

تقييم العلاقة بين العائد والمخاطر في سوق الأسهم الإسلامي
-دراسة حالة سوق ماليزيا -

**Assessing the Relationship between Return and Risks in
the Islamic Stock Market - Case Study of the Malaysian Market -**

أ.رحمة نابتي^{1*}، أ.د.محمود سحنون²

¹جامعة قسنطينة 2، الجزائر، rahmanebti25@gmail.com

²جامعة قسنطينة 2، الجزائر، saH.mahmoud@yahoo.fr

تاريخ التسليم: 2020/02/03 تاريخ المراجعة: 2020/04/06 تاريخ القبول: 2020/05/02

Abstract

المخلص

This study aims at highlighting the nature of the relationship between return and risks of Islamic stocks through the case study of the Malaysian Islamic stock market. Therefore, this study begins by identifying a sample of 20 stocks that comply with sharia and listed in the Malaysian Islamic market. Then, for the period of January 2017 to December 2019, traditional measures were applied to determine return and risks of these Islamic stocks. Among the most important findings of this study is there is a linear relationship between return and risks of Islamic stocks.

Key Words: Islamic stocks, Islamic stock return, Islamic stock risks, the Malaysian Islamic market.

تهدف هذه الدراسة لإبراز نوع العلاقة بين العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية، من خلال دراسة حالة سوق الأسهم الإسلامي الماليزي. لهذا الغرض تبدأ هذه الدراسة بتحديد عينة من الأسهم التي تتوافق والشريعة الإسلامية المدرجة في السوق الإسلامي بماليزيا تتمثل في 20 سهم، خلال الفترة ما بين جانفي 2017 إلى ديسمبر 2019 تم تطبيق المقاييس التقليدية لتحديد عائد ومخاطر الأسهم الإسلامية. من أهم نتائج الدراسة وجود علاقة في نفس الاتجاه بين كل من العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: الأسهم الإسلامية، عائد السهم الإسلامي، مخاطر السهم الإسلامي، السوق الإسلامي الماليزي.

1. مقدمة:

تعد المالية الإسلامية أحد مجالات الأعمال الناشئة حيث يتم تنظيم أنشطة الجهات الفاعلة في الأسواق المالية وفقا للشريعة الإسلامية، فلقد عرفت اهتماما متزايدا باعتبارها وسيلة محتملة لتنويع المحافظ الاستثمارية كما شهدت نموا ظاهرا خاصة في العقود الاخيرة، ووفقا لأحكام الشريعة الإسلامية التي تفرض التعامل دون ربا أي الاستغناء عن معدل الفائدة، فيجب مراعاة هذه الاحكام. نظرا لاتصاف السوق المالي الإسلامي بصفة عامة ومنه سوق الأسهم الإسلامي بالمخاطر التي يواجهها المستثمرين والتي تم تصنيفها إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة فبالنسبة للمخاطر غير المنتظمة فيمكن تجنبها بالتنوع أما المخاطر المنتظمة فقد وضع الباحثون في مجال المالية عدة علاقات ونماذج لقياسها ومن بينها نجد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المبني على معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة ومعامل الانحراف المعياري لقياس المخاطر الكلية. حيث ركزت هذه الدراسة على توضيح العلاقة بين العائد والمخاطر لعينة من أسهم الشركات التي تتوافق والشريعة الإسلامية بناء على تطبيق طرق قياس تقليدية.

تتمحور الدراسة حول اشكالية رئيسية متمثلة في: **فيما تتمثل العلاقة بين العائد والمخاطر في سوق**

الأسهم الإسلامي باليزيا؟

أهداف الدراسة:

تظهر أهداف الدراسة من خلال ابراز النقاط التالية:

- ✓ السعي إلى التعرف إلى متوسط عوائد الأسهم لعينة من الأسهم الإسلامية باليزيا؛
- ✓ تحديد المخاطر المنتظمة من خلال تقدير معامل بيتا لاسهم العينة المدروسة؛
- ✓ تحديد المخاطر الكلية من خلال حساب الانحراف المعياري للعينة المدروسة؛
- ✓ تسليط الضوء على العلاقة بين العائد والمخاطر على الاستثمار في الأسهم الإسلامية؛

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في توضيح المخاطر المنتظمة لعينة من الأسهم الإسلامية المدروسة باستخدام معامل رئيسي من مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والمتمثل في معامل بيتا، مع ابراز المخاطر الكلية من خلال حساب الانحراف المعياري، مع إظهار العلاقة بين المخاطر وعوائد هذه الأسهم.

حدود الدراسة:

تمثلت عينة الدراسة في 20 شركة تتوافق والشريعة الإسلامية مدرجة في سوق الأسهم الإسلامي الماليزي، تنتمي إلى 4 قطاعات اختيرت العينة بناء على حجم تداول الأسهم فيها، كما تم دراسة البيانات المرتبطة بأسهم العينة المدروسة للفترة ما بين جانفي 2017 إلى ديسمبر 2019 أي ما يعادل 36 مشاهدة.

