol{\delta^2_{Spot}}$$

$$\boldsymbol{VarianceHedged} = \boldsymbol{\delta^2_{Spot} + h^2\delta^2_{Futures} - 2h\delta_{SF}}$$

[1] Kumar, B., Singh, P., and Pandey, A., Hedging Effectiveness and Optimal Hedge Ratio in Indian Stock and Commodity Derivatives Markets, IIMA Working Paper Series,2008-04-04, Indian Institute of Management, Ahmedabad, India, 2008, p.16.

2 Myers, R. 1., Estimating time-varying optimal hedge ratios on futures markets. The Journal of Futures Markets, Volume 11, 1991, pp. 39-53.

حيث: δ^2_{Spot}: تباين أسعار الأصل.

$\delta^2_{Futures}$: تباين أسعار عقود المستقبليات.

δ_{SF} : التباين المشترك بين بواقي تباين أسعار الأصل وتباين أسعار عقود المستقبليات.

h: نسبة التحوط

الفرع الرابع: نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

تم اقتراح نموذج التكامل المشترك ARDL بواسطة(Pesaran) سنة 1997. وقد جادل بأن وجود علاقة طويلة المدى بين السعر الفوري S_t والسعر المستقبلي F_t لا يعتمد على ما إذا كان($\rho_f = 1$ i.e.) F_t: I(1) بمعنى أن F_t مستقر في الدرجة الأولى.

لنفترض أن هناك علاقة واحدة طويلة المدى بين السعر الفوري S_t والسعر المستقبلي F_t. بذلك يجب أن يكون $|\rho_f|<1, \lambda \neq 0, \gamma = 0 \,|\, \rho_s|<1, \gamma \neq 0, \lambda = 0$. ولنفترض أن $|\rho_s|<1, \gamma \neq 0, \lambda = 0$. ثم يمكننا كتابة المعادلتين التاليتين:

$$\Delta S_t = \alpha_s(1-\rho_s) - (1-\rho_s)S_{t-1} + \gamma F_{t-1} + \varepsilon_{s,t}$$

$$\Delta F_t = \alpha_f(1-\rho_f) - (1-\rho_f)F_{t-1} + \varepsilon_{f,t}$$

وبإفتراض أن كل من ε_s و ε_f تتوزع توزيعاً طبيعياً، فيصبح لدينا:

$$\varepsilon_{s,t} = (\sigma_{sf}/\sigma_f^2)\varepsilon_{f,t} + v_t.$$

وباستخدام المعادلتين السابقتين يصبح لدينا:

$$\Delta S_t = \alpha_1 + \alpha_2 S_{t-1} + \alpha_3 F_{t-1} + \beta \Delta F_t + v_t$$

حيث: $\alpha_1 = \alpha_s(1-\rho_s) - \alpha_f(\sigma_{sf}/\sigma_f^2)(1-\rho_f)$, $\alpha_2 = -(1-\rho_s)$, $\alpha_3 = [\gamma + (\sigma_{sf}/\sigma_f^2)(1-\rho_f)]$ و $\beta = (\sigma_{sf}/\sigma_f^2)$.

طبق (Chen, Lee and Shrestha) سنة 2004 المعادلة الأخيرة للحصول في نفس الوقت على نسبة التحوط طويلة المدى المعطاة بتقدير $-\alpha_3/\alpha_2$ ونسبة التحوط على المدى القصير التي يقدمها تقدير β. يلاحظ أن المعادلة صالحة إذا كانت سلسلة الأسعار الفورية والعقود المستقبلية مستقرة. وهي صالحة أيضا إذا كانت كلتا

السلسلتين عبارة عن سلسلتي جذر وحدة ومتكاملتين معا من الدرجة الأولى[1]. ويعتبر معامل التحديد المعدل R^2 adjusted هو فعالية التحوط في هذا النموذج.

المطلب الثالث: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن

تمتلك بيانات السلاسل الزمنية بشكل عام بنية تقلبات متغيرة عبر الزمن (تأثير ARCH)، وبسبب هذا التأثير في عوائد الأصل والعقد المستقبلي والتوزيع المشترك المتغير مع الزمن، قد يكون تقدير نسبة التحوط الثابتة وفعالية التحوط بالنماذج السابقة غير مناسب.[2] حيث قام سكاتي وآخرون (Cecchetti et al) باستخدام نموذج ARCH لتمثيل الاختلاف الزمني في مصفوفة التباين المشروط لعوائد سندات الخزينة والعقود المستقبلية الخاصة بها لتقدير نسب التحوط المثلى المتغيرة عبر الزمن ووجدوا أن هناك اختلافات كبيرة في نسب التحوط المثلى[3].

نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس متعددة المتغيرات Multivariate GARCH Models

يمكننا تحديد نماذج MGARCH من خلال تحديد أول لحظتين شرطيتين. فإذا كان لدينا عملية انحدار ذاتي معمم مشروط بعدم التجانس (GARCH) بقيمة (ϵt)، حيث: $\epsilon t = (\epsilon 1 t, \ldots, \epsilon m t)'$ فيجب أن يكون: $t \in \mathbb{Z}$

$$E(\epsilon_t \mid \epsilon_u, u < t) = 0, \text{Var}(\epsilon_t \mid \epsilon_u, u < t) = E(\epsilon_t \epsilon_t' \mid \epsilon_u, u < t) = H_t .$$

يعتمد التوسع إلى متعدد المتغيرات لمفهوم عملية GARCH على المعادلة من الشكل التالي:

$$\epsilon t = H_t^{1/2} \eta_t$$

حيث: (ηt) عبارة عن سلسلة من المتغيرات ذات قيمة $\mathbb{R}m$ مع متوسط يساوي صفر ومصفوفة التباين المشترك (Conditional Covariance) معرفة كما يلي:

$$H_t^{1/2} (H_t^{1/2})' = H_t$$

يمكن اختيار المصفوفة $H_t^{1/2}$ لتكون متناظرة وموجبة، ولكن يمكن أيضا اختيارها لتكون ثلاثية، مع عناصر قطرية موجبة.[4] وفي الاختيار الأخير، على سبيل المثال ، إذا تم اختيار $H_t^{1/2}$ ليكون منخفضا مثلثيا، فإن المكون الأول لـ ϵ_t يعتمد فقط على المكون الأول من ηt. عندما تكون $m = 2$، يمكننا أن نحدد:

[1] Chen, S. S., Lee, C. F., & Shrestha, K, Empirical analysis of the relationship between the hedge ratio and hedging horizon: A simultaneous estimation of the short- and long-run hedge ratios, Journal of Futures Markets,Volume 24, pp.359–386.

[2] Kumar, B., Singh, P., & Panday, A. Role of Indian Commodity Derivatives Market in hedging PriceRisk: Estimation of Constant and Dynamic Hedge Ratio, and Hedging Effectiveness, Indonesian Capital Market Review, Volume 03, NO.1, 2014, p.64.

[3] Cecchetti, S.G., Cumby, R.E., and Figlewski, S., Estimation of Optimal Futures Hedge, Review of Economics and Statistics,Volume 70, 1988, pp.623-630.

[4] For more details see : Harville, D. Matrix Algebra from a Statistician's Perspective, New York: Springer, 1997.

$$\begin{cases} \epsilon_{1t} = h_{11,t}^{1/2}\eta_{1t}, \\ \epsilon_{2t} = \frac{h_{12,t}}{h_{11,t}^{1/2}}\eta_{1t} + \left(\frac{h_{11,t}h_{22,t}-h_{12,t}^2}{h_{11,t}}\right)^{1/2}\eta_{2t}, \end{cases}$$

حيث يشير ηit و hij، t إلى العناصر العامة لـ ηt و Ht.

لا ينبغي أن يكون النموذج بسيطًا جدًا بحيث لا يكون قادرا على التقاط الديناميكيات في هيكل التباين المشترك (covariance structure). إضافة إلى ذلك، من المفيد أن يتميز النموذج بما يسمى الاستقرار عن طريق خاصية التجميع (stability by aggregation). فإذا كانت ϵ_t تحقق الشروط، فإن العملية ($\tilde{\epsilon}_t$) المحددة بواسطة $\tilde{\epsilon}_t = P\,\epsilon_t$ ، حيث P هي مصفوفة مربعة قابلة للانعكاس، تعطينا:

$$E(\tilde{\epsilon}_t | \tilde{\epsilon}u,\ u < t) = 0,\ \mathrm{Var}(\tilde{\epsilon}_t | \tilde{\epsilon}_u,\ u < t) = \tilde{H}_t = PH_t P$$

يتطلب الاستقرار من خلال تجميع فئة من المواصفات لـ H_t أن تكون مصفوفة التباين الشرطي المشترك H̃t تنتمي إلى نفس الفئة لأي اختيار لـ P. هذه الخاصية ذات صلة خاصة بالمالية لأنه إذا كانت مكونات الشعاع (vector) ϵ_t هي عوائد الأصل، فإن $\tilde{\epsilon}_t$ هو شعاع المحفظة لنفس الأصل، كل مكون من مكوناته يتكون من مبالغ الأصل الأساسي.

تعتبر الارتباطات بين الفروق الشرطية ثابتة، ويمثل قطري عنصر التباين hsf ,t وعناصر التباينات الشرطية hff ,t و hss ,t على النحو التالي:

$$h_{ss,t} = C_{ss} + \alpha_{ss}\varepsilon_{s,t-1}^2 + \beta_{ss}h_{ss,t-1}$$

$$h_{sf,t} = C_{ss} + \alpha_{sf}\varepsilon_{s,t-1}\varepsilon_{f,t-1} + \beta_{sf}h_{sf,t-1}$$

$$h_{ff,t} = C_{ff} + \alpha_{ff}\varepsilon_{f,t-1}^2 + \beta_{ff}h_{ff,t-1}$$

بحيث تكون نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن:

$$h_t = \frac{h_{sft}}{h_{fft}}$$

أما فعالية التحوط فتساوي إلى بمربع الارتباط الشرطي بين عوائد العقد المستقبلي وعوائد الأصل كما يلي:

$$HE = \left(1 - \frac{Var(HE)}{Var(UnHE)}\right) = \rho^2$$

المبحث الثالث: نتائج الدراسة القياسية

حاولنا في هذا الجزء من الدراسة تطبيق النماذج القياسية السالفة الذكر(نموذج المربعات الصغرى، نموذج الانحدار الذاتي، نموذج شعاع تصحيح الخطأ، نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة، ونماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس الأخطاء متعدد المتغيرات)، وذلك بهدف حساب نسبة التحوط وفعالية التحوط حسب كل نموذج.

المطلب الأول: بيانات الدراسة

قبل التطرق لنتائج النماذج المستعملة نستعرض البيانات التي تم استخدامها في بناء النماذج، وأهم خصائصها الإحصائية:

الفرع الأول: حجم العينات

- **زيت النخيل الخام:** تم الاعتماد على أسعار الإغلاق اليومية في السوق الفورية لزيت النخيل الخام CPO وأسعار التسوية اليومية للعقود المستقبلية FCPO في بورصة ماليزيا للمشتقات مسعرة بالرينجت الماليزي. تم جمع أسعار زيت النخيل من الموقع palmoilanalytics.com، بينما تم جمع أسعار العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام من الموقع: investing.com، وذلك للفترة الممتدة من 26 جانفي 2015 إلى غاية 7 جوان 2019 بـ 1140 مشاهدة.
- **زيت نواة النخيل الخام:** تم استخدام السعر الشهري لزيت نواة النخيل الخام PKO لكل طن متري وأسعار التسوية الشهرية للعقود المستقبلية لزيت نواة النخيل الخام FPKO في بورصة ماليزيا للمشتقات مسعرة بالرينجت الماليزي. تم جمع أسعار زيت نواة النخيل الخام من الموقع: indexmundi.com، في حين تم جمع أسعار العقود المستقبلية لزيت نواة النخيل من الموقع: investing.com، وذلك للفترة الممتدة من سبتمبر 2006 إلى غاية أفريل 2020، بـ 164 مشاهدة.
- **بالنسبة لمستقبليات السهم الواحد والأسهم المرتبطة بها:** فقد تم استخدام أسعار الإغلاق الشهرية في السوق الفورية للأسهم المتوافقة مع الشريعة لثلاثة شركات هي AirAsia، IOI Corporation و Telekom Malaysia. وأسعار التسوية الشهرية لعقود مستقبليات السهم الواحد الخاصة بها,FAIR, FTEL , FIOI، على التوالي في بورصة ماليزيا للمشتقات مسعرة بالرينجت الماليزي. تم جمع أسعار العقود المستقبلية من الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا: bursamalaysia.com، بينما تم جمع أسعار الأسهم من

investing.com، تمتد فترة الدراسة من 31 ماي 2017 إلى غاية 10 جانفي 2020 بالنسبة لشركات AirAsia و Telekom Malaysia و IOI Corporation بـ 683 مشاهدة.

إن تباين حجم العينة راجع لمدى توفر البيانات التي كان من الصعب الحصول عليها خاصة مستقبليات السهم الواحد التي عكفنا على جمعها من الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا منذ 2017 بشكل مستمر وذلك لكونها عقوداً غير نشطة وهذا جعلها غير متاحة في المواقع العالمية. وقد أوضح لي (Cheng-Few Lee) سنة 2002 في كتابه تأثير حجم العينة على حساب نسبة التحوط. حيث أن نسبة التحوط التي تقل عن الواحد الصحيح ترتفع بازدياد طول فترة التحوط (حجم العينة)، أما نسبة التحوط التي تفوق الواحد فتنخفض بازدياد طول الفترة[1].

الفرع الثاني: الاحصائيات الوصفية للسلاسل الزمنية المستخدمة

لحساب نسبة التحوط نحتاج إلى سلاسل اللوغاريتم الطبيعي لأسعار كل من الأصول والمستقبليات المشتقة منها. كما نحتاج أيضا إلى حساب العوائد، وقد أشار broocks في كتابه أنه يتم استخدام العوائد المركبة المستمرة بدلاً من العوائد البسيطة لحساب نسبة التحوط[2]. ولذلك سوف يتم تحويل سلسلة الأسعار إلى سلسلة عوائد مركبة مستمرة وفق الصيغة التالية:

$$R_t = 100\% * \ln\left(\frac{Pt}{Pt-1}\right)$$

يلخص الجدول الموالي الاحصائيات الوصفية للسلاسل الزمنية المستخدمة

الجدول رقم(34): الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية المستعملة في قياس فعالية التحوط

السلاسل الزمنية	المتوسط Mean	الانحراف المعياري	الالتواء Skewness	التفرطح Kurtosis	Jarque-bera (p)
زيت النخيل الخام					
CPO اللوغاريتم الطبيعي	7.792683	0.110174	0.311776	2.543636	28.361 (0.0000)
FCPOاللوغاريتم الطبيعي	7.792683	0.136800	0.194321	2.417390	23.297 (0.0000)
RS العائد المركب	-0.00865	1.276365	0.266164	4.428027	110.22 (0.0000)
RF العائد المركب	-0.00823	1.370506	0.349258	5.460561	310.485 (0.0000)
زيت نواة النخيل الخام					
PKO اللوغاريتم الطبيعي	8.170689	0.306255	0.258299	2.549323	3.2115 (0.2007)
FPKOاللوغاريتم الطبيعي	8.118005	0.333968	0.150735	2.650894	1.4538 (0.4833)
RS العائد المركب	0.272622	9.451665	-0.399330	3.872743	9.5052 (0.0086)
RF العائد المركب	0.211605	13.14298	-0.316516	7.062289	114.79 (0.0000)
الأسهم ومستقبليات السهم الواحد المشتقة منها					
شركة Airasia					
Airasiaاللوغاريتم الطبيعي	1.064285	0.247276	-0.866961	2.978621	85.5726 (0.0000)

[1] Cheng-Few Lee, Advances in Investment Analysis and Portfolio Management, Volume 9, Elsevier, 2002, p.34.
[2] Brooks C., op.cit. , p87.

Fair اللوغاريتم الطبيعي	1.069666	0.247620	-0.900619	3.064454	92.450 (0.0000)
RS العائد المركب	-0.08316	2.464302	-4.285166	58.69755	90241.88(0.000)
RF العائد المركب	-0.08230	2.366151	-4.310631	97.47711	255757 (0.0000)
شركة Telekom malaysia					
Telekom malaysia ل.ط	1.417374	0.328282	0.016015	1.719343	46.703 (0.0000)
Ftel اللوغاريتم الطبيعي	1.424589	0.331660	0.037703	1.681742	49.616 (0.0000)
RS العائد المركب	-0.07332	3.034935	0.399428	64.52072	107569 (0.0000)
RF العائد المركب	-0.07672	2.635592	-5.437303	109.8491	3277785 (0.000)
شركة Ioi corporation					
Ioi corporation ل.ط	1.503038	0.034152	-0.250033	2.527873	13.4599 (0.0011)
fioi اللوغاريتم الطبيعي	1.524926	0.115087	4.764154	25.64210	16620.1 (0.0000)
RS العائد المركب	0.004756	1.011657	-0.104237	5.327221	155.138 (0.0000)
RF العائد المركب	0.005079	3.361780	-0.374919	322.4807	2900447 (0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

من خلال الجدول السابق سجلنا الملاحظات التالية:

المتوسط: متوسط العائد في سلسلة الأصل قريب جدا من متوسط العائد للعقد المستقبلي، وهذا يرجع أساسا لتقارب الأسعار بين الأصل والعقد المستقبلي الخاص به. وهذا سواء بالنسبة لسلاسل اللوغاريتم الطبيعي أو سلاسل العوائد المركبة المستمرة.

الانحراف: بشكل عام، الانحراف المعياري في سلاسل العوائد المركبة أكبر من متوسط العائد المقابل له. هذا يشير إلى تقلبات عالية في قيم العوائد. أما بالنسبة لسلاسل اللوغاريتم الطبيعي، فنلاحظ أن الانحراف المعياري أقل من متوسط العائد، وهذا يدل على أن القيم قريبة من الوسط الحسابي للسلسلة بمعنى أنها أقل تذبذبا.

الالتواء: لقد لاحظنا أنه في معظم السلاسل قريب من الصفر، مما يعني عدم وجود إلتواء، أو بمعنى آخر أن التوزيع متماثل تقريباً أي أقرب مايكون للتوزيع الاعتدالي والتوزيع موجب الالتواء في السلاسل الزمنية التالية:

- ❖ كل السلاسل الزمنية الخاصة بزيت النخيل الخام
- ❖ سلاسل اللوغاريتم الطبيعي الخاصة بزيت نواة النخيل الخام.
- ❖ السلاسل الزمنية الخاصة بشركة Telekom malaysia، ماعدا سلسلة العوائد المركبة للعقد المستقبلي الخاص بها.

أما السلاسل التالية الذكر فهي أقرب ماتكون إلى التوزيع الاعتدالي ولكن بتوزيع سالب الالتواء، وهي:

- ❖ العوائد المركبة لزيت نواة النخيل والعقد المستقبلي الخاص بها.
- ❖ السلاسل الزمنية للوغاريتم الطبيعي الخاصة بشركة Airasia.

- ❖ السلاسل الزمنية الخاصة بشركة شركة Telekom malaysia، ماعدا سلسلة العائد المركب للعقد المستقبلي الخاص بها.
- ❖ السلاسل الزمنية الخاصة بشركة loi corporation، ماعدا سلسلة اللوغاريتم الطبيعي للعقد المستقبلي الخاص بها.

أما سلسلة اللوغاريتم الطبيعي للعقد المستقبلي لشركة loi corporation. فلها ذيل جهة اليمين، في حين العوائد المركبة لشركة Airasia والعوائد المركبة للعقد المستقبلي الخاص ب شركة Telekom malaysia، فلديها ذيل جهة اليسار.

بالنسبة للتفرطح: كل السلاسل الزمنية للوغاريتم الطبيعي سجلت تفرطح أقل من 3، بينما كل سلاسل العوائد المركبة سجلت تفرطح أكبرمن 3. هذا يشير إلى أن سلاسل العوائد لا يتم توزيعها بشكل طبيعي ($p = 0.00$) التالي، هناك أدلة على أن العينات لها خصائص مالية تقريبا مثل تجمع التقلبات، والذيول الطويلة وإذا كانت قيمة التفرطح أكثر من 3، يعرف ذلك باسم leptokurtosis لتوضيح أن جميع السلاسل لديها ذيل أكثر سمكا مقارنة بالتوزيع الطبيعي، وأقل خطرا للنتائج القصوى. بمعنى آخر تكون العوائد منحرفة بشكل سلبي (ذيل طويل إلى اليسار، احتمال أعلى للعوائد السلبية). علاوة على ذلك، فإن إحصائيات Jarque–Bera والقيم p المقابلة تعزز النتائج المذكورة أعلاه من خلال رفض الفرضية الصفرية للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 1%. يؤكد التحليل أعلاه للمتغيرات على السلوك المتقلب وغير المتوقع للأسعار كسبب منطقي للتحوط والطبيعة المتقلبة للأساس كحجة لتقدير نسبة التحوط المثلى.

التوزيع الطبيعي: نلاحظ أن المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي (باستثناء السلاسل اللوغارتمية لزيت نواة النخيل والمستقبليات الخاصة به)، يطرح هذا إشكالية ضرورة التوزيع الطبيعي للمتغير التابع كشرط من شروط تطبيق طريقة المربعات الصغرى، وقد أجاب شيانغ لي وآخرون في مقال بعنوان هل تقنيات الانحدار الخطي مناسبة للتحليل عندما لا يتم توزيع المتغير التابع بشكل طبيعي عن ذلك: [1]

أولا: اقترحوا أن هناك اعتقادا خاطئا شائعا بالحاجة إلى تلبية "التوزيع الطبيعي" في تقنيات الانحدار الخطي، وبأن صحة إجراء الانحدار الخطي تتأثر عند انتهاك هذا الافتراض. وغالبا ما يتم التحقق من "الافتراض الطبيعي" للمتغير التابع. ومع ذلك، الأدق أن يتم التحقق من أن أخطاء نموذج الانحدار الخطي يتم توزيعها بشكل طبيعي.

ثانيا: بموجب قانون الأعداد الكبيرة ونظرية الحد المركزي، ستظل مقدرات المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقنية الانحدار الخطي موزعة بشكل طبيعي تقريبا حول قيم المعلمات الحقيقية، مما يعني أن المعلمات المقدرة

[1] Xiang Li et al, Are Linear Regression Techniques Appropriate for Analysis When the Dependent (Outcome) Variable Is Not Normally Distributed?, Investigative Ophthalmology & Visual Science Journal , May 2012, Volume53, p.3083.

ومستوى الثقة الخاص بها كلاهما يبقى قويا. وبذلك، يظل استخدام تقنية الانحدار الخطي ساريا في عينة كبيرة، حتى إذا كان المتغير التابع ينتهك قاعدة "التوزيع الطبيعي". باختصار عندما لا يتم توزيع متغير تابع بشكل طبيعي، يبقى الانحدار الخطي تقنية سليمة إحصائيا في دراسات أحجام العينات الكبيرة.

كما بين لومسدين بأن افتراض التوزيع الطبيعي المشروط ليس ضروريا لتحقيق الاتساق والتوزيع الطبيعي للمعاملات المقدرة في نماذج Garch [1]. وقد أيده في ذلك ويست وشو (West and Cho) سنة 1995 في دراسته حول القدرة التنبؤية لعدة نماذج لتقلبات أسعار الصرف والتي استخدم فيها عينة مكونة من 432 مشاهدة[2].

الفرع الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية

الغرض من اختبارات جذر الوحدة هو تحديد خاصية استقرار السلسلة الزمنية.حيث يدل وجود جذور الوحدة في متغير على أن السلسلة ليست مستقرة. في هذا البحث، سوف نستخدم اختبار Dickey–Fuller الموسع. يتم تقدير اختبار ADF باستخدام 03 معادلات على النحو التالي:

$$(Y_t)= c(1)Y_{t_1} +c(2)+u_t$$

$$(Y_t)= c(1)Y_{t_1} +c(2)+ c(3)\ @TREND+u_t$$

$$(Y_t)= c(1)Y_{t_1} +u_t$$

في كل حالة، تكون الفرضية الصفرية هي $c\ (1) = \delta = 0$، مما يشير إلى وجود جذر وحدة أو أن السلسلة الزمنية غير مستقرة. الفرضية البديلة هي $c\ (1) = \delta < 0$، مما يشير إلى أن السلسلة الزمنية مستقرة. لذلك، إذا تم رفض الفرضية الصفرية عند مستوى معنوية 5%، فهذا يعني أن Y_t عبارة عن سلسلة زمنية مستقرة. والجدول الموالي يوضح نتائج الاختبار:

الجدول رقم (35): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع

السلاسل الزمنية		اللوغاريتم الطبيعي للسلاسل LOG(p)				العوائد R_t	
		عند المستوى		**عند الفرق الأول**		**عند المستوى**	
		t-statistic	Prob	t-statistic	Prob	t-statistic	Prob
مستقبليات زيت النخيل الخام							
CPO	**none**	-0.251894	0.5955	-33.19166	0.0000	-33.19166	0.0000
	Trend & intercept	-1.802283	0.7033	-33.21024	0.0000	-33.21024	0.0000

[1] Lumsdaine, Robin L., Finite-Sample Properties of the Maximum Likelihood Estimator in GARCH(1,1) and IGARCH(1,1) Models: A Monte Carlo Investigation, Journal of Business & Economic Statistics, Volume 13, -Issue 1, 1995, pp.10.

[2] West, Kenneth D., Dongchul C.,The predictive ability of several models of exchange rate volatility, Journal of Econometrics volume 69, 1995,p.374.

