



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

مفهوم التحوط في المالية الإسلامية

د. عبدالكريم أحمد قندوز





صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

مفهوم التحوط في المالية الإسلامية

د. عبد الكريم أحمد قندوز

صندوق النقد العربي
2020

© صندوق النقد العربي 2020

حقوق الطبع محفوظة

يعد أعضاء معهد التدريب وبناء القدرات وأعضاء الدوائر الفنية الأخرى بصندوق النقد العربي دراسات اقتصادية، وأوراقا بحثية، يصدرها الصندوق وينشرها على موقعه الرسمي بشبكة الانترنت. تتناول هذه الإصدارات قضايا تتعلق بالسياسات النقدية والمصرفية والمالية والتجارية وأسواق المال وانعكاساتها على الاقتصادات العربية. الآراء الواردة في هذه الدراسات أو الأوراق البحثية لا تمثل بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي، وتبقى معبرة عن وجهة نظر معد الدراسة.

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذه الدراسة أو ترجمتها أو إعادة طبعها بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي، إلا في حالات الاقتباس القصير بغرض النقد والتحليل، مع وجوب ذكر المصدر.

توجه جميع المراسلات إلى العنوان التالي:

معهد التدريب وبناء القدرات

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818 – أبو ظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف: +97126171765

البريد الإلكتروني: EPI@amfad.org.ae

Website: <https://www.amf.org.ae/ar>

المحتويات:

5	1. تقديم:
	2. الإطار النظري والعملي للتحوط في الفكر الاقتصادي
8	التقليدي:
8	1.2. في المعنى العام للخطر
11	2.2. الخطر في الفكر الاقتصادي:
12	3.2. نظرية الخطر:
14	3. الخطر: أقسامه وتداخلاته
14	1.3. تقسيمات الخطر:
14	1.1.3. أخطار المال وأخطار الأعمال
15	2.1.3. الأخطار العامة والأخطار الخاصة
15	3.1.3. الأخطار الساكنة والأخطار الديناميكية:
16	4.1.3. الأخطار البحتة والأخطار المضاربية:
18	5.1.3. تقسيم الأخطار بحسب طرق التعامل معها
19	6.1.3. الخطر الموضوعي والخطر العشوائي:
20	7.1.3. تقسيم الأخطار حسب مصدرها
22	2.3. التداخل بين الأخطار:
24	3.3. الفصل بين الخطر والأصول الخطرة:
26	4. إدارة الخطر:
27	1.4. تجنب الخطر:
28	2.4. مراقبة الخسائر:
28	3.4. الاحتفاظ بالخطر:
29	4.4. تحويل (نقل) الأخطار:
34	5. التحوط:
34	1.5. عنصر التحوط وأداة التحوط
35	2.5. مراجعة لتعريف التحوط:
35	1.2.5. تاريخ التحوط:

- 38 2.2.5. كيف يبدو التحوط الآن؟
- 39 3.2.5. في معنى التحوط:
- 41 3.5. تعريف التحوط:
- 42 4.5. القابلية للتحوط:
- 43 5.5. هل يختص التحوط بنوع معين من الأخطار؟
- 44 6.5. هل يمكن أن يكون التحوط مجانياً؟
- 45 7.5. التحوط: تعاقدى وغير تعاقدى
- 48 6. تطبيقات التحوط بالصناعة المالية التقليدية:
- 1.6. استخدام عقود خيارات الشراء للتحوط ضد أخطار الأسعار: 48
- 2.6. خيارات الصرف للتحوط ضد أخطار العملات: 49
- 3.6. مستقبلات للتحوط ضد أخطار أسعار الفائدة: 50
- 4.6. استخدام المشتقات الائتمانية (مقايضة العجز عن السداد) للتحوط ضد أخطار الائتمان: 51
- 55 7. التحوط في الفكر الاقتصادي الإسلامي:
- 1.7. مفهوم التحوط في الفكر الاقتصادي الإسلامي: 55
- 2.7. أول عقود التحوط الإسلامية: السلم 56
- 3.7. مصدر الخطر: هل يساعد في تحديد حكم الخطر؟ 57
- 4.7. مشروعية التحوط 58
- 60 8. التحوط التعاقدى في التمويل الإسلامي:
- 1.8. العقود الموازية: 60
- 2.8. العربون: 61
- 3.8. المضاربة المقيدة: 63
- 4.8. البيع مع رهن الأصل المباع (البيع مع الاحتفاظ بحق الملكية) 64
- 65 9. التحوط الطبيعي في التمويل الإسلامي:
- 1.9. التحوط في عقد السلم: 65