منهج الدراسة:

لغرض تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر لعينة من الأسهم الإسلامية في سوق ماليزيا تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في وصف وتحليل البيانات المرتبطة بعينة الدراسة، إضافة إلى منهج دراسة الحالة في تحديد سوق الأسهم الماليزي، كما استخدمنا عدة مراجع منها المراجع الأولية والثانوية، فبالنسبة للمراجع الأولية فقد ارتبطت ببيانات الاسهم الإسلامية التي تم الحصول عليها من الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا، أما المراجع الثانوية فهي تتعلق بالكتب والمجالات والمداخلات التي لها صلة بموضوع الدراسة.

أما بالنسبة للأدوات المستخدمة فقد تم الاستعانة ببرنامج Eviews 10 في حساب المعاملات المرجوة.

فرضيات الدراسة:

تمركزت فرضيات الدراسة في فرضيتين أساسيتين هما على النحو التالي:

1. يختلف مفهوم المخاطر في السوق المالي التقليدي عنها في سوق الأسهم الإسلامي؛
2. العلاقة بين العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية بسوق ماليزيا هي علاقة طردية؛

1.1. عائد ومخاطر الأسهم الإسلامية:

يحظى جانب المخاطر بكل أنواعها بمكانة هامة بين المستثمرين نظرا لما تخلفه من نتائج سلبية عليهم المتمثلة في الإفلاس والخسائر التي قد تمس الشركات المستثمرة وبالتالي فان أي مستثمر يسعى إلى التعرف على العلاقة بين العائد الذي سوف يتحصل عليه ومقارنته مع المخاطر الممكن مواجهتها.

من خلال العناصر التالية سيتم التطرق إلى مفاهيم أساسية حول العوائد والمخاطر ووجهة نظر الشريعة الإسلامية فيها.

1.1.1.العائد لأصل مالي:

يرغب كل مستثمر في الحصول على عائد مرضي يفوق المخاطرة التي يواجهها، ونظرا لأهمية العائد في الاستثمار سنقوم بتعريفه وتوضيح أنواعه.

1.1.1. تعريف العائد:

هناك تعاريف عديدة للعائد نذكر منها:

يعرف العائد في المفهوم التقليدي على أنه: تلك المكافأة التي يحصل عليها المستثمر وتمثل تعويض عن فترة الانتظار والمخاطرة المتحملة لرأس المال المستثمر معبرا عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الامر (فراس، 2014، ص. 235).

كما عرف أيضا أنه: التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة ويسمى بالعائد لفترة الاقتناء (معتوق، 2016، ص. 202).

بناء على التعريفين السابقين يمكن استنتاج تعريف للعائد على النحو التالي: يمثل العائد المبالغ المالية المضافة عن رأس المال الاولي المستثمر، نتيجة تحمل مخاطرة مرتبطة باستثمار معين خلال فترة زمنية معينة.

2.1.1. أنواع العائد وطرق قياسها:

تتمثل أنواع العائد فيما يلي:

- **العائد الفعلي "المتحقق"**: يمثل الدخل الصافي الذي يحصل عليه المستثمر بالنسبة إلى الأموال التي تم استثمارها في بداية الفترة، أي أنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعليا (حشايشي، 2018، ص. 401).
- يقاس العائد المتحقق وفقا للعلاقة التالية:

$$R_x = \frac{C_1 - C_0 + D}{C_0}$$

حيث أن:

- R_x : عائد السهم X
- C_0 : سعر السهم عند اللحظة 0
- C_1 : سعر السهم عند اللحظة 1
- D : الأرباح الموزعة خلال الفترة الممتدة بين 0-1

- **العائد المتوقع:** هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل أي أنه عائد غير أكيد ويتم تقديره بناء على الاحتمالات، كما يقارن العائد المتوقع مع العائد المطلوب لمعرفة مدى قبول الاستثمار أو رفضه فإذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب تم قبول الاستثمار أما في الحالة العكسية يتم رفض الاستثمار (بن ساسي وقرشي، 2011، ص. 472).

يعبر عن العائد المتوقع رياضياً وفقاً للعلاقة التالية:

$$E(Rx) = \sum Rx p(Rx)$$

حيث أن:

- $E(Rx)$: العائد المتوقع
- Rx : قيم العائد المقابلة لكل احتمال
- $P(Rx)$: احتمال تحقق العائد

- **العائد المطلوب:** هو ذلك العائد الذي يرغب المستثمرون في الحصول عليه تعويضاً عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال، والمخاطر التي تم تحملها نتيجة الاستثمار. (صخر مرعي وايوب، 2019، ص. 258)

3.1.1. العائد من وجهة نظر الشريعة الإسلامية:

تميز الاقتصاد الإسلامي بصفة عامة والمالية الإسلامية بصفة خاصة باتباعهما لضوابط الشريعة الإسلامية والتي تتحكم في المعاملات المالية فنجد المستثمر في السوق المالي الإسلامي يلتزم بقبول عدة نابعة من احكام الشريعة الإسلامية كما هو الحال بمنع سعر الفائدة نتيجة تحريم الربا، منع التجارة المحرمة، منع التدليس والاحتكار، منع الغش والغرر الفاحش. (محمد فضل المولى، 2019، ص. 14) أما بالنسبة للمستثمر في السوق التقليدي فهو غير مقيد وإنما يتعامل مع الأوضاع وفقاً للمقارنة بين العائد والمخاطرة، ولكن ما يجدر الإشارة إليه أن السوق المالي الإسلامي أيضاً لا يخلو من المخاطر والمستثمر فيه يعمل بمبدأ الغنم بالغرم ويعني استخدام مبدأ الربح والخسارة فكلما زاد العائد زادت المخاطر والعكس.