0.0000	-33.17862	0.0000	-33.17862	0.4684	-1.627027	**intercept**	
0.0000	-31.71783	0.0000	-31.71783	0.6038	-0.228861	**none**	FCPO
0.0000	-31.72038	0.0000	-31.72038	0.7600	-1.679466	**Trend & intercept**	
0.0000	-31.70484	0.0000	-31.70484	0.5405	-1.486288	**intercept**	
مستقبليات زيت نوات النخيل الخام							
0.0000	-5.436503	/	/	0.6836	0.007433	**none**	PKO
0.0001	-5.428393	/	/	0.0365	-3.560801	**Trend & intercept**	
0.0000	-5.419561	/	/	0.0071	-3.585315	**intercept**	
0.0000	-12.09785	0.0000	-12.09785	0.8784	0.153180	**none**	FPOK
0.0000	-12.08820	0.0000	-12.08820	0.2160	-2.755875	**Trend & intercept**	
0.0000	-12.06665	0.0000	-12.06665	0.0827	-2.663861	**intercept**	
مستقبليات السهم الواحد							
0.0000	-26.04171	0.0000	-26.04171	0.3068	-0.946001	**none**	AirAsia
0.0000	-26.10044	0.0000	-26.10044	0.3689	-2.419707	**Trend & intercept**	
0.0000	-26.05578	0.0000	-26.05578	0.9087	-0.386864	**intercept**	
0.0000	-26.25716	0.0000	-26.25716	0.3043	-0.952066	**none**	FAIR
0.0000	-26.33285	0.0000	-26.33285	0.5109	-2.159741	**Trend & intercept**	
0.0000	-26.26993	0.0000	-26.26993	0.9226	-0.297477	**intercept**	
0.0000	-24.19350	0.0000	-24.19350	0.7401	0.186453	**none**	IOI Corporation
0.0000	-24.16650	0.0000	-24.16650	0.2477	-2.674298	**Trend & intercept**	
0.0000	-24.17792	0.0000	-24.17792	0.1009	-2.565024	**intercept**	
0.0000	-26.078227	/	/	0.6044	-0.226796	**none**	FIOI
0.0000	-26.03998	/	/	0.0128	-3.894738	**Trend & intercept**	
0.0000	-26.05915	/	/	0.0025	-3.859742	**intercept**	
0.0000	-32.63115	0.0000	-32.63115	0.2489	-1.093117	**none**	Telekom Malaysia
0.0000	-32.65542	0.0000	-32.65542	0.9488	-0.945753	**Trend & intercept**	
0.0000	-32.63148	0.0000	-32.63148	0.5594	-1.448200	**intercept**	
0.0000	-26.26208	0.0000	-26.26208	0.2573	-1.070775	**none**	FTEL
0.0000	-26.27910	0.0000	-26.27910	0.9199	-1.141897	**Trend & intercept**	
0.0000	-26.26523	0.0000	-26.26523	0.5553	-1.456326	**intercept**	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS

تم تحديد درجة التأخر لكل اختبار من خلال أصغر قيمة لمعيار معلومات Schwarz criterion، وكانت النتائج كالتالي:

- **سلاسل اللوغاريتم الطبيعي:** يتضح من الجدول السابق أنه لا يمكن رفض الفرضية الصفرية لجذور الوحدة عند المستوى بالنسبة لسلاسل اللوغاريتم الطبيعي عند المستوى. ويوضح الجدول رقم 37 ما إذا كانت إحصائية اختبار ADF لعائدات السعر الفوري والعقود الآجلة أكبر من القيمة الحرجة لمستوى المعنوية، مما يعني أنه لا يمكن رفض الفرضية الصفرية، فلا يوجد جذر وحدة ويكون التسلسل مستقرا. وبالمثل، إذا كانت الإحصائية أقل من القيمة الحرجة لمستوى المعنوية، فلا يوجد جذر وحدة وتكون السلسلة غير مستقرة. ومع ذلك، تصبح السلاسل مستقرة عند الفرق الأول I(1)، هذا يخص كل السلاسل الزمنية بإستثناء سلسلة اللوغاريتم الطبيعي لزيت النخيل الخام، وسلسلة اللوغاريتم الطبيعي لمستقبليات السهم الواحد الخاصة بشركة loi corporation، فكلا السلسلتين مستقرتين عند المستوى I(0). (تم استخدام الملحق[1] رقم 2 لاتخاذ القرار بشأن الاستقرارية).
- **سلاسل العوائد المركبة:** أما بالنسبة لسلاسل العوائد فتم رفض الفرضية الصفرية عند مستوى معنوية 1%، وتم قبول الفرضية البديلة، وهذا يعني أن كل سلاسل العوائد مستقرة عند المستوى I(0).

المطلب الثاني: تقدير نسبة التحوط الثابتة باستخدام طريقة المربعات الصغرى

استنادا إلى مبدأ تقليل التباين في عائد الاستثمار، وإعتمادا على السلاسل الزمنية للعوائد المركبة، يستخدم هذا البحث نموذج الانحدار التقليدي بطريقة المربعات الصغرى لحساب نسبة التحوط المثلى للعقود المستقبلية الإسلامية في بورصة ماليزيا. وقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (36): نتائج نماذج المربعات الصغرى

زيت الخيل الخام				
المتغير التابع: R_S		طريقة ARMA Maximum Likelihood		
العينة (المعدلة): 2015/27/1 -2019/07/6		المشاهدات المتضمنة: 1139 (بعد التعديلات)		
المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	t . الاحصائية	الاحتمال
c	-0.002354	0.019359	-0.121599	0.9032
R_f	0.761804	0.010126	75.22915	0.0000
AR(1)	-0.168240	0.016247	-10.35537	0.0000
SIGMASQ	0.539558	0.012633	42.71179	0.0000

[1] Source : Boubonnais R., Econométrie : manuel et exercices corrigés, 9ème édition, Janvier 2015.

معامل التحديد R^2	دربون واتسونD.W	F-statistic	Prob(F-statistic)
0.668510	2.029582	762.9795	0.0000
زيت نواة النخيل الخام			
المتغير التابع: RSK		طريقة المربعات الصغرى	
العينة (المعدلة): 2006M10 -2020M04		المشاهدات المتضمنة: 163 (بعد التعديلات)	
المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	t . الاحصائية	الاحتمال
c	0.113988	0.450951	0.252773	0.8008
Rf	0.571438	0.034409	16.60715	0.0000
معامل التحديد R2	دربون واتسونD.W	F-statistic	Prob(F-statistic)
0.631408	1.971294	275.7973	0.0000
شركةAirAsia			
المتغير التابع: R_{AIR}		طريقة المربعات الصغرى	
العينة (المعدلة): 2015/27/1 -2019/07/6		المشاهدات المتضمنة: 682 (بعد التعديلات)	
المتغير	المعامل	الخطا المعياري	t . الاحصائية	الاحتمال
c	- 0.084791	0.094473	-0.897519	0.3698
R_{fair}	-0.019740	0.039932	-0.494330	0.6212
معامل التحديد R^2	دربون واتسونD.W	F-statistic	Prob(F-statistic)
0.000359	1.992720	0.244363	0.621232
شركة Telekom Malaysia			
المتغير التابع: R_{TLKM}		طريقة : ARMA Maximum Likelihood	
العينة (المعدلة): 6/01/2017- 1/10/2020		المشاهدات المتضمنة: 682	
المتغير	المعامل	الخطا المعياري	t . الاحصائية	الاحتمال
c	-0.067305	0.108587	-0.619828	0.5356
R_{ftel}	0.163177	0.081619	1.999256	0.0481
AR(1)	-0.225654	0.010662	-21.16336	0.0000
SIGMASQ	8.703650	0.114200	76.21433	0.0000
معامل التحديد R^2	دربون واتسونD.W	F-statistic	Prob(F-statistic)
0.193676	2.025420	12.81885	0.000000
شركة Ioi Corporation			
المتغير التابع: R_{ioi}		طريقة : ARMA Maximum Likelihood	

العينة (المعدلة): 1/10/2020 -6/01/2017		المشاهدات المتضمنة: 682		
المتغير	المعامل	الخطا المعياري	t . الاحصائية	الاحتمال
c	0.005191	0.033009	0.157272	0.8751
R_{fioi}	0.105859	0.014828	7.139184	0.0000
AR(1)	-0.176916	0.028049	-6.307290	0.0000
SIGMASQ	0.988456	0.038526	25.65679	0.0000
R^2 معامل التحديد	دربون واتسونD.W	F-statistic	Prob(F-statistic)	
0.158274	2.057058	7.657837	0.000000	

زيت النخيل الخام: يعاني نموذج الانحدار الأصلي من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي لذلك تم استخدام طريقة Cochrane-Orcutt لتقدير النموذج، وقد استخدم استدور وآخرون (Istudor et al, 2014) هذه الطريقة عند حساب نسبة التحوط لأهم المنتجات الزراعية[1]. وبعد التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية (أنظر الملحق 2) أظهرت النتائج أن معامل Rf والذي قدر بـ 0.761804 يمثل نسبة التحوط لمستقبليات زيت النخيل الخام. بمعنى أن نسبة التحوط المقدرة بطريقة المربعات الصغرى توفر تقليل التباين بنسبة 76.18 ٪ لجميع العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام.

يستخدم معامل التحديد عادة كمقياس يحدد القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي حيث يشير R^2 إلى النسبة المؤوية في التغير الكلي للمتغير التابع والتي يمكن تفسيرها بواسطة المتغير المستقل معبرا عنها بمجموع مربعات انحراف قيم المتغير التابع عن وسطه الحسابي، وكما أشرنا سابقا أنها تعبر هنا عن فعالية التحوط باستخدام العقود المستقبلية. ويشير معامل التحديد هنا والمقدر ب: 66.85٪ إلى أن التحوط الذي توفره هذه العقود فعال.

زيت نواة النخيل الخام: قدرت نسبة التحوط لمستقبليات زيت نواة النخيل الخام ب:57.14٪، في حين قدرت فعالية التحوط ممثلة في معامل التحديد R^2 ب 63.14٪. تم اعتماد النتائج بعد التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية. (أنظر الملحق2).

شركة AirAsia: يتم اختبار المعنوية الإجمالية للنموذج باستخدام نسبة التباين المفسر، إلى التباين غير المفسر ويتبع هذا توزيع فيشر F، ونلاحظ أنه لا يمكن رفض فرضية العدم بأن معالم النموذج جميعها مساوية للصفر وأن R^2 لا يختلف عن الصفر(0.000359) بنسبة معنوية5 ٪. في هذه الحالة، يمكن القول أنه ليس للنموذج معنوية

[1] Istudor, N. et al Price Uncertainty and Optimal Hedging in the Agricultural Market, Transylvanian Review of Administrative Sciences, No. 42, 2014, pp. 32-48.

إحصائية. إضافة إلى ذلك بمقارنة القيمة المطلقة للقيمة المحسوبة بالقيمة الحرجة لتوزيع ستيودنت نجد أنه لا توجد معنوية إحصائية للمعالم المقدرة.

وبإجراء الاختبارات التشخيصية لمعرفة المشاكل القياسية نجد أن النموذج لا يعاني من مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء أين تم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية عند مستوى معنوية 0.9983 لاختبار(Breusch–Godfrey LM Test). وكذلك قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود مشكل عدم تجانس الأخطاء حسب اختبار Breusch–Pagan–Godfrey عند مستوى معنوية 0.9583. كما تم تشخيص النموذج باجراء اختبار RAMSEY الذي أثبت أن الشكل الدالي مناسب بدلالة إحصائية F تساوي 0.221456 عند مستوى معنوية 0.6381 من أجل فرضية العدم: لا تعاني الدالة من مشكلة عدم التحديد. وبناء على ماسبق النموذج غير صحيح، لذلك تم رفض نتائجه.

الجدول رقم (37): الاختبارات التشخيصية للانحدار الخطي لشركة AirAsia

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.001700	Prob. F(1,680)	0.9671
Obs*R-squared	0.001705	Prob. Chi-Square(1)	0.9671
Scaled explained SS	0.048931	Prob. Chi-Square(1)	0.8249
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.001735	Prob. F(2,678)	0.9983
Obs*R-squared	0.003490	Prob. Chi-Square(2)	0.9983

Ramsey RESET Test
Equation: EQ01
Specification: RAIR C RFAIR
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.470591	679	0.6381
F-statistic	0.221456	(1, 679)	0.6381
Likelihood ratio	0.222398	1	0.6372

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10

شركة TELEKOM MALAYSIA: أكد (Yarnold and Linden) سنة 2016 أن غياب نتيجة انحدار قوية لا يعني عدم وجود علاقة خطية بين المتغيرات. وأدرج (Mangiafico) في كتابه أن قيمة p تشير إلى ما إذا كانت هناك علاقة مهمة وصفها النموذج، بينما يقيس معامل التحديد الدرجة التي يتم فيها تفسير البيانات بواسطة النموذج، لهذا من الممكن الحصول على قيمة p معنوية في حين قيمة معامل التحديد منخفضة. يحدث هذا غالبا

عند وجود تباين مرتفع في المتغير التابع، ولكن توجد أيضا نقاط بيانات كافية لعلاقة معنوية يجب الإشارة إليها[1]. وهذا ما يقودنا إلى قبول النتائج أين نسبة التحوط تساوي إلى 16.31%، في حين بلغت فعالية التحوط ممثلة في R^2 ماقيمته 19.36%، وهذا يعني أن عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة TELEKOM MALAYSIA لا توفر تحوط فعال في السوق الفورية.

شركة IOI Corporation: يعاني نموذج الانحدار الأصلي من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي لذلك تم استخدام طريقة Cochrane–Orcutt لتقدير النموذج، وقد أظهرت النتائج أن نسبة التحوط تساوي إلى 10.58%، في حين بلغت فعالية التحوط ممثلة في R^2 ماقيمته 15.82%، وهذا يعني أن عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation لا توفر تحوط فعال في السوق الفورية.

المطلب الثالث: تقدير نسبة التحوط بإستخدام نموذج الانحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ

كما أشرنا إليه سابقا، غالبا ما تكون نسبة التحوط المتوقعة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي أفضل من تلك التي تم تقديرها بإستخدام طريقة المربعات الصغرى. ولتقدير نماذج VAR يتم استخدام السلاسل الزمنية للوغاريتم الطبيعي، وبما أنه يشترط أن تكون السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى، فإنه سوف يتم استثناء زيت نواة النخيل الخام وشركة IOI Corporation من هذا الاختبار لعدم توفر هذا الشرط.

وقد تم اختيار درجة الإبطاء بناء على أقل قيمة لمعيار AIC.

الفرع الأول: اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

قبل تقدير نماذج الانحدار الذاتي يشترط تحديد وجود علاقة تكامل مشترك من عدمه، في حالة وجود علاقة تكامل مشترك يتم تقدير نموذج شعاع تصحيح الخطأ، أما إذا أثبت اختبار جوهانسن (Johansen trace Test) عدم وجود علاقة تكامل مشترك، نقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي. لهذا الغرض، نستخدم معيار شوارتز (Schwarz criterion) حيث الفرضية الصفرية هي غياب التكامل المشترك. والجدول الموالي، يوضح النتائج المتوصل إليها.

[1] Mangiafico SS, Summary and analysis of extension program evaluation in R, Rutgers Cooperative Extension: New Brunswick, NJ, USA Mangiafico, S.S. Summary and Analysis of Extension Program Evaluation in R, version 1.18.1, 2016. rcompanion.org/handbook/. (Pdf version: rcompanion.org/documents/RHandbookProgramEvaluation.pdf.)

الجدول رقم (38): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

زيت النخيل الخام				
فرضية عدد علاقات التكامل	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
لا شيء	0.009885	13.83209	15.49471	0.0877
على الأقل 1	0.002250	2.556278	3.841466	0.1099
شركة AirAsia				
فرضية عدد علاقات التكامل	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
لا شيء	0.059464	41.60051	15.49471	0.0000
على الأقل 1	0.000143	0.097137	3.841466	0.7553
شركة Telekom Malaysia				
فرضية عدد علاقات التكامل	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob
لا شيء	0.099655	73.64251	15.49471	0.0000
على الأقل 1	0.003315	2.257940	3.841466	0.1329

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

تم تطبيق اختبارات التكامل المشترك في هذا البحث بين العقود المستقبلية والأصل المشتقة منه بشكل منفصل. تشير الإحصائيات الواردة في الجدول رقم 40 لاختبارات التكامل المشترك بين العقود المستقبلية لـ Airasia وأسهم AirAsia إلى وجود معادلة تكامل مشترك واحدة على الأقل بين المتغيرين حيث أن القيمة الإحصائية 41.60051 هي أكبر من القيمة الحرجة (15.49471). عند مستوى معنوية 5٪. وبالمثل، أظهر الاختبار أيضا أن هناك معادلة تكامل مشترك واحدة على الأقل بين أسهم Telekom Malaysia وعقودها المستقبلية. حيث وجدنا أيضا أن القيمة الإحصائية 73.64251 هي أكبر من القيمة الحرجة (15.49471). هذا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود تكامل مشترك بين المتغيرين. تؤكد هذه النتائج وجود علاقة طويلة المدى بين الأسهم والعقود المستقبلية للسهم الواحد المتوافقة مع الشريعة في بورصة ماليزيا وهذا يجعلنا ننتقل لتقدير نموذج VECM.

أما بالنسبة لزيت النخيل الخام، فقد أثبت (Johansen trace Test) أنه لايوجد تكامل مشترك بين سعر الأصل وسعر العقد المستقبلي، حيث لا يمكن رفض الفرضية الصفرية بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5%، وذلك لأن القيمة الإحصائية 13.83209 أقل من القيمة الحرجة (15.49471). ولتدعيم القرار أخذنا أيضا بنتائج (Johansen's maximum likelihood)، والتي كانت مماثلة لاختبار trace Test. وبالتالي لايمكننا تقدير نموذج VECM، بالنسبة لزيت النخيل الخام، وسنكتفي بنموذج VAR.

الفرع الثاني: اختبار السببية لغرانجر: Granger Causality

صاغ جرانجر تعريفا إحصائيا للسببية بناء على المقدمات التالية:[1]

- يحدث السبب قبل تأثيره
- معرفة السبب يحسن التنبؤ بتأثيره.

ضمن هذا الإطار، فإن السلسلة الزمنية $\{x_{i,t}\}$ هي سبب جرانجر لسلسلة زمنية أخرى $\{x_{j,t}\}$ إذا كان إدراج تاريخ x_i يحسن التنبؤ بـ x_j بمعرفة البيانات التاريخية للسلسلة xj وحدها. على وجه التحديد، يتم قياس ذلك من خلال مقارنة تباينات خطأ التنبؤ للمتنبئ الخطي $x^_{j,t}$ بخطوة واحدة، تحت حالتين مختلفتين: أحدهما يستخدم التاريخ الكامل لجميع السلاسل الزمنية للتنبؤ، والآخر حيث يتم استخدام الوقت السببي المفترض لحذف السلسلة من مجموعة السلاسل الزمنية التنبؤية.

$$\operatorname{var}\left(x_{j,t}-\hat{x}_{j,t}\mid x_{j,0:t-1}\right)>\operatorname{var}\left(x_{j,t}-\hat{x}_{j,t}\mid x_{j,0:t-1},x_{i,0:t-1}\right).$$

من الناحية العملية، تقتصر المتنبئات الخطية في المعادلة أعلاه على نماذج VAR ذات الترتيب المحدود، ويتم تقييم سببية Granger من خلال مقارنة تباينات أخطاء التنبؤ من نماذج VAR المنفصلة، مع نموذج واحد يتضمن جميع مكونات بيانات السلاسل الزمنية للمتجهات، والتي نطلق عليها الاسم الكامل النموذج، والثاني يتضمن مجموعة فرعية فقط من المكونات، والتي نطلق عليها اسم النموذج المصغر. للتحقيق في العلاقة السببية من $\{x_{i,t}\}$ إلى $\{x_{j,t}\}$، لدينا:

$$\begin{bmatrix}x_{j,t}\\x_{i,t}\end{bmatrix}=\sum_{p=1}^{P}\begin{bmatrix}A_{j,j}^{f}(p) & A_{j,i}^{f}(p)\\A_{i,j}^{f}(p) & A_{i,i}^{f}(p)\end{bmatrix}\begin{bmatrix}x_{j,t-p}\\x_{i,t-p}\end{bmatrix}+\begin{bmatrix}w_{j,t}^{f}\\w_{i,t}^{f}\end{bmatrix}$$

إذا كانت قيمة الاحتمال أقل من مستوى المعنوية، فسيتم رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين عند هذا المستوى. والجدول الموالي يوضح النتائج المتوصل إليها:

الجدول رقم (39): نتائج سببية غرانجر بين الأصل والعقد المستقبلي

زيت النخيل الخام		
فرضية العدم	F-Statistic	Prob.
F لا يسبب S	5.64710	0.0036
S لا يسبب F	1.68274	0.1863
شركة AirAsia		
F لا يسبب S	13.6558	1.E-12
S لا يسبب F	2.18347	0.0544
شركة Telekom Malaysia		
F لا يسبب S	1.87257	0.0231
S لا يسبب F	0.88105	0.4933

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج EVIEWS10

[1] Stokesa P. A. and Purdon P. L., A study of problems encountered in Granger causality analysis from a neuroscience perspective, PNAS, Volume 115, Issue. 29 July 17, 2018, p E7064.

تم اختيار الابطاء الذي يتوافق مع المعتقدات المعقولة حول أطول وقت يمكن خلاله لأحد المتغيرات أن يساعد في التنبؤ بالآخر (lag=2 بالنسبة لزيت النخيل الخام و lag=5 بالنسبة للشركتين). يكشف اختبار السببية الخطية أن أسعار العقود المستقبلية تؤدي إلى الأسعار الفورية للأصل المشتقة منه بالنسبة لزيت النخيل الخام، وشركة AirAsia وشركة Telekom Malaysia. حيث تم رفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 5%. بمعنى هناك علاقة سببية في إتجاه واحد من العقود المستقبلية إلى الأصل المشتقة منه. بينما لا توجد علاقة سببية في الإتجاه الآخر من الأصل إلى العقود المستقبلية، بالنسبة للمتغيرات سابقة الذكر. تتفق هذه النتائج مع ما توصل إليه Silvapulle و Moosa في دراستهما للعلاقة بين أسعار البترول الخام وعقوده المستقبلية[1].

الفرع الثالث: تقدير نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ

يمثل الجدول الموالي نتائج تقدير نموذج الإنحدار الذاتي لزيت النخيل الخام ونموذجي تصحيح الخطأ للشركتين AirAsia و Telekom Malaysia.

الجدول رقم (40): تقدير نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ

نموذج الاحدار الذاتي VAR			نموذج شعاع تصحيح الخطأ VECM			
زيت النخيل الخام			المستقبليات		الأسهم	
	FCPO	CPO		FTEL	FAIR	TEL-MAL	AIRASIA	
/	/	/	-0.115350	-0.08007	-0.020074	-0.057319	cont-Equ
βF1	0.005901	0.163922	βF1	-0.060375	-0.029473	-0.254296	0.037076	βF1
βF2	0.005969	0.051901	βF2	-0.057132	0.033857	-0.068747	0.022487	βF2
-	/	/	/	-0.025204	/	0.055801	βF3
-	/	/	/	-0.026226	/	0.092439	βF4
-	/	/	/	0.036071	/	0.008124	βF5
γS1	0.067055	-0.13161	γS1	-0.000977	0.021540	0.025663	-0.007620	γS1
γS2	0.065258	-0.04540	γS2	0.001011	0.029138	-0.021126	-0.055168	γS2
-	/	/	/	0.023167	/	0.001060	γS3
-	/	/	/	0.026414	/	-0.038767	γS4
-	/	/	/	0.026356	/	0.292220	γS5
C	-8.03E-05	-0.00010	C	-0.000856	-0.000737	-0.000968	-0.000659	C
R^2	0.009065	0.011014	R^2	0.103210	0.055351	0.054593	0.116481	R^2

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج EVIEWS 10

[1] Silvapulle, P., Moosa, I. A., The relationship between spot and futures prices: Evidence from the crude oil market, Journal of Futures Market, Volume 19, 1999, p.175.

من المفترض أن يكون نموذج VECM هو أفضل نموذج محدد لتقديرات نسبة التحوط الثابتة وفعالية التحوط لأنه يعتبر اندماجا مشتركًا طويل المدى بين الأصل وأسعار العقود المستقبلية. فيما يتعلق بهذا، تم تقدير الأخطاء وتم حساب فعالية التحوط ونسبة التحوط من نموذجي VECM ونموذج VAR.

والجدول الموالي يلخص النتائج.

الجدول رقم (41): نتائج نسبة التحوط وفعالية التحوط بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ.

	زيت النخيل الخام	AirAsia	Telekom Malaysia
Covariance (εF, εS)	0.000142	8.09e-05	1.01e-04
Variance (εF)	0.000187	0.000542	0.000629
Hedge Ratio	75.93%	14.92%	16.05%
Variance (Unhedged)	0.000162	0.1256	0.9042
Variance (Hedged)	0.0000541	0,10002	0.7318
Hedging Effectiveness	66.56%	20.36%	19.066%

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج EVIEWS10

- ❖ حسب نموذج الانحدار الذاتي فإن نسبة التحوط لمستقبليات زيت النخيل تقدر ب75.93%، وفعاليتها للتحوط بلغت 66.56%. وهي نسبة قوية تعكس الأداء الجيد لمستقبليات زيت النخيل الخام في بورصة ماليزيا.
- ❖ حسب نموذجي تصحيح الخطأ بلغت نسبة التحوط 14.92% و 16.05% لشركتي AirAsia و Telekom Malaysia على التوالي، وهي نتائج ضعيفة تؤكد على عجز مستقبليات السهم الواحد الإسلامية على تغطية المخاطر بشكل فعال، حيث لا تتجاوز فعالية التحوط 21 % بالنسبة لكلتا الشركتين.

المطلب الرابع: تقدير نسبة التحوط بإستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة

أظهرت نتائج دراسات سابقة أن نموذج الانحدار الذاتي ذا الفجوات الموزعة أكثر كفاءة من النماذج الأخرى في تقدير نسب التحوط الثابتة من حيث تقليل المخاطر. ويتضح هذا أكثر عند تحليل البيانات من أسواق رأس المال الدولية[1]. وبناء على الجانب النظري تم استخدام السلاسل الزمنية للعوائد المركبة لتقدير نماذج ARDL بهدف حساب نسبة التحوط للمستقبليات المتوافقة مع الشريعة في بورصة ماليزيا.

[1] Koulis, A. et al, Hedging effectiveness for international index futures markets, Journal of Economics and Business, Volume 32, Issue 1, 2018, p.157.

الفرع الأول: اختبار الحدود

قبل عرض نموذج العلاقة طويلة الأجل لابد من إجراء اختبار الحدود BOUNDS TEST لتأكيد معنوية النماذج المقترحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (42): نتائج اختبار الحدود BOUNDS TEST

	القيمة	الحد	1%	5%	10%	النتيجة
زيت النخيل الخام	266.6521	الحد الأدنى I(0)	4.94	3.62	3.02	يوجد علاقة تكامل
		الحد الأعلى I(1)	5.58	4.16	3.51	
زيت نواة النخيل	24.62308	الحد الأدنى I(0)	5.157	3.74	3.113	يوجد علاقة تكامل
		الحد الأعلى I(1)	5.917	4.303	3.61	
شركة AirAsia	246.7172	الحد الأدنى I(0)	4.94	3.62	3.02	يوجد علاقة تكامل
		الحد الأعلى I(1)	5.58	4.16	3.51	
شركة Telekom Malaysia	154.6868	الحد الأدنى I(0)	4.94	3.62	3.02	يوجد علاقة تكامل
		الحد الأعلى I(1)	5.58	4.16	3.51	
شركة IOI Corporation	195.0859	الحد الأدنى I(0)	4.94	3.62	3.02	يوجد علاقة تكامل
		الحد الأعلى I(1)	5.58	4.16	3.51	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EVIEWS10

إن الهدف من استخدام اختبار التكامل المشترك وفق منهج الحدود هو التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل من عدمها بين المتغير التابع والمتغير التفسيري الداخلة في نموذج الدراسة بواسطة اختبار إحصائية فيشر.

وقد خلصت نتائج اختبار الحدود والمبينة في الجدول السابق إلى أن **F-stat** هي أكبر من الحدود العليا للقيمة الحرجة التي حددها (Pesaran) عند كل درجات المعنوية للحدود العليا المعنوية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الأصل والمستقبليات الخاصة به عند مستوى معنوية 1% ، 5 %، 10%.