- 65.....1.1.9. تخصيص الأخطار في السلم:
- 66.....2.1.9. عقد السلم والعقود الأجلة:
- 67.....3.1.9. مقارنة التحوط ضد أخطار الائتمان في العقود
الأجلة وعقد السلم:
- 70.....2.9. الخيارات الشرعية:
- 73.....10. خلاصة وتوصيات:
- 77.....11. قائمة المصادر:

1. تقديم:

يرتبط الخطر بكل الأنشطة البشرية، وهو في النشاطات المالية أجلي وأوضح. وقد تناولت مجموعة من العلوم موضوع الخطر منها علم الاجتماع وعلم النفس وعلم الاقتصاد والمالية وعلم التأمين وغيرها، لذا كان موضوع الخطر من أثرى الموضوعات على المستويين العلمي والتطبيقي (العملي). ومع كل هذا التنوع والثراء، ما يزال موضوعا مليئا بالغموض، بشكل خاص فيما يتعلق بطرق التفكير واتخاذ القرار في ظل وجود الخطر، يدل على ذلك كثرة النظريات التي تستهدف سبر أغوار هذا الموضوع. وإذا أردنا ترتيب موضوعات الخطر من حيث أهميتها، فلن يكون موضوع أكثر أهمية من موضوع التعامل مع الخطر، بل وربما أقدمها، ذلك أن الخطر موجود منذ وُجد الإنسان على ظهر الأرض، ولا شك أن من أوائل ما مارسه الإنسان هو التعامل مع الأخطار التي تواجهه (مثلا أخطار السيول أو الحيوانات المفترسة أو المرض أو المجاعة أو غيرها). ومع التطور الذي عرفته المجتمعات، وظهرت المؤسسات بشكلها المعاصر صارت إدارة الخطر علما قائما وفنا وممارسة إدارية مؤسسية لا تخلو منها مؤسسة أهلية كانت أو حكومية. كما ظهر مصطلح آخر قريب من معنى إدارة الخطر لكنه متميز عنه وهو التحوط (Hedging) والذي يهتم بنوع معين من الخطر وله تطبيقات سنتناولها في دراستنا هذه.

ولأن القليل من الناس يعملون في مجال الخطر وإدارته، فإنهم في الغالب لا يستخدمون مصطلح (التحوط) إلا نادراً، وإن سبق وحاولت البحث عن معنى المصطلح رغبة في فهم ماهيته، فستجد عدداً كبيراً من المقالات التي تتضمن مصطلحات أو تعريفات فنية لماهية التحوط والدور الذي يلعبه في عالم المال، غير أنه من المرجح أن ينتهي بك الأمر إلى مزيد من الحيرة أكثر مما كنت عليه قبل أن تبدأ البحث. وليس الأمر بمستغرب، فالتحوط، كمفهوم مالي، كان دائماً مربكاً حتى لأهل التخصص. وأعتقد أنه بنهاية قراءتك للبحث الذي بين يديك، سيكون قد زال الكثير من الالتباس المحيط بهذا المصطلح، حيث حاولت قدر المستطاع شرح مفهوم "التحوط" بعبارات يمكنك فهمها بسهولة، بما في ذلك العودة لبعض التاريخ للتعرف على نشأة المصطلح وأسبابها.