يعتبر العائد جائزاً بناء على القاعدة الفقهية العامة " كل ما انتفع به جاز أخذ البذل عنه " (الساعاتي، 2008، ص. 9) وهذا إذا ما ارتبط العائد باستثمار مباح شرعاً.

1.1. مخاطر الأصل المالي:

تعد المخاطر الهاجس الذي يتبع كل مستثمر ويسعى جميع المستثمرين إلى التقليل منها، من خلال العناصر التالية سيتم التطرق إلى المخاطر التقليدية وراي الشريعة الإسلامية في المخاطر التي يواجهها المستثمر.

1.2.1. تعريف المخاطر:

تعددت تعريف المخاطر باختلاف أنواعها ومن بين التعاريف نجد ما يلي:
تعرف المخاطر على أنها: حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميعها مع بعض، وتنتشأ في الاستثمار لأن احتمال تحقيق العائد مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر (نايف علوان والزلعوك، 2005، ص. 8)
تعبّر المخاطر عن درجة التشتت العوائد عن قيمها الحقيقية، ويعني ذلك احتمالية تحمل الخسارة أو تحقق الأرباح أي الانحراف عن حالة التأكد.

2.2.1. أنواع المخاطر:

تقسم المخاطر إلى نوعين رئيسيين هما:

- ✓ **المخاطر المنتظمة:** هي المخاطر المرتبطة بالسوق وتمس هذه المخاطر السوق ككل حيث أنها لا تقتصر على قطاع أو نشاط معين، (أحمد النور، 2019، ص. 131) كما أنها تتأثر بالظروف التي تمر بها البلاد، وتؤثر هذه المخاطر على عوائد جميع الأسهم المتداولة في السوق، ومن أسبابها حدوث الحروب أو فشل النظام الاقتصادي السائد، أي أن هذه المخاطر تؤثر على مستوى كلي.(سرمد كوكب، 24-04-2009، ص. 260)
- ✓ **المخاطر غير المنتظمة:** تشمل المخاطر غير المنتظمة على المخاطر الناتجة عن المعطيات الخاصة بالشركة وما تترجمها من عوامل تهددها كالوقوع في مخاطر ناتجة عن عوائد الأوراق المالية التي أصدرتها بغية تعزيز رصيدها المالي، كما أن هذه العوامل المؤدية إلى المخاطر تكون مستقلة تماما عن الظروف الاقتصادية التي تعيشها البلاد سواء حالة رواج أو انكماش، ونشير إلى أن المخاطر غير المنتظمة تؤثر على مستوى جزئي (مصطفى وعنيشل، مارس 2019، ص. 189)

يتم تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع والذي يؤدي إلى جعل مخاطر المحفظة منخفضة، حيث أن التنويع الجيد الذي يشمل عدد كبير من الاستثمارات يخفف بشكل كبير من تركيز المخاطر وبالتالي يقلل من المخاطر الغير منتظمة.

3.2.1. طرق قياس المخاطر:

يمكن قياس المخاطر التي تواجهها الشركة من خلال المقاييس الإحصائية والتي تركز على قياس مدى تشتت النتائج المتوقعة، وكلما زاد تشتت المتغيرات كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطرها. ومن بين المقاييس التي تعبر عن مدى تشتت قيم المتغير محل الدراسة عن القيمة المتوسطة له نجد:

- الانحراف المعياري والتباين: يعتبر الانحراف المعياري أكثر المعايير المستخدمة لقياس المخاطر الكلية المصاحبة للمتغير المالي.
يعبر عن التباين رياضيا بالعلاقة التالية:

$$\delta j^2 = \sum_{i=1}^n P_i [R_{ji} - E(R_j)]^2$$

وبما أن الانحراف المعياري رياضيا هو عبارة عن جذر التباين إذا فهو يحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$\delta j = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i [R_{ji} - E(R_j)]^2}$$

كلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر، كما يمكن قياس المخاطر وفقا لمعامل الاختلاف والذي يحسب وفقا للعلاقة الرياضية التالية:

$$CV = \frac{\delta j}{E(R_i)}$$

-معامل بيتا: يمثل معامل بيتا مقياسا للمخاطر المنتظمة، يقيس معامل بيتا درجة حساسية تقلبات العائد عند أي مستوى لتقلبات العائد في السوق، أي أنه يمثل طبيعة الموجود الاستثماري للشركة مقارنة بالسوق (حشايشي، 2018، ص. 14)

فإذا كان معامل بيتا يساوي الواحد فهذا يعني أن تغير عائد السهم مطابق للتغيرات في عائد السوق، ومخاطر السهم مطابقة لمخاطر السوق.