الفرع الثاني: نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة

نتائج تقدير نموذج ardl لكل أصل والعقد المستقبلي الخاص به، يوضحها الجدول الموالي:

الجدول رقم (43): نتائج تقدير نماذج الإنحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة

	CPO ARDL(2, 2)	KPO ARDL(4, 4)	AIRASIA ARDL(1, 5)	TELEKOM MALAYSIA ARDL(1, 0)	IOI CORPORATION ARDL(2, 0)
S(-1)	-0.182641	-0.048183 (0.6255)	0.004298 (0.9072)	-0.224955 (0.0000)	-0.208140 (0.0000)
S(-2)	-0.095057	-0.530512 (0.0000)	/	/	-0.187442 (0.0000)
S(-3)	/	-0.092999 (0.3467)	/	/	/
S(-4)	/	-0.398525 (0.0007)	/	/	/
F (hedge ratio)	**0.760902**	**0.572498 (0.0000)**	**-0.019595 (0.6079)**	**0.166677 (0.0056)**	**0.11387 (0.0000)**
F(-1)	0.159432	0.216530 (0.0025)	0.019916 (0.6020)	/	/
F(-2)	0.047359	0.374927 (0.0000)	-0.02860 (0.4983)	/	/
F(-3)	/	0.250963 (0.0008)	0.023235 (0.5429)	/	/
F(-4)	/	0.270057 (0.0014)	-0.019786 (0.6044)	/	/
F(-5)	/	/	0.312603 (0.0000)		/
C	-0.003929	0.116290 (0.7818)	-0.077001 (0.3976)	-0.083750 (0.4608)	0.009061 (0.8090)
Adjusted R-squared	**0.671050**	**0.695582**	**0.083755**	**0.197861**	**0.160547**
F-statistic	464.4826	41.11367	9.8277	19.11292	16.06436
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Durbin-Watson	1.996807	1.999497	2.002633	2.027324	2.016973

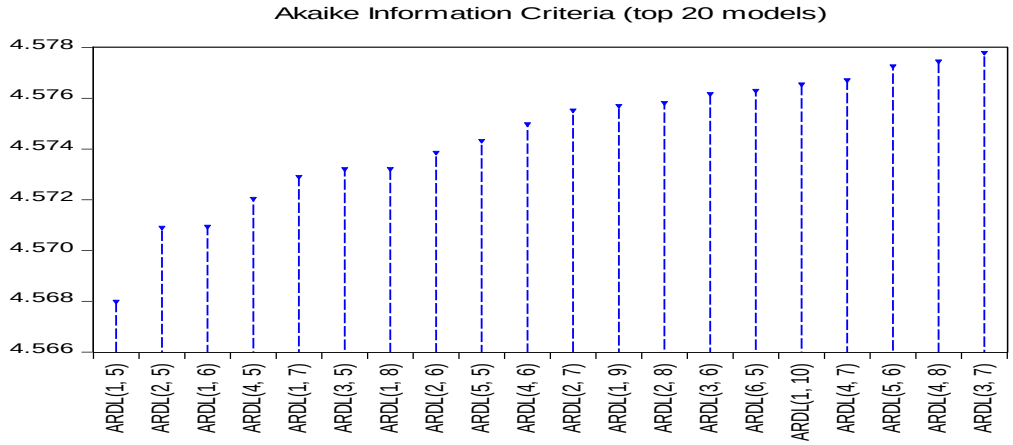
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

❖ يوضح الجدول نتائج تقدير العلاقة طويلة المدى بين الأصل والعقد المستقبلي المشتق منه، بالنسبة لزيت النخيل الخام، زيت نواة النخيل، وشركتي TELEKOM MALAYSIA وIOI CORPORATION. بحيث جاءت كل معاملات النماذج معنوية إحصائيا عند مستوى معنوية 5% ماعدا الثابت، وذلك كون الاحتمال المقابل لإحصائية ستودنت أقل من مستوى المعنوية 5%، كما يشير الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر = PROBF 0,00أن النماذج ذو دلالة إحصائية. وقد تم قبول النماذج بعد التأكد من استقرارها وخلوها من المشاكل

القياسية (أنظر الملحق2). وتمثل F نسبة التحوط، فيما يمثل معامل التحديد المعدل فعالية التحوط في نماذج ARDL المقدرة.

❖ أما بالنسبة لشركة AIRASIA ، فقد تم رفض النموذج. فبالرغم من كون النموذج معنوي إحصائيا Prob(F- - statistic) =0 – إلا أن كل المعلمات المقدرة غير معنوية باستثناء الابطاء الخامس للعقد المستقبلي، في حين باقي النماذج التي تقديرها باختيار إبطاءات أخرى كانت غير معنوية، ونموذج ARDL(1, 5)، هو النموذج الأفضل (أنظر الشكل رقم65).

الشكل رقم (47): اختيار أفضل نموذج ARDL لشركة AIRASIA



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

كما أن الاختبارات التشخيصية أظهرت مشكل عدم التوزيع الطبيعي للبواقي بقيمة 11818.46 لجاك بيرا، واحتمال 0.00. (أنظر الملحق 2) وأيضا تم قبول الفرضية الصفرية بوجود مشكل عدم تجانس الأخطاء. حسب اختبار Breusch–Pagan–Godfrey .

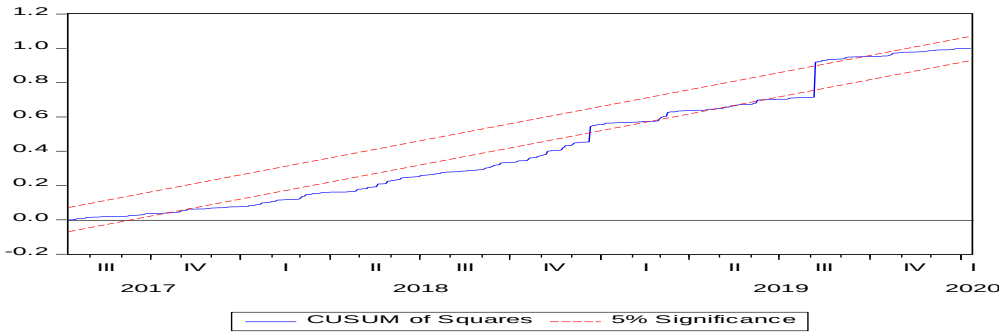
الجدول رقم: (44):اختبار Breusch–Pagan–Godfrey لنموذج ARDL لشركة AIRASIA

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	20.11980	Prob. F(7,669)	0.0000
Obs*R-squared	117.7367	Prob. Chi-Square(7)	0.0000
Scaled explained SS	1267.134	Prob. Chi-Square(7)	0.0000

إضافة إلى اختبار استقرار المقدرات المدرج في الشكل التالي:

الشكل رقم (48): اختبار استقرار المقدرات لنموذج ARDL لشركة AIRASIA



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

نلاحظ من خلال الشكل وقوع أخطاء المقدرات خارج حدود الثقة في الجهة السفلية والعلوية ما يؤكد على أن المقدرات غير مستقرة عبر الزمن.

المطلب الخامس: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن Time Varing Hedge Ratio

قبل استخدام بيانات السلاسل الزمنية المالية في نماذج عائلة ARCH، يجب إجراء بعض الاختبارات الأولية للتأكد مما إذا كانت بياناتنا مناسبة للدراسة، يجب أن نتحقق مما إذا كانت بيانات السلاسل الزمنية المالية تصور تجمع التقلبات للتأكد مما إذا كانت تشير إلى فترة من التقلب المنخفض تليها فترة أخرى من التقلب المنخفض لفترة طويلة وفترة تقلب عالية تليها فترة أخرى من التقلبات العالية لفترة طويلة من أجل الحصول على مبرر لتشغيل نموذج عائلة ARCH. والتأكد أن البيانات مستقرة أو لا تحتوي على جذر الوحدة، ولها تأثير ARCH، وخالية من الارتباط التسلسلي(serial correlation).

الفرع الأول: الاختبارات الأولية

على عكس نماذج GARCH أحادية المتغير، فإن نماذج GARCH متعددة المتغيرات لاتحتوي على اختبارات أولية كثيرة. تتمثل الخطوة الأولى في التحقق من وجود تأثير التباين الذاتي الشرطي المتغاير(ARCH effect) على سلسلة العوائد باستخدام اختبار LM الذي قدمه انجل (Engle) سنة 1982. يستخدم هذا الاختبار مضاعف لاجرانج (LM) الذي يساوي $n * R^2$ حيث n = عدد المشاهدات المتاحة لتقدير معلمات النموذج و R^2 = معامل التحديد. يتم رفض الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود تاثير ARCH إذا كان: $LM>\chi 2(p)$ عند مستوى معنوية 5 ٪ .وبدرجة حرية معينة. نتائج الاختبار في الجدول رقم (47).

الخطوة الثانية تتمثل في إختباري Box–Pierce وLjung–Box، للتأكد من عدم وجود الارتباط الذاتي.

أولا: **اختبار Box–Pierce**: يسمح هذا الاختبار بإظهار وجود سياق الضجة البيضاء الذي يتميز بقيم معدومة لـ P_k وتتمثل فرضياته فيما يلي:[1]

$$\begin{cases} H_0 : P_1 = P_2 = ... = P_k \\ H_1 : \exists! P_k \neq 0 \end{cases}$$

ومن أجل تحقيق هذا الاختبار نستعمل إحصاءة *Box–Pierce* التي تتبع تقريبا توزيع χ^2 والمعرفة كما يلي:

$$\varphi = T\sum_{k=1}^{h} \Gamma_k^2(e_t)$$

حيث :

k: عدد التأخرات.

Γ_k: الارتباط التجريبي من الرتبة k.

T: عدد المشاهدات.

ويتم اتخاذ القرار على الشكل التالي: إذا كانت $\varphi > \chi^2_{(1-\alpha)}$ نرفض فرضية الضجة البيضاء.

ثانيا: اختبار *Ljung–Box*: يسمح هذا الاختبار بإظهار وجود سياق الضجة البيضاء، وتعطى إحصائيته في الشكل الرياضي التالي:

$$\varphi' = T(T+2)\sum_{k=1}^{h} \frac{\Gamma_k^2(e_t)}{T-k}$$

ويتم اتخاذ القرار بمقارنة قيمة إحصاءة *Ljung-Box* مع قيمة χ^2 الجدولية وإذا كانت $\varphi' > \chi^2_{(1-\alpha)}$ نرفض فرضية الضجة البيضاء. والنتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم (45) : الإختبارات الأولية لنماذج BIVARIATE GARCH

سلسلة العوائد	Box-Pierce Q-Statistics	Ljung-Box Q-Statistics	ARCH LM test
زيت النخيل الخام CPO	Q(5) = 3.11894 [0.681*] Q(10)= 10.3565[0.409*] Q(20)= 23.1935 [0.279*] Q(50)= 56.8609 [0.234*]	Q(5) = 2.51565 [0.774*] Q(10)= 9.23778 [0.509*] Q(20)= 22.0228 [0.339*] Q(50)= 51.7661 [0.404*]	F(10,1118)= 2.6052 [0.00*]
مستقبليات زيت النخيل FCPO	Q(5) = 11.6507 [0.039] Q(10)= 16.6252 [0.083*] Q(20)= 30.8516[0.057*] Q(50)= 71.4012 [0.025]	Q(5)= 9.66243 [0.085*] Q(10) = 14.932 [0.134*] Q(20)= 28.559 [0.096*] Q(50)= 58.8530 [0.183*]	F(10,1118)= 3.3960 [0.00*]
زيت نواة النخيل	Q(5) = 29.3404 [0.00]	Q(5) = 20.6297 [0.00]	F(10,142) =

[1] Bourbonnais.R, Econométrie, Edition Dunod, France, 2004, p. 229.

1.7906 [0.0674*]	Q(10)= 30.5573 [0.00] Q(20)= 35.8709 [0.015] Q(50)= 184.112 [0.00]	Q(10)= 40.0091 [0.00] Q(20)= 62.9565 [0.00] Q(50)= 117.570 [0.00]	
F(10,142) = 0.21341 [0.9948]	Q(5) = 4.80302 [0.440*] Q(10)= 12.4465 [0.256*] Q(20)= 27.1746 [0.130*] Q(50)= 0.000000 [1.00*]	Q(5) = 7.07189 [0.215*] Q(10)= 15.9390 [0.101*] Q(20)= 25.1184 [0.196*] Q(50)= 60.4673 [0.147*]	مستقبليات زيت نواة النخيل
F(5,671) = 11.957 [0.00]	Q(5) = 5.08304 [0.405*] Q(10)= 8.8294 [0.548*] Q(20)= 11.0439 [0.945*] Q(50)= 49.0592 [0.511*]	Q(5) = 3.84236 [0.572*] Q(10)= 7.31106 [0.695*] Q(20)= 14.7319 [0.791*] Q(50)= 40.1483 [0.839*]	أسهم AIRASIA
F(10,661) = 6.7121 [0.00]	Q(5) = 1.79679 [0.876*] Q(10)= 1.86207 [0.997*] Q(20)= 2.63211 [0.999*] Q(50)= 9.73004 [1.000*]	Q(5) = 0.0491778 [0.99*] Q(10)= 0.0543780[1.00*] Q(20)= 0.120920 [1.00*] Q(50)= 24.6368 [0.99*]	مستقبليات FAIR
F(10,661) = 6.9865 [0.009]	Q(5) = 2.33261 [0.801*] Q(10)= 6.03089 [0.812*] Q(20)= 16.7827 [0.667*] Q(50)= 50.2346 [0.464*]	Q(5) =2.31094 [0.804*] Q(10)= 5.46182 [0.858*] Q(20)= 17.9148 [0.593*] Q(50)= 59.0131 [0.179*]	أسهم Telekom Malaysia
F(10,661) = 6.737 [0.00]	Q(5) = 0.736793[0.980*] Q(10)= 1.75944 [0.996*] Q(20)= 2.77487 [0.990*] Q(50)= 0.000000 [1.00*]	Q(5) = 7.6e-006 [0.999*] Q(10)= 0.00038 [0.984*] Q(20)= 0.00212 [0.991*] Q(50)= 1.8 e-007 [1.00*]	مستقبليات FTEL
F(10,661) =3.1286 [0.044]	Q(5) = 0.444417 [0.994*] Q(10)= 8.41581 [0.588 *] Q(20)= 22.5429 [0.311 *] Q(50)= 52.4192 [0.38 *]	Q(5) = 0.581137 [0.988*] Q(10)= 9.29843 [0.504 *] Q(20)= 22.2760 [0.325*] Q(50)= 64.8466 [0.077 *]	أسهم IOICorporation
F(10,661) =6.7718 [0.00]	Q(5) = 0.736793 [0.980*] Q(10)= 1.75944 [0.997*] Q(20)= 2.77487 [0.999*] Q(50)= 0.000000 [1.00*]	Q(5) = 7.6046e-6[0.991*] Q(10)= 1.784351[0.977*] Q(20)= 2.64857 [0.998*] Q(50)= 0.000000 [1.00*]	مستقبليات FIOI

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج Oxmetrics 7

بالنسبة لاختبار LM، تم رفض الفرضية الصفرية لايوجد تأثير ARCH عند مستوى معنوية 5% بالنسبة لكل سلاسل العوائد، بإستثناء عوائد زيت نواة النخيل الخام وعوائد المستقبيلات الخاصة به، أين أثبت الاختبار عدم وجود تأثير ARCH في السلسلتين.

وكذلك بالنسبة لإختباري Box–Pierce وLjung–Box، أين تم رفض الفرضية الصفرية يوجد ارتباط ذاتي، بالنسبة لكل سلاسل العوائد باستثناء عوائد زيت نواة النخيل الخام والمستقبليات الخاصة بها.

وبناء على هذه النتائج يمكننا تقدير نماذج BIVARIATE GARCH لكل المتغيرات باستثناء زيت نواة النخيل لأنه لا يحقق الشروط الأولية، وقد يكون ذلك أساسا لصغر حجم العينة (164 مشاهدة). وقد أوضح (H.S. Ng

and K.P. Lam) أنه لا يمكن استخدام عينة أقل من 200 مشاهدة، كما تضمنت نتائجهما أن أفضل النتائج تم التوصل إليها بعينة أكثر من 700 مشاهدة.[1]

ثالثا: اختبار Multivariate ARCH Effects test

قام انجل وكرونر[2] (Engle and Kroner) سنة 1995 بالاعتماد على نتائج بولرسلف وآخرون[3] (Bollerslev et al) سنة 1988 لتطوير اختبار multivariate LM test for ARCH effects وبما أن الاختبار غير متوفر على برمجية OxMetricsTM 7 تم استخدام برمجيةWINRATS Pro 8.1 لاختبار أثر ARCH بين كل أصل والعقد المستقبلي الخاص به. وتظهر النتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم(46): نتائج اختبار Multivariate ARCH Effects test

	LM (4)	LM (8)	LM (12)
زيت النخيل الخام	384.19 [0.000]	227.56 [0.000]	147.38 [0.000]
شركة AIRASIA	60.07 [0.005]	115.23 [0.009]	203.20 [0.000]
شركةTelekom Malaysia	2487.20 [0.000]	1487.74 [0.000]	987.65 [0.000]
شركةIOICorporation	392.09 [0.000]	315.24 [0.000]	287.18 [0.000]

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على برنامج WINRATS Pro 8.1

تم رفض الفرضية الصفرية بعدم وجود ARCH لجميع المتغيرات. وتشير نتائج اختبار ARCH متعدد المتغيرات إلى أن تباينات العقد المستقبلي والأصل الخاص به ليست ثابتة ولكنها متغيرة بمرور الوقت. بعد استيفائها للإختبارات الأولية يمكننا تقدير نماذج GARCH، لكل المتغيرات ماعدا زيت نواة النخيل.

الفرع الثاني: تقدير نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس ذات المتغيرين BIVARIATE GARCH

قبل التقدير النهائي للنماذج يجب أن نقوم بالخطوتين التاليتين:

❖ تقدير الإبطاء المناسب ل ARMA

في دراسة متانة تقدير معلمات GARCH، يجب البدء باستكشاف وظيفة الارتباط الذاتي (ACF) ووظيفة الارتباط الذاتي الجزئي (PACF) لسلسلة العوائد، من أجل تقدير درجة النموذج المختلط ARMA (p,q) المناسبة حيث

[1] Ng, H., & Lam, K. P. ? How does sample size affect GARCH Models? In 9th Joint Conference on Information Sciences (JCIS), Taiwan, ROC, 08–11 October 2006. Paris, France: Atlantis Press, pp.3-4.
[2] Engle R, Kroner FK, Multivariate simultaneous generalized ARCH, Journal of Econometric Theory, Volume 11, 1995, pp.122–150.
[3] Bollerslev T, Engle R, Wooldridge JM.. A capital asset pricing model with time varying covariances, Journal of Political Economy, Volume 96,1988, pp.116–131.

يمثل p درجة الانحدار الذاتي ويمثل q درجة الأوساط. وقد تبين لنا أن (1.1) ARMA، هي الأنسب لجميع النماذج المقدرة.

❖ اختيار المعلمات من أجل MGARCH (p, q)

يحتوي مقال Bauwens وآخرون بعنوان Multivariate GARCH models: a survey على كل مايتعلق بنماذج GARCH متعددة المتغيرات من اختيار النموذج إلى الاختبارات التشخيصية. وقد أوضح فيما يخص اختيار المعلمات من أجل النموذج MGARCH (p, q) بأنه يتم الحصول p و q لسلسلة معينة بأخذ النموذج الذي يحتوي على أصغر معيار معلومات AIC. كما أضاف بأن الصعوبة عند تقدير نموذج VEC أو حتى نموذج BEKK تكمن في العدد الكبير من المعلمات غير المعروفة، حتى بعد فرض عدة قيود. لذلك نادرا ما تستخدم هذه النماذج عندما يكون عدد السلاسل أكبر من 3 أو 4. وقد أوضح أنه لتجنب هيكلة المعادلة، فإنها توفر شروطًا كافية لتحديد نماذج BEKK مع q=1 لضمان قطرية المصفوفة وحتى تكون التباينات الشرطية إيجابية كما أكد أن استخدام عدد صغير من المكونات الرئيسية في نموذج O–GARCH مقارنة بعدد السلاسل يمثل نقطة قوة للنموذج، إذ أن ما يجعل معظم نماذج MGARCH صعبة التقدير هو العدد الكبير من المعلمات، و تمثل إحدى طرق التعامل مع النماذج في تقليل عدد المعلمات من خلال فرض قيود.

وقد أوضحت النتائج التي توصلنا إليها أن نموذج BIVARIATEGARCH (1،1) هو أفضل نموذج يقلل من معايير معلومات AIC وقد تم تقدير عشرين نموذج من أجل كل عقد مستقبلي والأصل الخاص به، فإضافة إلى نموذجي Scalar BEKK وDiagnal BEKK تم اختبار باقي النماذج بالتوالي مع GARCH ، EGARCH، GJRوذلك للمفاضلة بين النماذج المتناظرة والنماذج غير المتناظرة هذه النماذج هي:

1. CCC
2. DCC(Angle)
3. DCC(TSE and TSUI)
4. OGARCH
5. GOGARCH ML
6. GOGARCH NLS

وللاختيار بين النماذج المتناظرة وغير المتناظرة، يتم اختيار أفضل نموذج بأقل قيمة لمعيارAIC وبأعلى قيمة لدالة الإمكان الأعظم Log Likelihood، مع مراعاة أن سلسلة نسبة التحوط المثلى التي يتم الحصول عليها من خلال تقدير نموذج GARCH سواء المتناظر أو غير المتناظر يجب أن تكون مستقرة. حيث يتم القيام بإختبار

ديكي فولر الموسع ADF، من أجل الفرضية الصفرية: $\beta^*_{t-1} \sim I(1)$ ، أي نسبة التحوط المثلى المقدرة بإستخدام نموذج GARCH تحتوي على جذر وحدة[1].

أولا: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لزيت النخيل الخام

تم اختيار نموذج الارتباط الشرطي الديناميكي غير المتناظر ((DCC(1−1) المقدر عن طريق GJR الذي قدمه إنجل كأفضل نموذج بأقل قيمة لمعيار AIC قدرها 5.4233 وبأعلى قيمة لدالة الإمكان الأعظم Log Likelihood المقدرة ب 3086.597− وبما أن النموذج المختار غير متناظر فهذا يعني أنه يأخذ بالحسبان الظواهر غير المتماثلة أو غير المتناظرة، بمعنى أبسط أن تأثير عدم التجانس يختلف حسب إشارة الخطأ السابق كونها موجبة أو سالبة. مع العلم تم رفض الفرضية الصفرية بأن سلسلة نسبة التحوط المقدرة من خلال نموذج DCC غير المتناظر تحتوي على جذر وحدة وذلك من أجل القيمة الاحصائية = 9.9695− والقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% = 3.41127−.

الجدول رقم(47): نموذج الارتباط الشرطي الديناميكي غير المتناظر ((DCC(1−1)

```
**********************************
Conditional Variance : Dynamic Correlation Model (Engle)
Multivariate Normal distribution.

Strong convergence using numerical derivatives
Log-likelihood = -3086.6
Please wait : Computing the Std Errors ...

 Robust Standard Errors (Sandwich formula)
                Coefficient  Std.Error  t-value  t-prob
alpha             0.125234   0.045963    2.725  0.0065
beta              0.716522    0.14022    5.110  0.0000

Correlation-Targeting
rho_21            0.822228
No. Observations :      1139  No. Parameters  :        17
No. Series       :         2  Log Likelihood  : -3086.597
Elapsed Time : 0.028 seconds (or 0.000466667 minutes).
```

المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

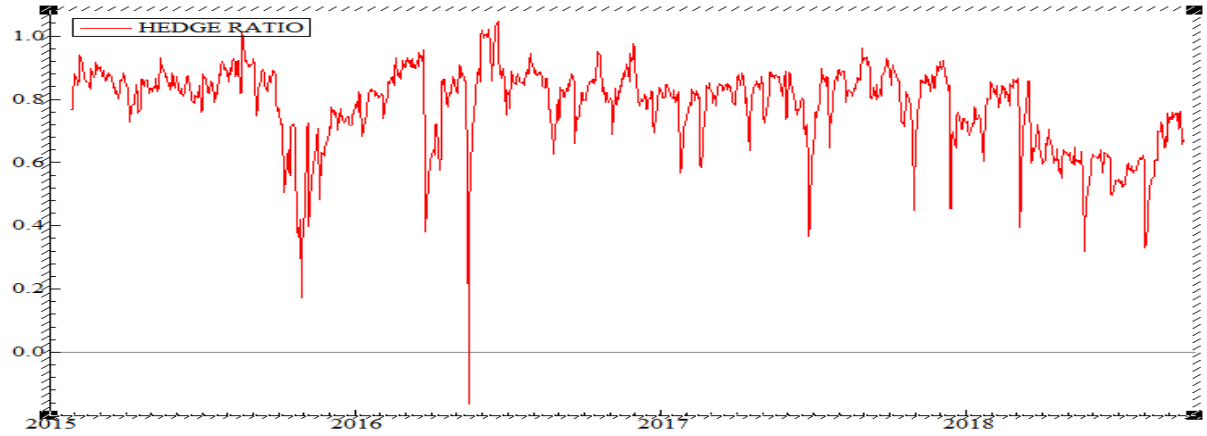
استنادا إلى معادلات التباين للسوق الفورية وسوق العقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، تم إنشاء التباين الشرطي الديناميكي لكلا السوقين. ويلاحظ أن المعلمات الخاصة بمعادلات التباين المشترك والتباين ذات معنوية. هذا يشير إلى أن التباين والبواقي السابقة لها تأثير كبير على التباين الشرطي المشترك في الفترة اللاحقة. وبعد تقدير كل من التباين الشرطي المشترك والتباين الشرطي للعقود المستقبلية بناء على نتائج التمثيل القطري، تم تقدير قيمة متوسط نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن للعقود المستقبلية لزيت النخيل الخام في الأسواق المالية باستخدام معلمات (1،1)

[1] Chris,B., Introductory Econometrics for Finance, op, cit, p.478

DCC وقد بلغت 77.967%. فيما قدرت فعالية التحوط بـ 69.13% وتعتبر نسبة عالية تعكس قوة العقود المستقبلية في خفض المخاطر.

الشكل (49) يمثل الرسم البياني لنسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن المقدرة من الارتباط الشرطي الثابت وهيكل التباين المشترك المتغير مع الزمن للأسعار الفورية والمستقبلية لزيت النخيل الخام، ويتضح من خلالها أن نسبة التحوط وصلت إلى أدنى حد لها في ماي 2016، بينما بلغت أقصى حد في جويلية من نفس السنة.

