

الفصل الثامن

أساليب الهندسة المالية الإسلامية

في التحوط من مخاطر سعر الصرف

حازت الهندسة المالية مكانة كبيرة في القطاعين المالي والمصرفي نظرا لتزايد مخاطر الاستثمار بشكل كبير، فأصبحت التعامل مع تلك المخاطر من خلال أدوات الهندسة المالية من أهم أولويات المؤسسات المالية والمستثمرين، وأصبحت الهندسة المالية الإسلامية تلعب دورا بارزا لتطوير صيغ التمويل والاستثمار إسلاميا للحد من المخاطر المرافقة لها.

هدفت هذه الدراسة إلى بيان موقف الشريعة الإسلامية من التحوط من المخاطر، وبحث حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار في السوق الإسلامي، وتقصي دواعي التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، ووضع مبادئ لتطوير أدوات التحوط باستخدام الهندسة المالية الإسلامية، وبيان أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر.

وقد توصلت الدراسة إلى أن حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار الإسلامي محدودة نظرا لوجود أحكام تضبط بنية السوق الإسلامي وتترك الحرية لآلية السوق، كما توصلت إلى أن مبادئ تطوير أدوات مالية إسلامية للتحوط من المخاطر تتمثل في البحث في ضرورة المخاطرة والقدرة على تحملها ومشروعيتها، البحث في طبيعة وحجم المخاطر، وموافقتها للمتطلبات الشرعية، ومدى تحقيقها للكفاءة في التحوط من المخاطر، وتوصلت كذلك

إلى أن الالتزام بأحكام الشريعة في المعاملات هو جوهر الهندسة المالية الإسلامية، وأن قدرة الهندسة المالية الإسلامية على إنتاج أساليب للتحوط تعتمد على طبيعة صيغة الاستثمار وما يواجهها من مخاطر.

وقد أوصت الدراسة بضرورة الالتزام بالأسس والتعليمات الصحيحة للمعاملات الإسلامية و خاصة في تطبيقاتها المصرفية لأنها كفيلة بخفض المخاطر إلى الحدود الدنيا، وضرورة العمل على توسيع قاعدة تحمل المخاطر، والابتعاد عن استخدام أدوات التحوط التقليدية كالمشتقات، وضرورة استمرار الدراسة و البحث لابتكار و تطوير أساليب و أدوات جديدة للتحوط في ظلال الشريعة الإسلامية.

فقد شهدت العقود الأخيرة انتشار كبير للمؤسسات المالية الإسلامية، في جميع أنحاء العالم عموماً، والعالم الإسلامي على وجه الخصوص، بما في ذلك المصارف الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتوسعت أنشطة تلك المؤسسات وتشعبت، وتتنوعت صيغ الاستثمار والتمويل المستخدمة وزاد تعقيدها، مما جعلها تواجه موجات متنوعة من المخاطر، فهي تواجه مخاطر خاصة بالصيغ الإسلامية للتمويل والاستثمار من مشاركات ومضاربات وبيوع وإيجارات وغيرها، بالإضافة لمواجهتها لأغلب المخاطر التي تواجهها استثمارات المؤسسات المالية التقليدية، فزادت أهمية البحث عن وسائل تحد من تلك المخاطر.

وعند مراجعة الأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، نجد أن الهندسة المالية التقليدية لم تستطع توفير الأمان ضد الأزمات، بل كانت من أسباب تلك الأزمات، ومن هنا فإن الهندسة المالية الإسلامية مدعوة لأخذ دورها في

هذا المضمار، وتطوير أدوات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وتتمتع بالكفاءة لتحقيق الأهداف المرجوة منها، وتلعب دور كبير في منح المؤسسات المالية الإسلامية القدرة على التحوط من المخاطر التي تترتب بها. وعلى الرغم من تطوير الهندسة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية الجديدة، إلا أنها لا تزال في طور التكوين، وتحتاج إلى كثير من البحث والدراسة للتطور والإبداع أكثر وأكثر.

أهمية الدراسة: تزايدت مخاطر الاستثمار بشكل كبير، وحاصرت رؤوس الأموال في مختلف أسواق المال التقليدية، فظهرت أدوات حديثة تهدف للتحوط من المخاطر كالمشتقات والتوريق، ولكنها كانت سببا رئيسيا من أسباب الأزمات. وتزايدت احتمالات تأثر رأس المال الإسلامي لتلك المخاطر إذا ما سلك ذات السبل، ومن هنا ظهرت أهمية البحث في دور الهندسة المالية الإسلامية للتحوط من مخاطر صيغ الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي.

مشكلة الدراسة:

تتجلى مشكلة الدراسة من خلال طرح الأسئلة التالية:

- 1- ما موقف الشريعة الإسلامية من التحوط من المخاطر؟
- 2- ما حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار في السوق الإسلامي مقارنة مع الأسواق التقليدية؟
- 3- ما هي دواعي التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي؟
- 4- ما هي مبادئ تطوير أدوات التحوط باستخدام الهندسة المالية الإسلامية؟
- 5- ما هي أساليب منتجات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر؟

أهداف الدراسة: تحاول الدراسة تحقيق الأهداف التالية:

- 1- بيان موقف الشريعة الإسلامية من التحوط من المخاطر.
- 2- تقدير حجم مداخل المخاطر إلى الاستثمار في السوق الإسلامي مقارنة مع الأسواق التقليدية.
- 3- تقصي دواعي التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي.
- 4- وضع مبادئ لتطوير أدوات التحوط باستخدام الهندسة المالية الإسلامية.
- 5- بيان أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في البحث في دواعي التحوط من المخاطر، ومبادئ تطوير أدوات الهندسة المالية الإسلامية، ودور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار، وهذا يستدعي تقديم لمحة موجزة عن الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية.

منهجية الدراسة: اتبعت الدراسة المنهج الوصفي من خلال تناول ما يتعلق بالهندسة المالية التقليدية والإسلامية، والمنهج الاستنباطي من خلال البحث في دواعي التحوط، ووضع مبادئ لتطوير أدوات الهندسة المالية الإسلامية.

الدراسات السابقة:

هدفت دراسة الساعاتي⁽¹⁾ إلى توضيح كيفية إدارة المخاطر التجارية التي تواجه المشروعات الإنتاجية والتمويلية بطرق تتوافق مع الشرع، واقترح الباحث إدخال تعديلات على أربعة أنواع من العقود التقليدية لتتوافق

(1) الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر، ص (55-92).

مع الشريعة الإسلامية وهي عقد التحوط التقليدي، عقد التحوط النمطي، عقد التحوط باستخدام خيار الشرط، وعقد التحوط بالمقايضة المؤقتة.

وجاءت دراسة قندوز⁽¹⁾ للتعريف بتاريخ الهندسة المالية الإسلامية من حيث المفهوم والخصائص وأسباب الحاجة إليها وأهميتها في المالية الإسلامية، وماهية الاختلافات بينها وبين الهندسة المالية التقليدية، واستعرضت الدراسة أهم منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وقد خلصت الدراسة إلى أن الهندسة المالية تتضمن عمليات تصميم وتطوير أدوات مالية تساهم في حل مشاكل التمويل، وبين أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية متنوعة، وتشمل كل الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة.

فيما هدفت دراسة جباري و خميلي⁽²⁾ إلى إبراز قدرة منتجات الهندسة المالية الإسلامية في توفير الحصانة والاستقرار للنظام المالي العالمي، من خلال كفاءتها الشرعية والاقتصادية، كما استعرضت دور المشتقات المالية في تأجيج الأزمات المالية، وبين أن الهندسة المالية تعتمد على الابتكار أو المحاكاة، وبين أن منتجات الهندسة الإسلامية لها دور كبير في التحوط من المخاطر، وخاصة الصكوك والسلم والتورق.

ومن جانب آخر هدفت دراسة الحنيطي⁽³⁾ إلى بيان دور الهندسة المالية والأسواق المالية الإسلامية لتوفير موانع للازمات، واستعرضت الدراسة مفهوم الهندسة المالية والأسواق المالية، وأسباب الأزمات ودور المشتقات المالية فيها، وتوصلت إلى إن هناك ضوابط خاصة للهندسة المالية

(1) قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، ص (3-46).

(2) جباري وخميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية.

(3) الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية.

الإسلامية، تتمثل بالضوابط الشرعية التي توفر لها القدرة على توفير التدابير اللازمة لضمان عدم وقوع الأزمات.

كما هدفت دراسة قندوز⁽¹⁾ إلى البحث عن سبل مبتكرة لتطوير أدوات مالية لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي، من خلال الهندسة المالية الإسلامية، وبين أن هناك نقصا واضحا في أدوات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، وبين أن تطوير الهندسة المالية الإسلامية تكون من خلال نظرية الغرر، وأن هذا المجال لا زال بحاجة للمزيد من البحث والتطوير.

تناولت أغلب الدراسات مفهوم ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية، ودورها في مواجهة الأزمات وإدارة المخاطر، وتتمثل إضافة الدراسة في البحث في وضع مبادئ لتقييم تطوير أدوات الهندسة المالية الإسلامية، ودور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من المخاطر.

خطة البحث: تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: مخاطر الاستثمار والتحوط منها، وفيه المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم وأنواع مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: التحوط من مخاطر الاستثمار.

المبحث الثاني: الهندسة المالية، وفيه المطالب التالية:

المطلب الأول: الهندسة المالية التقليدية.

المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر

الاستثمار، وفيه المطالب التالية:

• **المطلب الأول:** دواعي استخدام التحوط من مخاطر الاستثمار في

الاقتصاد الإسلامي.

(1) قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، ص (12-20).

- **المطلب الثاني:** مبادئ إنتاج أدوات الهندسة المالية الإسلامية لغايات التحوط.
- **المطلب الثالث:** أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار.
- **الخاتمة** وتشمل النتائج والتوصيات.