أما إذا كان معامل بيتا أقل من الواحد فإن ذلك يشير إلى الطبيعة الدفاعية للموجود الاستثماري للشركة حيث أنه يتحرك بوتيرة أقل سرعة من محفظة السوق وإذا كان العدد أقل من الواحد بقيمة موجبة فهو يدل على ان التغير والتحرك في نفس الاتجاه بين الموجود في الشركة والسوق، أما إذا كانت القيمة سالبة فهي تبرز العلاقة العكسية، وكل ذلك يدل على أن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق (درويش، 2009، ص. 12)

أما في حالة معامل بيتا أكبر من الواحد فإن الموجودات توصف بكونها هجومية لأنها تتحرك بوتيرة أكبر من محفظة السوق حيث توضح أن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق.

يعبر عن معامل بيتا بالصيغة الرياضية على النحو التالي:

$$\beta = \frac{COV (ri, rm)}{\delta^2 rm}$$

حيث أن:

- $COV (ri, rm)$: التباين المشترك لمتوسط عائد السهم ومتوسط عائد السوق؛
- $\delta^2 rm$: تباين متوسط عائد السوق.

-نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM : توجد العديد من نماذج قياس العلاقة بين العائد والمخاطر ولعل أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وقد تم انشاء هذا النموذج من طرف وليام شارب سنة 1964 الحائز على جائزة نوبل سنة 1990 وجون لينتتر سنة 1965 بعد دراسة ماركوويتز سنة 1952. يعتبر هذا النموذج من اهم النماذج في المجال المالي ولا تزال مكانته للوقت الحالي، يركز النموذج على الموازنة بين العائد والمخاطرة على اساس كمي، كما يستخدم في حساب العائد المطلوب للشركة الذي يعكس تكلفة حقوق الملكية، ويركز CAPM على معامل بيتا في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطر المنتظمة.

(oke, 09-11-2013, p.17)

3.1. المخاطر من وجهة نظر الشريعة الإسلامية:

إن مفهوم الخطر أو المخاطرة في الفقه الإسلامي، ليس له تعريفاً محدداً اتفق أو اختلف عليه الفقهاء. أو أن هناك تناولاً اختص به هذا المفهوم في كتب الفقه الإسلامي، ولكن تناوله الفقهاء في مناسبات عديدة عند تعرضهم للغرر الذي يكون في بعض العقود (بوداب، 2017، ص. 531). وبالطبع لا يعني هذا القول أن مفهوم الخطر في الدراسات المالية، كان غائباً عليهم، فقد تحدثوا عن المضاربة والمشاركة وغيرها من العقود، وأفردوا لها حيزاً كبيراً في كتاباتهم، وهي تتضمن أنواعاً مختلفة من المخاطر، غير أن جل حديثهم عن المخاطرة كان منصباً عن الغرر (Hanif, 2011, P.285)

أن الفقهاء ركزوا في حديثهم عن المخاطرة منطلقين من معنى الغرر، غير أن هناك نصوصاً كثيرة يشيرون فيها إلى المخاطرة في المفهوم المالي. (فنازي، 2019، ص. 363) وللنظر إلى ما قاله الإمام مالك حينما سأله رجل

عن الرجل يتكاري الأرض ولها بئر قل ماؤها، وهو يخاف ألا يكفي زرعه فقال: (لا أحب أن يتكاري أرضاً لها ماء ليس في مثله ما يكفي زرعه). (Sam,Manocheher,2000, p.4-5) قال ابن القاسم: (وإنما كرهه من وجه الغرر، كأنه يقول: ما ترى فإن سلمت كان لك، وإن لم تسلم زرعه فلا شيء لك علي، كأنهما تخاطرا. قلت: وكيف يكون ههنا الأخطار وأن أقول لصاحب الأرض: إن لم يسلم زرع هذا الرجل رددت إليه الكراء في قول مالك. قال: لأن الزرع إذا ذهب من قبل الماء رد الكراء على المتكاري، قال: فذلك بذلك، على أنهما تخاطرا، لو علم رب الأرض أن في بئر ما يكفي، لزرع ما أكرها يضعف ذلك الكراء وذلك يدل على المخاطرة فيما بينهما وأن الذي أكثرى الأرض وفيها الماء المأمون لم يتخاطر على شيء، فإن انقطع ماؤها بعد ذلك أو قل فإنما هي مصيبة نزلت من السماء (Boujelbene, 2012, P. 5-6)

بناء على ما ذكرناه نستطيع القول أن مفهوم المخاطرة عند الفقهاء يتطابق مع مفهومها في الدراسات المالية، وليس هنالك اختلاف من ناحية المفهوم، إلا أن الاختلاف يكمن في أنواع المخاطر التي تواجهها كل من السوق التقليدية والإسلامية، حيث تستبعد الشريعة الإسلامية الفوائد "الربا" ومنه فالسوق المالي الإسلامي لا يواجه مخاطر ناتجة عن تغيرات سعر الفائدة.