الشكل رقم (49): نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات زيت النخيل الخام



المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

***ثانيا: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لشركة* AirAsia**

بناء على معيار AIC المقدر ب: 5.4559 وبدالة إمكان أعظم قدرها 3107.154- تم اختيار نموذج GO GARCH NLS المتناظر المقدر بواسطة GARCH (1-1) ليكون النموذج الممثل لنسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد الخاصة بشركة AirAsia. ولكون النموذج متناظر فهو لا يأخذ بعين الاعتبار علاقة مربع الخطأ العشوائي مع التباين الشرطي، بإفتراض أن هذه العلاقة تتحقق فقط في الحالات التي تكون فيها التغيرات المدروسة تتميز بنفس الإشارة و نفس حجم التأثير.

تظهر نتائج أداء التحوط أن نموذج GOGARCH (NLS) من المرجح أن يوفر تقليصا للتباين قدره 15.01% للعينة المأخوذة وبفعالية تحوط مقدرة ب:20.40%. ومع ذلك، يبدو أن النموذج يولد أسوأ أداء إذ يبقى حوالي 79.60 % من المحفظة معرضا لمخاطر الأسعار (خلال فترة العينة). مع العلم تم رفض الفرضية الصفرية بأن سلسلة نسبة التحوط المقدرة من خلال نموذج GOGARCH (NLS) المتناظر تحتوي على جذر وحدة وذلك من أجل القيمة الاحصائية = 18.60419- والقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% = - 3.41127.

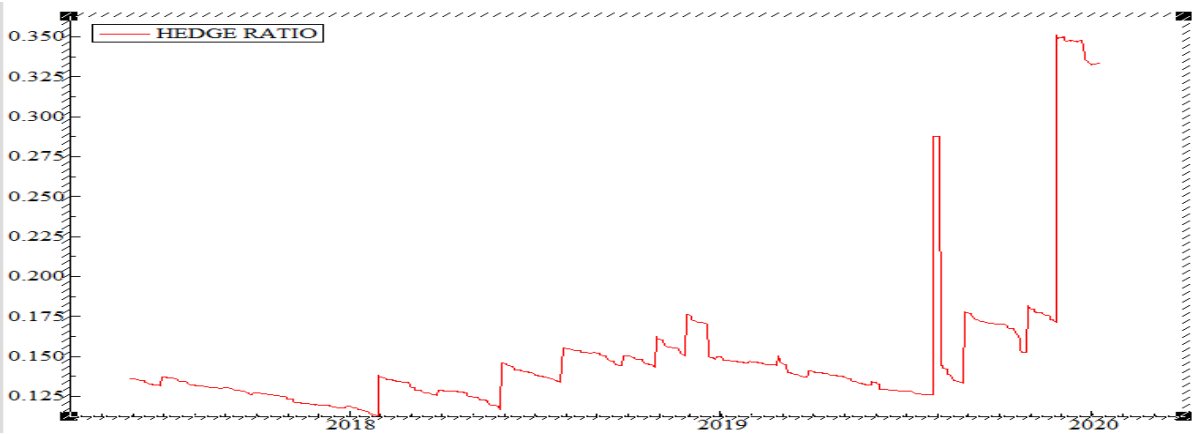
الجدول رقم (48): نموذج GARCH المتعامد المعمم المتناظر GOGARCH (NLS)

```
STEP 1: PC Analysis
-------------------

Principal Components Analysis on the Correlation matrix

    Component   Eigenvalue   Proportion   Cumulative
       1.0000       1.8090      0.90449      0.90449
       2.0000      0.19102     0.095512       1.0000

Eigenvectors

                PC_1         PC_2
RAIR           0.70711      0.70711
RFAIR          0.70711     -0.70711

Correlation between the PC and the variables

                PC_1         PC_2
RAIR           0.95105      0.30905
RFAIR          0.95105     -0.30905

STEP 2: NLS Estimation of the rotation matrix
---------------------------------------------
NLS function value: -23.9164
Estimated Q matrix (symmetric)
      0.16951     0.035121
     0.035121      0.52102
Estimated U matrix
     -0.098455     -0.99514
      0.99514     -0.098455
Rotation angle, i.e. arccos(U_11): 1.66941
Non-singular matrix (Z = P L^1/2 U)
     -0.40118      0.91600
      0.21391      0.97685

STEP 3: ML Estimation of the GARCH-type models on the unobserved factors
------------------------------------------------------------------------

Summary Statistics
--------------------
No. Observations :       682  No. Parameters  :        11
No. Series       :         2  Log Likelihood  : -3107.154
```

المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

باستخدام التباين الشرطي المشترك والتباين الناتج عن نموذج GOGARCH(NLS) لشركة AirASIA، قمنا بتحليل الأداء المتوسط لنسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن الظاهرة في الشكل (68) وقد وصلت نسبة التحوط لمستقبليات السهم الواحد للشركة أدنى قيمة لها في ماي 2017 بمقدار 11.32% وأعلى قيمة 35.13% في جانفي 2020. ويمثل الشكل (50) الرسم البياني لنسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لشركة AirASIA.

الشكل رقم (50): نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد لشركة AirASIA



المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

***ثالثا: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لشركة* Telekom Malaysia**

تم اختيار نموذج الارتباط الديناميكي غير المتناظر ADCC والمقدر ب EGARCH، بدالة إمكان قدرها (-2475.147) وبمعيار AIC قدره 7.2673 من أجل شركة Telekom Malaysia، وأظهرت النتائج أن نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن قدرت بـ 16.94 %، فيما أظهر الارتباط الشرطي للنموذج أن متوسط فعالية التحوط بلغت 19.97 %، بمعنى أن عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة Telekom Malaysia لا تغطي سوى 19% من مخاطر الأسعار المرتبطة بأسهم الشركة. وهي نسبة ضعيفة تحتاج إلى إتخاذ إجراءات إضافية لضمان المركز التحوطي للمستثمر. مع العلم تم رفض الفرضية الصفرية بأن سلسلة نسبة التحوط المقدرة من خلال نموذج ADCC غير المتناظر تحتوي على جذر وحدة وذلك من أجل القيمة الاحصائية= -7.01616 والقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% = -3.41127.

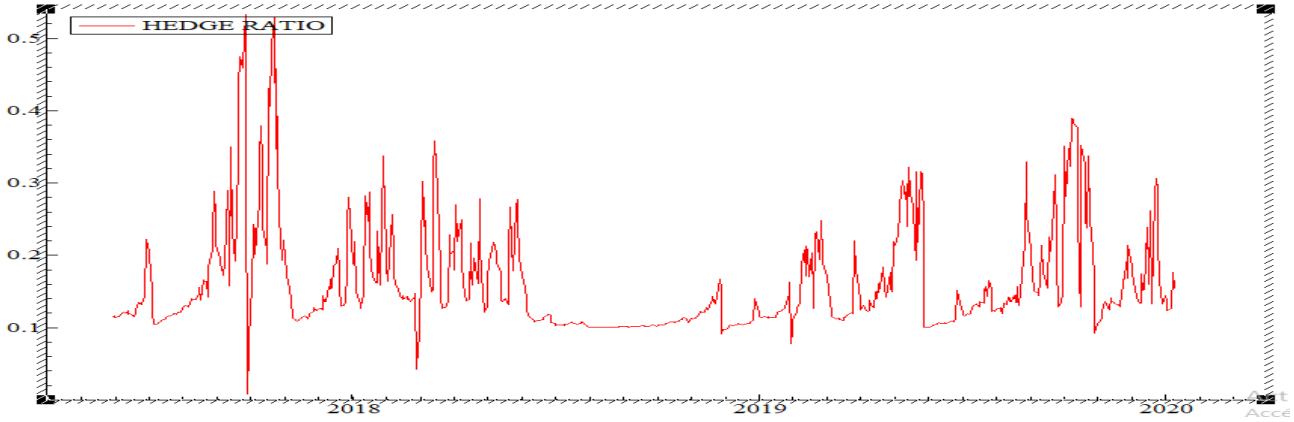
الجدول رقم(49): نموذج الارتباط الشرطي الديناميكي غير المتناظر (ADCC(1-1))

```
Conditional Variance : Asymmetric Dynamic Correlation Model (Engle)
Multivariate Normal distribution.

Strong convergence using numerical derivatives
Log-likelihood = -2475.15
Please wait : Computing the Std Errors ...

 Robust Standard Errors (Sandwich formula)
                Coefficient  Std.Error  t-value  t-prob
alpha             0.989700    0.18687    5.296  0.0066
beta              0.436678    0.16615    2.628  0.0088
gamma             2.090583     1.0928    1.913  0.0562

Correlation-Targeting
rho_21            0.052786
No. Observations :      682  No. Parameters  :        16
No. Series       :        2  Log Likelihood  : -2475.147
Elapsed Time : 0.027 seconds (or 0.00045 minutes).
```

المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

يظهر الشكل الموالي نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن المقدرة عن طريق النموذج ADCC (1-1)، والتي تتراوح بين 0 % و53% مع تسجيل حد أدنى في سبتمبر 2018 بقيمة (0.84%) وحد أعلى في أكتوبر من نفس السنة بقيمة (53.32%).

الشكل رقم (51): نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد لشركة Telekom Malaysia



المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

***رابعا: نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لشركة* IOI Corporation**

من أجل شركة IOI Corporation تم اختيار نموذج Scalar BEKK(1-1) المتناظر، بأقل معيار لـ AIC (7.7584) وبدالة الإمكان الأعظم المقدرة بـ (2637.601-)، وتظهر النتائج أن كل المعلمات المقدرة معنوية عند 5%. مع العلم تم رفض الفرضية الصفرية بأن سلسلة نسبة التحوط المقدرة من خلال نموذج Scalar BEKK المتناظر تحتوي على جذر وحدة وذلك من أجل القيمة الإحصائية لـ ADF= 5.37066- والقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% = 3.41127-.

الجدول رقم (50): نموذج Scalar BEKK(1-1) المتناظر

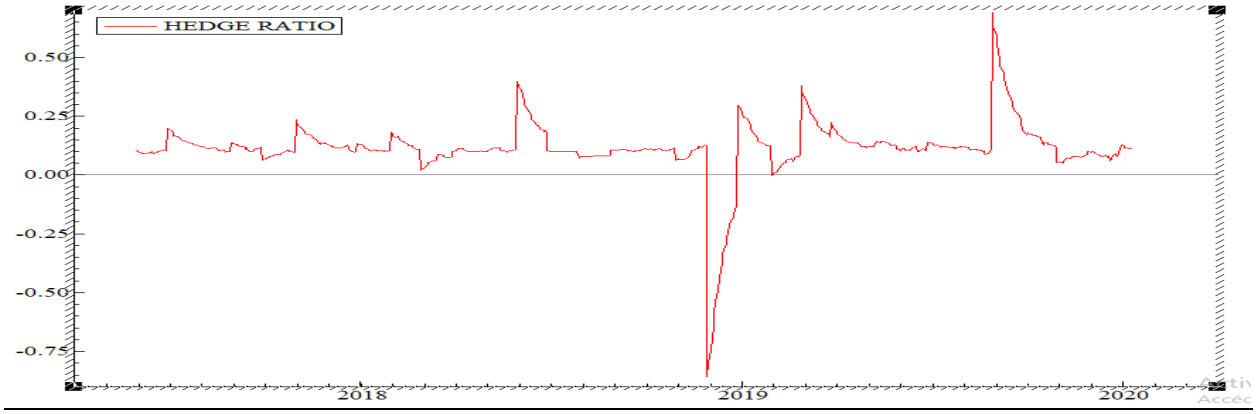
```
Conditional Mean : ARMA (1, 1) model.
No regressor in the conditional mean.
Conditional Variance : Scalar BEKK (1, 1).
No regressor in the conditional variance
Multivariate Normal distribution.

Strong convergence using numerical derivatives
Log-likelihood = -2637.6
Please wait : Computing the Std Errors ...

 Robust Standard Errors (Sandwich formula)
                Coefficient  Std.Error  t-value  t-prob
Cst1              0.007621   0.021679   0.3515  0.0253
Cst2              0.083910   0.089855   0.9338  0.0307
AR_1-1            0.363425    1.28919   0.2819  0.0050
AR_1-2            0.619185    1.11971   0.5528  0.0000
MA_1-1            0.113894    0.10966   1.0385  0.0192
MA_1-2            0.121932    0.11499   1.0603  0.0002
b_1               0.960374    0.15279   6.2856  0.0000
a_1               0.187169    0.11135   1.6810  0.0332
No. Observations :      682  No. Parameters  :         8
No. Series       :        2  Log Likelihood  : -2637.601
Elapsed Time : 0.738 seconds (or 0.0123 minutes).
```

المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

كما بينت نتائج تمثيل التباين الشرطي المشترك والتباين الشرطي للعقود المستقبلية بأن قيمة متوسط نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن للعقود المستقبلية للسهم الواحد لشركة IOI Corporation في السوق المالية بناء على المعلمات المقدرة ل نموذج Scalar BEKK(1-1) قد بلغت 11.403%. فيما قدرت فعالية التحوط بـ 16.11% وهي نسبة ضعيفة تعكس عدم قدرة مستقبليات السهم الواحد للشركة على تقليص الخطر، وبذلك على المستثمر مراجعة قرارات التحوط وإعادة النظر في المعلومات المتاحة في السوق.

الشكل الموالي يمثل الرسم البياني لنسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن المقدرة من نموذج BEKK (1-1) للأسعار الفورية والمستقبلية لشركة IOI Corporation، ويتضح من خلالها أن نسبة التحوط إجمالا منخفضة حيث غالبا ما تتراوح بين 25% و3% وقد وصلت إلى 85%- كأدنى حد لها نهاية 2018، بينما بلغت 69% كأعلى حد لها في أوت 2019.

الشكل رقم (52): نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن لمستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation



المصدر: مخرجات برنامج OXMETRICS 7

الفرع الثالث: الاختبارات التشخيصية لنماذج (1.1) BIVARIATEGARCH المقدرة

نظرا لأن تقدير نماذج MGARCH يستغرق وقتاً طويلاً، سواء من حيث الحساب أو البرمجة، فمن المستحسن التحقق مسبقًا مما إذا كانت البيانات تقدم دليلًا على تأثيرات ARCH متعددة المتغيرات. بعد ذلك، من المهم أيضا التحقق من ملاءمة مواصفات النموذج المقدر. ومع ذلك، بالمقارنة مع مجموعة الاختبارات التشخيصية الضخمة المخصصة للنماذج أحادية المتغير، فإنه يوجد القليل من الاختبارات مخصصة للنماذج متعددة المتغيرات.

أولا: اختبار **Hosking**

من أكثر التشخيصات استخداما للكشف عن تأثيرات ARCH هي اختبارات Box–Pierce / Ljung–Box portmanteau. التي قدمها Hosking سنة 1980، وتعتبر نسخة متعددة المتغيرات من اختبار Ljung–Box، وتعطى وفق العلاقة التالية:

$$HM(M) = T^2 \sum_{j=1}^{M} (T-j)^{-1} tr\{C_{Y_t}^{-1}(0) C_{Y_t}(j) C_{Y_t}^{-1}(0) C'_{Y_t}(j)\}$$

حيث: $Y_t = \text{vech}(y_t y_t')$ و $C_{Y_t}(j)$ هي نموذج مصفوفة التغاير التلقائي للنظام j، من أجل فرضية صفرية: لا يوجد تأثير ARCH، و $HM(M)$ يتم توزيعها بشكل مقارب لـ $\chi^2(K^2M)$.

ثانيا: إختبار **Li and McLeod's**

اقترح Ling and Li سنة 1997 إحصاء متنقلاً بديلاً للتغاير الشرطي متعدد المتغيرات. بحيث يتم تحديد الارتباط التلقائي لبواقي العينة lag–h (المحولة) على النحو التالي:[1]

$$\tilde{R}(h) = \frac{\sum_{t=h+1}^{T} (\hat{\varepsilon}_t' \hat{H}_t^{-1} \hat{\varepsilon}_t - N)(\hat{\varepsilon}_{t-h}' \hat{H}_{t-h}^{-1} \hat{\varepsilon}_{t-h} - N)}{\sum_{t=h+1}^{T} (\hat{\varepsilon}_t' \hat{H}_t^{-1} \hat{\varepsilon}_t - N)^2}$$

ويعطى الاختبار الاحصائي بـ: $LL(M) = T \sum_{h=1}^{M} \tilde{R}^2(h)$ ، ويتم توزيعها بشكل مقارب لـ $\chi^2(M)$، من أجل فرضية صفرية: لا يوجد عدم التجانس الشرطي. من أجل الفحص التشخيصي، استخدمنا إحصائيات Li and McLeod's وإحصائيات Hosking للبواقي المعيارية. والنتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم (51): الاختبارات التشخيصية لنماذج BIVARIATE GARCH

النموذج المختار	Hosking's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals	Li and McLeod's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
زيت النخيل الخام DCC(engle)	Hosking(5) = 32.977 [0.106*] Hosking(10) =44.161 [0.227*] Hosking(20) =84.366 [0.291*] Hosking(50)=230.613[0.055*]	Li-Mc(5) = 32.988[0.106*] Li-Mc(10) = 44.233[0.225*] Li-Mc(20) = 84.419[0.289*] Li-Mc(50) = 229.55[0.061*]
شركة AIRASIA GOGARCH NLS (GJR)	Hosking(5) =15.2072 [0.647*] Hosking(10) =24.342 [0.958*] Hosking(20)=63.9206[0.874*] Hosking(50)=213.705[0.211*]	Li-Mc(5)=15.234 [0.645*] Li-Mc(10) =24.444 [0.956*] Li-Mc(20) =64.032 [0.872*] Li-Mc(50)=212.757[0.224*]

[1] Ling S, Li WK., Diagnostic checking of nonlinear multivariate time series with multivariate ARCH errors. Journal of Time Series Analysis, Volume 18, 1997, pp. 447–464.

Telekom Malaysia ADCC (EGARCH)	Hosking(5) = 15.226[0.646*] Hosking(10)= 32.232[0.732*] Hosking(20) = 59.87 [0.936*] Hosking(50) =25.552[0.087*]	Li-Mc (5)=15.236 [0.645*] Li-Mc (10)= 32.27 [0.730*] Li-Mc (20)= 60.197[0.932*] Li-Mc (50)=225.32 [0.088*]
شركة IOICorporation SCALAR BEKK	Hosking(5) = 29.939 [0.308*] Hosking(10) =37.834 [0.477*] Hosking(20) =71.531 [0.684*] Hosking(50)=229.088[0.064*]	Li-Mc(5) = 29.955[0.307*] Li-Mc(10) =37.934 [0.472*] Li-Mc(20) = 71.698[0.679*] Li-Mc(50) = 227.78[0.072*]

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج OXMETRICS 7

* المعلمة المقدرة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية5%.

من خلال ملاحظة الجدول، بالنسبة لاختبار Hoskin تم قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود تأثير ARCH، عند مستوى معنوية 5% بالنسبة للإحصائيات عند درجات حرية: 5، 10، 20 و50. وبذلك يتضح أنه لا يوجد تأثير ARCH في معادلات التباين المشترك للنماذج المقدرة. وبالنسبة لاختبار Li and McLeod ، يظهر فحص النماذج أن النماذج جيدة، أين تم قبول الفرضية الصفرية لايوجد عدم التجانس الشرطي في البواقي، بمعنى أن النماذج مناسبة لوصف عدم التجانس الشرطي (conditional heteroscedasticity) للبيانات.

الخصائص الإحصائية لنسب التحوط التي تم الحصول عليها من نماذج BIVARIATE GARCH (1،1) لكل العقود المستقبلية موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (52): الخصائص الإحصائية لنسب التحوط المتغيرة عبر الزمن

	زيت النخيل الخام	AIRASIA	Telekom	IOI CORP
متوسط نسبة التحوط	0.77967	0.1501	0.1694	0.11403
الحد الادنى	−0.16358	0.1132	0.008419	−0.8567
الحد الأعلى	1.0468	0.3513	0.53324	0.6909
حد الخطأ	0.12571	0.046486	0.072375	0.12611
فعالية التحوط	0.69132	0.20414	0.199717	0.16112

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج OXMETRICS 7

هناك فرق كبير بين الحد الأدنى والحد الأعلى لنسب التحوط المتغيرة عبر الزمن، مما يعكس التذبذب الكبير في تباين العقود المستقبلية. مع ذلك يفضل الأخذ بمتوسط نسب التحوط لاتخاذ القرارات الإستثمارية. ونلاحظ أن نسبة التحوط لمستقبليات زيت النخيل الخام مرتفعة وتعكس الفعالية الجيدة لهذه العقود. أما نسب التحوط لمستقبليات السهم الواحد الإسلامية، فهي ضعيفة بشكل عام، ولا يمكن الاعتماد عليها من أجل تحوط فعال. لذلك من الأفضل لبورصة ماليزيا أن تقوم باستبدالها بأدوات أكثر فعالية.

الفرع الرابع: المقارنة بين نسبة التحوط وفعالية التحوط في النماذج المختلفة

تمت مقارنة نسب التحوط التي تم الحصول عليها من طريقة انحدار OLS التقليدية ونموذج VAR ونموذج VEC، نموذج ARDL ونموذج GARCH ثنائي المتغير وفقاً لمعيار تقليل التباين. والجدول الموالي يلخص النتائج التي تحصلنا عليها من تقدير النماذج المختلفة:

الجدول رقم (53): المقارنة بين نسبة التحوط وفعالية التحوط في النماذج المختلفة

النموذج		زيت النخيل	زيت نواة النخيل	شركة AirAsia	شركة Telekom	شركة ioi
OLS	النسبة	76.18	57.14	/	16.31	10.58
	الفعالية	66.85	63.14	/	19.36	15.82
VAR/ VECM	النسبة	75.93	/	14.92	16.05	/
	الفعالية	66.56	/	20.36	19.06	/
ARDL	النسبة	76.09	57.24	/	16.66	11.38
	الفعالية	67.10	69.55	/	19.78	16.05
BIVARIATE GARCH	النسبة	77.96	/	15.01	16.94	11.40
	الفعالية	69.13	/	20.40	19.97	16.11

المصدر: من إعداد الباحثة

تظهر النتائج أن جميع النماذج قادرة على تقديم تخفيض في تباين المحفظة بالمقارنة مع المحفظة غير المحمية، غير أن نموذج الانحدار الذاتي ذا الفجوات الموزعة يعطي نسبة تحوط أكثر كفاءة من نسب التحوط الثابتة للنماذج الأخرى من حيث تقليل المخاطر ، والمتمثلة في نموذج المربعات الصغرى، ونموذج الإنحدار الذاتي، إضافة إلى نموذج شعاع تصحيح الخطأ. كما أثبت نموذج GARCH متعدد المتغيرات أنه يعمل بشكل أفضل من كل النماذج. في الواقع، جميع النماذج تنتج أداء مشابها والتغيرات الصغيرة في تقليل التباين لا تدعم بشكل كبير وجود تقنية أفضل لتقدير نسبة التحوط بشكل منهجي. على العكس من ذلك، كل طريقة لها بعض المزايا والعيوب التي يجب على المستثمرين النظر فيها. في بعض الأحيان، قد تكون طريقة مثل OLS هي الأفضل، وتقدم نتائج موثوقة مع تعقيد أقل. في الوقت نفسه، يجب مراعاة الآثار المترتبة على مشاكل التقدير الخاطئ التي يمكن أن تنجم عن هذا النموذج لأنها يمكن أن تبطل النتائج المتوصل إليها.

خلاصة الفصل السادس

على الرغم من اختلاف النماذج المستخدمة لقياس نسب التحوط المثلى إلا أن نتائجها متقاربة، حيث أجمعت جميع النماذج على أن مستقبليات السهم الواحد الإسلامية تتميز بكفاءة تحوط ضعيفة، فيما تتمتع مستقبليات السلع في البورصة الماليزية والمتمثلة في مستقبليات زيت النخيل الخام ومستقبليات زيت نواة النخيل الخام بكفاءة عالية، وبذلك فهي تتيح لمديري المحافظ والمستثمرين أداة مالية قيمة يمكنهم من خلالها تجنب المخاطر دون تصفية مركزهم الفوري أو تغيير تكوين محافظهم.

تمثل نتائج هذه الدراسة أهمية خاصة للمتحوطون الذين يشاركون بنشاط في تداول العقود المستقبلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا ، وتحديداً النتائج المتعلقة بقدرة التنبؤ بأسواق العقود المستقبلية وكذلك فعالية التحوط لإدارة مخ اطر الأسعار. يفضل المتحوطون في الأساس سوقًا فعالاً لأن الأسعار تعكس دائما المعلومات المتاحة بالكامل والتي لا تتطلب تحليل بيانات السوق لاتخاذ قرارات التحوط حيث يستخدمون العقود المستقبلية لتعويض التعرض لتقلبات الأسعار وتقليل مخاطر الأسعار غير المرغوب فيها.

الخـــاتمة العـــامة

إن المعاملات المالية الإسلامية ملزمة بقواعد وأنظمة صارمة للشريعة الإسلامية. فيجب أن تكون أي معاملة مالية إسلامية خالية من الربا، ولا تنطوي على غرر، ولا ميزات للمقامرة ويجب أن تكون عادلة لأطراف العقد. ولتحقيق هذه الشروط وجدت الصناعة المالية الإسلامية صعوبة في تكييف الأدوات التقليدية مع مقاصد الشريعة، لذلك عملت على تطوير أدوات مبتكرة مبنية على أساس شرعي مثل الوعد والمرابحة، لتحقيق أهداف التحوط الإسلامي، والتي تفي بالمتطلبات الشرعية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية المطلوبة معا، وبعد ما تناولنا التحوط الإسلامي وأدواته بالتفصيل في هذا البحث، توصنا إلى النتائج التالية:

النتائج:

أولا: نتائج الجانب النظري:

- ❖ نظرا لأن المؤسسات المالية الإسلامية تدرك الآن تماما الحاجة إلى اتباع نهج صارم لإدارة المخاطر، فعادة ما تدير مواردها من خلال تقاسم الأرباح والمخاطر.
- ❖ اهتمت الشريعة الاسلامية بالتحوط من مخاطر الاستثمار وحثت عليه، استنادا إلى مقصد الشريعة في حفظ المال.
- ❖ آلية نقل المخاطر لا تدخل ضمن مفهوم التحوط الإسلامي.
- ❖ التحوط في التمويل الإسلامي هو الذي يتم بأدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية ضد مخاطر مشروعة، قصد تحقيق مقصد الشريعة في حفظ المال، على أن يتضمن نشاطا حقيقيا. لكن قبل كل هذا، يجب أن يكون الاستثمار الذي يتحوط من أجله متوافقا مع الشريعة الإسلامية (بمعنى أن يكون استثماراً حلالاً).
- ❖ تتمثل ميزة التحوط الاقتصادي في كونه معاملة تحوط صممت لتقليل المخاطر الاقتصادية لبعض أو كل الاستثمار بعيدا عن المستثمر.
- ❖ يمكن اعتبار التأمين التكافلي بيت مال مصغر لمجموعة من الأفراد ترعى بعض جوانب التكافل الاجتماعي الأكثر ضرورة عندهم، ولا يهدف إلى تحقيق الربح، كما لا يهدف إلى تحقيق الغنى لأفراده، بل مجرد التحوط ضد المخاطر التي يتعرضون لها.
- ❖ التحوط التعاقدي يتمثل في المعاوضة عن الالتزام بتصرف عقدي وفق الضوابط الشرعية اللازمة. ومن أهم ضوابطه الشرعية عدم ربط العقد الأول بالعقد الآخر، بل يجب أن يكون كل واحد منهما مستقلاً عن الآخر في جميع حقوقه والتزاماته.