وبالانتقال إلى علم الاقتصاد الإسلامي، نجد أن موضوع الخطر في نظرية التمويل الإسلامي يختلف عنه في علم المالية التقليدية، إذ محل تركيزه هو تحديد الخطر المقبول شرعاً عن الخطر الممنوع الذي يجعل المعاملة المالية محرمة، ولا تقبل النظرية الإسلامية أدوات وتقنيات التعامل مع الخطر إلا إذا كانت متوافقة مع الضوابط الشرعية والتي مدارها في الإجمال على منع الغرر ومنع الربا. والمتتبع لعقود التمويل الإسلامي وتطورها التاريخي، يلحظ أن التعامل مع الأخطار المرتبطة بتلك العقود

كان محل اهتمام كبير في الفقه الإسلامي، حيث تستهدف الضوابط والشروط التي وضعت لأنواع العقود المختلفة تقليل درجة الأخطار المختلفة المحيطة بالعقود، وأبسط مثال على ذلك عقد السلم الذي برغم كونه ضرورة ملحة في الحياة الاقتصادية للكثير من المتعاملين رغم انطوائه على درجات عالية من المغامرة (الخطر)، فقد كان من أكثر العقود تشدداً في الشروط التي غايتها تخصيص الأخطار على أطراف العقد لضمان العدل وتقليلها قدر المستطاع لضمان الاستقرار.

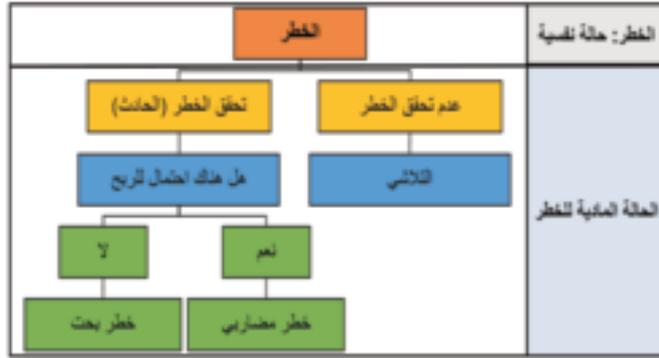
وتتناول دراستنا هذه بالتفصيل الإطار النظري للتحوط في الفكر التقليدي وتقنيات إدارة الخطر، كما خصصت جزءاً من الدراسة لمفهوم التحوط في علم المالية الإسلامية. الجزء الأخير كان عن بعض تطبيقات التحوط (الطبيعي والتعاقدي) في المالية الإسلامية من خلال مجموعة من الأدوات والعقود.

2. الإطار النظري والعملي للتحوط في الفكر الاقتصادي التقليدي:

1.2. في المعنى العام للخطر

الخطر (Risk) هو حالة نفسية تجعل الانسان في حالة تردد حيال القرار الأنسب الواجب اتخاذه، لذلك إن لم يكن أمام الفرد أكثر من خيار أو بديل فهو لا يواجه حالة خطر، فلو أن شخصا اتخذ قرارا باستثمار ما لديه من أموال، فسيواجه حالة خطر إذا كانت أمامه مجموعة من البدائل (مثلا: استثمار في أسهم أو الاستثمار في عقارات)، لكنه لن يواجه أي حالة خطر لو أن الخيار الوحيد الذي لديه هو الاحتفاظ بتلك الأموال في بيته لعدم توفر أية بدائل استثمارية. ولا نقصد هنا أن المال ليس عرضة للخطر، إذ هو عرضة لأخطار السرقة أو التضخم، لكن الخطر المقصود هنا إنما يتعلق بقرار الاستثمار.

وسيظل الخطر حالة نفسية بمعنى آخر في شكل معنوي غير ملموس، إلى أن يتلاشى (يزول) أو يتحقق. إذا تحقق الخطر فإن هذا ما يعرف بالحادث كما في مجال التأمين (accident) أو الحدث كما في المجال المالي (event) والذي ينقل الخطر من كونه حالة نفسية غير مادية إلى حالة مادية تنجلي في تغير قيمة الشيء المعرض للخطر، وهذا التغير قد يكون في فقدان كل قيمة الشيء أو نقصانها أو زيادتها (أنظر الشكل 1).



شكل (1): تحليل معنى الخطر

إذا كانت قيمة الشيء المعرض للخطر تحتل الزيادة أو النقصان نتيجة الحادث، فإن هذا النوع من الخطر يسمى **خطراً مضاربياً (Speculative Risk)**، وأما إن كانت تحتل النقصان فقط فإن الخطر الذي تواجهه يسمى: **خطراً صرفاً (Pure Risk)**.