المبحث الأول: مخاطر الاستثمار والتحوط منها

تعتمد مختلف القرارات البشرية بدرجات متفاوتة على الموازنة بين العائد والمخاطرة، فالمخاطرة مرافقة لمختلف القرارات الحياتية، وملازمة للقرارات الاقتصادية، والاستثمارية منها على وجه الخصوص. وقد تزايدت مخاطر الاستثمار في ظل نمو وتعقيد النظام الاقتصادي العالمي، والتنوع الكبير للأدوات الاستثمارية، فتزايدت أهمية قياس مخاطرها، والبحث في سبل إدارتها والتحوط منها.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع مخاطر الاستثمار

تعرف مخاطر الاستثمار بأنها عدم التأكد بشأن القيمة المستقبلية للاستثمار عند اتخاذ القرار الاستثماري⁽¹⁾، أو احتمال الانحراف عن السبيل الذي يقود إلى النتيجة المتوقعة أو المخطط لها⁽²⁾، أو احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع من الاستثمار⁽³⁾، أو تذبذب عائد الاستثمار والتدفقات المالية وعدم التيقن من تحققها⁽⁴⁾، أي أن المخاطرة تصف الوضع الذي يكون

(1) McCallum, Monetary Economics Theory and Policy, P (41).

(2) Vaughan, & Vaughan, Fundamental Of Risk & Insurance, P (7).

(3) Scott, Understanding And Managing Investment Risk & Return, p (4).

(4) Hammer, DYNAMIC ASSET ALLOCATION: Strategic For The Stock, Bond, and Money Market, p (33).

فيه العائد غير معروف بشكل مطلق⁽¹⁾. ومن هنا فإن مفهوم المخاطرة يشتمل على عنصرين هما : التعرض للخطر Exposure وعدم التأكد Uncertainty، ومنهما يتكون المفهوم العام للمخاطرة⁽²⁾.

ويرى الباحث أن مخاطر الاستثمار : هي احتمالية انحراف النتيجة الفعلية للقرار الاستثماري عن النتيجة المتوقعة والمخطط لها، من حيث قيمة العائد وتوقيته الزمني، أو من حيث وقوع الخسارة وتآكل رأس المال.

تقسم مخاطر الاستثمار إلى مخاطر قابلة للتأمين ومخاطر غير قابلة للتأمين، مخاطر بحتة ومخاطر مضاربة، مخاطر متحركة وساكنة، أما أشهر وأوسع التقسيمات فهو تقسيمها إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، فالمخاطر المنتظمة تؤثر على كل الأوراق المالية وترتبط بالظروف الاقتصادية العامة مثل مخاطر أسعار الفوائد وتغيرات قيمة النقد والقوة الشرائية والمخاطر السوقية⁽³⁾، وتتمثل مصادر المخاطر المنتظمة في مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر تغيرات القوة الشرائية (التضخم) ومخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر أسعار الصرف وغيرها.

حيث تعتبر مخاطر أسعار الفائدة Interest- Rate Risks هي أغزر هذه المصادر، وتتمثل في الاختلاف بين أسعار الفائدة الفعلية والسوقية، وترتبط بالأوراق المالية ذات العائد الثابت بشكل أكبر⁽⁴⁾. أما مخاطر القوة الشرائية للنقد Purchasing Power Risks، فترتبط بالتضخم الذي يشكل خطراً على العائد المتوقع مستقبلاً، فمعدل التضخم يلتهم جزء

(1) Levy & Sarnat, Portfolio And Investment Selection: Theory And Practice, P (105).

(2) Holton, Defining Risk, P (22).

(3) Ross, et al., Modern Financial Management, p (322-323).

(4) Feibel, Investment Performance Measurement, p(293-297).

من العائد المتوقع، مما يخفض معدل العائد الحقيقي بمقدار معدل التضخم، حيث إن معدل العائد الحقيقي يتمثل في معدل العائد الاسمي مطروحاً منه معدل التضخم⁽¹⁾، وهذا مشابه لما عبرت عنه معادلة فيشر فيما يخص سعر الفائدة الحقيقي والاسمي وعلاوة التضخم⁽²⁾. أما مخاطر السوق Market Risks فتتسبب جراء التغيرات التي تحدث في السوق صعوداً وهبوطاً، والتي تترك أثراً واضحاً على التدفقات المالية المنتظرة مما يربك حسابات المستثمر، وقد يكون مصدرها وقوع أحداث غير متوقعة، كما حدث في الاثنين الأسود عام 1987، عندما انهار السوق المالي الأمريكي وامتدت بعد ذلك لمختلف الأسواق العالمية⁽³⁾. وتقاس هذه المخاطر عن طريق معامل بيتا الذي يقيس درجة حساسية الورقة المالية للتغير في مؤشر السوق ولا يمكن تقليل هذه المخاطر عن طريق التنويع⁽⁴⁾.

أما المخاطر غير المنتظمة (القطاعية) فترتبط بقطاع معين أو شركة معينة، وتتعلق بالإدارة والصناعة والرفع التشغيلي والرفع المالي. وتتمثل مصادر المخاطر غير المنتظمة في مخاطر السيولة ومخاطر الإدارة وغيرها، فقد يعاني الاستثمار من مخاطر السيولة Risks Liquidity والتي ترتبط بالقدرة على الحصول على السيولة عن طريق بيع الأصول دون وقوع خسائر معتبرة، وتتناسب هذه المخاطر طردياً مع طول أمد الاستثمار، وهذه المخاطر لا ترتبط فقط بهبوط الأسعار التي تقود للخسارة، فكل استثمار يولد حاجة أكيدة للسيولة، فيتحتم على المستثمر أن يوفر لاستثمار إمكانية الحصول على

(1) Reilly & Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, p (419).

(2) Gordon, Macroeconomic, p(288).

(3) Scott, Understanding And Managing Investment, Op. Cit., p (91-92).

(4) Bodie, et al., Investments, p (206).

النقد في حالة التغيرات التي تصيب الاقتصاد، والتي توجب تعديل الفرضيات التي استند إليها في حساباته الخاصة بإدارة الاستثمار⁽¹⁾، وهناك أيضا مخاطر الإدارة Business Risks والتي تنشأ من الأخطاء الإدارية لشركة معينة، مما يترك أثراً على المساهمين والدائنين من حملة أوراقها المالية⁽²⁾. وتقاس هذه المخاطر بواسطة مقاييس التشتت وأهمها الانحراف المعياري⁽³⁾، ومن الممكن خفض هذه المخاطر عبر التنويع⁽⁴⁾، لذلك لابد للمستثمر من إتباع استراتيجيات مناسبة للتحوط من المخاطر لدفعها أو تقليل مخاطرها.

وكما هو الاستثمار التقليدي فإن الاستثمار الإسلامي يواجه ذات المخاطر، ويواجه مخاطر أخرى تتعلق بالاستثمار الإسلامي، ومن أهم تلك المخاطر⁽⁵⁾: المخاطر الشرعية ومخاطر البيئة التشريعية ومخاطر المتعاملين ومخاطر العاملين، ويضاف لذلك مخاطر تختص بها كل صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.

المطلب الثاني: التحوط من مخاطر الاستثمار:

أولاً: التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد التقليدي: من المنطق أن يسعى كل الناس إلى تجنب المخاطر بشتى السبل، وهذا الأمر مرتبط بالفطرة البشرية وحب الخير، والرغبة في كسب المزيد دون مخاوف أو مخاطر، ويرتبط التحوط Hedging ارتباطاً وثيقاً بالاستثمار كما

(1) Strigl, Capital & Production, P (146-147).

(2) Hochen, Essentials of Financial Risk Management, P (149-150).

(3) Scott, Understanding And Managing Investment, Op. Cit., p (7).

(4) Ross et al., Modern Financial Management, Op. Cit., p (325).

(5) للمزيد حول أهم المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية، أنظر: السبهاني، الوجيز في المصارف الإسلامية، ص (195-192). أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، ص (127-106).

هو حال المخاطر، والتحوط هو محاولة تجنب المخاطر أو تقليلها إلى أقل حد ممكن⁽¹⁾، أو هو حماية رأس المال باستخدام الوسائل الممكنة. وتتبع أهمية التحوط من أهمية الحفاظ على قيمة الاستثمار في مقابلة المخاطر التي تحيط به، ويهدف التحوط إلى الحفاظ على رأس المال المستثمر من الخسارة، والحفاظ على فرص الربح قدر الإمكان، وتجنب آثار المخاطر على التدفقات المالية المتوقعة⁽²⁾. وقد دأبت نظريات الاستثمار الغربية على البحث عن وسائل لتجنب المخاطر، وقد انطلق التحوط بشكله الحقيقي في البداية من مبدأ تنويع الاستثمارات الذي قام عليه نموذج ماركويتز Markowitz، والذي أدى إلى ظهور المحافظ الاستثمارية كوسيلة لخفض المخاطر، وظهر فيما بعد استخدام المشتقات المالية من خيارات ومستقبلات وعقود مبادلة للتحوط من المخاطر⁽³⁾.

يستخدم العديد من الاستراتيجيات للتعامل مع المخاطر، ومنها :

1- تجنب المخاطر : ينتج ذلك عن عدم الرغبة أو القدرة على مواجهة المخاطر، ويكون ذلك من خلال تجنب النشاط الاقتصادي تماما، وهذه الطريقة تعدم الخطر تماما، ومثال ذلك عدم الاستثمار في السندات طويلة الأجل تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة. ولكن هذا الأمر يترك أثراً سلبياً على الاقتصاد ككل، لأن جميع الأنشطة الاقتصادية لا تخلو من المخاطرة⁽⁴⁾.

(1) Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, p (45).

(2) Metal & Energy, Importance & Benefits of Hedging, P (7-8).

(3) Elton & Gruber, Modern Portfolio Theory & Investment Analysis, p(72-79)

(4) رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ص (314-315).