الجانب التطبيقي:

لغرض التعرف على العلاقة بين كل من العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية في سوق ماليزيا تم أخذ عينة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقدرة ب 20 شركة مدرجة في السوق الإسلامي الماليزي من مختلف القطاعات، أي أنها تتفق وضوابط الشريعة الإسلامية من منع التعامل بسعر

الفائدة، والاستثمار في أشياء محرمة شرعا، ولبلوغ الهدف المنشود استعنا بالبيانات التاريخية الشهرية لاسهم العينة للفترة ما بين جانفي 2017 إلى ديسمبر 2019، أي تشتمل الدراسة على 36 مشاهدة، كما اختيرت هذه الشركات المتوافقة والشريعة الإسلامية من السوق الرئيسي لبورصة بيرهارد ماليزيا وقسمت العينة الكلية 20 سهما، إلى عينات جزئية لكل قطاع على حدى، علما أننا اخترنا أربع قطاعات وكل قطاع يشتمل على خمسة أسهم إسلامية، حيث اختيرت القطاعات الأكثر تداولاً في السوق، كما أن أسهم الشركات لم تتوقف عن التداول خلال فترة الدراسة.

كما تعرفنا في الجانب النظري انه يوجد مخاطر ناتجة عن الاستثمار وفقا للشريعة الإسلامية إلا ما هو محرم بموجب ضوابط الشريعة الإسلامية، كمخاطر سعر الفائدة ونظرا لان سعر الفائدة "الربا" محرم شرعا فلا توجد مخاطر من هذا النوع في الاستثمار الإسلامي، لكن مخاطر تقلب الأسعار أو مخاطر السوق الناتجة عن المخاطرة في التجارة في شيء معين حلال يواجهها الاستثمار في الأصل المالي الإسلامي.

بنيت الدراسة التطبيقية على تطبيق معاملات قياس المخاطر في السوق التقليدية على سوق الأسهم الإسلامية ألا وهما معامل بيتا والانحراف المعياري. أما فيما يخص خطوات الدراسة التطبيقية فهي وفقا للاتى:

- ✓ تحديد متوسط العائد لكل سهم إسلامي للعينة خلال الفترة المدروسة؛
- ✓ تحديد معامل بيتا لكل سهم إسلامي للعينة محل الدراسة؛
- ✓ تحديد الانحراف المعياري لكل سهم إسلامي للعينة محل الدراسة؛
- ✓ تقييم العلاقة بين العائد والمخاطر في سوق الأسهم الإسلامية بماليزيا للعينة محل الدراسة،

وللتوصل إلى النتائج المرجوة تم استخدام برنامج EVIEWS 10 في تحديد متوسط عائد السهم الإسلامي، ومعامل بيتا وفقا لمعادلة الانحدار الخطي للسلاسل الزمنية للفترة المدروسة مع حساب الانحراف المعياري والتباين للأسهم الإسلامية خلال الفترة المدروسة.

1. تحديد متوسط العائد للسهم الإسلامي: قبل حساب العائد لكل سهم إسلامي على مستوى السوق الإسلامي الماليزي، نوضح أولا عينة الشركات المدرجة ضمن بورصة ماليزيا والتي تتوافق والشريعة الإسلامية والقطاعات التي تنتمي إليها.

جدول رقم 01: يمثل عينة الشركات الإسلامية المدرجة في سوق ماليزيا والقطاعات التي تنتمي

إليها

قطاع الخدمات الاستهلاكية		قطاع التكنولوجيا		قطاع الصناعة		قطاع العقار	
الرمز	الشركة	الرمز	الشركة	الرمز	الشركة	الرمز	الشركة
DBEG	D.B.E. Gurney Resources Bhd	DIG S	Digistar Corporation Bhd	PARB	P.A. Resources Bhd	EKOV	Ekovest Bhd
EAST	Eastland Equity Bhd	INAR	Inari Amertron Bhd	DNCO	Dancomech Holdings Bhd	FAJA	Fajarbaru Builder Group Bhd
GLOA	G3 Global Bhd	NVTE	Notion Vtec Bhd	HTVE	Hiap Teck Venture Bhd	GAQR	Gabungang AQRS Bhd
YGON	Yoong Onn Corporation Bhd	FRKN	Frontken Corporation Bhd	GROS	Golden Pharos Bhd	PRTO	Protasco Bhd
THEA	Three A Resources Bhd	THE T	Theta Edge Bhd	LEAD	Leader Steel Holdings Bhd	VIZI	Vizione Holdings Bhd

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد على الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا

بعد تحديد عينة شركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من بورصة ماليزيا، سنقوم بحساب عائد كل سهم والجدول الموالي يوضح قيم متوسط عائد كل سهم للعينة المدروسة.

الجدول رقم 02: يمثل متوسط عائد السهم الإسلامي وفقا لعينة الدراسة

الرقم	رمز السهم	متوسط عائد السهم
1	EKOV	0,00520572
2	FAJA	-0,00545448
3	GAQR	0,02881307
4	PRTO	-0,01699239
5	VIZI	0,01045446
6	PARB	0,01058912

0,00359646	DNCO	7
-0,00209454	HTVE	8
-0,005432	GROS	9
0,00201835	LEAD	10
-0,00791062	DIGS	11
0,00605962	INAR	12
0,01639974	NVTE	13
0,07419797	FRKN	14
0,02463764	THET	15
0,00013605	DBEG	16
-0,01699119	EAST	17
0,0840088	GLOA	18
-0,03293827	YGON	19
-0,00109915	THEA	20

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بوضة ماليزيا

من خلال الجدول رقم 2 نلاحظ ان متوسط عائد السهم خلال فترة الدراسة قد اختلف بين قيم موجبة وأخرى سالبة، أكبر عائد حقق للسهم GLOA بقيمة 0,084 ضمن قطاع الصناعة أي أنها حققت أكبر عائد خلال فترة الدراسة، في حين كانت أدنى قيمة له فقد سجلت لدى السهم YGON بقيمة -0.032 ضمن قطاع التكنولوجيا والذي يدل على انخفاض في العوائد للشركة خلال فترة الدراسة.