- ❖ الجمع بين العقود بغرض التحوط من المخاطر يكون على سبيل الاقتران، وليس على سبيل الشرط، ولا على سبيل عقدين في عقد واحد.
- ❖ لم تستقر الصكوك الإسلامية بعد في الأسواق ولديها مخاطر متأصلة في الهياكل الحالية للتصكيك، ومع ذلك يمكن استخدام التصكيك كأداة فعالة للتحوط من مخاطر الائتمان ومخاطر السوق والسيولة في المؤسسات المالية الإسلامية.
- ❖ إن الاختلاف بين المدارس الفقهية أعاق بعض الأدوات المالية التي تحاول مطابقة متطلبات إدارة المخاطر الحقيقية من قبل كيانات الأعمال في صناعة التمويل الإسلامي العالمية. لقد تم الاعتراف على نطاق واسع من قبل العديد من المراقبين أن الأسواق المالية الإسلامية لن تكون قادرة على الاستمرار بشكل مستدام في مسار النمو، بل وربما تتراجع، دون إطار مناسب لإدارة المخاطر يمكنه التعامل بفعالية مع المخاطر المعقدة الموجودة في الاقتصاد العالمي اليوم.
- ❖ لقد أثرت اتفاقية التحوط الرئيسية بشكل كبير على النمو في سوق التحوط بسبب تبسيط المبادلات بين العملات والوثائق المبسطة. أين كان لتوحيد أدوات التحوط، مثل مبادلة معدل الربح، والمبادلة الإسلامية للعملات، والعقود الآجلة للعملات الأجنبية، ومرابحة السلع بين البنوك، تأثير كبير على بناء الوعي باستخدام أدوات التحوط.
- ❖ في ظل النموذج التقليدي لصناديق التحوط، فإن الهدف الاستثماري هو تحقيق عوائد مطلقة من خلال استغلال عدم كمال السوق، ويمكن اعتبار صندوق التحوط استثمارا خاصا حيث يسعى المديرون إلى زيادة العائدات وتقليل المخاطر من خلال استخدام مجموعة واسعة من التقنيات المتعلقة باستخدام الرافعة المالية والمشتقات والبيع على المكشوف، والتي تعتبر مرفوضا شرعا في التمويل الإسلامي.
- ❖ إن إنشاء صندوق تحوط إسلامي ليس سهلاً مثل إنشاء صندوق تقليدي يواجه صندوق التحوط الإسلامي عقبات في بناء وعاء شرعي والحصول على موافقة علماء الشريعة عليه. إن استيفاء هذه المتطلبات وثيق الصلة بكسب ثقة المستثمرين بشأن امتثال هيكل الصندوق لمبادئ الشريعة الإسلامية.
- ❖ صناديق التحوط الإسلامية هي شركات مملوكة للقطاع الخاص تجمع أموال المستثمرين وتعيد استثمارها في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية باستخدام استراتيجيات معقدة، هدفها هو التفوق على السوق وتحقيق عوائد عالية بغض النظر عن أوضاع السوق مع التخفيف من المخاطر قدر الإمكان ويجب تحقيق ذلك ضمن الحدود والمبادئ التوجيهية للشريعة الإسلامية.

- ❖ تمتلك صناديق التحوط الإسلامية استراتيجيات محدودة يمكن تنفيذها مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية. ومع ذلك مكنتها من الظهور بنجاح، حيث يكافح مديرو الصناديق للتوفيق بين الحظر الديني على تقنيات صناديق التحوط الشائعة وبين تحقيق عوائد عالية في إثر تقلبات السوق.
- ❖ إن معظم الأدوات المالية التي تتداول في الأسواق المالية التقليدية لا يتوفر فيها الإطار الشرعي المطلوب للتداول. حيث يؤثر الغرر تأثيراً مباشراً وأساسياً في عقود المشتقات المالية سواء في الخيارات المالية أو العقود المستقبلية أو المبادلات.
- ❖ الفجوة بين نمو وتطور الصناعة المالية الإسلامية وعدم توافر أساليب الحد من المخاطر وتأخير تطوير مشتقات التحوط ضدها أسهم بشكل فعال في انسحاب المؤسسات المالية من المعاملات المالية ذات المخاطر المرتفعة مثل (المشاركة – المضاربة) والاعتماد على الصيغ التمويلية ذات العائد المضمون والمخاطر المنخفضة (كالمرابحة).
- ❖ إن تطوير خيار العملات الأجنبية الإسلامية هو مجرد توفير أداة مبتكرة لإدارة المخاطر متوافقة مع الشريعة الإسلامية ضد مخاطر العملة. على الرغم من أن خيار العملات الإسلامي يعطي تأثيرا اقتصاديا مشابها لخيار العملات الأجنبية التقليدي، إلا أنه يجب استخدام العقد بشكل صارم فقط للتحوط عندما تكون هناك معاملة أساسية واضحة.
- ❖ على الرغم من أن الصناعة المالية الإسلامية تعاني من محدودية النشاط المالي، فإن المشتقات المالية الإسلامية ستساعد على تطوير استخدام رأس المال بالكامل في العالم وتطوير الأدوات النقدية.
- ❖ نظر هذا البحث في تطور المشتقات، وناقش الفوائد الفريدة للشركات من استخدامها ووجهة النظر الإسلامية فيما يتعلق باستخدامها، لكن لا يبدو أن هناك وجهة نظر مشتركة. على الرغم من أن معظم العلماء قاموا بتقييمها من وجهة النظر التعاقدية الأساسية، يبدو أن كل منهم قد اتخذ نهجا مختلفا ونظر إليها من زوايا مختلفة تماما للوصول إلى استنتاج بشأن صلاحيتها. بصرف النظر عن النهج التفاضلي في الجانب الشرعي، يبدو أيضا أن استنتاجهم كان مدفوعا بإدراكهم الفردي للأدوات المشتقة. وفي كثير من الحالات، يبدو التصور مضللاً.
- ❖ لا تزال المشتقات على أدوات الأسهم والعملات والسلع الحلال تستحق الاهتمام. على الرغم من أنه قد يبدو أكثر أماناً لعلماء المسلمين أن يكونوا إلى جانب التيار المحافظ، فإن مثل هذا الموقف يمكن أن يكون له عواقب باهظة على الأعمال التجارية الإسلامية على المدى الطويل. في بيئة أعمال تنافسية ومعقدة بشكل متزايد، فإن حرمانهم من استخدام مجموعة مرنة وقوية من الأدوات يمكن أن يضعهم في وضع غير مؤات.

❖ بصرف النظر عن التركيز الضيق على الإطار التعاقدي، يجب على العلماء المسلمين أن يأخذوا في الاعتبار احتمال "خسارة الرفاهية" عند اتخاذ قرار بشأن جواز الأدوات المشتقة.

ثانيا: نتائج الجانب التطبيقي:

أ- *النتائج المتعلقة بكفاءة صناديق التحوط الإسلامية:*

❖ **حسب العوائد غير المعدلة للمخاطر:** تفوقت العوائد غير المعدلة للمخاطر لصناديق التحوط الإسلامية بدرجة كبيرة على عوائد مؤشر السوق. وقد تفوقت صناديق التحوط الإسلامية خلال فترة العينة الكاملة وكل فترات تذبذب الأسعار (مرتفعة، منخفضة ومتوسطة).

❖ **حسب مقياس شارب:**

- خلال الأزمة المالية العالمية 2008: حققت محافظ صناديق التحوط الإسلامية ما قيمته 0.15 وحدة عائد أقل من العائد الخالي من المخاطر، لكل وحدة مخاطر كلية، ومع ذلك العوائد المرجحة لصناديق التحوط الإسلامية تفوقت على عوائد السوق.
- خلال الاتجاه الهبوطي للسوق في فترة التذبذب المتوسط: حققت محافظ صناديق التحوط الإسلامية عائد إضافي قدره (18%) لكل وحدة مخاطر كلية. في حين استمرت للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا بتحقيق معدل عائد أقل من العائد الخالي من المخاطر حيث بلغ (-34%) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة.
- خلال الاتجاه الصعودي للسوق في فترة التذبذب المنخفض: استمرت محافظ صناديق التحوط الإسلامية في تحقيق عوائد تفوق العائد الخالي من المخاطر بما قيمته 0.11 وحدة عائد لكل وحدة مخاطر كلية، في حين حقق مؤشر السوق 1,07- وهو أسوء أداء له مقارنة بالفترات الأخرى.

❖ **حسب مقياس ترينور:**

- خلال فترة الأزمة المالية حققت كل من صناديق التحوط الإسلامية وعوائد السوق الإسلامية مؤشرا سالبا، لكن عوائد السوق تفوقت على أداء المحافظ الاستثمارية لصناديق التحوط الإسلامية في ماليزيا، وهذا يعني أن صناديق التحوط لم تكن كفؤة في التحوط من مخاطر تقلبات السوق المرتفعة.
- في فترة التذبذب المتوسط، عائد صناديق التحوط الإسلامية يفوق الأداء العام للسوق بنسبة 88%. في حين بقي السوق يحقق معدل عائد 1% أقل من العائد الخالي للمخاطر، مما يعني أن صناديق التحوط الإسلامية تكون أكثر كفاءة في التعامل مع مخاطر الاتجاه الهبوطي للسوق.

- حققت صناديق التحوط الإسلامية عائد إيجابي يفوق عائد السوق ب55% في فترة الاستقرار، في حين استمر عائد السوق المالي الماليزي بتحقيق عوائد سالبة أقل من العائد الخالي من المخاطر ب2%. مما يعني أن صناديق التحوط الإسلامية تكون أكثر كفاءة في التعامل مع مخاطر الاتجاه الصعودي للسوق.

❖ **حسب مقياس مودغلياني- مودغلياني:**

- في حالة التقلبات الشديدة، وبالرغم من رفع درجة المخاطر الكلية في محافظ صناديق التحوط الإسلامية لنفس مستوى مخاطر السوق فإن عوائد صناديق التحوط الإسلامية أكبر من عوائد السوق، ويفسر ذلك بقدرة صناديق التحوط الإسلامية على التحوط من المخاطر الكلية عند حدوث أزمة.
- أصبحت عوائد صناديق التحوط الإسلامية 0.30 بدلا من 0.012 في فترة الاتجاه الهبوطي للسوق. ويفسر ذلك بتجنب أداء صناديق التحوط الإسلامية للمخاطر الكلية للسوق خلال فترة التذبذب المتوسط.
- في فترة استقرار السوق، وعند نفس مستوى المخاطر الكلية، حققت صناديق التحوط الإسلامية عوائد أكبر من عوائد السوق في حالة الاتجاه الصعودي للسوق.

❖ **حسب نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد:**

- أظهرت النتائج أن حساسية محفظة صناديق التحوط الإسلامية اتجاه السوق موجبة وأكبر من الواحد، خلال فترة العينة الكاملة، وفترة التذبذب المرتفع وفترة التذبذب المتوسط وفترة التذبذب المنخفض. وهذا يعني أن عائدات صناديق التحوط الاسلامية تتقلب بمقدار أكبر من درجة تقلب السوق، وتكون أكثر خطرا من السوق. ويطلق على هذا الاستثمار بالهجومي.
- حققت صناديق التحوط قيم ألفا موجبة بالنسبة لجميع صناديق التحوط الاسلامية المحلية خلال فترة العينة الكاملة وخلال فترات التذبذب الثلاثة. وهذا يعني أن هذه الصناديق تفوق أداء المؤشر العام للسوق وتقترح انتقائية جيدة من جانب مديري الصناديق.

❖ **حسب نموذج توقيت السوق:**

- تبين نتائج النموذج أن معامل جاما للعوائد الإضافية لجميع محافظ صناديق التحوط الإسلامية بالنسبة للعينة كاملة وفترة التذبذب المرتفع وفترة التذبذب المتوسط ليست ذات دلالة احصائية وتشير هذه النتيجة إلى أن مديري الصناديق حاولوا أن يحددوا وقت السوق، ولكن انتهت أنشطتهم في نهاية المطاف بإظهار توقيت خاطئ، مما يعني فشل الصناديق في التحوط من مخاطر انخفاض الأسعار في السوق.

- أما خلال الاتجاه الصعودي للسوق، فإن معامل غاما معنوي بمعنى أن مديرو صناديق التحوط الإسلامية الماليزية أظهروا قدرة اختيار عالية من حيث تعديل صندوقهم المعروض للسوق قبل أن يتأرجح، ونجحوا في تجنب الانخفاض في الأسعار.

ب- ***النتائج المتعلقة بكفاءة المشتقات المالية الإسلامية:***

❖ **حسب نموذج المربعات الصغرى:** قدرت نسبة التحوط وفعالية التحوط كما يلي:

- عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام بنسبة تحوط 76.18٪، وفعالية 66.85٪.
- عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام بنسبة تحوط 57.14٪، و فعالية 63.14٪.
- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة TELEKOM MALAYSIA بنسبة تحوط 16.31%، و فعالية 19.36%.
- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation بنسبة تحوط 10.58%، وفعالية 15.82%.

❖ يمثل التكامل المشترك عائقا في حساب نسبة التحوط باستخدام نموذج شعاع تصحيح الخطأ.

❖ هناك علاقة سببية في اتجاه واحد من العقود المستقبلية إلى الأصل المشتقة منه. بينما لا توجد علاقة سببية في الاتجاه الآخر من الأصل إلى العقود المستقبلية.

❖ **حسب نموذج الانحدار الذاتي:** فإن نسبة التحوط لمستقبليات زيت النخيل تقدر ب75.93%، وفعاليتها للتحوط بلغت 66.56 %.

❖ **حسب نموذج تصحيح الخطأ:** بلغت نسبة التحوط 14.92% و16.05 % لشركتي AirAsia و Telekom Malaysia على التوالي. بينما لا تتجاوز فعالية التحوط 21 % بالنسبة لكلتا الشركتين.

❖ **حسب نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة:** قدرت نسبة وفعالية التحوط كما يلي:

- عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام بنسبة تحوط 76.09٪، وفعالية 67.10٪.
- عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام بنسبة تحوط 57.24٪، و فعالية 69.55٪.
- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة TELEKOM MALAYSIA بنسبة تحوط 16.66%، وفعالية 19.78%.
- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation بنسبة 11.38%، وفعالية 16.04%.

❖ **حسب نماذج الانحدار الذاتي المعمم المشروط بعدم التجانس ذات المتغيرين،** قدر متوسط نسبة التحوط المتغيرة عبر الزمن ومتوسط فعالية التحوط كما يلي:

- عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام بنسبة تحوط 77.96٪، وفعالية 69.13٪.

- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة AirAsia بنسبة تحوط 15.01٪، و فعالية 20.40٪.
- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة TELEKOM MALAYSIA بنسبة تحوط 16.94%، و فعالية 19.97%.
- عقود مستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation بنسبة 11.40%، وفعالية 16.11%.

❖ جميع النماذج قادرة على تقديم تخفيض في تباين المحفظة بالمقارنة مع المحفظة غير المحمية. غير أن نموذج الانحدار الذاتي ذا الفجوات الموزعة يعطي نسبة تحوط أكثر كفاءة من نسب التحوط الثابتة للنماذج الأخرى من حيث تقليل المخاطر ، والمتمثلة في نموذج المربعات الصغرى، ونموذج الانحدار الذاتي، إضافة إلى نموذج شعاع تصحيح الخطأ.

❖ يوفر نموذج GARCH ثنائي المتغيرين نسبة تحوط أعلى من باقي النماذج.

❖ هناك فرق كبير بين الحد الأدنى والحد الأعلى لنسب التحوط المتغيرة عبر الزمن، مما يعكس التذبذب الكبير في تباين العقود المستقبلية.

❖ جميع النماذج تنتج أداء مشابها والتغيرات الصغيرة في تقليل التباين لا تدعم بشكل كبير وجود تقنية أفضل لتقدير نسبة التحوط بشكل منهجي.

❖ تتميز مستقبليات السهم الواحد الإسلامية بانخفاض قدرتها على التحوط، إذ لا توفر تحوط فعال لمركزها في السوق المالي. وبشكل عام توفر مستقبليات السهم الواحد لشركة AirAsia فعالية تحوط أعلى من مستقبليات السهم الواحد لشركة TELEKOM MALAYSIA، بينما تقدم مستقبليات السهم الواحد لشركة IOI Corporation أسوء أداء مقارنة بنظيرتيها.

❖ تتميز المستقبليات على السلع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بارتفاع نسبة التحوط، وتعتبر أداة فعالة للتحوط من المخاطر. لكن مستقبليات زيت النخيل الخام توفر فعالية تحوط أعلى من مستقبليات زيت نواة النخيل.

التوصيات:

في ضوء الأحداث المعاصرة، أي ظاهرة العولمة المالية التي تحفز عدم اليقين غير المسبوق (المخاطرة والغرر)، والمخاطر غير المبررة والمضاربة المفرطة التي تصل إلى حد المقامرة، والتي تهدد سلامة واستدامة الأسواق المالية الإسلامية توصي الباحثة بما يلي:

- ❖ دعم السماح المؤهل لتداول العقود المستقبلية للسلع الإسلامية، بوضع سياسات جديدة وإطار تنظيمي لصناعة العقود المستقبلية من قبل الحكومات ومنظمي الأسواق المالية الاسلامية، بمساعدة الباحثين الأكاديميين لمعالجة ومكافحة الآثار السلبية للعولمة المالية على تداول العقود المستقبلية للسلع، وذلك لحماية المصلحة العامة ومقاصد الشريعة الإسلامية.

- ❖ إعادة النظر في قرارات الهيئات الاستشارية الشرعية بشأن هياكل المشتقات الإسلامية المعتمدة. ستعطي هذه المبادرة الثقة في الصناعة المالية الإسلامية مما يوفر ضمانات بإصدار قرارات مناسبة وفعالة.

- ❖ من الأفضل إدراج خيارات الصرف الأجنبي الإسلامية ضمن إتفاقية التحوط الرئيسية الصادرة عن الاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات والسوق المالية الإسلامية الدولية. وكذلك الأمر بالنسبة لمستقبليات السلع الإسلامية بعد مراجعتها من طرف الهيئات المسؤولة.

- ❖ العمل على التعريف بصناديق التحوط الإسلامية من حيث مشروعيتها وكفاءتها الاقتصادية. والتعريف خاصة باستراتيجياتها المتوافقة مع الشريعة، لأنه بدون وعي ستبقى موضع اتهام ونفور من قبل المستثمرين المسلمين.

- ❖ ندعو هيئة الأوراق المالية الماليزية إلى مراجعة هياكل وتسعير مستقبليات السهم الواحد، بهدف تدارك فعاليتها الضعيفة للتحوط، حتى لا يفقد المستثمرون ثقتهم في الأدوات المالية الإسلامية.

- ❖ ندعو مديرو صناديق التحوط الإسلامية إلى مراجعة استراتيجياتهم فيما يتعلق بتوقيت السوق، خاصة خلال الأزمات وأثناء الاتجاه الهبوطي للسوق، إذ يجب عليهم التركيز أكثر على التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار.

في ختام هذا البحث، لابد أن نشير أننا ركزنا على أدوات التحوط الإسلامية الموجودة في الأسواق المالية الإسلامية، ورغم تشابهها مع الأدوات التقليدية في السعي إلى التحوط من المخاطر كهدف مشترك، إلا أنها تختلف من حيث الهياكل والطبيعة وذلك لمراعاتها مبادئ الشريعة الإسلامية بالدرجة الأولى. كما نود أن نوضح أنه رغم تناولنا لكفاءة هذه الأدوات بالقياس، إلا أن مصداقية النتائج اعتمدت على توفر البيانات، حجم العينات المدروسة،

والفترة الزمنية للدراسة. إضافة إلى أن الدراسة ركزت على السوق الماليزية، ويمكن أن تختلف نتائجها في أسواق مالية أخرى.

وفي خاتمة رسالتي العلمية المتواضعة، لا يسعني إلا أن أحمد الله الذي تتم بنعمته الصالحات، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك، وأشهد أن سيدنا محمدا عبده ورسوله، خير البشر أجمعين، وشفيعنا يوم الكرب العظيم. لقد كانت رحلة بحث علمي شاقة، وتحمَّلتُ كثيرا من الصعوبات في سبيل التَوصُّل لنتائج وتوصيات لها دلالة، وفي موضوع لم يتم تناوله بصورة موسَّعة من قبل، وهو ما جعلني أُحاول جادَّة التماس الأسباب، وأدعو الله أن يكون وفقني في تقدير النماذج ووضع النتائج، وإن أخطأت فمن نفسي ومن الشيطان، وإن أصبت فمن الله.

الملحق

رقم 01

1- قائمة صناديق التحوط الإسلامية المستخدمة في الدراسة القياسية:

الرقم	اسم الصندوق
01	AmIslamic Balanced
02	Affin Hwang Aiiman Income Plus Fund
03	Public Islamic Opportunities Fund
04	Affin Hwang Aiiman Growth Fund
05	Affin Hwang Aiiman Balanced Fund
06	PB Islamic Asia Equity Fund
07	PB Islamic Cash Management Fund
08	Pacific Dana Dividen
09	Affin Hwang Aiiman Cash Fund I
10	Affin Hwang Aiiman Equity Fund
11	AmOasis Global Islamic Equity
12	Apex Dana Al-Faiz-i
13	AmIttikal

2- المواصفات الإحصائية للعينة

Estimation sample xtreg Number of obs = 1,768

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
R	.155098	3.096268	-19.42	12.93
ALFA	-.0277617	.039407	-.2015024	.1106531
GAMMA	.0023227	.0048438	3.68e-09	.0406032

3- استقرارية السلاسل الزمنية: (* Levin, Lin & Chu)

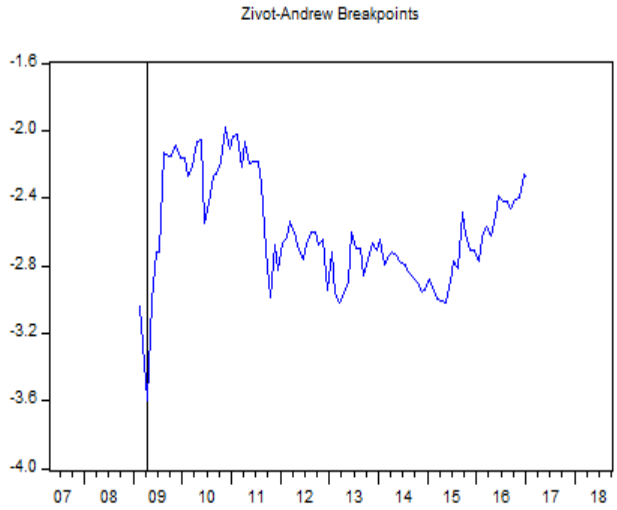
السلاسل الزمنية		العوائد R_t	
		عند المستوى	
		t-statistic	Prob
NAV	none	26.5414	0.0000
	Individual Trend & intercept	22.5080	0.0000
	Individual intercept	23.9116	0.0000
SHARIA INDEX	none	-17.6960	0.0000
	Individual Trend & intercept	-10.7204	0.0000
	Individual intercept	-10.3530	0.0000

4- اختبار الفواصل الهيكلية لـ Zivot and Andrews

Zivot-Andrews Unit Root Test
Date: 02/05/21 Time: 10:02
Sample: 2007M05 2018M09
Included observations: 137
Null Hypothesis: SHARIAH has a unit root with a structural break in both the intercept and trend
Chosen lag length: 1 (maximum lags: 4)
Chosen break point: 2009M04

	t-Statistic	Prob. *
Zivot-Andrews test statistic	-3.593250	0.126891
1% critical value:	-5.57	
5% critical value:	-5.08	
10% critical value:	-4.82	

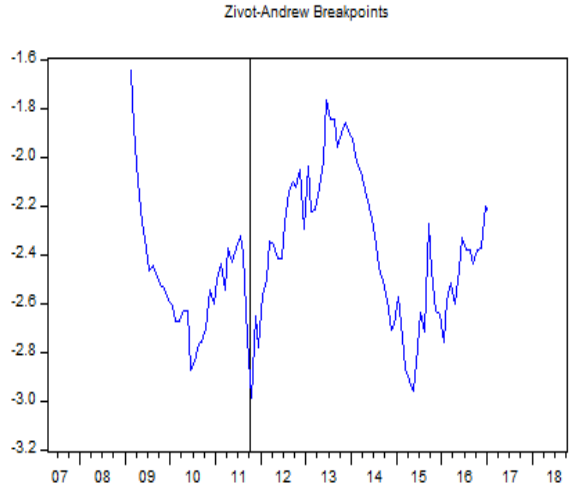
* Probability values are calculated from a standard t-distribution and do not take into account the breakpoint selection process



Zivot-Andrews Unit Root Test
Date: 02/05/21 Time: 10:02
Sample: 2007M05 2018M09
Included observations: 137
Null Hypothesis: SHARIAH has a unit root with a structural break in the intercept
Chosen lag length: 1 (maximum lags: 4)
Chosen break point: 2011M10

	t-Statistic	Prob. *
Zivot-Andrews test statistic	-2.990429	0.004468
1% critical value:	-5.34	
5% critical value:	-4.93	
10% critical value:	-4.58	

* Probability values are calculated from a standard t-distribution and do not take into account the breakpoint selection process



5- صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد:

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (13)  =       2.97
Prob>chi2 =      0.4970


. xtcsd, pesaran abs

Pesaran's test of cross sectional independence =     0.915, Pr =  0.35

Average absolute value of the off-diagonal elements =     0.552
```

6- صلاحية نموذج توقيت السوق:

```
. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (13)  =    30.92
Prob>chi2 =     0.0763