2- **تقليل المخاطرة:** ويكون ذلك من خلال خوض غمار النشاط الاقتصادي مع التفكير باستراتيجيات ملائمة لتقليل درجة المخاطرة، ويكون ذلك باستخدام استراتيجيات التحوط الطبيعي، كمبدأ الموائمة بين توقيت التدفقات المالية الداخلة والخارجة، وذلك من خلال تحديد نسب التغطية بين الأصول والخصوم المتداولة وطويلة الأجل، لتوفير الأموال اللازمة في الوقت المحدد قدر الإمكان⁽¹⁾. وهناك أيضا مبدأ التنويع، وهو أشهر مبادئ التحوط من المخاطر، حيث يقوم على اختيار أدوات استثمارية تتمتع بمعامل ارتباط ذو معدل منخفض، ومن خلال هذا الأسلوب يختار المستثمر محفظته المالية المثلى، ويتحدد كل ذلك من خلال طبيعة أهداف المستثمر⁽²⁾. وتعتبر المشتقات المالية بمختلف أنواعها من أكثر الاستراتيجيات استخداما في التحوط، حيث تعتمد على اتخاذ مواقف متعكسة في مختلف الأسواق ؛ لتقليل هاشم الخسارة في مركز معين من ربح المركز الآخر المعاكس، أو من خلال مبادلة التدفقات النقدية المتوقعة بتدفقات أخرى من خلال عقود المبادلة، أو استخدام سقوف وأرضيات أسعار الفائدة لتفادي تقلباتها الكبيرة، وفي أغلب الحالات يتم تسوية هذه العقود عن طريق تبادل فروق الأسعار دون نقل ملكية الأصل⁽³⁾.

3- **نقل المخاطرة:** وهي عملية تحويل تحمّل المخاطرة أو جزء منها إلى طرف آخر مقابل دفع مبلغ معين، ويكون ذلك من خلال عقود التأمين⁽⁴⁾.

(1) Besley& Brigham, Essentials of Managerial Finance, p(537).

(2) Markowitz, Portfolio Selection, p (17-21).

(3) Horcher, Essentials of Financial Risk Management, Op. Cit., p(192-199).

(4) رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص (315).

ثانيا: التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي : يعتبر التحوط من المخاطر المالية من مقاصد الشريعة الإسلامية الغراء يتمثل في مقصد حفظ المال الذي يعتبر من الضرورات في الإسلام، فتحت الشريعة الإسلامية على إتباع مختلف السبل المشروعة للحفاظ على المال وتنميته، فيقول تبارك وتعالى: ﴿وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَمًا وَارْزُقُوهُمْ فِيهَا وَاكْسُوهُمْ وَقُولُوا لَهُمْ قَوْلًا مَعْرُوفًا﴾ [سورة النساء: 5]، ويقول الرسول ﷺ: ((إن الله يرضى لكم ثلاثا ويكره لكم ثلاثا: فيرضى لكم أن تعبدوه ولا تشركوا به شيئا وأن تعتصموا بحبل الله جميعا ولا تتفرقوا، ويكره لكم قيل وقال وكثرة السؤال وإضاعة المال))⁽¹⁾.

وقد ظهرت أهمية التحوط ضد المخاطر في القرآن الكريم من خلال قصة يوسف عليه السلام ورؤيا الملك، قال تعالى: ﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا نَأْكُلُونَ﴾^(٤٧) ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَحْصِنُونَ﴾ [سورة يوسف 47: 48]، حيث تبين الآية نصيحة نبي الله يوسف للقوم بحفظ جزء مما يزرعونه في سنوات الخير استعدادا لسنوات القحط المقبلة⁽²⁾، وهذا يدل على التحوط ضد خطر المجاعة في حال عدم وجود تخطيط سليم لما هو مقبل. كما يظهر التحوط بشكل أوضح في السنة النبوية المطهرة، ويظهر ذلك من خلال ما رواه ابن عباس: ((كان العباس بن عبد المطلب إذا دفع مالا مضاربة اشترط على صاحبه أن لا يسلك به بحرا ولا ينزل به واديا ولا يشتري به ذات كبد رطبة فإن فعل

(1) مسلم، المسند الصحيح المختصر، كتاب الأفضية، باب النهي عن كثرة المسائل بدون حاجة، ج3، ص (1340)، رقم 1715.

(2) الطبري، جامع البيان في تأويل القرآن، ج16، ص (125).

فهو ضامن. فرفع شرطه إلى رسول الله ﷺ (فأجازه)⁽¹⁾، وهنا يحاول العباس رضي الله عنه التحوط وخفض مستوى المخاطرة من خلال تجنب بعض أنماط التجارة ذات المخاطر المرتفعة باستحداث المضاربة المقيدة. تختلف نظرة الاقتصاد الإسلامي عن نظرة الاقتصاد التقليدي للمخاطر، فيميز بين نوعين من المخاطرة؛ مخاطرة التجارة وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل⁽²⁾. وهذا تمييز واضح بين معنيين للمخاطرة؛ المخاطرة المنطوية على القمار والميسر، فلا تكون مرتبطة بنشاط اقتصادي حقيقي ومنتج، ولا يتساوى فيها الغرم والغنم، والمخاطرة المرتبطة بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، والتي يسعى فيها المستثمر للربح من خلال تحمل مخاطر تملكه للسلع ونقلها وتخزينها وتصريفها، وهذا المعنى الذي يتمتع بالاعتبار في الشريعة الإسلامية. ومن هنا فإن المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي تعني: "الاستعداد الإيجابي والموقف الملتزم بتحمل نتائج النشاط الاقتصادي والتصرفات المالية على الوجه الذي ارتضاه الشارع الحكيم"⁽³⁾،

أما فيما يخص الموقف من المخاطرة، فالمستثمر في الاقتصاد التقليدي يحاول التخلص من المخاطر بشتى السبل، فيتم تجنبها بترحيلها للغير بشكل كامل، اعتماداً على استراتيجيات يحيط بمعظمها الربا والميسر والغرر، في محاولة للتخلص من التلازم بين العائد والمخاطرة، ولم تظهر كل هذه

(1) البيهقي، السنن الكبرى، ج6، ص(111)، حديث رقم 11391. الزيلعي، نصب الراية، ج5، ص(223). الكاساني، بدائع الصنائع، ج6، ص (80).

ابن القيم، زاد المعاد، ج5، ص816. ابن مفلح، الفروع، ج 4، ص (17-18)(2)

(3) السبهاني، الوجيز في التمويل والاستثمار، ص (101).

الأدوات إلا لهذه الغاية. وعلى الرغم من أن أغلب الأدوات وجدت لغايات التحوط من المخاطر، إلا أن استخدامها أصبح لغايات المضاربة وبالدرجة الأولى، فأصبحت أقرب ما تكون للرهان والقمار، وانفصلت عن النشاط الاقتصادي الحقيقي، مما أدى إلى وقوع ظلم كبير على أغلب المتاجرين، وخطف رؤوس الأموال من الأنشطة الاقتصادية المنتجة، فبدلاً من دورها كواقى من الخطر أصبحت مصدراً كبيراً للخطر، وقادت إلى خلق أزمات طاحنة أطاحت أو كادت أن تطيح بكل الاقتصادات.

أما موقف النظام الإسلامي من المخاطرة في تمثل في تحمّل المخاطر المرافقة للمعاملات المشروعة، إذا تعذّر تجنبها بالوسائل الموافقة للشريعة ؛ لان دفعها بوسائل مخالفة للشريعة يجرّد الربح من مشروعيتها، وفيه مخالفة لترايط الغنم بالغنم، ويكون فيه نوع من ربح ما لم يضمن، وهذا لا يعني عدم محاولة دفع المخاطر بالطرق المشروعة التي لا تفقد الربح مسوغه، ومنها؛ تنويع مجالات الاستثمار وتنويع الآجال وتنويع الأسواق، والموازنة بين السيولة والربحية وغيرها⁽¹⁾.

المبحث الثاني: الهندسة المالية:

برز مفهوم الهندسة المالية على وقع الانتشار الواسع للاستثمار في الأوراق المالية، وما رافقها من مخاطر ملازمة لهذا النوع من الاستثمار، فظهرت أوراق مالية مشتقة في محاولة لسد الثغرات التي يتسلل منها الخطر لتلك الاستثمارات. وقد فضل الباحث استخدام مسمى الهندسة المالية التقليدية، لتمييزها عن الهندسة المالية الإسلامية.

(1) المرجع السابق، ص (102-103).

المطلب الأول: الهندسة المالية التقليدية

نتيجةً لاستحواذ الأسواق المالية على نسبة كبيرة من الأموال المستثمرة، كان لا بد من تزايد وتنوع الأدوات الاستثمارية، كمحاولة لعلاج ما رافق أدوات الاستثمار من العيوب التي تسببت منها المخاطر، لتصبح هذه المخاطر هي السمة السائدة للاستثمارات المالية، ومحور البحث والتطوير في مجال الاستثمار المالي، مما جعل الهندسة المالية الذراع الأقوى والمعوّل عليه في الأسواق المالية.

أولاً : النشأة والمفهوم والأهداف:

عند سماعنا لمصطلح الهندسة المالية للوهلة الأولى تقفز المشتقات المالية إلى تفكيرنا، فمفهوم الهندسة المالية التصق بالمشتقات المالية، إلى درجة اقتصره عليها عند الكثيرين، ولكن في الحقيقة تعتبر المشتقات المالية أدوات ناتجة عن صناعة الهندسة المالية. ويعود الظهور الأول لصناعة الهندسة المالية إلى منتصف العقد الثامن من القرن العشرين، عندما حاولت بورصة وول ستريت في نيويورك تطوير منتجات الأسواق المالية؛ لتخطي جوانب القصور في الأدوات التقليدية كالأسهم والسندات، وقد تم الاستعانة بعدد من المتخصصين للتوصل إلى منتجات جديدة تساهم في تخفيف المخاطر، عن طريق الخلاص من القيود التشريعية والبيئية التي تقف في وجه التحوط ضد المخاطر، وقد ساهم التطور التكنولوجي في نجاح وتطور الهندسة المالية⁽¹⁾.

(1) Sergio&Fabozzi, The Mathematics of Financial Modeling, P (11-13).