2.تحديد المخاطر وفقا لمعامل بيتا: تحدد المخاطر وفق لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية عن طريق معامل قياس حساسية المخاطر بيتا، بحيث يعتبر معامل بيتا المؤشر الرئيسي لقياس المخاطر المنتظمة كما تم تحديد قيم بيتا بالاعتماد على معادلة الانحدار الخطي البسيط باستخدام طريقة المربعات الصغرى least squares من خلال برنامج EVIEWS 10 حيث تأخذ الشكل التالي:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \epsilon$$

حيث أن:

Ri: عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة

Rm: عوائد السوق خلال فترة الدراسة

α : قيمة ثابتة

β : معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة

الجدول الموالي يوضح معامل بيتا لكل سهم إسلامي من عينة الدراسة.

الجدول رقم 03: يمثل معامل بيتا للأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة

معامل بيتا	رمز السهم	الرقم
1,60685817	EKOV	1
1,3063147	FAJA	2
1,78450391	GAQR	3
1,0690798	PRTO	4
0,65966782	VIZI	5
2,499592467	PARB	6
0,87690759	DNCO	7
2,24553861	HTVE	8
0,69127284	GROS	9
1,56065583	LEAD	10
0,50376747	DIGS	11
1,19633912	INAR	12
0,85074824	NVTE	13
1,10199048	FRKN	14
0,96138923	THET	15
1,52148673	DBEG	16
1,93663985	EAST	17
1,14468358	GLOA	18
1,09517601	YGON	19

0,55842532	THEA	20
------------	------	----

المصدر: من إعداد الباحثة باعتماد على بيانات الدراسة

من خلال الجدول رقم 02 نلاحظ أن قيم بيتا لجميع الأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة موجبة وهذا يدل على أن مخاطر الأسهم الإسلامية تتحرك في نفس اتجاه مخاطر السوق الإسلامي، فنجد أسهم الشركات التالية: THEA، FRKN، NVTE، DIGS GROS، DNCO، VIZI، قيم بيتا لها أقل من الواحد حيث تفسر بان مخاطر الأسهم الإسلامية باختلاف القطاعات التي تنتمي إليها أقل من مخاطر السوق الإسلامي، أي أن عوائد الأسهم ليست حساسة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، في حين القيم الأكبر من الواحد الصحيح فهي تدل على ان مخاطر الأسهم الإسلامية أكبر من مخاطر السوق الإسلامي، حيث تعتبر عوائد الأسهم الإسلامية حساسة اتجاه التغيرات الحادثة على مستوى عائد السوق الإسلامي وهذا يرتبط بأغلبية الأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة، في حين نجد كل من السهمين HTVE، PARB سجلت قيمة أكبر مقارنة بباقي الأسهم الإسلامية محل الدراسة، حيث قدر معامل بيتا لكل منهما بالقيمتين: 2.49 - 2.24 فهي تعبر على أن عائد السهمين يمتاز بحساسية بشكل كبير جدا اتجاه أي تغير يحدث على مستوى عائد السوق الإسلامي.

3. تحديد المخاطر من خلال الانحراف المعياري: يتم تحديد المخاطر لعينة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وفقا لحساب الانحراف المعياري والتباين، وقد تم استخدام برنامج Eviwes 10 في تحديد قيم الانحراف المعياري Std . Dev. والجدول رقم 04 يبين قيم الانحراف المعياري لعينة الأسهم الإسلامية محل الدراسة.

جدول رقم 04: يمثل الانحراف المعياري والتباين لعينة الأسهم الإسلامية محل الدراسة

الرقم	رمز السهم	الانحراف المعياري	التباين
1	EKOV	0.177387	0,0314661
2	FAJA	0.116995	0,0136878
3	GAQR	0.213685	0,0456612
4	PRTO	0.127972	0,0163768
5	VIZI	0,09216415	0,00849423
6	PARB	0,1852669	0,0343238

0,0110694	0,10521163	DNCO	7
0,0141452	0,11893377	HTVE	8
0,0095051	0,09749456	GROS	9
0,0198105	0,14074985	LEAD	10
0,0110528	0,1051326	DIGS	11
0,0144982	0,12040864	INAR	12
0,0265946	0,16307807	NVTE	13
0,0208244	0,14430668	FRKN	14
0,0198083	0,14074198	THET	15
0,0170243	0,13047748	DBEG	16
0,0169821	0,13031544	EAST	17
0,0526366	0,22942669	GLOA	18
0,0035796	0,05983036	YGON	19
0,0053953	0,0734531	THEA	20