في مثال الشخص أعلاه، لنفترض أنه قد استثمر أمواله في الأسهم لمدة 6 أشهر، سيظل مقدار المال المستثمر معرضاً للخطر، وسيظل الشخص يشعر بالخطر (التردد والخوف) ومادام أن الأسعار ثابتة فإن الخطر سيظل في حالته غير الملموسة، فإذا انقضت فترة الأشهر الستة دون حدوث أي تغير في السعر (أو إفلاس الشركة مثلاً) يكون الخطر قد زال، لكن لو حدث حدثٌ ما (انخفضت أسعار الأسهم) ففي هذه الحالة يظهر الشكل المادي للخطر وهو هنا: خسارة (Loss) والتي هي مقدار النقص في الاستثمار (المحفظة). يمكن أن يكون أثر الخطر (أي الحدث) إيجابياً متمثلاً في الزيادة في مقدار الاستثمار نتيجة

ارتفاع سعر السهم وهذا هو الوجه الثاني للخطر وهو الوجه الإيجابي. لكن بعض أشكال الخطر لا يمكنها أن تأخذ إلا شكلا سلبيا (خسارة) كالحرائق وحوادث السيارات مثلا وهو ما يجعل العامة من الناس تربط بين الخطر والخسارة، رغم أن للخطر وجها آخر وهو الربح.

والخطر مرتبط بالمستقبل، ولذا لا يطلق على شيء مضي أو انقضى بأنه ينطوي على خطر، فالأحداث الماضية ليست من قبيل الخطر، بل هي أمور متيقنة ومعروف نتائجها، وهذا في الحقيقة أحد مبررات المعارضين لاستخدام الأحداث التاريخية للتنبؤ بالأخطار المستقبلية. ونظرا لأن المستقبل مجهول ويستحيل التأكد منه، بل إن هذا من خصائص الحياة البشرية، يقول الله تعالى: (قُلْ لَا يَعْلَمُ مَنْ فِي السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ الْغَيْبَ إِلَّا اللَّهُ وَمَا يَشْعُرُونَ أَيَّانَ يُبْعَثُونَ) [النمل 65]، فإن عدم التيقن والخطر سيظلان موجودين.

أحسن ما يمكن فعله حيال الخطر هو محاولة التنبؤ به وتقديره، ويعتبر تقدير الخطر وقياسه خطوة سابقة للتعامل مع الخطر. وبفضل علوم الإحصاء والرياضيات والتطبيقات الحديثة شائعة الاستخدام كالسيناريوهات والمحاكاة والذكاء الاصطناعي، أصبح بالإمكان وضع محاكاة للأوضاع المستقبلية تحاول قدر الاستطاعة تغطية كل الحالات الممكنة للمستقبل، وإن كانت فائدتها ما تزال محل جدل بين أهل التخصص.

2.2. الخطر في الفكر الاقتصادي:

للخطر في الفكر الاقتصادي التقليدي عدة معانٍ، إذ يعرفه البعض على أنه (إمكانية حدوث شيء غير مستحب أو غير مرغوب فيه)¹، بينما يرى آخرون أنه مجرد وسيلة مفاهيمية تساعد في التعامل مع الحالات التي لا يمكن فيها التنبؤ بالمستقبل على وجه اليقين (McNamee: 2000). وترتبط معظم التعريفات باحتمالية الخسارة أو الانحراف، فالخطر هو (الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة) (Vaughan & Therese (1999), p.7) أو هو ببساطة (احتمال الخسارة) (Megginson (1997), p 95). ولعل من أدق التعريفات للخطر أنه (حالة عدم التأكد من الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة) (طنيب وآخرون: 1977). ورغم أن بعض الباحثين يعتقد أن الخطر وعدم التيقن يمكن استخدامهما كبديلين (Trieschmann and Al: 2005, p4)، فإن آخرين يرون أن الخطر هو حالة عدم التأكد التي يمكن قياس درجتها (Watsham:1998)، (النجفي: 1977، القاموس الاقتصادي).