تُعرّف الهندسة المالية على أنها فرع من فروع التمويل يبحث في إيجاد الحلول لمواجهة المخاطر ومختلف المشاكل المالية اعتمادا على المشتقات المالية بالدرجة الأولى⁽¹⁾، أو هي ابتكار وتطوير أنظمة وعمليات وأدوات مالية من أجل تقديم حلول مبتكرة لحل المشاكل التمويلية والاستثمارية⁽²⁾، فهي تركز على المقايضة بين العائد والمخاطرة، فتحاول البحث في سبل تطوير عائد الاستثمار بشكل مستمر⁽³⁾، ومن هنا يمكن أن نعرف الهندسة المالية على أنها العمليات التي تهدف للحد من مخاطر الاستثمار وإيجاد حلول ملائمة لمشاكل التمويل والاستثمار من خلال تطوير الأدوات المالية المستخدمة أو ابتكار أدوات مالية جديدة.

تستند الهندسة المالية بالدرجة الأولى إلى الابتكار، فالابتكار يجب أن يساهم في تحسين الأداء الاقتصادي وإلا فإنه يصبح بلا جدوى، وتكون هذه المساهمة من خلال تحقيق كمال السوق عن طريق توسيع فرص المشاركة في المخاطر، وجذب موارد لم تكن متاحة، وتخفيض تكلفة المعاملات، وتحسين السيولة⁽⁴⁾، والابتكار هنا لا يقصد به مجرد الاختلاف عن الأدوات المالية المتعارف عليها، وإنما يهدف إلى الوصول إلى درجة أعلى من الكفاءة، لذا يجب أن تكون الأدوات المالية المبتكرة قادرة على تحقيق ما لا تحقّقه الأدوات المالية المتعارف عليها⁽⁵⁾، ومن هنا فإننا نستطيع القول أن الأدوات المالية المبتكرة تحاول تجاوز عيوب الأدوات المالية التقليدية.

(1) Kolb &Overdahl, Financial Derivatives, p (34).

(2) Sergio &Fabozzi, The Mathematics of Financial Modeling, Op. Cit,P (33).

(3) Harsha, Product Innovations through Financial Engineering, p (38).

(4) Mason &Tufano, Cases in Financial Engineering, p (8).

(5) Finnerty&Etwell, Financial Engineering, p (55-58).

ينظر للهندسة المالية على أنها صناعة حديثة وفعالة من أجل المساهمة الفاعلة في الحد من المخاطر، والمساهمة في رفع كفاءة الأسواق المالية، والتخطيط السليم والمبكر للتدفقات المالية. وتهدف الهندسة المالية إلى ابتكار أدوات مالية جديدة تخفف من المشاكل التمويلية التي تواجهها المنشآت، وتعمل على تنشيط السوق المالية من خلال استحداث أنواع متقدمة من الأوراق المالية، كما أنها تعمل على ابتكار وتطوير أنظمة وعمليات مالية تساهم في تخفيض تكاليف صفقات السوق المالية مثل التداول الإلكتروني للأوراق المالية، ويضاف إلى ذلك ابتكار حلول إبداعية للمشاكل التي تواجه تمويل المنشآت مثل تحويل الشركات من النمط المساهم إلى الملكية الخاصة⁽¹⁾.

ثانياً: أدوات الهندسة المالية التقليدية

تنوعت أدوات الهندسة المالية التقليدية، وتطوّرت لتلبية حاجات المستثمرين، وتلّافي عيوب أدوات الاستثمار التقليدية، ومن أهم هذه الأدوات: 1- تطوير بعض أدوات الاستثمار التقليدية كالأسهم والسندات: وذلك لتوفير خيارات أكثر للمستثمرين والتمولين، وتجاوز عيوب تلك الأدوات، فظهرت الأسهم الممتازة وأسهم التوزيعات المخصومة، وظهرت السندات الصفرية وسندات التخيير وسندات النصيب والسندات القابلة للاستدعاء وغيرها⁽²⁾.

2- أدوات سوق النقد قصيرة الأجل: حيث ظهرت لتلبية احتياجات المؤسسات المالية الكبيرة وخاصة البنوك تمولا واستثمارا، ومن هذه

(1) Beaumont, Financial Engineering Principles, p (xvii-xxi).

(2) للمزيد حول الاتجاهات الحديثة في الأسهم والسندات، أنظر: هندي، الإدارة المالية، ص (542-559).

الأدوات شهادات الإيداع والقبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء وغيرها⁽¹⁾.

3- **التوريق Securitization** : وهو أداة مالية حديثة، تعتمد على تجميع المؤسسة المالية لديونها على الغير أو قروضها للغير، والتي تتمتع بالتجانس، وتكون مضمونة كأصول، وجعلها كدين واحد مضمون برهون (عقارية على الأغلب)، وتحويلها إلى أوراق مالية تطرح للبيع على الجمهور من أفراد ومؤسسات ؛ أي أن ديون هذه المؤسسات (مصدرة الأوراق المالية) تمرر إلى دائنين آخرين (مشترى الأوراق المالية). وتهدف عملية التوريق إلى توفير تدفقات نقدية بدلا من القروض المقدمة من أجل إعادة استثمارها من جديد، وتقليل المخاطر من خلال توسيع قاعدة المشاركين في مواجهتها، فتح المجال للمزيد من الاستثمارات من خلال خفض نسبة القروض إلى رأس المال⁽²⁾.

4- **المشتقات المالية** : تعتبر المشتقات المالية أهم أدوات الهندسة المالية التقليدية، وقد عرف بنك التسويات المالية Bank of International Settlements التابع لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري"⁽³⁾، وهناك

(1) للمزيد حول أدوات سوق النقد، أنظر: Bodie et al., Investments, Op. Cit., p (26-30).

(2) بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، ص (340-341).

(3) Kolb and Overdahl, Financial Derivatives, Op. Cit., p (17).

العديد من المشتقات المالية التي طورتها صناعة الهندسة المالية، وأهمها:

- **عقود الخيار Option Contracts** وهي عقد يتم بين طرفين يعطي مالك العقد الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من أصل معين بسعر تنفيذ محدد خلال فترة سريان العقد، ومقابل ذلك يدفع مشتري الخيار مبلغ معين من المال مقابل هذا الحق يسمى ثمن الخيار وهو غير مسترد⁽¹⁾، والخيار قد يكون مزدوج يجمع بين خيار الشراء و خيار البيع، فيختار موقعه من العقد (بائع / مشتري) حسبما تقتضيه مصلحته؛ فإذا ارتفع سعر السوق خلال فترة سريان العقد كان مشتريا، والعكس عند الانخفاض، وعادة ما يكون ثمن الخيار المزدوج ضعف ثمن خيار الشراء أو خيار البيع⁽²⁾.
- **العقود المستقبلية Future Contracts** وهي عقد ملزم لمالكة بشراء أو بيع أصل محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في موعد مستقبلي محدد، وتمتاز بأنها عقود نمطية متجانسة ومتماثلة من حيث عدد ونوع الوحدات⁽³⁾.
- **العقود الآجلة Forward Contracts** وهي عقد ملزم لمالكة بشراء أو بيع أصل محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في موعد مستقبلي محدد⁽⁴⁾.

(1) Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, Op. Cit., p (3-7).

(2) Neftci, Principles Of Financial Engineering, p (203-205).

(3) Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, Op. Cit., p (3-7).

(4) Ibid., p (3-7).

• عقود التبادل Swaps وهي التزام تعاقدى يقضي بمبادلة نوع معين من التدفقات النقدية مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تحدد عند التعاقد⁽¹⁾.

• سقف سعر الفائدة Interest-Rate Cap تحديد حد أعلى لسعر الفائدة بهدف حماية مالك الأصل المالي من ارتفاع سعر الفائدة. وأرضية سعر الفائدة Interest-Rate Floor تحديد حد أدنى لسعر الفائدة بهدف حماية مالك الأصل المالي من هبوط سعر الفائدة. وسعر الفائدة المحدد بحد أعلى وحد أدنى Interest-Rate Collar حيث يتم تحديد حد أعلى وحد أدنى لسعر الفائدة بهدف حماية مالك الأصل المالي من ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة⁽²⁾.

ثالثاً: آثار الهندسة المالية التقليدية

تعمل الهندسة المالية على خفض المخاطر، وتحفيز الأسواق المالية، والمساهمة في تحقيق الرفاهية، ورفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية، ويعتبر التعامل بأدوات الهندسة المالية أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات، وتستطيع المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين استخدام أدوات الهندسة المالية للتحوط من المخاطر المحتملة، كما تقلل أدوات الهندسة المالية من التكاليف، وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة، وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسن إدارتها، ويضاف لذلك تدعيم أدوات الهندسة المالية للخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لعملائها وتساهم في تنويع محافظها الاستثمارية⁽³⁾.

(1) Ibid., p (147).

(2) Rose &Hudgins, Bank Management and Financial Services, p(272-273).

(3) العبادي، الهندسة المالية و أدواتها، ص (110).

على الرغم من إيجابيات الهندسة المالية ومشتقاتها، إلا أن لها آثار سلبية قد تكون مدمرة، فإذا كان الهدف الأوحد للهندسة المالية هو تخطي القوانين من أجل الربحية، فسوف يؤدي ذلك إلى اختلالات وأزمات اقتصادية، وقد تصبح المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار داعمًا لتلك التعاملات والأدوات التي تعاكس أهدافها الأساسية، وخير مثال على ذلك ما حدث في عام 1998 عندما أقدم البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي على دعم صندوق التحوط LCTM المتعثر، فقام بضخ ما يقارب 3,5 مليار دولار لإنقاذه من الانهيار⁽¹⁾.