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة

كما تم تحديد الانحراف المعياري والتباين لمؤشر السوق على الترتيب 0,07811 و 0,0061. من خلال الجدول يظهر أن أكبر قيمة للانحراف المعياري سجلت في قطاع المنتجات الاستهلاكية من طرف السهم الإسلامي GLOA بقيمة 0,2294 وما يثبت ذلك التباين بقيمة 0,052 أما بالنسبة لأصغر قيمة للانحراف المعياري فقد سجلت للسهم الإسلامي YGON بقيمة 0,0598 وما يؤكد ذلك التباين بقيمة 0,0035، كما نلاحظ أن جميع قيم الانحراف المعياري والتباين تتعدى قيمة الانحراف المعياري والتباين لعائد السوق وهذا ما يدل على أن مخاطر الأسهم الإسلامية تتعدى مخاطر السوق بناء على أن أي ارتفاع في الانحراف المعياري والتباين يفسر بارتفاع المخاطر، إلا فيما يخص السهم الإسلامي YGON فقد سجل قيمة للانحراف المعياري والتباين تقل عنها بالنسبة لمؤشر السوق.

4.تقييم العلاقة بين العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية بماليزيا للعينة محل الدراسة:

لغرض التعرف على نوع العلاقة بين العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة، تم القيام بدراسة العلاقة بين عائد ومخاطر الأسهم المتوافقة والشريعة الإسلامية بالاعتماد على معامل الارتباط وذلك وفقا للجدول التالي:

جدول رقم 05: معامل الارتباط لعائد ومخاطر الأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة

رمز السهم	الانحراف المعياري	متوسط عائد السهم	معامل الارتباط	معامل التحديد
EKOV	0.177387	0,00520572	0,715471537	0,51189
FAJA	0.116995	-0,00545448		
GAQR	0.213685	0,02881307		
PRTO	0.127972	-0,01699239		
VIZI	0,09216415	0,01045446		
PARB	0,1852669	0,01058912		
DNCO	0,10521163	0,00359646		
HTVE	0,11893377	-0,00209454		
GROS	0,09749456	-0,005432		
LEAD	0,14074985	0,00201835		
DIGS	0,1051326	-0,00791062		
INAR	0,12040864	0,00605962		
NVTE	0,16307807	0,01639974		
FRKN	0,14430668	0,07419797		
THET	0,14074198	0,02463764		
DBEG	0,13047748	0,00013605		
EAST	0,13031544	-0,01699119		
GLOA	0,22942669	0,0840088		
YGON	0,05983036	-0,03293827		
THEA	0,0734531	-0,00109915		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة

من خلال الجدول رقم 05 يظهر أن معامل الارتباط قد حدد قيمة هي: 0,715 وأيضاً معامل التحديد قد سجل قيمة مقدرة ب 0,511 بين كل من العائد والمخاطر للأسهم المتوافقة والشريعة الإسلامية محل الدراسة.

تفسر القيمة الموجبة لمعامل الارتباط بوجود علاقة طردية بين كل من العائد والمخاطر للأسهم المتوافقة والشريعة الإسلامية، وبدل ذلك على وجود علاقة في نفس الاتجاه سواء بالزيادة أو النقصان فكلما زادت مخاطر السهم الإسلامي زاد العائد المرتبط بالسهم أو العكس، وما يثبت ذلك هو أن السهم الإسلامي GLOA الذي تحمل أكبر مخاطر بقيمة 0,229 فقد حقق أكبر عائد بقيمة 0,084 كما أن أقل قيمة للمخاطر قد سجلت للسهم الإسلامي YGON بقيمة 0,059 والتي تقابلها أصغر قيمة لعوائد الأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة المقدرة بقيمة -0,032. إضافة إلى وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية محل عينة الدراسة فهي تتميز بكونها علاقة قوية.

كما تظهر العلاقة بين العائد والمخاطر للأسهم الإسلامية من خلال معادلة الانحدار لتقدير معامل بيتا حيث تمثل بيتا ميل المعادلة وبما أن قيم بيتا للأسهم الإسلامية المدروسة كلها موجبة هذا يدل على وجود علاقة طردية بين كل من عائد السهم والمخاطر في سوق الأسهم الإسلامية.

خاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة التطرق لمفهوم غاية في الأهمية في الاقتصاد المالي الإسلامي، ألا وهو تقييم العائد والمخاطر للأسهم المتوافقة والشريعة الإسلامية، ولغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بتحديد كل من عوائد ومخاطر لعينة تمثل 20 سهماً متوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية بالاعتماد على الأساليب التقليدية وباستخدام البيانات التاريخية الشهرية من جانفي 2017 إلى غاية ديسمبر 2019 لعينة من الشركات المتوافقة والشريعة الإسلامية المدرجة في السوق الإسلامي الماليزي.