. xtcsd, pesaran abs

Pesaran's test of cross sectional independence =     1.69, Pr = 0.0632

Average absolute value of the off-diagonal elements =     0.231
```

ملاحظة مهمة:

لقد تم إدراج الإختبارات التشخيصية فقط، وذلك لأنه عندما قمنا بإدراج كافة الاختبارات وصل عدد صفحات الملحق الأول والثاني إلى 143 صفحة. لذلك ارتأينا الإكتفاء بالاختبارات التشخيصية، والتي لم تدرج ضمن فصول الرسالة.

الملحق

رقم 02

1- صلاحية النماذج الخاصة بزيت النخيل الخام

❖ **نموذج VAR**

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: D(LS) D(LF)
Exogenous variables: C
Date: 06/25/20 Time: 14:59
Sample: 1/26/2015 6/07/2019
Included observations: 1131

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	7191.102	NA	1.03e-08	-12.71282	-12.70393	-12.70946
1	7210.955	39.60126	1.00e-08	-12.74086	-12.71417*	-12.73078
2	7219.706	17.42495	9.96e-09*	-12.74926*	-12.70478	-12.73246*
3	7222.319	5.192453	9.98e-09	-12.74681	-12.68453	-12.72328
4	7222.630	0.617918	1.00e-08	-12.74028	-12.66022	-12.71003
5	7227.221	9.092468	1.00e-08	-12.74133	-12.64347	-12.70436
6	7232.058	9.561952*	1.00e-08	-12.74281	-12.62716	-12.69912
7	7233.318	2.488015	1.01e-08	-12.73796	-12.60452	-12.68755
8	7235.488	4.274077	1.01e-08	-12.73473	-12.58349	-12.67759

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 06/30/20 Time: 00:18
Sample: 1/26/2015 6/07/2019
Included observations: 1137

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.734721	4	0.0594	2.940010	(4, 2258.0)	0.0594
2	1.854326	4	0.7625	0.463566	(4, 2258.0)	0.7625
3	4.874417	4	0.3004	1.219380	(4, 2258.0)	0.3004
4	2.362923	4	0.6693	0.590778	(4, 2258.0)	0.6693
5	1.382506	4	0.0345	2.600463	(4, 2258.0)	0.0845
6	6.904725	4	0.1410	1.728057	(4, 2258.0)	0.1410
7	1.088092	4	0.8962	0.271968	(4, 2258.0)	0.8962
8	4.863177	4	0.3016	1.216565	(4, 2258.0)	0.3016
9	2.156872	4	0.7069	0.539237	(4, 2258.0)	0.7069
10	7.310120	4	0.1204	1.829680	(4, 2258.0)	0.1204

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)
Date: 06/30/20 Time: 00:19
Sample: 1/26/2015 6/07/2019
Included observations: 1137

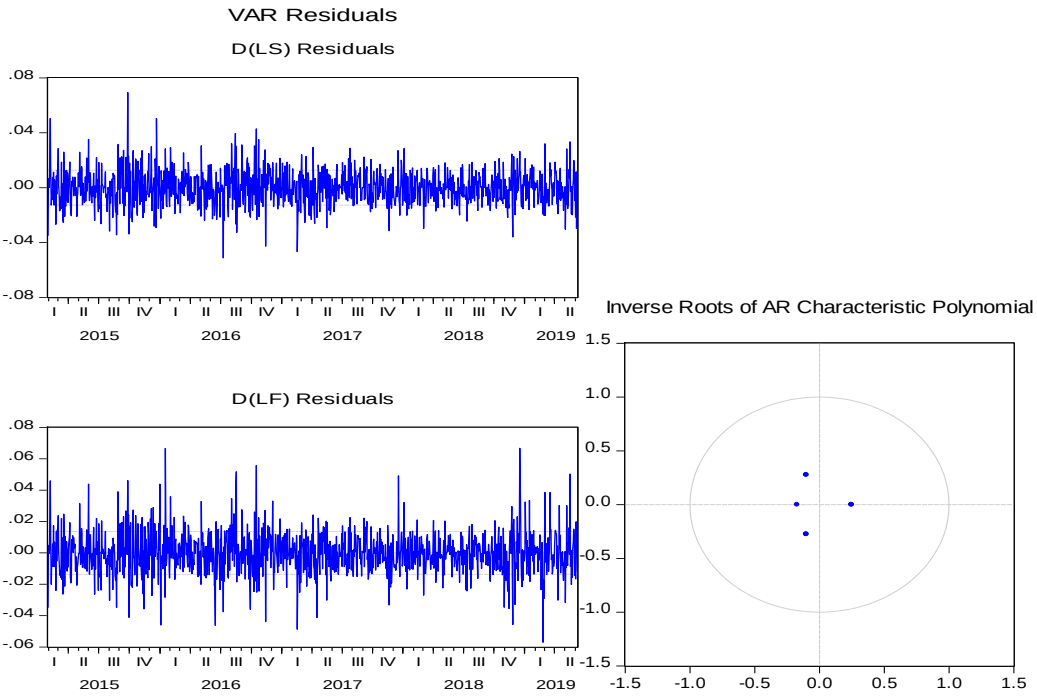
Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
17.33166	24	0.8342

Individual components:

Dependent	R-squared	F(8,18)	Prob.	Chi-sq(8)	Prob.

res1*res1	0.390487	1.441471	0.2461	10.54314	0.2290
res2*res2	0.134387	0.349314	0.9338	3.628446	0.8890
res2*res1	0.075155	0.182839	0.9903	2.029176	0.9801



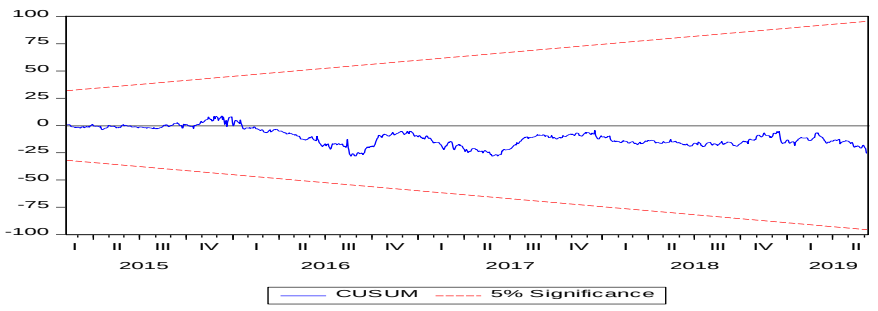
❖ نموذج **ARDL**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.103919	Prob. F(2,1129)	0.9013
Obs*R-squared	0.209272	Prob. Chi-Square(2)	0.9007

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.407862	Prob. F(15,11)	0.2870
Obs*R-squared	17.75283	Prob. Chi-Square(15)	0.2759
Scaled explained SS	3.968541	Prob. Chi-Square(15)	0.9978



❖ نموذج DCC (engle)

```
Hosking's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
  Hosking(  5) =  32.9777   [0.1062218]
  Hosking( 10) =  44.1615   [0.2271481]
  Hosking( 20) =  84.3667   [0.2910005]
  Hosking( 50) =  230.613   [0.0554397]
Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
---------------

Li and McLeod's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
  Li-McLeod(  5) =  32.9886   [0.1062224]
  Li-McLeod( 10) =  44.2337   [0.2251041]
  Li-McLeod( 20) =  84.4191   [0.2891313]
  Li-McLeod( 50) =  229.551   [0.0612232]
Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
```

2- صلاحية الاختبارات الخاصة بزيت نواة النخيل

❖ طريقة المربعات الصغرى

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.021158	Prob. F(1,160)	0.8845
Obs*R-squared	0.021552	Prob. Chi-Square(1)	0.8833

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.271947	Prob. F(1,27)	0.6063
Obs*R-squared	0.289178	Prob. Chi-Square(1)	0.5907
Scaled explained SS	0.118502	Prob. Chi-Square(1)	0.7307

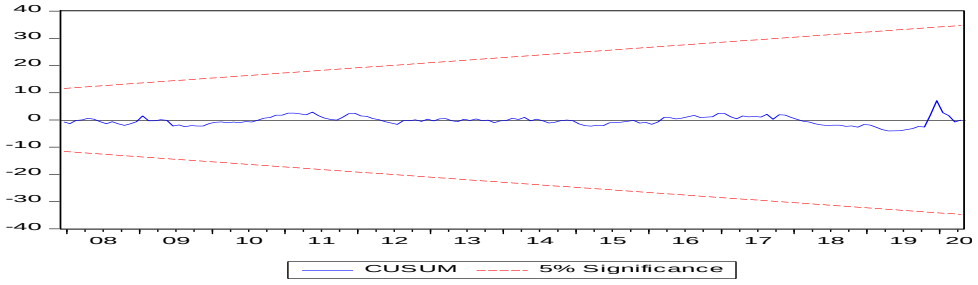
❖ اختبار ARDL

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.577105	Prob. F(4,21)	0.6824
Obs*R-squared	2.574988	Prob. Chi-Square(4)	0.6313
Scaled explained SS	2.235382	Prob. Chi-Square(4)	0.6926

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.491338	Prob. F(2,147)	0.6128
Obs*R-squared	1.055836	Prob. Chi-Square(2)	0.5898



3- الاختبارات الخاصة بشركة: AirAsia

❖ **اختبار vecm**

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: D(LAIR) D(LFAIR)
Exogenous variables: C
Date: 02/04/21 Time: 20:09
Sample: 5/31/2017 1/10/2020
Included observations: 674

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	3103.130	NA	3.46e-07	-9.202165	-9.188773*	-9.196979
1	3103.449	0.635338	3.49e-07	-9.191243	-9.151065	-9.175685
2	3106.198	5.457070	3.51e-07	-9.187530	-9.120568	-9.161600
3	3106.592	0.780366	3.54e-07	-9.176831	-9.083084	-9.140529
4	3108.412	3.590656	3.57e-07	-9.170361	-9.049829	-9.123687
5	3143.388	68.81200*	3.25e-07*	-9.262280*	-9.114964	-9.205235*
6	3146.300	5.710060	3.27e-07	-9.259049	-9.084948	-9.191632
7	3147.550	2.446043	3.29e-07	-9.250892	-9.050006	-9.173102
8	3148.922	2.673919	3.32e-07	-9.243092	-9.015422	-9.154931

VEC Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 02/04/21 Time: 15:08
Sample: 5/31/2017 1/10/2020
Included observations: 677

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.481034	4	0.8300	0.370186	(4, 1324.0)	0.8300
2	1.785026	4	0.7752	0.446220	(4, 1324.0)	0.7752
3	2.038682	4	0.7286	0.509678	(4, 1324.0)	0.7286
4	3.571638	4	0.4671	0.893439	(4, 1324.0)	0.4671
5	2.722632	4	0.6053	0.680844	(4, 1324.0)	0.6053
6	1.851432	4	0.7631	0.462832	(4, 1324.0)	0.7631

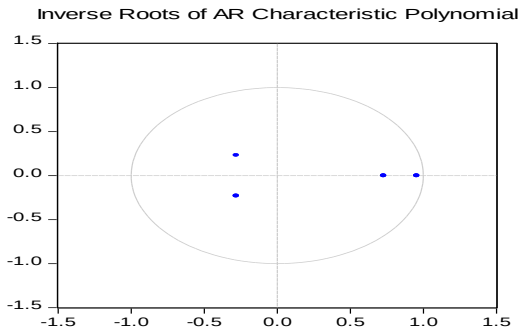
VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Includes Cross Terms)
Date: 02/04/21 Time: 15:11
Sample: 5/31/2017 1/10/2020
Included observations: 677

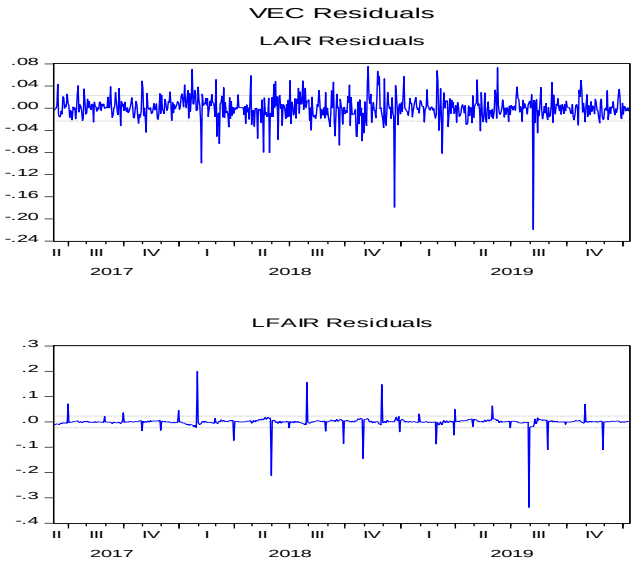
Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
28.63291	24	0.2343

Individual components:

Dependent	R-squared	F(8,18)	Prob.	Chi-sq(8)	Prob.
res1*res1	0.472936	2.018935	0.1029	12.76928	0.1200
res2*res2	0.361782	1.275443	0.3155	9.768122	0.2817
res2*res1	0.205452	0.581798	0.7799	5.547196	0.6978





❖ **نموذج GOGARCH NLS (GJR)**

```
Hosking's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
  Hosking(  5) =  15.2072   [0.6473241]
  Hosking( 10) =  24.3428   [0.9587463]
  Hosking( 20) =  63.9206   [0.8747573]
  Hosking( 50) =  213.705   [0.2116547]
Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
---------------

Li and McLeod's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
  Li-McLeod(  5) =  15.2346   [0.6458221]
  Li-McLeod( 10) =  24.4444   [0.9561526]
  Li-McLeod( 20) =  64.0328   [0.8725443]
  Li-McLeod( 50) =  212.757   [0.2245973]
Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
---------------
```

4- الاختبارات الخاصة بشركة ioi corporation

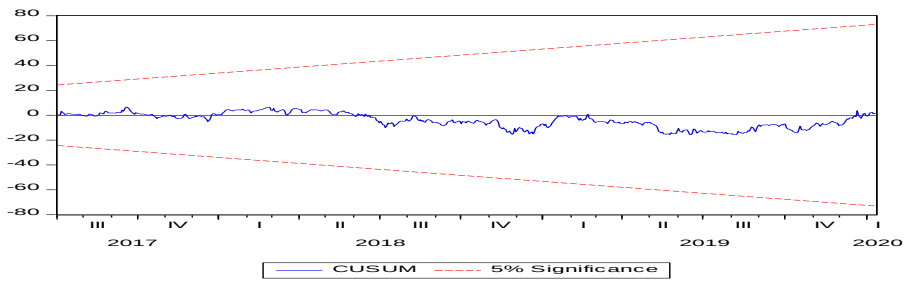
❖ **نموذج ARDL**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.344862	Prob. F(1,675)	0.2466
Obs*R-squared	1.352130	Prob. Chi-Square(1)	0.2449

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.880617	Prob. F(3,676)	0.1315
Obs*R-squared	5.628262	Prob. Chi-Square(3)	0.1312
Scaled explained SS	8.424719	Prob. Chi-Square(3)	0.0380



❖ نموذج SCALAR BEKK

```
Hosking's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
  Hosking(  5) =  15.2265   [0.6460014]
  Hosking( 10) =  32.2324   [0.7324785]
  Hosking( 20) =  59.8700   [0.9361120]
  Hosking( 50) =  255.527   [0.0879863]
Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
---------------

Li and McLeod's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
  Li-McLeod(  5) =  15.2366   [0.6457845]
  Li-McLeod( 10) =  32.2784   [0.7300548]
  Li-McLeod( 20) =  60.1979   [0.9320167]
  Li-McLeod( 50) =  225.323   [0.0881419]
Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
      Hosking's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
        Hosking(  5) =  29.9396   [0.3087910]
        Hosking( 10) =  37.8341   [0.4777894]
        Hosking( 20) =  71.5312   [0.6844131]
        Hosking( 50) =  229.088   [0.0649230]
      Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
      ---------------