كما تعتبر أدوات الهندسة المالية من أهم أسباب الأزمات المالية، وتعتبر أزمة الرهون العقارية 2008 من أبرز الأزمات التي ساهمت بها المشتقات المالية، فقد أدى تركيز الإقراض على قطاع واحد هو قطاع العقارات إلى انخفاض أسعار الفائدة على القروض العقارية وتوسع الأفراد في الاقتراض، وقد قاد هذا التوسع إلى زيادة الطلب التي أدت إلى ارتفاع حاد في أسعار العقارات، ومن ثم قام ملاك العقارات بالاقتراض بضمانة القيم الإضافية للمنازل وتوجيهها للإنفاق الاستهلاكي، وأدى نشاط سوق العقارات إلى توجه المستثمرين والمؤسسات المالية إلى ظهور المشتقات المالية المرتبطة بسوق الائتمان العقاري، وظهور ما يسمى بالتوريق Securitization الذي يقدم خدمة التأمين على الصكوك المدعومة بالأصول العقارية المرهونة، وأغرى هذا النشاط وارتفاع قيمة العقارات المؤسسات المالية والمستثمرين بشراء تلك الصكوك وتم بيعها عدة مرات إلى العديد من

(1) السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، ص (7).

المؤسسات، وبعد ذلك ارتفعت أسعار الفائدة مما أدى إلى زيادة تكلفة تسديد فوائد قروض تمويل العقارات، وعجز المقترضين عن التسديد وتهاوت أسعار العقارات بشكل كبير جدا مما أدى إلى خسائر فادحة للمؤسسات التي تداولت تلك الصكوك، وبدأت كبرى المؤسسات المالية بالتساقط واحدة تلو الأخرى⁽¹⁾.

ومن هنا نجد أن فعالية المبتكرات المالية سببت ازدهار الأسواق المالية والمؤسسات المالية، ولكن هذه المبتكرات تحولت مع مرور الزمن إلى سلع تقليدية ذات ربحية منخفضة أو منعدمة أحيانا، دون أن تتخلص من دورها السلبي في الأسواق المالية والاقتصاد ككل، لذا يتوجب على الهندسة المالية إعادة اكتشاف نفسها من جديد، لكي تعاود الازدهار مستقبلا؛ لأن الابتكارات السابقة أصبحت غير قادرة على الاستمرار، فقد تجاوز عرض تلك المنتجات الطلب عليها مما حوّل المنافسة من نوعية إلى سعريه، وهذا أدى إلى انخفاض الربحية بانخفاض الأسعار، وأفضل مخرج من هذا المأزق يكون عن طريق استبدال المنتجات المالية بأفكار ومنتجات جديدة، أو أن تقوم المؤسسات المالية بإعادة صياغة نفسها من جديد لتصبح أكثر قدرة على ابتكار منتجات مالية جديدة.

وهذا يكشف وجود فرصة كبيرة أمام الهندسة المالية الإسلامية لإيجاد منتجات مالية جديدة تثبت جدارتها وتفتح آفاق الاستثمار أمام المؤسسات المالية الإسلامية، وهذا يحتاج إلى جهود حثيثة من الباحثين والعاملين في

(1) Hampel, et al., The U.S. Mortgage Crisis, p (3-9).

مجال التمويل الإسلامي لإيجاد منتجات جديدة تمتاز بالكفاءة الاقتصادية ولا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية:

بعد أن ألقينا شيئاً من الضوء على الهندسة المالية التقليدية، من حيث المفهوم والأدوات والآثار، لا بد لنا من استكمال ذلك بتسليط المزيد من الضوء على الهندسة المالية الإسلامية، للتعرف على نشأتها ومفهومها وأهم منتجاتها وطرق تصميمها.

أولاً : النشأة و المفهوم:

يرى البعض أن الهندسة المالية الإسلامية ظهرت منذ أربعة عشر قرناً، وبالتحديد من تاريخ حديث الجمع والجنيب.

فَعَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ : أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ ﷺ اسْتَعْمَلَ رَجُلًا عَلَى خَيْبَرَ، فَجَاءَهُ بِتَمْرٍ جَنِيبٍ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: ((أَكُلْ تَمْرَ خَيْبَرَ هَكَذَا))، قَالَ: لَا وَاللَّهِ يَا رَسُولَ اللَّهِ إِنَّا لَنَأْخُذُ الصَّاعَ مِنْ هَذَا بِالصَّاعَيْنِ، وَالصَّاعَيْنِ بِالثَّلَاثَةِ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ: ((لَا تَفْعَلْ، بَعْ الْجَمْعَ بِالْدَّرَاهِمِ، ثُمَّ ابْتَغِ بِالدَّرَاهِمِ جَنِيبًا))⁽¹⁾. وعن أَبِي سَعِيدٍ، يَقُولُ: جَاءَ بِلَالٌ بِتَمْرٍ بَرْنِيِّ، فَقَالَ لَهُ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ: ((مِنْ أَيْنَ هَذَا)) فَقَالَ بِلَالٌ: " تَمْرٌ كَانَ عِنْدَنَا رَدِيءٌ، فَبِعْتُ مِنْهُ صَاعَيْنِ بِصَاعٍ لِمَطْعَمِ النَّبِيِّ ﷺ ، فَقَالَ رَسُولُ اللَّهِ عِنْدَ

(1) البخاري، الجامع المسند الصحيح المختصر كتاب البيوع، باب إذا أرداد بيع تمر بتمر خير منه، ج3، ص (77)، حديث رقم 2201، كتاب المغازي، باب استعمال النبي صلى الله عليه وسلم على أهل خيبر، ج5، ص (140)، حديث رقم 4244، كتاب الاعتصام بالكتاب والسنة، باب إذا اجتهد العامل أو الحاكم، فأخطأ خلاف الرسول من غير علم، فحكمه مردود، ج9، ص (107)، حديث رقم 7350.

ذَلِكَ)) أَوْهَ عَيْنُ الرَّبِّ، لَا تَفْعَلْ، وَلَكِنْ إِذَا أَرَدْتَ أَنْ تَشْتَرِيَ التَّمْرَ فَبِعْهُ بِبَيْعٍ آخَرَ، ثُمَّ اشْتَرِ بِهِ))⁽¹⁾.

وجاء في شرح الحديث أن التمر الجنيب؛ وهو التمر الطيب الذي لا يخلط بغيره، كان يباع بكمية أكبر من تمر الجمع؛ وهو تمر أقل جودة ويخلط من أكثر من نوع، وقد نهى الرسول ﷺ عن ذلك لوجود علة الربا، وقد أمر أن يتم تبادلهما مثلا بمثل، أو يباع الجنيب ويُشترى بثمنه جمعا، أو العكس⁽²⁾.

ويظهر لنا من الحديث ابتكار الرسول ﷺ لطريقة تجنب المسلمين التعامل بالربا، ويعتبر ذلك تطوير للمعاملات المالية للوفاء بحاجات الناس، بما لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية. والمتمتع في الفقه الإسلامي يرى العديد من المحاولات التي عملت على الوصول إلى صيغ للمعاملات الإسلامية تلبي احتياجات المجتمع الإسلامي، وفي الوقت ذاته لا تخالف مقاصد الشريعة الإسلامية، فبيع السلم والاستصناع وبيع الوفاء والعينة والتورق تندرج في نطاق الهندسة المالية، بعيدا عن مناقشة مشروعيتها.

يظهر لنا مما سبق أن الشريعة الإسلامية السمحة تغطي كل جوانب الحياة، مكونة نظام شامل متكامل، عن طريق ضوابط وقيود تحكم جميع العبادات والمعاملات، ويرى الباحث أن الأحكام والضوابط التي تنظم المعاملات الإسلامية لا تشكل عقبة في وجه التطوير والابتكار، فالابتكارات المالية يجب أن تتماشى مع قيود الشريعة الإسلامية، ولا تكون التفاقا عليها،

(1) مسلم، صحيح مسلم، مرجع سابق، كتاب المساقاة، باب بيع الطعام مثلا بمثل، ج3، ص (1215)، حديث رقم 1594.

(2) ابن حجر، فتح الباري، ج4، ص (400). النووي، شرح صحيح مسلم، ج11، ص (23).

ويجب أن تحقق المرجو منها اقتصاديا؛ لأن هذه القيود تعتبر مصدر للاستقرار.

ويقصد بالهندسة المالية الإسلامية: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف"⁽¹⁾، ومن الممكن أن نعرفها على أنها العمليات التي تهدف للحد من مخاطر الاستثمار وإيجاد حلول ملائمة لمشاكل التمويل والاستثمار من خلال تطوير الأدوات المالية المستخدمة أو ابتكار أدوات مالية جديدة مع مراعاة أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية.

ثانيا: أهداف الهندسة المالية الإسلامية:

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى ابتكار حلول لمشاكل التمويل والاستثمار، وتحويلها إلى منتجات تحقق أغراض مالية معينة، تواكب التطور المتسارع للقطاعين المالي والمصرفي، على أن تتوافق مع الشريعة الإسلامية، بحيث تحقق الكفاءة المالية والمصدقية الشرعية. وتتمثل الكفاءة المالية في تحقيق المكاسب لأطراف السوق المالية، وتخفيض كلفة الوساطة المالية قدر الإمكان، وتعبئة الموارد المالية، والتوفيق بين الربحية والسيولة من خلال مرونة إدارة الأصول، وتوفير الأمان من خلال التحوط من المخاطر⁽²⁾.

ثالثا: أساليب تصميم منتجات الهندسة المالية الإسلامية:

هناك ثلاثة طرق لتصميم منتجات الهندسة المالية الإسلامية، هما:

(1) صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، ص (8).
(2) السبهاني، الوجيز في التمويل الاستثمار وضعيا وإسلاميا، مرجع سابق، ص (227).

1- التطوير: تعتمد هذه الطريقة على تطوير صيغ الاستثمار الإسلامية الأصلية لتواكب متطلبات الاستثمار والتمويل المعاصرة.

2- المحاكاة: تعتمد هذه الطريقة على تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج سلفاً بحيث تحقق ما يحققه المنتج التقليدي، وتمتاز هذه الطريقة بالسهولة والسرعة، فهي تحتاج فقط إلى متابعة المنتجات الرائجة تقليدياً مع ضبطها بضوابط شرعية⁽¹⁾.