وما أثبتت هذه الدراسة أن الاسهم التي حققت أكبر عائد سجلت في المقابل أكبر قيمة للمخاطرة هذا ما يدل على أن الاستثمار في الاسهم الإسلامية لهدف الحصول على عوائد كبيرة يجب تحمل نسبة مخاطر ذات قيمة مرتفعة، أي كل من العوائد والمخاطر يتحركان في نفس الاتجاه. كما نجد أن قطاع المنتجات الاستهلاكية قد تميز باكبر نسبة للعوائد مقارنة مع باقي القطاعات محل الدراسة، في الوقت ذاته نجد أنه قد تحمل نسبة كبيرة من المخاطر لتحقيق هذه العوائد.

كما أن النتائج المتوصل إليها أظهرت عدم وجود اختلاف بين مفهوم المخاطر سواء في الفكر المعاصر أو الإسلامي لكن ما يميز مخاطر الاستثمار الإسلامي عن التقليدي هو اتباع ضوابط الشريعة الإسلامية من منع لسعر الفائدة وتحريم التجارة الغير مباحة والاعتماد على مبدأ الغنم بالغرم، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية قوية في نفس الاتجاه بين كل من العائد والمخاطر للأسهم المتوافقة والشريعة الإسلامية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية، وأظهرت الدراسة أيضا أنه يمكن استخدام الأساليب التقليدية لقياس العائد والمخاطر على الأسهم المتوافقة والشريعة الإسلامية.

توصيات الدراسة:

- السعي لغرض توسيع نطاق السوق المالي الاسلامي؛
- تطبيق التعامل بالاصول الاسلامية يمكن من تعزيز السوق المالي عامة؛
- الابتعاد عن التعامل بسعر الفائدة المحرم شرعا والذي من شأنه خلق أزمات مالية؛
- تجنب الاستثمار في المشاريع غير المباحة شرعا؛
- تشجيع المستثمرين على الاستثمار في المشاريع المباحة من طرف الشريعة الاسلامية، مع تحقيق عوائد وأرباح خالية من الأمور الممنوعة شرعا.

المراجع:

- الساعاتي عبد الرحيم، عبد الحميد.(2008). نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي. المجلد 21. (العدد 2). ص. 3-28.
- ابراهيم رضوان احمد النصور، (ديسمبر 2019)، تخفيض مخاطر الاستثمار في المصارف الاسلامية "السلم بالسعر نموذجاً"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، المجلد 06، العدد 01، ص. 126-148.
- بن ساسي، إلياس ، وقريشي، يوسف.(2011). التسيير المالي الادارة المالية، الطبعة الثانية. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- بوداب سهام، (ديسمبر 2017)، صناعة الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، المجلد 4، العدد 2، ص. 529-543.
- درويش مروان، جمعة.(10-11 تشرين الثاني 2009). اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم في المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الاهلية.

- حشايشي، سليمة.(2018). نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية. (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- حشايشي، سليمة.(2018-04-01). تقدير مخاطر الاستثمار في الأصول المالية دراسة قياسية في سوق الأسهم السعودي للفترة 2013-2016. مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية: العدد الاقتصادي 34(02)، ص. 400-416
- معتوق، جمال.(2016). إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة.
- مصطفى، عبد اللطيف، وعنيشل، عبد الله.(مارس 2019). قياس العائد والمخاطرة باستخدام نموذج التسيير بالمراجعة لبورصة الكويت، مجلة إضافات اقتصادية. المجلد 03. (العدد 01) ، ص. 186-203
- محمد فضل المولى، عبد الوهاب حماد، (ديسمبر 2019)، أثر النظام المصرفي الإسلامي في تحسين الاداء المالي "دراسة حالة البنك الزراعي السوداني مقارنة 2015-2016، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، المجلد 06، (العدد 03)، ص. 12-25.
- تايف علوان، قاسم، والزعلوك، إبراهيم محمد.(2005). أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. (العدد 05)، ص. 1-19
- سرمد كوكب، الجميل.(2009-04-24). تطبيق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي في سوق الأوراق المالية في الكويت، مجلة تنمية الرافدي سرمدن. المجلد 31. (العدد 94). ص. 253-270
- صخر مرعي، حسن بني خالد، أيوب، وائل موسى.(2019-12-17). النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان دراسة تحليلية للفترة من 2005-2015، مجلة إدارة الاعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 5،(العدد 2)، ص. 253-271.

-خضير الزبيدي، فراس.(01-04-2014)، العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية، *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*، المجلد 16، (العدد 2)، ص. 231-243

-فنازي فاطمة الزهراء، (ديسمبر 2019)، تقييم قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية على تعزيز نشاط الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية، *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية*، المجلد 06، العدد 03، ص. 359-381.

-boujelbéne, Mouna. (December 2012). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices, *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, vol. (5) 1, pp. 1-23

-Hanif, Muhammed .(2011). Risk and return under Shari'a framework: An attempt to develop Shari'a compliant asset pricing model (SCAPM), Pakistan, *Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. (5) 2, pp. 283-292

-oke, B. O. (09-11-2013). Capital Asset Pricing Model (CAPM): Evidence from Nigeria, *Journal of Finance and Accounting*, vol. 4, pp. 17- 26

-Sam, Hakim, Manochehr Rashidian. (2000). *Risk & Return of Islamic Stock Market Indexes*, dept. of economics and finance, California State University, PP. 1-13

-الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا، <https://www.bursamalaysia.com>