      Li and McLeod's Multivariate Portmanteau Statistics on Standardized Residuals
        Li-McLeod(  5) =  29.9553   [0.3078450]
        Li-McLeod( 10) =  37.9347   [0.4720093]
        Li-McLeod( 20) =  71.6986   [0.6791047]
        Li-McLeod( 50) =  227.783   [0.0720971]
      Warning: P-values have been corrected by 2 degrees of freedom
      ---------------
```

5- الاختبارات الخاصة بشركة Telekom Malaysia

❖ اختبار vecm

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LTLM LFTEL
Exogenous variables: C
Date: 07/01/20 Time: 13:21
Sample: 5/31/2017 1/10/2020
Included observations: 675

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	546.8398	NA	0.000682	-1.614340	-1.600963	-1.609160
1	2930.270	4745.674	5.92e-07	-8.664503	-8.624372	-8.648964
2	2947.310	33.82821*	5.69e-07*	-8.703141*	-8.636256*	-8.677243*
3	2950.124	5.569439	5.71e-07	-8.699626	-8.605988	-8.663369
4	2950.844	1.420348	5.77e-07	-8.689907	-8.569515	-8.643291
5	2954.490	7.174285	5.77e-07	-8.688860	-8.541714	-8.631884
6	2957.390	5.686849	5.79e-07	-8.685599	-8.511699	-8.618263
7	2957.991	1.176114	5.85e-07	-8.675529	-8.474875	-8.597834
8	2958.187	0.382827	5.92e-07	-8.664259	-8.436851	-8.576205

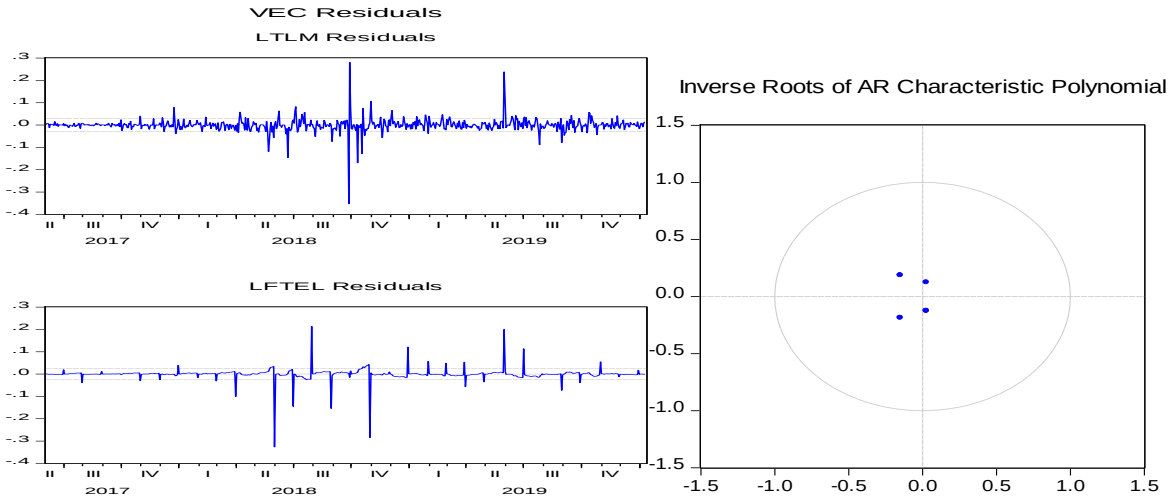
Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.889364	Prob. F(1,680)	0.3460
Obs*R-squared	0.890815	Prob. Chi-Square(1)	0.3453
Scaled explained SS	1.805171	Prob. Chi-Square(1)	0.1791

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.788203	Prob. F(1,680)	0.1816

Obs*R-squared	1.788758	Prob. Chi-Square(1)	0.1811
Scaled explained SS	45.22341	Prob. Chi-Square(1)	0.0000



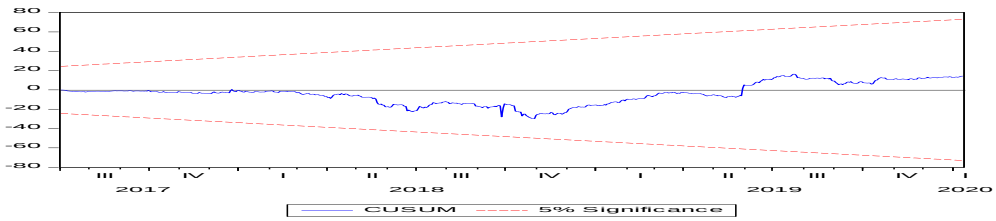
❖ **نموذج ARDL**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

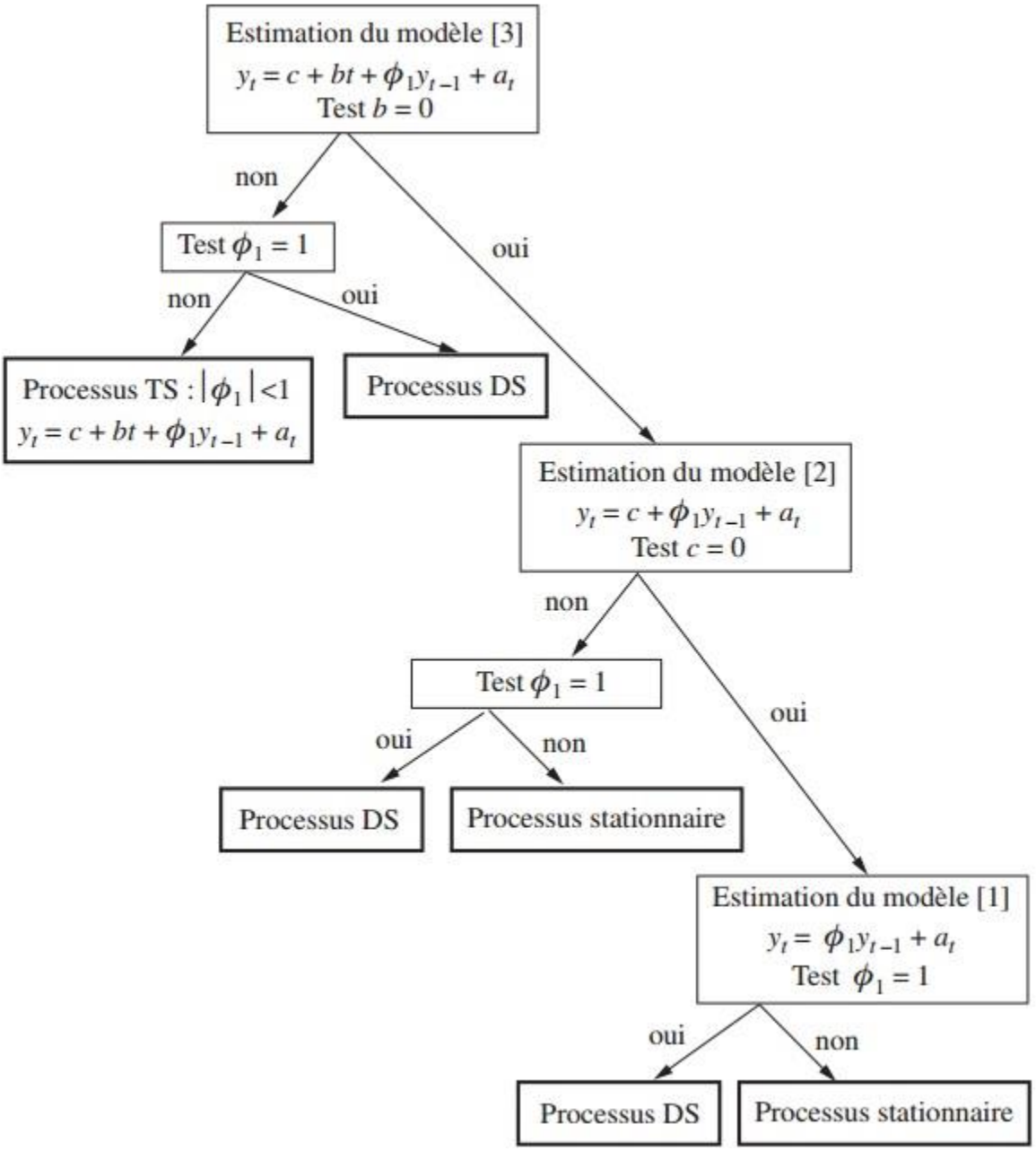
F-statistic	1.256243	Prob. F(2,676)	0.2854
Obs*R-squared	2.521698	Prob. Chi-Square(2)	0.2834

Heteroskedasticity Test:
Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.296781	Prob. F(2,678)	0.7433
Obs*R-squared	0.595666	Prob. Chi-Square(2)	0.7424
Scaled explained SS	0.946010	Prob. Chi-Square(2)	0.6231



❖ **نموذج ADCC (EGARCH)**


Estimation du modèle [3]
$y_t = c + bt + \phi_1 y_{t-1} + a_t$
Test $b = 0$
non
oui
Test $\phi_1 = 1$
non
oui
Processus TS : $|\phi_1| < 1$
$y_t = c + bt + \phi_1 y_{t-1} + a_t$
Processus DS
Estimation du modèle [2]
$y_t = c + \phi_1 y_{t-1} + a_t$
Test $c = 0$
non
oui
Test $\phi_1 = 1$
oui
non
Processus DS
Processus stationnaire
Estimation du modèle [1]
$y_t = \phi_1 y_{t-1} + a_t$
Test $\phi_1 = 1$
oui
non
Processus DS
Processus stationnaire

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أولا: الكتب

1. ابتهاج مصطفى عبد الرحمن، **إدارة البنوك التجارية**، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة،2000.
2. ابن القيم الجوزيه، **زاد المعاد في هدى خير العباد**، تحقيق شعيب وعبدالقادر الأرناؤوط، الجزء05، الطبعة 14، مؤسسة الرسالة، دون سنة نشر.
3. ابن رشد القرطبي، أبو الوليد محمد بن أحمد، **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، الجزء 2، الطبعة التاسعة، دار المعرفة، بيروت،1988
4. ابن منظور، **لسان العرب** ، الطبعة الأولى، دار إحياء التراث للطباعة والنشر والتوزيع، دون مكان نشر، 1981.
5. أبو البقاء الكفوي، **كتاب الكليات**، الطبعة الثانية، مؤسسة الرسالة، بيروت، 1998.
6. أبو بكر جابر الجزائري، **منهاج المسلم**، الطبعة الرابعة، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2004.
7. أحمد الشرباصي، **المعجم الاقتصادي الإسلامي**، دار الجيل، دون مكان نشر، 1981.
8. أحمد بن داود المزجاجي الأشعري، **مقدمة في الإدارة الإسلامية** ، الطبعة الأولى، دون اسم الناشر، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000.
9. أحمد بن فارس بن زكريا أبو الحسين، **مقاييس اللغة** ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دون سنة نشر.
10. أحمد بن محمد بن علي الفيومي المقري، **المصباح المنير في غريب الشرح الكبير** ، الطبعة الثانية، دار المعارف، القاهرة، دون سنة نشر.
11. أحمد محي الدين أحمد، **أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي**، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة بنك البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995.
12. أحمد معجب العتيبي، **المحافظ الاستثمارية: أحكامها وظوابطها في الفقه الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار النفائس، دون سنة نشر.
13. أدهم إبراهيم جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورهما في تمويل التنمية الإقتصادية**، الطبعة الأولى، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014.
14. أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، **إدارة الخطر والتأمين**، الطبعة الأولى، عمان، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2007.
15. إياس بن إبراهيم الهزاع، **أحكام التسهيلات الائتمانية في الفقه الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2019.
16. بديعة على أحمد، **التأمين في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
17. البرواري شعبان محمد إسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية**، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
18. بن الضيف محمد عدنان، **مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية**، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
19. بورقبة شوقي، **التمويل في البنوك الإسلامية والتقليدية**، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2013.
20. حازم الوادي، **النظام الإقتصادي في الإسلام**، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2008.

21. حاكم الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية: عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات** ، الجزء الثالث، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

22. حامد العربي الحضيري، **تقييم الاستثمارات**، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.

23. حسين محمد سمحان، أحمد عارف العساف، **تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل الإسلامي والتقليدي**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.

24. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، **مدخل إلى الأسواق المالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

25. دريد كامل آل شبيب، **إدارة البنوك المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.

26. دومنيك سلفتور، **الإحصاء والاقتصاد القياسي**، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، دون سنة نشر.

27. الرازي محمد بن أبي بكر بن عبد القادر، **مختار الصحاح**، دار الثقافة الإسلامية، جدة، 1986.

28. سامي بن إبراهيم السويلم، **صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي**، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أفريل 2004.

29. سليمان أحمد يوسف، **رأي التشريع في مسائل البورصة**، الطبعة الأولى، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الإتحاد الإسلامي للبنوك الإسلامية، 1982.

30. سليمان بن خلف الباجي، **المنتقى شرح الموطأ**، الجزء 5، دار الكتاب العربي، دون سنة نشر.

31. سليمان خنجري، **الأسواق المالية وأحكامها الفقهية** ، الطبعة الأولى، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الدار البيضاء، المملكة المغربية، 2010.

32. سمير الخطيب، **قياس وإدارة المخاطر بالبنوك**، الطبعة الأولى، دار المعارف للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2005.

33. سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، الطبعة الأولى، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005.

34. شبير محمد عثمان، **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 1996.

35. شوقي أحمد دنيا، **التمويل والمؤسسات المالية الإسلامية**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2017.

36. شيرين محمد سالم أبو قعنونة، **الهندسة المالية الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية**، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، الأردن، 2016.

37. الصديق محمد الأمين الضرير، **الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة**، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، .1993

38. طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2007.

39. طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة**، الدار الجامعية،، مصر، 2003.

40. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004.

41. عبد القادر جعفر، **نظام التأمين الإسلامي، محاولة لإبراز نظام إسلامي متكامل في تأمين الأنفس والأموال من الأضرار، تشريعاً، ووقاية، ورعاية، وتعويضاً وعرض للتأمين الوضعي وبيان حكمه**، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 2006.

42. عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، **التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة**، كرسي سابك، مشروع رقم (06-12)، 2013.
43. عبد الله بن محمد بن أحمد الطيار، **البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الثانية، دار الوطن للطباعة، الرياض، 1994.
44. عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، **عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامي**، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000.
45. عبده السيد عبد المطلب، الأسلوب **الإسلامي لمزاولة التأمين**، القاهرة، الطبعة الأول، دار الكتاب، 1988.
46. عربيات وائل، **المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية: أساليب الاستثمار، المشاركة المتناقصة والاستصناع**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
47. عز الدين خوجة، **الصناديق الاستثمارية الإسلامية**، مطبوعات مجموعة بنك البركة، جدة، 1994.
48. عز الدين خوجة، **المدخل العام للمعاملات المالية الإسلامية**، الطبعة الأولى، دار الإمتثال للمالية الإسلامية، تونس، 2013.
49. عز الدين خوجة، **عمليات التمويل الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار الإمتثال للمالية الإسلامية، تونس، 2013.
50. علي بن عباس الحكمي، **البيوع المنهي عنها نصا في الشريعة الإسلامية وأثر النهي فيها من الحرمة والبطلان**، دون ناشر، 1990.
51. علي سيد إسماعيل، **مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2018.
52. علي عبودي نعمة الجبوري، **إدارة المصارف الإسلامية: نظام مالي عادل**، الطبعة الثالثة، دار صفاء، الأردن، 2016.
53. علي محمد شلهوب، **شؤون النقود وأعمال البنوك**، شعاع للنشر والعلوم، الطبعة الأولى، حلب، سوريا، 2007.
54. عمر عبد العزيز الترك، **الربا والمعاملات المصرفية في نظر الشريعة الإسلامية**، الطبعة الثانية، دار العاصمة للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، دون سنة نشر.
55. فادي محمد الرفاعي، **المصارف الاسلامية**، منشورات حلبي الحقوقية ،بيروت لبنان، 2004.
56. فاطمة سيد عبد القادر، **المشتقات المالية والأزمات المالية**، حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2018.
57. فخري حسين عزي، **صيغ تمويل التنمية في الإسلام**، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1993.
58. فؤاد عبد اللطيف السرطاوي، **التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1999.
59. الفيروز آبادي، **القاموس المحيط**، الطبعة الثالثة، الجزء الرابع ، المطبعة المصرية، القاهرة ، 1933.
60. كاسب بن عبد الكريم البدران، **عقد الاستصناع في الفقه الإسلامي – دراسة مقارنة**، الطبعة الثانية، جامعة الملك فيصل، كلية التربية، السعودية، 1984.
61. لونيس أكيزيديس، سنيل كومار خاندلول، **إدارة المخاطر المالية في أعمال الصيرفة والتمويل الإسلامي**، ترجمة عبير فوزان العبادي، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2015.
62. مالك بن أنس المحقق محمد مصطفى الأعظمي، **الموطأ**، الطبعة الأولى، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، 2004.
63. مبارك بن سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
64. المبارك بن محمد الجزري بن الأثير، **النهاية في غريب الحديث**، الطبعة الأولى، المكتبة العلمية، بيروت، 1979.

65. محمَّد أبو سيد أحمد، **حماية المستهلك في الفقه الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 2004.
66. محمد اعماره، **قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية**، الطبعة ا لأولى، دار الشروق، بيروت، 1993.
67. محمد الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
68. محمد الحناوي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الثانية**، الدار الجامعية، مصر، 1997.
69. محمد الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
70. محمد بشير علية، **القاموس الاقتصادي**، الطبعة الأولى، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، 1985.
71. محمد بن عبدالله بن إدريس الشافعي، **الأم**، الجزء 7، دار المعرفة، دون سنة نشر.
72. محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، الجزائر، 2011.
73. محمد عنتر أحمد، **الإدارة المالية والاستثمار**، الطبعة الأولى، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2009.
74. محمد محمود العجلوني، **البنوك الإسلامية إحكامها، مبادئها، تطبيقاتها المصرفية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
75. محمد محمود المكاوي، **الاحتياط ضد مخاطر التمويل المصرفي الإسلامي** ، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون، مصر، 2015.
76. محمد محمود حبش، **الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة**، الطبعة الأولى، طباعة بنك الأردن المحدود، عمان، الأردن، 1998.
77. محمد مصطفى الزحيلي، **القواعد الفقهية وتطبيقاتها في المذاهب الأربعة**، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2006.
78. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، عمان، 2000.
79. محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى،2005.
80. محمود بن عمر بن محمد بن أحمد الخوارزمي الزمخشري، **أساس البلاغة**، الطبعة الأولى، دار الكتب العلمية، بيروت، 1998.
81. محمود حسن صوان، **أساسيات العمل المصرفي الإسلامي**، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
82. **مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي**، المرحلة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 2008.
83. مصطفى أحمد الزرقا، **عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1999.
84. مصطفى حسين سلمان وآخرون، **المعاملات المالية في الإسلام**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1990.
85. ملحم أحمد سالم، **التأمين التعاوني الإسلامي وتطبيقاته في شركات التأمين الإسلامية**، المكتبة الوطنية، الأردن، 2000.
86. منذر قحف، **أساسيات التمويل الإسلامي**، الطبعة الأولى، الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2011.
87. منذر قحف، **مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي (تحليل فقهي واقتصادي)**، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003.
88. منير إبراهيم هندي، **أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية**، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، 1998.
89. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1999.

90. منير هندي إبراهيم، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003

91. ناصر أحمد إبراهيم النشوي، **عقد الاستصناع، التكييف الشرعي والقانوني لحكم التعامل به: دراسة فقهية تأصيلية مقارنة**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

92. ناصر سليمان، **تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية**، الطبعة الأولى، جمعية التراث للنشر، غرداية، الجزائر، 2002.

93. نجلاء بنت محمد البقمي، **مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة**، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية، المشروع رقم (05-21) 2013.

94. نزيه كمال حماد، **بيع الكالئ بالكالئ (بيع الدين بالدين) في الفقه الإسلامي**، سلسلة المطبوعات العربية، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، 1986.

95. هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

96. وهبة الزحيلي، **المعاملات المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق،2002.

97. يعرب محمود إبراهيم الجبوري، **دور المصارف الإسلامية في التمويل والإستثمار**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.

98. يوسف كمال محمد، **المصرفية الإسلامية: الأزمة والمخرج، فقه الاقتصاد الإسلامي**، الطبعة الثانية، دار النشر للجامعات المصرية، مصر، 1996.

<u>ثانيا: المـقالات:</u>

99. أحمد شوقي سليمان، **المخاطر المحيطة بصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك وكيفية الحد منها: حالة عملية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 61، جوان 2017.

100. أحمد شوقي سليمان، **المخاطر المحيطة بصيغة وكيفية الحد منها: حالة عملية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 59، أفريل 2017.

101. أحمد شوقي سليمان، **المخاطر المحيطة بصيغة المشاركة وكيفية الحد منها: حالة عملية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 58، مارس 2017.

102. أحمد شوقي سليمان، **المخاطر المحيطة بصيغة المضاربة وكيفية الحد منها: حالة عملية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 62، جويلية 2017.

103. بختة بطاهر، بوطلاعة محمد، **إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي في البنوك الإسلامية: دراسة ميدانية في عدة فروع لبنك** البركة، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد02، 2018.

104. بسويح منى وآخرون، **إدارة مخاطر صيغة المرابحة في التمويل المصرفي الإسلامي**، مجلة النمو الاقتصادي وريادة الأعمال، المجلد 04، العدد01، 2020.

105. بلعيدي عبدالله وآخرون، **مخاطر تطبيقات المضاربة في البنوك الإسلامية وطرق إدارتها**، مجلة البصيرة، المجلد 08، العدد01، 2018.

106. بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، **أهمية الصكوك المالي الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 42، نوفمبر2015

107. بوعبد الله علي، **تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية ، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، العدد 14، 2015.

108. حامدي وناسة، حامدي بلقاسم، **السلم كصيغة للتحوط ضد المخاطر المستقبلية**، مجلة الإحياء، المجلد: 19، العدد: 23، ديسمبر 2019.

109. حسب الرسول يوسف التوم وآخرون، **مخاطر تطبيق صيغ التمويل في الإسلام**، مجلة العلوم والبحوث الإسلامية، العدد 05، أوت 2012.

110. زكي أحمد، **القاعدة الفقهية الخراج بالضمان دراسة تأصيلية تطبيقية**، مجلة قبس للدراسات الإنسانية والاجتماعية، المجلد03، العدد02، 2019.

111. سعد بن علي بن تركي الجلعود، **فقه المخاطرة المالية بين التمويل الإسلامي والتمويل الغربي**، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، المجلد 05، العدد34، 2018.

112. سمير الشاهد، **البنوك الإسلامية وتحديات بازل1**، حولية البركة، مجلة متخصصة بفقه المعاملات، والعمل المصرفي الإسلامي، خاصة بأبحاث ندوات البركة، العدد 8، 2006.

113. عابد العيدلي، **محددات التجارة البينية للدول الاسلامية باستخدام منهج تحليل البانل**، المعهد الاسلامي للبحوث التدريب، البنك الاسلامي للتمية، جدة، المجلد ،16 العدد الأول، 2020.

114. عباد جمعة محمود، **علاقة البنك المركزي الأردني بالبنوك الإسلامية في الأردن**، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 02، 2006.

115. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **العلة الاقتصادية لتحريم ربا النسيئة والفضل**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي، المجلد52، العدد2، 2012.

116. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية**، مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، 1999.

117. عبد العزيز بن محمد بن عثمان الربيش، **المدة في خيار الشرط في البيع**، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، العدد 15، 2002.

118. عبد الكريم أحمد قندوز، **تحليل مخاطر عقد السَّلم وتقنيات التحوط ضدها**، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد السادس، العدد الأول، 2015.

119. عصام حسين البياتي، فؤاد عبدة إسماعيل المخالفي، **استخدام أسلوب بوكس – جينكنز للتنبؤ بإنتاجية العمل في مصنع اسمنت عمران في القطاع الصناعي اليمني**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 63، 2007.

120. علي أحمد السالوس، **حماية الحسابات الاستثمارية في المصارف الإسلامية**، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، عدد 15، 2002.

121. علي محي الدين القرة داغي، **الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، مجلة الإقتصاد الإسلامي، العدد 133، جوان 1992.

122. قطاف عبد القادر، مقدم عبيرات، **إجراءات التقليل من مخاطر صيغ التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية: البنك الإسلامي الأردني كنموذج 2013-2015** ، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، المجلد 30، العدد 02، 2017.

123. محمد الحاج عبد الله موسى علي، هيثم إدريس إسماعيل دهب، **نموذج مقترح لقياس مخاطر السلم في البنوك الإسلامية السودانية**، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد04، عدد02، 2018.

124. محمد على القري، **نحو سوق اسلامية**، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، العدد 1، الجزء1، 1993.

125. مختار بونقاب، **فكر إدارة المخاطر في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 77، أكتوبر 2018.

126. مشري فريد، **الأدوات المالية الاسلامية ودورها في علاج مشكلة السيولة في البنوك الاسلامية- دراسة حالة بنك دبي الاسلامي**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، العدد 17، جوان2015 .

127. مكرم مبيض، **المخاطر المصرفية للإجارة المنتهية بالتمليك**، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 02، جويلية 2012.

ثالثا: الملتقيات:

128. أحمد المبلغي، **التحوط في المعاملات المالية** ، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013.

129. أحمد محيسن، فؤاد محمد، **الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

130. التجاني الطيب محمد، **التحوط في المعاملات المالية**، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات الما لية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، 26-27 أفريل 2016.

131. حسين علي محمد منازع، **أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية**، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، 26-27 أفريل 2016.

132. سامي السويلم، **حقيقة التمويل الإسلامي**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، المركز العالي للمهن الإدارية والمالية، طرابلس، 29-30 جوان 2008.

133. سعيد بن سعد المرطان، **تقويم المؤسسات التطبيقية للاقتصاد الإسلامي: النوافذ الإسلامية للمصارف التقليدية**، المؤتمر الثالث للإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، العربية السعودية، ماي 2005.

134. صالح أحمد بدار، التأمين التكافلي الإسلامي، ورقة مقدمة ضمن الندوة العلمية الدولية حول التأمين التعاوني، الرياض، السعودية، 22 جانفي 2009،

135. صالح بن عبد الله بن حميد، **الغرض من التحوط في المنتجات المالية**، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013.

136. عبد الحميد محمود البعلي، **الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية الإسلامية**، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2005.

137. عبد الستار أبو غدة، **أسلوب المرابحة والجوانب الشرعية التطبيقية في المصارف الإسلامية**، المؤتمر السنوي السادس للمجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية (مؤسسة آل البيت) ، ندوة عن: خطة (استراتيجية) الاستثمار في البنوك الإسلامية: الجوانب التطبيقية، والقضايا والمشكلات، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والبنك الإسلامي للتنمية، عمان، 21 جوان1987.

138. عبد الستار أبو غدة، **التحوط** ، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013.

139. عبد الستار أبوغدة، **الضوابط الشرعية لمسيرة المصارف الإسلامية**، المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي، دبي، أكتوبر 1985.

140. عبد القادر زيتوني، **التصكيك الإسلامي: ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية**، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي بالتعاون مع جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن،2010

141. عبد الكريم قندوز، **التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته**، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، مارس2015.

142. عبد الله بن محمد العمراني، **التحوط في المعاملات المالية**، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013.

143. عبد الله بن محمد العمراني، **ضوابط التحوط في المعاملات المالية وآثاره وبدائله**، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016.

144. عثمان الهادي إبراهيم، **التأمين التكافلي والتحوط المالي**، السجل العلمي رقم 4، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013.

145. عثمان بابكر محمد، **تجربة البنوك السودانية في التمويل الزراعي بصيغة السلم**، بحث رقم 49، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة،1997.

146. عجيل جاسم النشمي، **التحوط في التمويل الإسلامي**، مؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الواحد والعشرون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 18- 22 نوفمبر 2013.

147. فتح الرحمن علي، محمد صالح، **دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008،

148. كمال توفيق حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005.

149. محمد البلتاجي، **نموذج لقياس المخاطر في المصارف الإسلامية بغرض الحد منها**، ملتقى المنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، 5-9 أفريل 2012.

150. محمد بوجلال، **تقييم المجهود التنظيري للبنوك الإسلامية والحاجة إلى مقاربة جديدة عل ضوء ثلاثة عقود من التجربة الميدانية وأثار العولمة المالية على الصناعة المصرفية**، المؤتمر السابع للاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1-3 أفريل 2008.

151. محمد تقي العثماني، **الصكوك كأداة لإدارة السيولة** ، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010.

152. محمد زياد سلامة البخيت، **السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية**، المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.

153. محمد عبد الحليم عمر، **التحوط في المعاملات المالية من المنظور الشرعي والاقتصادي**، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016.

154. محمد عبد الحليم عمر، **صيغ التمويل الإسلامي وضوابطها**، ورشة تدريبية حول المصارف الليبية والصيرفة الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 7- 10جوان 2009.

155. محمد علي القري، **أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية: الاختيارات-المستقبليات- البيع مع تأجيل البدلين- المبادلات**، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي الدولي: الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي، 26-27 أفريل 2016.

156. مفتاح صالح، **إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، الملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، جامعة سطيف01، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

157. مهداوي هند وآخرون، **واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية : دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية**، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الاسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غليزان، يومي23-24 فيفري 2011.

158. نصر عبد الكريم، **المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل 2: دراسة لطبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين**، المؤ تمر العلمي السنوي الخامس، جامعة فيلادلفيا، الأردن، .2007

159. يوسف بن عبد الله الشبيلي، **التحوط في المعاملات المالية**، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، 26-27 أفريل 2016.

رابعا: الأطروحات:

160. سهيل نجم عبد الله، **تحليل السلاسل الزمنية اللاخطية من نوع (ARCH-GARCH) للرتب الدنيا باستخدام المحاكاة**، أطروحة دكتوراه، بحث غير منشور، جامعة بغداد، العراق، 2008.

161. عبد الرحمن بن عبد الله بن إبراهيم الخميس، **المخاطرة في المعاملات المالية الإسلامية**، أطروحة دكتوراه، بحث غير منشور، جامعة الإمام محمح بن مسعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2011.

162. عبد الكريم قندوز، **التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية**، أطروحة دكتوراه، بحث غير منشور، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2012.

163. موسى عمر مبارك أبو محيميد، **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II**، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، بحث غير منشور، 2008.

164. نصبة مسعودة، **نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجا**، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، بحث غير منشور، 2013.

خامسا: القرارات:

165. أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، الترجمة العربية للمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية في سبتمبر 2012 ، صندوق النقد العربي، 2014.

166. قرارات وتوصيات ندوة البركة الثانية والعشرون للاقتصاد الإسلامي، مملكة البحرين، 19-20 جوان 2002.

167. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الارشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات – عدا المؤسسات التأمينية– التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، كوالالامبور ، ماليزيا.

168. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم (6/10/61) بشأن الأسواق المالية، مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الجزء 2، 1999، ص 1724.

169. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم 178 (19/4) المتعلق بالصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة)، 26-30 أفريل 2009.

170. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم 224 (8/23) ،الدورة الثالثة والعشرين، المدينة المنورة، 31مارس-01 أفريل 2019.

171. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم: 238 (24/9)، بشأن عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الرابعة والعشرين، دبي، خلال الفترة من: 04 – 06 نوفمبر 2019

المراجع باللغة الأجنبية:

أولا: الكـتـب:

172. Alexander C., **Market Risk Analysis Volume III : Pricing, Hedging and Trading Financial Instruments**, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2008.

173. Alexander, C.O. and Chibumba, A., **Multivariate Orthogonal Factor GARCH**. Mimeo. University of Sussex, 1997.

174. Alexander, C.O., **Market models: a guide to financial data analysis**. John Wiley & Sons, Chichester, England, 2001.

175. Azzam, H., **Gulf Capital Market: Development Prospects and Constraints** ,Chapter in Development of Finance Market in Arab countries Iran and Turkey, Economic Research Forum, 1995.

176. Badi H Baltagi, **Econometric Analaysis Of Panel Data**, John Wiley & Sons Ltd, England, 2005.

177. Banks E., **Alternative Risk Transfer: Integrated Risk Management through Insurance, Reinsurance and the Capital Markets**, England, John Wiley & Sons Ltd, 2004.

178. Banks, E., & Dunn, R., **Practical Risk Management: An Executive Guide to Avoiding Surprises and Losses**, England, John Wiley & Sons, 2003.

179. Boyle P., McDougall J., **Trading and Pricing Financial Derivatives: A Guide to Futures, Options, and Swaps**, Walter de Gruyter Inc., Boston, USA, 2019.

180. Brigham E.F., Houston J.F, **Fundamentals of Financial management**, New York: The Dryden Press, 1998

181. Brooks C., **Introductory Econometrics for Finance**, Third edition, Cambridge University Press, New York, USA, 2014.

182. Cheng-Few Lee, **Advances in Investment Analysis and Portfolio Management**, Volume 9, Elsevier, 2002.
183. Chisholm A. M., **Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options**, Second Edition, John Wiley and Sons, Ltd., West Sussex, United Kingdom, 2010.
184. Ciby J., **Advanced Credit Risk Analysis and Management**, John Wiley & Sons, Ltd, , United Kingdom, 2013.
185. Condamin L. et al, **Risk Quantification: Management, Diagnosis and Hedging**, England, John Wiley & Sons Ltd, 2006.
186. Culp, C.L, **The risk management process: Business Strategy and Tactics**, New.York, John Wiley & Sons, 2001.
187. Dale F. Cooper et al, **Project Risk Management Guidelines Managing Risk in Large Projects and Complex Procurements**, England, John Wiley & Sons, 2005.
188. Esch L. et al, **Asset and Risk Management: Risk Oriented Finance**, England, John Wiley & Sons Ltd, 2005
189. Farnsworth, G. V., **Essays on the structure, performance, and behavior of hedge funds**, The Pennsylvania State University,ProQuest Dissertations Publishing, 2015.
190. Finnerty J. D., **Project Financing: Asset-Based Financial Engineering**, Second Edition, New Jersey, John Wiley & Sons, 2007.
191. Francq, C, Zakoian, J-M., **GARCH Models: Structure, Statistical Inference and Financial Applications**, Second Edition, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, United Kingdom ,2019.
192. Frank J. Fabozzi, **The Handbook of financial instruments**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2002.
193. Ganshaw T., **Hedge Fund Humbled**, New York, McGraw-Hill, 2010.
194. Goorbergh V. D., **Essays on optimal hedging and investment strategies and on derivative pricing**, Center for Economic Research, 2004.
195. Gottesman A. A., **Derivatives essentials: An introduction to forwards, futures, options and swaps**, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2016.
196. Greuning H.V, Bratanovic S.B, **Analyzing Banking Risk A Framework for Assessing Corporate Governance and Risk Management**, 3rd Edition, The International Bank for Reconstruction and Development/THE WORLD BANK, Washington, 2009.