3- الأصالة والابتكار: تعتمد هذه الطريقة على إيجاد صناعة مالية إسلامية تطور منتجاتها من خلال صيغ التمويل المقبولة شرعاً، وهذا يتطلب دراسة متواصلة للاحتياجات الفعلية للعملاء، وتطوير منتجات خاصة لها بشرط توافقها مع الشرع وتحقيق الكفاءة، وتحتاج هذه المنتجات إلى وقت أطول لصياغتها، وتكون تكاليفها كبيرة في البداية ثم تبدأ بالتناقص⁽²⁾.

رابعاً: منتجات الهندسة المالية الإسلامية :

تعددت منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وقد تنوّعت بتنوّع أساليب التصميم، ومن أهم هذه المنتجات :

1- منتجات ناتجة عن تطوير الأدوات الاستثمارية الأصلية: وتتمثل في صيغ الاستثمار بصورتها الأصلية التي طبقت في مختلف أطوار الدولة الإسلامية، كالمضاربة والمشاركة والإجارة ومختلف أنواع البيوع. حيث ساهم تطور الفكر المصرفي الإسلامي بشكل كبير في تطوير العقود الأصلية للمعاملات الإسلامية؛ بغية مجاراتها للتطور المالي، وتوفير خيارات أكثر للمصارف وعملائها لاستثمار أموالهم؛

(1) قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص (6).
(2) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ص (107-111).

وبدرجة أكبر الحد من مخاطرها بتدنيها إلى أقصى حد ممكن، وقد اقتربت المخاطرة في أغلب الأحيان من الصفر، وذلك من خلال استخدام العقود المركبة، أو إضافة ترتيبات وشروط معينة للعقد، بحيث تصل إلى الشكل المرغوب به، ومنها: بيع المرابحة والمشاركة المتناقصة والإجارة المنتهية بالتملك وغيرها.

2- منتجات ناتجة عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية: وذلك من خلال استنساخ بعض الأدوات المستخدمة في الأسواق المالية التقليدية، وتعتبر سندات القرض والصكوك بصورتها الحديثة من أهم الأدوات المستنسخة، ففكرة الصكوك انبثقت من الأسهم والسندات، التي تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص صغيرة، سواء بالدين أو بالمشاركة، مما يساهم في توزيع المخاطر على أكبر عدد من المساهمين أو الدائنين، فيصبح قبلها أمر ليس عسير المنال. كما قام الباحثين في المجال الاقتصادي الإسلامي بتطوير بعض المشتقات المالية التقليدية لكي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويكون ذلك من خلال تكيفها فقيها لإزالة ما يخالف الشريعة منها ويتم تداولها والتعامل بها دون حرج.

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار

يقترن العائد بالمخاطر في عالم الاستثمار ولا بد من التعامل مع هذه المخاطر بمختلف الوسائل، وقد ربط الدين الإسلامي بين الغنم والغرم، فلا ربح دون مخاطرة، والوصول بالمخاطر إلى الصفر قد يفقد الربح مسوغاته، كما أن الربح دون مخاطر قد يندرج في خانة ربح ما لم يضمن، مما يضعه في دائرة الشبهات.

وعرفنا سابقا أساليب التحوط التقليدية من موائمة وتنويع وتوريق ومشتقات مالية، وهذه الأساليب منها ما يتوافق مع الشريعة ويمكن أن يطور ليقدم المؤسسات المالية الإسلامية، ومنها ما يتعارض مع الشريعة الإسلامية،
المطلب الأول: دواعي استخدام التحوط من مخاطر الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي:

يرى الباحث أن 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، حيث بلغ حجم المستقبلات المتداولة في شهر أيلول لعام 2015 ما يقارب 185 بليون دولار أمريكي، وبلغ حجم الخيارات المتداولة في شهر أيلول لعام 2015 ما يقارب 215 بليون دولار أمريكي⁽¹⁾. ولكي نتمكن من إثبات أو نفي هذه الفرضية لا بد من مناقشة مقتضية لطبيعة السوق الإسلامي من حيث الهيكل والآلية⁽²⁾ المتعلقة بالاستثمار، واحتمالية دخول المخاطر إلى عقود السوق الإسلامي، ومن أهم هذه الأحكام:
أولا : أحكام تهدف إلى توفير الحرية للمشاركين في السوق:

فلا بد من توفر الرضا في مختلف المعاملات، حيث يعتبر الرضا هو الركن المتفق عليه عند الفقهاء لسلامة المعاملات، ويعبر عن الرضا بالقبول والإيجاب بالعديد من الوسائل التي تدل على رضا الطرفين بما تضمنته

(1) BIS, Exchange-traded derivatives statistics Exchange-traded futures and options by location of exchange, <http://www.bis.org/statistics/d1.pdf>, 25-7-2016, 8:35PM.

(2) للمزيد أنظر : البدارين، دور المخاطرة في نظرية القيمة، ص (119-128).

العقد. ويضاف لذلك تعميق الشعور بالرضا، والتحقق من رسوخه، عبر منح حق الخيار لأطراف العقد بفسخ العقد أو إمضاءه، بعد أخذ الوقت الكافي للتحقق من صحة المعلومات، أو لأخذ الوقت للتفكير والمشاورة، ومن هذه الخيارات: خيار الشرط، خيار العيب، خيار الرؤية، خيار التصرية، وخيار الغبن.

ثانياً: أحكام تهدف إلى توفير المعلومات الصحيحة حول محل العقد: تعتمد صحة المعلومات بالدرجة الأولى على الإفصاح، والذي يتمثل في عرض السلعة بصورتها الحقيقية دون غرر أو خداع، حيث تحرص تعاليم الإسلام على توفير المعلومات الكافية والصحيحة للعاقدين في كل ما يتعلق بالعقد، ويعتمد ذلك على التعامل بصدق وأمانه من جميع الأطراف، فنها الإسلام في هذا السياق عن الغش والغرر والتغريب، كما نهى عن تطفيف الكيل، والبيع على البيع، والسوم على السوم، وغير ذلك.

ثالثاً : أحكام تهدف إلى منع التلاعب بآلية السوق، فيسعى النظام الإسلامي للحفاظ على الظروف المحيطة بالسوق، والتي من شأنها التأثير على آلية السوق وقدرتها على إفراز السعر العادل للسلعة، من خلال التأثير على العرض والطلب، فنهى عن الاحتكار وتلقي الجلب وبيع الحاضر للباد.

رابعا : أحكام تهدف إلى منح القوة والعمق للسوق: فيحرم الاكتناز مما يساهم في توجيه الأموال إلى الاستثمار، ويمنع تعطيلها، ويفرض الزكاة التي تعتبر تكلفة على الأموال الزكوية المعطلة، حيث تتآكل هذه الأموال بنسبة 2,5% سنوياً إذا بقيت معطلة، ويساهم فرض الزكاة في

الحدّ اكتناز الأموال لكي لا تتآكل، ويحرم الربا، وما ينبثق عنه من بيوع للتخلص من آثاره القاتلة مما يؤدي إلى توجيه الأموال إلى الاستثمار الحقيقي المنتج. ويحرص كذلك على استخدام النقود في وظائفها الحقيقية فقط، كما يحرم القمار والميسر فيمنع المخاطرة غير المنتجة والتي تعزل المخاطرة عن الملكية ولا ترتبط بنشاط اقتصادي حقيقي.

حافظت هذه الأحكام على مقاصد الشريعة الإسلامية، ويلاحظ ارتباطها المتين ببنية السوق الإسلامي، فتضبطها وترسم لها التخوم التي تتحرك ضمنها، وفي المقابل تترك الحرية للمتعاملين في إتمام تعاملاتهم برضاها، فلا تتدخل بآلية السوق إلا في حالات نادرة تستوجب التدخل من خلال التسعير.

يوفر السوق الإسلامي الحرية الكاملة للمتعاقدين، شأنه بذلك شأن أسواق الاقتصاد الرأسمالي، ويتميز السوق الإسلامي بالتأكيد على الرضا وتعميقه من خلال إعطاء إطراق العقد فرصة التفكير والمراجعة، وتوفير إمكانية التراجع عن العقد من خلال الخيارات، ومن خلال الترغيب في إقالة النادم، مما يحد من مخاطر قلة المعرفة، ويساهم في الحصول على المشورة، ودراسة العقد بشكل أكبر، وخاصة في حالة الفرص الاستثمارية التي تحتاج إلى قرار سريع لكي لا تهدر.

يعتبر توفر المعلومات الكافية والصحيحة في الوقت المناسب هو المعيار الأساسي للفرضيات المحددة لمستويات كفاءة السوق المالي⁽¹⁾، كما يعتبر احتكار المعلومات أو توفر معلومات غير صحيحة أو غير كافية

(1) Rose & Marquis, Money and Capital Market, P (55-57).

هو المدخل الأبرز لجني الأرباح غير الاعتيادية، وتقرّد بعض كبار المستثمرين بهذه الأرباح نتيجةً لتقرّدهم بالمعلومات، أو من خلال اعتمادهم على أسلوب القطيع عن طريق التّغريب من خلال الإشاعات. ومن خلال تطبيق الأحكام الهادفة لتوفير المعلومات الصحيحة، يتمكن السوق الإسلامي من رفع كفاءة السوق، وتجاوز مخاطر احتكار المعلومات أو مخاطر نشر المعلومات المضلّلة، مما يوفر قدر أكبر من العدالة بين جميع الأطراف.

تعاين أغلب أسواق المال التقليدية من انتشار احتكار الأوراق المالية، وسيطرة ثلّة من صناع السوق؛ ككبار المستثمرين والمضاربين والسماسرة، مما يجرّد السوق من أهم شروط المنافسة، ويسمه بكثير من مواصفات سوق الاحتكار. وهذه الأمور تتيح لتلك الفئات القدرة على التحكم والتلاعب بآلية السوق، والتأثير على العرض والطلب، مما يساهم في توجيه السعر حسب الرغبة، وغالباً ما يكون بعيداً عن السعر العادل الذي يعكس المعلومات الحقيقية لظروف السوق وواقع المنشآت. وتساهم الأحكام الهادفة إلى منع التلاعب بآلية السوق في رفع مستوى المنافسة، وتحجيم قدرة أي طرف في التأثير على آلية السوق في تحديد الأسعار.