¹ أنظر قاموس أكسفورد، مصطلح (Risk):

<http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/risk>

بعض الباحثين يميز بين ثلاث حالات: حالة التأكد، وفيها يمكن معرفة ما سيحدث في المستقبل وتتوفر معلومات دقيقة موثوق بها وقابلة للقياس، وحالة الخطر حيث يمكن معرفة (أو تقدير) احتمال كل ناتج ممكن، وحالة عدم التأكد التي لا يمكن فيها تقدير احتمالات معينة للنواتج الممكنة (Hoskin:1973) (فهمني: 1985).

3.2. نظرية الخطر:

من وجهة نظر القانون فإن نظرية الخطر هي النظرية التي تحدد أي من طرفي العقد الملزم (عقد معاوضة) يتحمل الآثار المترتبة عن عدم تنفيذ التزامات العقد لسبب طارئ أو قوة قاهرة. إن الأسباب الطارئة والقوة القاهرة التي تؤدي لعدم قدرة أحد طرفي العقد للوفاء بما عليه، لا تعني أنه غير ملزم بإنهاء العقد، بمعنى آخر فإن نظرية الخطر تحدد من يتحمل أخطار العقد. (Baudouin, *Obligations*, n° 433, p. 276).

وفي علم الاجتماع تهتم نظرية الخطر بفهم وتفسير ظاهرة المخاطرة بأسبابها ونتائجها في السياق التاريخي والمجتمعي ككل، تفسيراً سوسولوجياً، كما أنها معنية تحديداً بدراسة الأخطار التي يعرفها العالم وأثرها على المجتمع الإنساني. وفي المجال الاقتصادي، يجب أن تأخذ هذه النظرية بعين الاعتبار آلية اتخاذ القرار تجاه الخطر وهي في ذاتها آلية طويلة

ومركبة. تنطلق من التعرف على الخطر وتوصيفه، ثم تقييم وتقدير احتمالات حدوثه، ثم تقدير آثاره الممكنة، وأخيرا تحديد وتقدير الحلول لمواجهة الخطر والتعامل معه.

3. الخطر: أقسامه وتداخلاته

1.3. تقسيمات الخطر:

تتنوع تصنيفات الخطر بشكل كبير (أنظر شكل (2))، ويرجع هذا التنوع أساساً إلى اعتبارات تطبيقية تظهر عند الممارسة تستدعي الممايزة بين أنواع الأخطار، فمثلاً يهتم علم التأمين بتصنيف الأخطار إلى بحتة ومضاربية للتعرف على الأخطار التي يمكنه التعامل معها، في حين أن تركيز البنوك هو على مصدر الخطر وهو الطرف الآخر (أي خطر ائتمان) أم السوق (خطر سوقي) أم العمليات (أخطار تشغيل)، في حين محل تركيز المستثمر إنما هو على تقسيم الأخطار إلى عامة وخاصة ليتمكن من التعامل معها بالطريقة المناسبة، وهكذا... وفيما يلي استعراض لأهم تصنيفات الأخطار:

1.1.3. أخطار المال وأخطار الأعمال

تنشأ أخطار الأعمال من طبيعة أعمال المنشأة وتتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق. أما الأخطار المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه الأخطار في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث إن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.

2.1.3. الأخطار العامة والأخطار الخاصة

ترتبط الأخطار العامة والتي تسمى أيضا بالأخطار المنتظمة بأحوال السوق أو الاقتصاد عامة بينما تتصل الأخطار الخاصة بمنشأة بعينها أو بنوع معين من الأصول. وبينما يمكن التحكم في آثار الأخطار الخاصة بأصل (استثمار) محدد من خلال التنويع، لا يمكن ذلك الإجراء بالنسبة للأخطار العامة. غير أن بعضا من مكونات هذه الأخطار العامة في حكم المقدور عليه لتخفيف آثارها واستخدام أساليب لتحويلها.¹

3.1.3. الأخطار الساكنة والأخطار الديناميكية:

تنشأ الأخطار الديناميكية عن حدوث تغيرات في الاقتصاد، وكما يدل اسمها ووصفها فهي في طبيعتها حركية لذا تعتبر أقل قابلية للتنبؤ لأنها لا تحدث بشكل منتظم، ومع ذلك فهي في الغالب مفيدة للمجتمعات على المديين المتوسط والطويل.²

¹ طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، ورقة مناسبات رقم 5، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003، ص28-29.

² طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص25.

وتتضمن الأخطار الساكنة (Static Risk) الخسائر التي ستحدث حتى لو لم تكن هناك تغييرات في الاقتصاد، وتنشأ هذه الخسائر من أخطار الطبيعة وعدم نزاهة الأفراد الآخرين. وعلى خلاف الأخطار الديناميكية، لا تكون الأخطار الساكنة مصدراً للكسب بالنسبة للمجتمع، حيث تتضمن الخسائر الساكنة إما تدمير الأصل أو حدوث تغيير في ملكيته (أو حيازته) نتيجة لعدم النزاهة أو الإخفاق الإنساني، كما تميل الخسائر الناتجة عن الأخطار الساكنة بدرجة من الانتظام بمرور الوقت ونتيجة لذلك تكون قابلة للتنبؤ بوجه عام.¹

4.1.3. الأخطار البحتة والأخطار المضاربية:

من أحسن طرق التمييز بين الأخطار هو التمييز بين الأخطار البحتة والأخطار المضاربية. وتصف الأخطار المضاربية موقفاً يحمل إمكانية حدوث خسارة أو مكسب.² المقامرة أو المضاربة في الأسهم من الأمثلة الجيدة للخطر المضاربي. ففي موقف المقامرة يتم خلق خطر بشكل متعمد على أمل تحقيق مكسب، والشخص الذي يراهن بعشرة دولارات على نتيجة مباراة يواجه احتمال خسارة يصاحبه احتمال مكسب. ويواجه صاحب

¹ ولأنها قابلة للتنبؤ، فهي تصلح أكثر للمعالجة بواسطة التأمين من المخاطر الديناميكية.

² طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، ص 26.

المشروع الخاص أو صاحب رأس المال خطراً مضاربياً سعيّاً وراء الربح.¹ أما الأخطار البحتة² هي فئة من الأخطار تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة؛ ليس هناك أي إمكانية لتحقيق ربح. وترتبط الأخطار البحتة بأحداث أو عوامل خارجة عن سيطرة الطرف المعرض للخطر، ولذلك فإن التعرض لها يكون عادة من دون إدراك.³ ومن أمثلة هذا النوع من الأخطار تعرض منزل شخصي للدمار نتيجة كارثة طبيعية، ففي هذه الحالة لا يوجد هناك أي احتمال للاستفادة من الخطر.

¹ فالاستثمار الموظف (مثلاً) قد يضيع إذا لم تتقبل السوق المنتج بسعر كاف لتغطية التكاليف، ومع ذلك فهذه المخاطرة يتم تحملها مقابل إمكانية جني الربح. أنظر كذلك:

<http://www.investopedia.com/terms/s/speculativerisk.asp>

² المخاطر البحتة عكس المخاطر المضاربية.

³ موسوعة الاستثمار (2008/06/10):

<http://www.investopedia.com/terms/p/purerisk.asp>

جدول (1): التمييز بين الأخطار المضاربية والأخطار البحتة:

الأخطار المضاربية	الأخطار البحتة	
هناك ثلاث احتمالات، هي: حدوث شيء جيد (ربح)، حدوث شيء سيء (خسارة)، عدم حدوث أي شيء (بقاء الأمور على حالها)	يحتمل فيها احتمالان: حدوث الحدث أو عدم حدوثه.	طبيعته
رغم أن الأخطار المضاربية غير قابلة للتأمين في السوق التقليدية للتأمين، فقد أوجد الإبداع المالي طرقاً للتحوط ضد الأخطار المضاربية، منها التنويع والمشتقات المالية.	قابل للتأمين (لدى شركات التأمين)	قابلية التأمين

5.1.3. تقسيم الأخطار بحسب طرق التعامل معها

يمكن تقسيم الأخطار بحسب طريقة التعامل معها إلى الأقسام التالية:

- الأخطار التي يمكن التخلص منها وهي في العادة الأخطار التي تعتقد المؤسسة أن بإمكانها التعامل معها بطرق معينة، كالتنويع على سبيل المثال، ويتم التخلص منها عادة بتكلفة منخفضة نسبياً.