197. Gujurati, D., **Basic Econometrics**, 4th edition, McGraw Hill Companies, 2009.
198. Gunter M, C**redit Derivatives : Application, Pricing, and Risk Management**, First Edition , Blackwell Publishing Ltd, United Kingdom, 2005.
199. Habib S. F., **Fundamentals of Islamic finance and banking**, United Kingdom, John Wiley & Sons Ltd, 2018.
200. Hajjar, M., **Islamic Finance in Europe: A Cross Analysis of 10 European Countries**, Switzerland, Springer, 2019.
201. Harville, D. **Matrix Algebra from a Statistician's Perspective**, New York: Springer, 1997.
202. Hirsa A., Neftci S. N., **an introduction to the Mathematics of Financial Derivatives**, Elsevier, San Diego, USA, 2014.
203. Holmes,A., **Risk Management**, United Kingdom, Capstone Publishing, 2002.
204. Hull J. C., **Options, Futures, And Other Derivatives**, Seventh Edition, Pearson Prentice Hall, New Jersey, USA, 2009.
205. Jan R. M. Röman, **Analytical Finance- Volume I - The Mathematics of Equity** Derivatives, Markets, Risk and Valuation, Palgrave Macmillan, Springer International Publishing, Switzerland, 2017.

206. Jobst A., **Risk Management of Islamic Finance Instruments**, Chapter in Bloomsbury Publishing , Islamic Finance : Instruments and Merkets, Bloomsbury Information Ltd, United Kingdom, 2010.
207. Joel Bessis, **Risk Management in Banking**, England, John Wiley & Sons Ltd, 1998.
208. Khan, A., **Islamic Economics and Finance: A Glossary**, 2nd edition, London: Routledge, 2003.
209. Kolb, R.W, **Future, Options, and Swaps**, U.K, Blackwell Publishers Inc, 2000.
210. Lahsasna A., **Shari'ah Issues and Resolutions in Contemporary Islamic Banking and Finance**, Kuala Lumpur, IBFIM, 2014.
211. McDonald, Robert L., **Derivatives Markets,** Third Edition, Pearson Education, Inc., Prentice Hall, New Jersey, USA, 2013.
212. Mcmenamin, J, **Financial Management : An Introduction**, London , Routledge, 1999.
213. McMillen, M. J., **Legal and regulatory considerations pertaining to Islamic capital markets**. Chapter in: Simon Archer & Rifaat Abdel Karim (Eds), **Islamic Capital Markets and Products: Managing Capital and Liquidity Requirements under Basel III** (pp. 78-158). Chichester, UK: John Wiley & Sons, 2018.
214. Meissner G., **Credit Derivatives : Application, Pricing, and Risk Management**, First Edition , Blackwell Publishing Ltd, United Kingdom, 2005.
215. Melicher R.W., Norton E.A., **Introduction to Finance: Markets, Investments, and Financial Management**, 16th Edition, United States of United States of America, John Wiley & Sons Inc, 2017.
216. Moosa I., Ramiah. V., Chapter 29 - **Emerging Market Stocks in Global Portfolios: A Hedging Approach**, in Emerging Markets and the Global Economy, Elsevier Inc, 2014.
217. Murphy D., **Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management**, Chapman & Hall/CRC: Financial Mathematics Series, London, Taylor & Francis Group, 2008.
218. Neil C. Schofield, **Commodity Derivatives: Markets and Applications**, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England, 2007.
219. Parameswaran S. K., **Futures Markets. Theory and Practice**, Tata McGraw-Hill Education, New Delhi, 2003.
220. Pierre Mathieu, patrick d'heouville**, les divers crédits, une nouvelle gestion de risque de crédit**, ed-economique, Paris,1998.
221. Pirie W. L., **Derivatives**, CFA Institute, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2017.
222. Reto R. Gallati, **Risk Management and Capital Adequacy**, United States of America, The McGraw-Hill Companies, 2003.
223. Röman J. R. M, **Analytical Finance- Volume I - The Mathematics of Equity Derivatives, Markets, Risk and Valuation**, Palgrave Macmillan, Springer International Publishing, Switzerland, 2017.
224. Ronald W. Melicher and Edgar A. Norton**, Introduction to Finance: Markets, Investments**, and Financial Management,16th Edition, the United States of America, John Wiley & Sons, Inc, 2017.
225. Ross, S.A, Westerfield, R.W, & Jaffe, J, **Corporate Finance**, Boston: Irwin McGraw Hill, 1996.
226. Savalinga G., **Investment Management In Malaysia**, Berita Publishing Sdn.Bhd, Kuala Lumpur, Second Reprint,1994.
227. Scott B, and Eugene. B.F., **Essentials of Managerial Finance**, 12th edition, Harcourt College Publishers: The Dryden Press, Fort Worth, USA, 2000.
228. Scott Frush, **Hedge Funds Demystified: A Self-Teaching Guide**, United States of America, McGraw-Hill, 2008
229. Siddiqi A, Hrubi P., **Islamic investment funds versus hedge funds**, GRIN Verlag, Germany, 2008.
230. Stuart A. McCrary, **Hedge Fund Course**, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc, 2005.
231. Sylvie de Conssergues, **La banque : structure, Marché, gestion**, DALLOZ, Paris 1996.

232. Van Grinsven J and others, **Risk Management in Financial Institutions**, Formulating Value Propositions, The Netherlands, IOS Press, 2010.
233. Wahyudi, I & al, **Risk management for Islamic banks : recent developments from Asia and the Middle East**, 2015 John Wiley & Sons, Singapore , 2015.
234. Wei, William W.S., **Multivariate Time Series Analysis and Applications**, Wiley Series in Probability and Statistics, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, United Kingdom ,2019.
235. Akkizidis l, Khandelwal S K, **Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance,** First published, PALGRAVE MACMILLAN, , New York , 2008.

ثانيا: الــمقــالات:

236. Agarwal, V., Naik, N, **Multi-period performance persistence analysis of hedge funds**, Journal of financial and quantitative analysis, Volume 35, Issue 03, 2000.
237. Ahmed Hamed Mohamed R., **Using Go-Garch for Modeling the Volatility Dynamics among indices in stock marke**ts, International Journal of Research and Reviews in Applied Sciences, Volume 37, Issue1, October 2018.
238. Alam N., **A comparative performance analysis of conventional and Islamic exchange-traded funds**, Journal of Asset Management, volume 14, 2013.
239. Azlin, A. A., & Afifi, M. A., **The Concept of Hedging in Islamic Financial Transactions**. Asian Social Science, Volume 10, Issue 08, 2014.
240. Benet, B., **Hedge period length and ex-ante futures hedging effectiveness: the case of foreign-exchange risk cross hedges**, Journal of Futures Markets, Volume 12, 1992.
241. Blundell-Wignall, A., **An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk**. Financial Market Trends, Volume 48, Issue 01, 2007.
242. Bollerslev T, Engle RF, Wooldridge JM., **A capital asset pricing model with time varying covariances**, Journal of Political Economy, Volume 96, 1988.
243. Brooks, C., Henry, O., & Persand, G., **The effect of asymmetries on optimal hedge ratios**. Journal of Business , Volume 75, 2002.
244. Cecchetti, S.G., Cumby, R.E., and Figlewski, S., **Estimation of Optimal Futures Hedge**, Review of Economics and Statistics, Volume 70, 1988.
245. Chapra, M. U., **The case against interest: Is it compelling**? Thunderbird International Business Review, Volume 49, Issue 2, 2007.
246. Chen, Y., **Timing Ability in the Focus Market of Hedge Funds,** Journal of Investment Management, Volume 05, Issue 02, 2007.
247. Cheng-Few Lee, **Advances in Investment Analysis and Portfolio Management**, Volume 9, Elsevier, 2002.
248. Climent F. Mollá P. Soriano P., **The Investment Performance of U.S. Islamic Mutual Funds Sustainability**, MDPI, Open Access Journal, Volume 12, Issue 9 ,April. 2020.
249. Coolen-Maturi, T, **Islamic insurance (Takaful): Demand and Supply in the UK**. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Volume 6, Issue 2, 2013.
250. Dewi M K and Ferdian I R, **Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia**, Journal of Applied Economics & Business Research, Volume 2 Issue 1, 2012.
251. Ederington, L., **The hedging performance of the new futures markets**, The Journal of Finance , Volume 34, Issue 01, 1979.
252. Eichengreen B., P. B., **Hedge Fund Leverage Before and after the Crisis**, Journal of Economic Integration, Volume 07, Issue 01, 2002.

253. Engle R, Kroner FK, **Multivariate simultaneous generalized ARCH**, Journal of Econometric Theory, volume 11, 1995.
254. Engle R.et al, **Asset pricing with a FACTOR-ARCH covariance structure: Empirical Estimates for Treasury Bills**, Journal of Econometrics, Volume 45, 1990.
255. Engle, R. F., **Dynamic Conditional Correlation – A Simple Class of Multivariate GARCH Models**, Journal of Business and Economic Statistics, Volume 20, 2002.
256. Engle, R. T., Granger, C. W., **Cointegration and error correction: Representation**, estimation and testing. Econometrica , Volume 55, 1987.
257. Franklin R. E. **Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management**, The Journal of Economic Perspectives, Volume 13, Issue 02, Spring, 1999.
258. Froot, K.A., Scharfstein, D.S. and Stein, J.C., **Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies**, Journal of Finance, Volume 48, Issue 5, 1993.
259. Ganyaupfu E .M, **Education and Economic Growth Nexus in Sub-Saharan Africa**, International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom, Volume II, Issue 6, 2014
260. Ghosh, A., **Cointegration and Error Correction Models: Intertemporal Causality between Index and Futures Prices**, Journal of Futures Markets, Volume 13, 1993.
261. Graham, J.R., and C.W. Smith, **Tax Incentives to Hedge**, Journal of Finance, Volume 54, 1999.
262. Granger, C. W., **Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods**, Econometrica, Volume 37, 1969.
263. Halstead J, Hedge S, Klein L., **Hedge fund crisis and financial contagion: Evidence from long-term capital management**, The Journal of Alternative Investments volume 8, 2005.
264. Hofmann, E., **Risk management in international supply chains:the case of natural hedging**, Supply Chain Management, Volume 16, Issue 2, 2011.
265. Humayon A., D. H., I**slamic Financial Innovation: Tools and Trends**. Journal of Emerging Economies and Islamic Research, Volume 01, Issue 03, 2003.
266. Ibrahim I. and Sundarasen S. D. D., **Time-varying hedging using the State-Space model in the Malaysian equity market**, Jurnal Pengurusan , Volume 31, 2010.
267. Ineichen A, **The alpha in fund of hedge funds: Do fund of hedge funds managers add value?** Journal of Wealth Management, Volume 5, 2002.
268. Istudor, N. et al, **Price Uncertainty and Optimal Hedging in the Agricultural Market**, Transylvanian Review of Administrative Sciences, Volume 42, 2014.
269. Jabeen Z., **Sukuk as an Asset Securitization Instrument and its Relevance for Banks**, Review of Islamic Economics, Volume 12, 2008.
270. Jensen, M.C. and Meckling, W.H., **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 3, 1976.
271. Johenssen, S., **Statistical analysis of cointegration vectors**, Journal of Economic Dynamics and Control , Volume 12, 1988.
272. Kang M-W, **An empirical study on the equity premium and the risk aversion coefficient in the Korean stock marke**t, Korea Review of Applied Economics, Volume 10,Issue 03, 2008.
273. Kassim, Z. A. M., **Takaful: The Islamic Way of Insurance**. Contingencies (January-February), Volume 33, 2005.
274. Kenneth D. West, Dongchul Cho, **The predictive ability of several models of exchange rate volatility**, Journal of Econometrics, Volume 69, 1995.
275. Khan A. et al, **The Applicability of Shari'ah compliant commodity futures in agriculture sector**, The Scholar Islamic Academic Research Journal, Volume 5, Issue 1, January -June 2019.

276. Koulis, A. et al, **Hedging effectiveness for international index futures markets**, Journal of Economics and Business, Volume 32, Issue 1, 2018.
277. Kumar, B., Singh, P., & Panday, A**. Role of Indian Commodity Derivatives Market in Hedging Price Risk: Estimation of Constant and Dynamic Hedge Ratio, and Hedging Effectiveness**, Indonesian Capital Market Review, Volume 03 , Issue 1, 2014.
278. Lewis, M.K., **Accentuating the positive: governance of Islamic investment funds**, Journal of Islamic Accounting and Business Research, Volume 1, Issue 1, 2010.
279. Lien, D., & Luo, X., **Estimating multi-period hedge ratios in cointegrated markets**, Journal of Futures Markets , Volume 13, 1993.
280. Lien, D., & Luo, X., **Multiperiod Hedging in the Presence Of Conditional Heteroskedasticity**, Journal of Futures Markets , Volume 14, Issue 08, 1994.
281. Lien, D., Tse, Y. K., & Tsui, A. K., **Evaluating the hedging performance of the constant-correlation GARCH model**, Applied Financial Economics, Volume 12, 2002.
282. Ling S, Li WK., **Diagnostic checking of nonlinear multivariate time series with multivariate ARCH errors,** Journal of Time Series Analysis, Volume 18, 1997.
283. Lumsdaine, Robin L., **Finite-Sample Properties of the Maximum Likelihood Estimator in GARCH(1,1) and IGARCH(1,1) Models: A Monte Carlo Investigation**, Journal of Business & Economic Statistics, Volume 13, Issue 1, 1995.
284. Mains, B., **Corporate Insurance Purchases and Taxes**, Journal of Risk and Insurance, Volume 50, 1983.
285. Malliaris, A. U., T**he impact of the lengths of estimation periods and hedging horizons on the effectiveness of a hedge: evidence from foreign currency futures**, Journal of Futures Markets , Volume 3, 1991.
286. Mansor F and Bhatti M. I, **Risk and Return Analysis on Performance of the Islamic mutual funds: Evidence from Malaysia**, Global Economy and Finance Journal, Volume 4. Issue. 1. March 2011.
287. Marzuki, R. M., Mohd, M. A., Nawawi, A. H., & Reszwen, M., **Analysis of Malaysia's Single Stock Futures and Its Spot Price**, Pertanika Journal Science & Technologie, Volume 25, Issue 03, 2017.
288. Metzger, N., & Shenai, V., **Hedge Fund Performance during and after the Crisis: A Comparative Analysis of Strategies 2007–2017**, International Journal of Financial Studies, Volume 07, Issue 15, 2019.
289. Myers, R. 1., **Estimating time-varying optimal hedge ratios on futures markets**, The Journal of Futures Markets , Volume 11, 1991.
290. Nidhi B, **Islamic Securitisation Structures: More Needs to Be Done?** ,Islamic Finance News, Volume 9, Issue 29, July 2012.
291. Nordin, N. O., Asmak, A. R., Hydzulkif, i. H., **The Islamic Hedging Management: Paving the Way for Innovation in Currency Options**, International Journal of Management Studies, Volume 21, Issue 01, 2014.
292. Oseni, U. A., Ahmad, A. U. F., Hassan, M. K., **The Legal Implications of Fatwā Shopping in the Islamic Finance Industry: Problems, Perceptions and Prospects,** Arab Law Quarterly, Volume 30, Issue 2, 2016.
293. Papier E., **Current trends in hedge funds**. The CPA Journal , Volume 75, 2005.
294. Park, H. Y., & Bera, A. K., **Interest-Rate Volatility, Basis Risk and Heteroscedasticity in Hedging Mortgages**, Real Estate Economics , Volume 15, Issue 02, 1987.

295. Razif, N. F., Abdul Rahman, N., **Permissibility of Hedging in Islamic Finance**, Middle-East Journal of Scientific Research, Volume 12, Issue 02, 2012.
296. Santomero, Anthony M., **Commercial bank risk management: an analysis of the process**, Journal of Financial Services Research, Volume 12, 1997, pp83–115
297. Schreiber S, **The Hausman Test Statistic can be Negative even Asymptotically**, Journal of Economics and Statistics (Jahrbuecher fuer Nationaloekonomie und Statistik), De Gruyter, Volume 228, Issue 4, 2008.
298. Shadab H., **The challenge of hedge fund regulation**, Regulation Journal , Volume 30, Issue 36, 2007.
299. Shapiro, A. and Titman S., **An Integrated Approach to Corporate Risk Management**, Midland Corporate Finance Journal, Volume 3, 1985.
300. Silvapulle, P., Moosa, I. A., T**he relationship between spot and futures prices: Evidence from the crude oil market**, Journal of Futures Market, Volume 19, 1999.
301. Stein, J., **The simultaneous determination of spot and futures prices**, American Economic Review , Volume 51, 1961.
302. Stokesa P. A. and Purdon P. L., **A study of problems encountered in Granger causality analysis from a neuroscience perspective**, PNAS, Volume 115, Issue. 29 July 17, 2018.
303. Torres-reyna, O, **Panel data analysis Fixed and random effects using stata**, Data & statistical Services, Pricetion University, volume 2, Issue 5, 2007.
304. Treynor J. L. Mazuy K. K., **Can mutual funds outguess the market?** Harvard Business Review, Volume 44, Issue 4, 1966.
305. Tze San Ong zt al, **Hedging Effectiveness of Crude Palm Oil Futures Market in Malaysia**, World Applied Sciences Journal, Volume 19, Issue 04, 2012.
306. You-How Go, **Evaluating the Hedging Effectiveness in Crude Palm Oil Futures Market:A Bivariate Threshold GARCH Model**, The Empirical Economics Letters, Volume 13, Issue 11, November 2014.
307. Xiang Li et al, **Are Linear Regression Techniques Appropriate for Analysis When the Dependent (Outcome) Variable Is Not Normally Distributed?**, Investigative Ophthalmology & Visual Science Journal, Volume53, May 2012.
308. Zaid, M. Z., et al. **Products of Islamic Finance: A Shariah Compliance Advancement**. Australian Journal of Basic and Applied Sciences, Volume 05, Issue 12, 2011.
309. Zainudi, R., Shaharudin, R. S., **Multi Mean GARCH Approach to Evluating Hedging Performance in The Crude Palm Oil Futures Market**, Asian Academy of Management, Journal of Accounting and Finance, Volume 07, Issue, 2011.
310. Zivot, E., Andrews, D. W. K., **Further evidence on the great crash, the oil-price shock, and the unit-root hypothesis**, Journal of Business and Economic Statistics, Volume 10, 1992.

ثالثا: الملتقيات وأوراق العمل :

311. Alexander, C.O. and Chibumba, A., **Multivariate Orthogonal Factor GARCH**, Working Paper Mimeo. University of Sussex, 1997.
312. Arbouna M. B., **Hedging and Hedge Funds: Why an Islamic Alternative**, International Islamic Capital Market Forum, securities commission Malaysia, 13 November 2008.
313. Awang, N., Azinan, N. A., Ibrahim, I., & Said, R. M., **Hedging Effectiveness Stock Index Futures Market: An Analysis on Malaysia and Singapore Futures Markets**. Working paper in International Conference on Economics, Management and Development, 2014.
314. Bose S., McGee R.W., **Islamic Investment Funds: An Analysis of Risks and Returns**, Florida International University Chapman Graduate School of Business, Working Paper, 2008.

315. Chapra.M. U and Khan.T., **Regulation and Supervision of Islamic Banks**, Occasional paper N°3, Islamic Research & Training Institute, 2004.
316. Connor G, Lasarte T., **An overview of hedge fund strategies**, Working Paper of London School of Economics, London, 2003.
317. Elgari M, Ali, M., **Hedging mechanism in Islamic financial operations**, Paper presented to the 7th conference of Shariah Boards of the Islamic Financil Institutions-Auditing Unit for the Islamic Financial Institutions. Jeddah: King Abdul Aziz University. August 10, 2010.
318. Goorbergh V. D., **Essays on optimal hedging and investment strategies and on derivative pricing**, Center for Economic Research, 2004.
319. Hatemi J. A. and Roca E., **Calculating the optimal hedge ratio: constant, time varying and the Kalman Filter Approach**, Applied Economic Letters 13, 2006.
320. Hatemi, A. N., & Roca, E., **Estimating Optimal Hedge Ratio with Unknown Structural Breaks**, Discussion Papers in Finance finance, Department of Accounting, Finance and Economics, 2010.
321. Koh F, Koh W, Lee D, Phoon K, **Investing in hedge funds: Risks, returns and performance measurement**, Singapore Management University, Working Paper 2704, Singapore,2004
322. Kumar B., Singh P. and Pandey A., **Hedging effectiveness of constant and time varying hedge ratio in Indian stock and commodity futures markets**, Indian Institute of Management, Working paper No. 2008-06-01, 2008.
323. Kunhibava S., **Derivatives in Islamic Finance** , Research Paper (No. 7/2010), International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), 2010
324. Mohamad, S., & Tabatabaei, A., **Islamic Hedging: Gambling or Risk Management?** the 21st Australian Finance and Banking Conference. 16 -18 December 2008.
325. Ng, H., & Lam, K. P. ? **How does sample size affect GARCH Models?** In 9th Joint Conference on Information Sciences (JCIS), Taiwan, ROC, Paris, France: Atlantis Press, 08–11 October 2006..
326. Nor Fahimah, M.R. and Ahmad Sufian, C.A. **Application of shariah principles in Islamic foreign exchange options**. In: International Conference on Accounting, Management, Economics and Social Sciences, Jakarta, Indonesia, 30 April 2016.
327. Sandwick, J.A., **How Islamic asset management can change global capital markets multi-asset, multi-manager approach to Islamic asset management**. Kuala Lumpur: Federation of Investment Managers, 2016.
328. Simon A. Broda and Marc S. Paolella, CHICAGO: **A Fast and Accurate Method for Portfolio Risk Calculation**, Swiss Finance Institute ,Research Paper Series, No.08-08, 2008.
329. Sole, J., Jobst, A., **Operative Principles of Islamic Derivatives – Towards a Coherent Theory**, working paper, No. 12-63, International Monetary Fund, March 2012.
330. The Australian Bureau of Statistics, **Compiling Natural Hedging: An Australian Perspective**, Twenty-Ninth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, Washington D.C., USA, October 24–26, 2016.
331. Tolefat, A., **Mixed Model is the Best Approach**. Kuala Lumpur, Malaysia: ICMIF Takaful, 2006.
332. Wong Wing Seong, **The Malaysian Capital Market-Over view and Selected Issues**, Second Meeting of the Expert Group on the Challenges of the Asian Economy and Financial Markets, March 6, 2001.

رابعا: التقارير

333. Adeel A. and others, Islamic Hedge Fund, Islamic Finance Report Institute Of Business Administration, 16th December, 2002.
334. Aseam bankers, Case study of WCT Engineering's Rm300 million sukuk musharakah, MIF Monthly May, 2008.
335. Bank Negara Malaysia, Hedge Funds and Islamic Finance : Discussion Material, 4 November 2004.
336. COMCEC Coordination Office , Developing Islamic Finance Strategies In the OIC Member Countries, Ankara, Turkey, March 2016.
337. COMCEC Coordination Office, Diversification of Islamic Financial Insturments, Ankara, Turkey, October 2017.
338. Dar H., A. T., Global Islamic Finance Report. United Kingdom: BMB Islamic, 2010.
339. IFSB, Definition and Profiles of Credit Risk , Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other than Insurance Institutions) , Offering only Islamic Financial Services , 2005.
340. IMF , Global financial stability report, April 2015
341. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard: A revised Framework, Basel Committee on Banking Supervision, June 2004
342. IOSCO, Islamic capital market fact finding report. Report of the Islamic capital market task force of the International Organization of Securities Commissions. IOSCO, 2004.
343. Islamic Financial Servcies Board, Islamic Financial Services Industry Stability Report, Kuala Lumpur, Malaysia, July 2019.
344. ISRA, Islamic capital markets: Principles and practices, International Shari'a Research Academy for Islamic Finance and Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur , 2015.
345. Laws of Malaysia, Act 276; Islamic banking Act 1983
346. Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, Securities Commission, Kuala Lumpur Malaysia, Second Edition, First Reprint 2007
347. Rubin, R., Greenspan, A., Levitt, A., & Born, B., Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. The President's Working Group on Financial Markets, 1999
348. Securities Commission, Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, Volume 01 Number 02, August 2006.
349. Securities Commission , Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, Volume 01 Number 02, August 2006.
350. Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2019.
351. Securities Commission Malaysia, Bi-annual Bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market , Volume 01 Number 02, July – December 2017.
352. Securities Commission Malaysia, ICMD Analytics As at September 2020, ICM Strategy, Industry Insight & Analytics.2020.
353. Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, , Improving the Takaful Sector in Islamic Countries, Coordination Office report, October 2019.
354. Statistical Yearbook on OIC Member Countries , Statistical, Economic and Social Research and Training Centre for Islamic Countries (SESRIC), Annual Repport 2019.
355. The COMCEC Coordination Office. (2018, October). Islamic Fund Management, 11th Meeting,. Ankara, Turkey: Financial Cooperation Working Group.

356. The Financial Services Roundtable, Guiding Principals In Risk Management for U.S Commercials Banks, Report Of The Subcommittee and Working Group On Risk Management Principals, June 1999.

خامسا: الأطروحات:

357. Niklewski, J., **Multivariate GARCH and portfolio optimisation: a comparative study of the impact of applying alternative covariance methodologies**, Unpublished PhD Thesis, Coventry University, United Kingdom 2014.
358. Zaharuddin A. R., **Islamic Perspectives Of Derivatives: An Appraisal Of Options, Swaps and The Merits of The Shariah Compliant Alternatives,** Unpublished PhD Thesis, David's University College, Lampeter, United Kingdom. 2011.

المواقع:

359. Asian Banker: www.theasianbanker.com
360. Bank Negara Malaysia: www.bnm.gov.my
361. Bursa Malaysia: www.bursamalaysia.com
362. Department of Statistics Malaysia: www.dosm.gov.my
363. International Centre for Education in Islamic Finance (INCEIF): www.inceif.org
364. International Shari'ah Research Academy (ISRA): www.isra.my
365. Labuan Financial Services Authority (offshore): www.labuanibfc.com
366. Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): www.mifc.com
367. Securities Commissions Malaysia: www.sc.com.my
368. Shariah Advisory Council : http://www.sacbnm.org/

الملخص:

يتم التحوط في التمويل الإسلامي بأدوات تفي بالمتطلبات الشرعية وتحقق الكفاءة الاقتصادية. وتهدف هذه الرسالة إلى التحقق من كفاءة الأدوات المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر في الأسواق المالية الإسلامية، ونظرا لجودة البيانات وتوافرها، تمت الدراسة القياسية على السوق المالية الماليزية.

باستخدام عينة من صناديق التحوط الإسلامية من ماي 2007 إلى غاية سبتمبر 2018، قمنا بفحص سلوك المخاطر والعوائد من خلال استخدام عدد من مقاييس الأداء المعدلة للمخاطر، مثل شارب وترينور ومودیلیاني. حيث تم تقسيم فترة العينة إلى أربعة أقسام هي: الفترة الكاملة، فترة الاتجاه الصعودي وفترة الاتجاه الهبوطي للسوق، إضافة إلى فترة الأزمة المالية، وذلك لتحليل ما إذا كان أداء هذه الصناديق يختلف عادة عن بعضها البعض. كما قمنا بفحص توقيت السوق وانتقائية مديري صناديق التحوط الإسلامية فيما يخص أداء محافظهم. وبشكل عام تشير نتائج مقاييس الأداء المعدلة للمخاطر أن عوائد صناديق التحوط الإسلامية تفوقت بدرجة كبيرة على عوائد السوق المالية الإسلامية في ماليزيا. وتشير نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ذو العامل الوحيد أن صناديق التحوط حققت قيم ألفا موجبة بالنسبة لجميع صناديق التحوط الاسلامية المحلية، وهذا يعني أن هذه الصناديق تفوقت على أداء المؤشر العام للسوق وتقترح انتقائية جيدة من جانب مديري الصناديق. كما أوضحت نتائج نموذج توقيت السوق أن معامل جاما للعوائد الإضافية لجميع محافظ صناديق التحوط الإسلامية ليس ذا دلالة إحصائية، مما يعني أن مديري الصناديق حاولوا أن يحددوا وقت السوق، ولكن انتهت أنشطتهم في نهاية المطاف بإظهار توقيت خاطئ، مما يعني فشل الصناديق في التحوط من مخاطر انخفاض الأسعار في السوق.

كما ركزنا على اختيار النموذج الأمثل الذي سيوفر أعلى فعالية تحوط لعقود المستقبليات الإسلامية. وبالاعتماد على الإطار النظري لقياس متوسط التباين، تم تقدير نسب التحوط المثلى الثابتة باستخدام نماذج **OLS**، **VAR**، **VECM** و**ARDL**. ثم تقدير نسب التحوط المثلى المتغيرة عبر الزمن بواسطة نماذج **GARCH**. وأكدت النتائج أن نسبة النجاح في التحوط كانت مختلفة عبر عقود المستقبليات الإسلامية والنماذج المستخدمة. وعلى الرغم من اختلاف النماذج المستخدمة لقياس نسب التحوط المثلى إلا أن نتائجها متقاربة، حيث أجمعت جميع النماذج على أن مستقبليات السهم الواحد الإسلامية تتميز بكفاءة تحوط ضعيفة تتراوح بين 10% إلى 20%، فيما تتمتع مستقبليات السلع في البورصة الماليزية والمتمثلة في مستقبليات زيت النخيل الخام ومستقبليات زيت نواة النخيل الخام بكفاءة تحوط عالية، حيث كانت نسبة التحوط لكليهما 76% و57 % على التوالي.

كلمات مفتاحية: صناديق التحوط الإسلامية، المشتقات المالية الإسلامية، التحوط، الأسواق المالية الإسلامية، المخاطر، إدارة المخاطر، التمويل الإسلامي.

Abstract :

Hedging in Islamic finance is done with instruments that meet Sharia requirements and achieve economic efficiency. The practical purpose of this thesis is to investigate the ability of Islamic financial instruments in hedging risks in the Islamic financial markets. Due to the quality and availability of data, the Malaysian market was examined.

using a selected sample of Islamic hedge funds from May 2007 to September 2018, we examine their risk-return behavior by employing a number of Risk Adjustments Performance measures like Sharpe, Treynor and Modigliani. We divide the sample period into four segments such as full period, bull period, bearish period, and financial crisis period to analyze further if these funds' performance differs from each other. We also examine the market timing and selectivity of Islamic hedge fund managers of their portfolio performance. The results of risk-adjustment performance measures indicate that the returns of Islamic hedge funds have significantly outperformed the returns of the Islamic financial market in Malaysia. While The results of the One-factor model demonstrate that all local Islamic hedge funds had positive alpha values, indicating that they outperformed the market and implying that fund managers exercised good selectivity.

The second work is dedicated to select an optimal model that will provide the highest hedging effectiveness for Islamic futures. Abstracting from the mean-variance theoretical framework, constant optimal hedge ratios were estimated using OLS, VAR, VECM and ARDL models. Time-varying optimal hedge ratios were estimated by GARCH models. Despite the fact that several models were employed to calculate the optimal hedge ratios, the results were consistent, with all models agreeing that Islamic single stock futures have a low hedge efficiency ranging from 10% to 20%. While the hedging ratio for crude palm oil futures and crude palm kernel oil futures on Bursa Malaysia Derivatives was 76 % and 57 %, respectively. This indicates that they have a high hedging efficiency.

Key words: Islamic Hedge fund, Islamic Derivatives, Hedging, Islamic financial markets, risk, risk management, Islamic finance.