وتساهم الأحكام الهادفة لمنح القوة والعمق للسوق في منح الاستقرار للسوق الإسلامي، فتحرّيم الربا يقلص المخاطر بشكل كبير من خلال تلافي الآثار المدمرة لسعر الفائدة⁽¹⁾، التي خلفت ما خلفت من الأزمات، وانتقدها علماء كبار من أبناء جلدتها⁽²⁾. ويساهم تحرّيم الميسر والقمار في التخلص

(1) حول آثار الربا، أنظر: السبّهاني، الوجيز في التمويل والاستثمار، مرجع سابق، ص (34-36).
(2) حول انتقاد علماء الغرب لآثار سعر الفائدة، أنظر: البدارين، دور المخاطرة في نظرية القيمة، مرجع سابق، ص (189-190).

من انفصام المخاطرة عن الملكية، مما يجعل المخاطرة الايجابية هي السائدة، فتتوثق العلاقة بين الاقتصاد المالي والحقيقي، وتتلاشى أدوات المتاجرة بالمخاطر وعلى رأسها المشتقات المالية. مما يعني الحد من المضاربة بالأوراق المالية بشكل كبير. ويعمل تكامل هذه الأحكام على توجيه الأموال إلى الاستثمار الحقيقي، وفرض الزكاة وتحريم الاكتناز يحرر الأموال ويدفعها إلى الاستثمار، وتحريم الربا وتسليع النقود يوجهها لمختلف أنواع الاستثمار الحقيقي المنتج، وتصبح النقود أكثر قدرة على أداء وظائفها الحقيقية.

وتعكس هذه الأحكام متانة البنية التي تتمتع بها الأسواق الإسلامية، وقدرتها على الحد من المخاطر بشكل كبير، ويرى الباحث أن هذه الأحكام تعتبر من أهم أدوات التحوط ضد المخاطر، وذلك من خلال الاعتماد على مبدأ الوقاية، فتوصد أهم المنافذ التي قد تتسلل منها المخاطر، فهذه المنظومة المتعاضدة من الأحكام تمثل الجوهر الحقيقي للهندسة المالية، والأساس الراسخ للتحوط من المخاطر. وهذا يعكس محدودية دواعي التحوط من المخاطر في الاقتصاد الإسلامي، وخاصة في حال الالتزام بتفاصيل ومتطلبات المعاملات بصورة تامة.

المطلب الثاني: مبادئ إنتاج أدوات الهندسة المالية الإسلامية لغايات التحوط:

تحتاج عملية تطوير منتجات مالية إسلامية إلى وضع منظومة ملائمة للتقويم، بحيث تحقق هذه الأداة كفاءة مناسبة في تلافي أو خفض الخطر، وتحقق المتطلبات الشرعية اللازمة لصحة المعاملات، ويرى الباحث أن مبادئ عملية التطوير تتمثل في :

1- البحث في مدى ضرورة تحمل المخاطرة، وهذه الضرورة تُستمد من أهمية النشاط الاقتصادي المرتبط بالمخاطرة، والمقارنة بين الآثار المتوقعة من الإقدام على النشاط الاقتصادي أو الإحجام عنه، فيما يتعلق بالمستثمر والمجتمع والاقتصاد الوطني ككل، فإذا رجحت توقعات ضرورة النشاط عندها يتم البحث في تصميم أدوات تساهم في الحد من المخاطر المرافقة لهذا النشاط.

2- بحث مشروعية المخاطرة، فلا يقبل بها إلا إذا كانت مخاطرة ايجابية، بحيث تكون تابعة للنشاط الاقتصادي ولا تكون مقصودة بذاتها، ولا يكون احتمال حدوثها مؤكداً أو شبه مؤكد، ولا يكون هناك فصلاً بين المخاطرة والملكية، ولا فصلاً بين المخاطرة والنشاط الاقتصادي الحقيقي فلا تتحول المخاطرة إلى سلعة أو هدف أساسي، بحيث تصبح العقود صورية.

3- البحث في مدى توفر القدرة على تحمل مخاطر النشاط الاقتصادي وما ينتج عنها، فحدوث بعض المخاطر يترك آثاراً قاسية وعميقة على المستثمر والاقتصاد بحيث تتجاوز قدرتهما على الصمود، وتخالف مقاصد الشريعة من خلال اقترانها بالتهور بشكل كبير.

4- البحث في طبيعة وحجم المخاطر، وتحدد طبيعة المخاطر حسب صيغة الاستثمار، مما يسهل البحث في الأدوات المناسبة لمواجهة المخاطر والحد منها قدر الإمكان، فيُبحث أولاً في مصادر المخاطر لبحث سبل تجنبها، ويكون ذلك من خلال تقييم مدى فعالية الأدوات المتعارف عليها للحد من المخاطر ؛ كتتويع مصادر الأموال والآجال ومحفظة

الاستثمار، والموائمة بين الأصول والخصوم استناداً إلى تخطيط التدفقات المالية المتوقعة وغيرها، ومن ثم اللجوء للهندسة المالية الإسلامية لتصميم الأدوات الملائمة لذلك.

5- إذا عجزت الأساليب السابقة عن إيجاد الحلول، تبدأ عملية تصميم وتطوير الأدوات المناسبة للحد من المخاطر التي تم قياسها وتحديد طبيعتها.

6- البحث في موافقة الأداة والنشاط بعد استخدام الأداة لأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، وينطلق ذلك من دراسة مشروعية اقتران النشاط الاقتصادي بالمخاطرة، فبعض الأنشطة تكتسب مشروعيتها من اقترانها بالمخاطرة، وبعضها الآخر تفقد مشروعيتها إذا اقترنت بالمخاطرة. ومن ثم البحث في استيفاء شروط صحة المعاملات، فينطلق ذلك من دراسة المبنى العقدي للنشاط من حيث توفر رضا وأهلية العاقدین، وخلوه من كل ما يخالف أحكام الشريعة كالربا والغرر والجهالة والخبث وغيرها، والتحقق كذلك من سلامة النية وتوافقها مع مقصد النشاط، ويضاف لذلك التحقق من

7- آلا لنشاط وآثاره، من خلال المقارنة والترجيح بين المصالح والمفاسد الناتجة عنه⁽¹⁾.

8- تقييم كفاءة الأداة من حيث تحقيقها للهدف المقصود من تصميمها، ومن تحقيق مساهمتها في تحقيق القيمة المضافة للاقتصاد، وخفض التكاليف المرافقة للنشاط الاقتصادي، وقدرتها على تجنب ترك آثار اقتصادية

(1) السبهاني، الوجيز في التمويل والاستثمار، مرجع سابق، ص (17-20).

واجتماعية ضارة، والمساهمة في تحقيق الأسواق المالية لأهدافها الحقيقية.

المطلب الثالث: أساليب الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار :

يعتمد تحديد الأسلوب المناسب للتحوط من المخاطر على طبيعة النشاط الاستثماري، والصيغة المستخدمة، فكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي تواجه مخاطر مختلفة، مما يستدعي استخدام العديد من الأساليب لمواجهة تلك المخاطر، ويضاف لذلك المخاطر التي تواجه جميع الصيغ؛ كمخاطر أسعار الصرف، وأسعار فائدة، وتغير القيمة الزمنية للنقود ومخاطر السوق بشكل عام. ومن الأساليب التي نوقشت سابقا، ولا تتعارض مع الشريعة الإسلامية:

أولا: الطريقة الأمثل لتقليل المخاطر: والتي يدعو لها الإسلام هي الانضباط بأحكام السوق الإسلامي، والالتزام بالتفاصيل الحقيقية والدقيقة للمعاملات الإسلامية؛ لأنها تحوي الكثير من موانع المخاطر والأزمات؛ كتحريم الربا الذي فجر ما فجر من أزمات، وتحريم الغرر والغش والتقرير مما يعطي استقرار أكبر للسوق المالي، ويحد من الربح الجائر الذي يرمي بكثير من صغار المستثمرين خارج السوق.

ثانيا: الاهتمام بدراسة الجدوى الاقتصادية: بشكل أكبر، بحيث تدرس الفرص الاستثمارية وما يرتبط بها من مخاطر متوقعة، تمهيدا لرسم الخطط المناسبة لمواجهتها وزيادة فرص النجاح، مما يساهم في طمأنة جميع الأطراف، فتعد الدراسات التمهيدية وتدرس الجوانب الشرعية والمالية والتسويقية والفنية وغيرها، مما يسهل عمليات المتابعة وإعادة التقييم لاحقا.

ثالثاً: استخدام الرهونات والكفالات لتلافي مخاطر عدم التزام العملاء بالتسديد في البيوع والإجارة أو سوء الإدارة في المضاربة والمشاركة، مما يساهم في حفظ الحقوق وتسهيل توفير التمويل اللازم لممارسة الأنشطة الاقتصادية.

رابعاً: توسيع قاعدة تحمل المخاطر من خلال التصكيك: (1)، بحيث يتم تصكيك مختلف صيغ التمويل الإسلامية، وبيع وتداول تلك الصكوك لتوزيع المخاطر على عدد كبير من الأطراف، فيشترك حملة الصكوك في تحمل المغارم والفوز بالمغانم، مما يساهم في تخفيف وطأة تحقق المخاطر.

كما تساهم صناديق الاستثمار في توزيع المخاطر من خلال تكوين المشاركين وخاصة صغار المستثمرين لرأس مال الصندوق، ويتم استثماره من قبل صندوق الاستثمار وفقاً للخطط الاستثمارية المعلنة.

خامساً: التحوط الاقتصادي: وهو التحوط المنفرد الذي يقوم به الأفراد لتقليل المخاطر دون اللجوء إلى التعاقدات مع أطراف أخرى، وأشهر أنواع هذا التحوط هو التنويع Diversification، والذي اعتبره الخبراء أفضل طريقة لمواجهة مخاطر الاستثمار، ومثال ذلك استخدام المؤسسات المالية الإسلامية للتحوط الاقتصادي عن طريق التنويع بين البيع الآجل المعرض لخطر التضخم وخاصة في العقود طويلة الأجل، وبيع السلم التي يتجاوز تلك المخاطر، وبذلك تحافظ المؤسسة على القيمة الحقيقية لموجوداتها واستثماراتها (2).

(1) للمزيد حول الصكوك الإسلامية، أنظر: السبهاني، الوجيز في التمويل والاستثمار، مرجع سابق، ص (115-127). دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق.

(2) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (133-135).

وقد يستخدم أسلوب المقاربة بين قيمة الموجودات والمطلوبات، وقيمة الإيرادات والمصروفات، فالاختلال في القوائم المالية يعتبر أساس عمل المؤسسات المالية التقليدية، فالفجوة بين الموجودات والمطلوبات تعتبر مصدر أرباح تلك المؤسسات من خلال اعتمادها على الودائع بدلا من رأس المال مما يعرضها لدرجات عالية من المخاطر، وهذا ما قاد إلى نشوء فكرة المصارف المركزية ومؤسسات ضمان الودائع وإعادة التأمين عليها. وفي المقابل فطبيعة استثمارات المؤسسات الإسلامية القائمة على المشاركات بشتى أشكالها تفرض عليها التماثل بين جانب الموجودات وجانب المطلوبات مما يقلل المخاطر التي تتعرض لها لتصل إلى حدودها الدنيا وتجعلها أكثر استقراراً⁽¹⁾.

وقد يتم اللجوء إلى استخدام مخصصات مواجهة المخاطر بمختلف أشكالها، بحيث تحتجز نسبة من الأرباح ويتم الاحتفاظ بها لمواجهة هبوط قيم أسعار السلع أو الأوراق المالية، وتغطية الخسائر حال وقوعها.

سادسا: التحوط الطبيعي: هو عملية التوفيق بين طبيعة تكوين الموجودات والالتزامات، بحيث يكون لها نفس أسلوب التسعير، وتكون مقومة بنفس العملة؛ لتجنب مخاطرها، ومثال ذلك ما قامت به مجموعة البنك الإسكندنافي Scandinavian Bank Group من خلال تقويمها لرأس المال بسلة من العملات الأوروبية تتلاءم وطبيعة أعمال المجموعة، فاستطاعت خفض مخاطر العملات دون الدخول في عقود مشتقات⁽²⁾.

(1) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (137).

(2) Heffernan, Modern Banking, p (194).

سابعاً: التحوط الحركي: يستخدم للتحوط من مخاطر الأصول المتداولة بما فيها الأوراق المالية، حيث يتم بناء محفظة تتكون من تلك الأصول، ويتم إدارة المحفظة بطريقة تحقق ما تحققه عقود المستقبلات، ومن الجدير ذكره أن تسعير المشتقات يستند لهذا النوع من المحافظ⁽¹⁾.

ثامناً: التحوط التعاوني: هو تحوط يقوم على مبدأ التعاون بعيداً عن المعاوضات، ويهدف إلى توزيع المخاطر على المشاركين في هذا النوع، ويتم ذلك من خلال إنشاء صندوق مشترك للأعضاء فتتوزع المخاطر بين المشتركين دون التعرض للمجازفة، وتستخدم الصناديق التعاونية لإدارة مخاطر رأس المال والعائد وأسعار العملات، ويشترط لنجاح التحوط التعاوني اختلاف المخاطر التي يتعرض لها المشاركون بحيث لا تقع الخسائر مره واحدة مما يؤدي لانهايار الصندوق؛ أي أن ذلك يتطلب تنويع أنشطة المشاركين في الصندوق، وفي حال حدوث عجز في الصندوق جراء التعويضات المدفوعة يتم تغطية العجز اختيارياً من قبل جميع المشاركين.

من تطبيقات التحوط التعاوني ما يعرف بالتحوط الثنائي ضد مخاطر العائد الذي يستخدم في حالة البيوع الآجلة التي تؤدي إلى نشوء دين طويل الأجل في ذمة العميل، وهنا يتعرض كل طرف من الطرفين لمخاطر تغير العائد، فعند انخفاض ثمن السلعة في السوق ترتفع تكلفة التمويل، وسوف يتأثر العميل لأنه يدفع أكثر من السعر الحقيقي للسلعة، وفي حالة ارتفاع ثمن السلعة في السوق سوف ينخفض مردود التمويل للبايع و في كل حالة من الحالات يخسر أحد الأطراف، ولتوزيع المخاطر يتفق الطرفان على تغيير

(1) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (138).

مدة التسديد مقابل خفض أو رفع الأقساط يرافقه تغير مماثل في إجمالي الدين⁽¹⁾.

تاسعا: التحوط التعاقدي: وهو التحوط الذي يرتبط بعقود المعاوضات، ويمكن تطبيقه على مختلف صيغ الاستثمار الإسلامية.

1- التحوط في عقود المضاربة: فعقود المضاربة ترتبط بمخاطر رأس المال والمخاطر الأخلاقية، ويتم الحد من هذه المخاطر عن طريق إجراء دراسة دقيقة ومفصلة للمركز المالي للعميل من خلال القوائم المالية لعدة سنوات، والقدرات الإدارية عن طريق الاطلاع على مشروعات سابقة للعميل، والقدرة الائتمانية من خلال دراسة وتقدير التدفقات النقدية المستقبلية، يرافق ذلك دراسات الجدوى اللازمة⁽²⁾، وقد يتم تجنب تلك المخاطر عن طريق بيع نسبة من رأس المال لطرف ثالث عادة ما يكون شركة تأمين بثمن مؤجل يعادل قيمة رأس المال، فيستفيد المصرف حمايته لرأس المال ويستفيد من الجزء الذي احتفظ به من رأس المال وأرباح ذلك الجزء، ويستفيد الطرف الثالث بامتلاكه لحصة من رأس المال و أرباح تلك الحصة دون أن يدفع ثمن نقدي لتلك الحصة. وقد يتم تجنب تلك المخاطر عن طريق المضاربة مع تأخير رأس المال، فيقوم المصرف بإعطاء المضارب حرية إجراء الصفقات تحت إشراف المصرف، وبعد إتمام الصفقة يقوم المصرف بالدفع الفوري للثمن وقبض ثمن البيع ودفع أرباح المضارب وإبقاء رأس المال وحصة المصرف من الربح⁽³⁾.

(1) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (139-142).

(2) خان و حبيب، إدارة المخاطر، ص (70-71).

(3) السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص (143-146).

2- التحوط في عقود المشاركة: ويكون ذلك من خلال المشاركة المتناقصة، والتي تعتمد على المشاركة بين طرفين ويقوم أحد الأطراف بالتنازل عن حصته تدريجياً مقابل دفع ثمن تلك الحصص من الأرباح أو جزء منها، وقد يرافق ذلك طلب ضمانات كافية من رهونات وكفالات.

3- عقود البيع الآجلة: وهذه تعتبر أكثر صيغ الاستثمار انتشاراً في الصيرفة الإسلامية، وترافق البيوع الآجلة مخاطر السيولة والعائد وتغيرات أسعار العملات، وقد سبق الإشارة إلى كيفية تجنب مخاطر العائد لطرفي العقد من خلال زياد قيمة الأقساط أو خفضها وحسم أو زيادة مبلغ مقابل على الدين الإجمالي، كما يمكن خفضها من خلال البيع الآجل بالمشاركة. وتخفض مخاطر العائد و السيولة من خلال تحديد ثمن الأجل بسلة من الأصول المالية المقبولة شرعاً، ويمكن استخدام أسلوب المرابحة للآمر بالشراء⁽¹⁾. وقد يواجه الدائن مخاطر عدم التسديد أو التأخر بالتسديد دون القدرة على فرض مبالغ إضافية نظير التأخير، فيدخل الدائن (البائع) في عقد شراكة مع المدين مع (المشتري) مع الاتفاق على تحديد نسبة جديد للربح، بحيث تزيد هذه النسبة لصالح الدائن توازياً مع المدة المتفق عليها في العقد الجديد.

4- عقود السلم: هي عقود يعجل فيها الثمن ويؤجل الثمن، وبذلك تواجه هذه العقود مخاطر رأس المال بسبب اختلاف سعر السلعة عند الاستلام مما يسبب ضرر لأحد الطرفين، ويرى البعض أن هذه المخاطر يمكن تجنبها عن طريق السلم بالسعر، أي تحديد قيمة الصفقة ككل دون تحديد

(1) خان و حبيب، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص (64).

كمية أو وزن السلعة المشتراة، وهذا محل خلاف شرعي من حيث القبول أو الرفض⁽¹⁾.

5- استخدام البيع الحال: وهو شراء جميع السلع التي المتوقع احتياجها مستقبلا، ودفع ثمنها فورا واستلامها وتخزينها، وهذه الطريق قد تواجهها صعوبة عدم توفر تلك السلع في السوق وخاصة المنتجات الموسمية، وقد لا تتوفر السيولة لشراء تلك السلع في الوقت المناسب، وقد تكون تكاليف هذه العملية صعبة بسبب تكلفة الفرصة البديلة والحاجة للتخزين⁽²⁾، ويضاف لذلك مخاطر التلف وتغيرات الأسعار.

6- استخدام أسلوب البيع مع استثناء المنفعة: وهي طريقة بسيطة لحماية الأعيان من مخاطر التلف أو انخفاض القيمة، عن طريق بيع العين بثمن مؤجل مع الاحتفاظ بمنفعة العين طول مدة العقد، أي أن المستثمر يبقى مستفيدا من منافع العين مع تحييد المخاطر التي قد تتعرض لها العين⁽³⁾.

ويلاحظ من أساليب التحوط السابقة خصوصية المعاملات المالية الإسلامية، بحيث يمكن هندستها بالشكل الذي يحيد مخاطر الاستثمار أو جزء منها بكفاءة معقولة، مع الحفاظ على قبولها شرعيا.

(1) القرني، المخاطر الائتمانية في التمويل المصرفي الإسلامي، ص (11).
(2) الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص (55-92).
(3) القرني، المخاطر الائتمانية في التمويل المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص (11).