- أخطار يمكن تحويلها للأطراف الأخرى وهي الأخطار التي لا يمكن للمؤسسة التحكم فيها ولا التحوط ضدها، في هذه الحالة تستطيع المؤسسة تحويلها لأطراف أخرى لديها الاستعداد لتحملها أو التعامل معها لكن بمقابل، ولعل التأمين والمشتقات وحتى التوريق من أبرز الطرق التي يمكن من خلالها تحويل الأخطار.
- الأخطار التي بإمكان المؤسسة نفسها أن تديرها وهي الأخطار التي تعتقد المؤسسة نفسها قادرة على تحملها، وذلك أن تأثيرها غير كبير أو أن تكلفة تحويلها لجهات أخرى أكبر من تكلفة وقوع الخطر.

6.1.3. الخطر الموضوعي والخطر العشوائي:

يعرف الخطر الموضوعي (Objective Risk) على أنه عدد المرات التي يتكرر فيها الحدث في المدى الطويل مع افتراض عدد غير محدود من الأحداث، وافتراض السير الطبيعي للأحداث (ظروف طبيعية)، ولذا فهي قابلة للقياس باستخدام مقاييس التشتت (المدى، التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف) لأنها تخضع لقانون الأعداد الكبيرة. أما الخطر العشوائي (Subjective Risk) هو التقدير الشخصي أو الذاتي لاحتمال حدوث واقعة ما، وهذا التقدير يختلف من شخص لآخر وتؤثر فيه عوامل مختلفة مثل العمر، الجنس، الثقافة...

7.1.3. تقسيم الأخطار حسب مصدرها

من أشهر التقسيمات للأخطار هو تقسيمها بحسب مصدرها، وهو ذات التقسيم التي أخذت به الأنظمة المصرفية، وهي وفق هذا الأساس تنقسم إلى أخطار سوق وأخطار ائتمان وأخطار سيولة وأخطار تشغيل. ويُقصد بأخطار السوق الأخطار الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما (سهم، سند، قرض، عملة أو سلعة)، أو عقد مشتق مرتبط بالأصول السابقة (علماً أن القيمة السوقية للعقد المشتق ترتبط بعدة أمور، منها: سعر الأصل محل التعاقد، درجة تقلبه، أسعار الفائدة ومدة العقد...)¹

أما أخطار الائتمان فتعرف على أنها الأخطار الناشئة عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقاً للشروط المتفق عليها، في حين ترتبط أخطار السيولة باحتمال أن تواجه المنشأة مصاعب في توفير الأموال اللازمة لمقابلة التزاماتها (مطلوباتها المستحقة)، وتظهر هذه الأخطار عندما لا تستطيع المنشأة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعات في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة وتعجز عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية،

¹ Erik Banks and Richard Dunn, "Practical risk management: an executive guide to avoiding surprises and losses", John Wiley & Sons Ltd, England, 2003, p15.

ويؤدي الفشل في إدارة خطر السيولة إلى الإفلاس أي أنها خطر قاتل.¹

وتعني أخطار العمليات (التشغيل) الخسارة الناتجة عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة، وتشمل الأخطار العملية المتولدة عن العمليات اليومية للمؤسسة، ولا تتضمن عادة فرصة للربح، فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة وإما ألا تحققها، كما تشمل الاحتيال المالي (الاختلاس)، التزوير، تزييف العملات، السرقة والسطو، الجرائم الإلكترونية...²

¹ طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، مرجع سابق، ص200.

² أنظر كذلك: إبراهيم الكراسنة، "أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر"، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس 2006، ص36-38.

شكل (2): بعض تقسيمات الخطر



المصدر: المؤلف

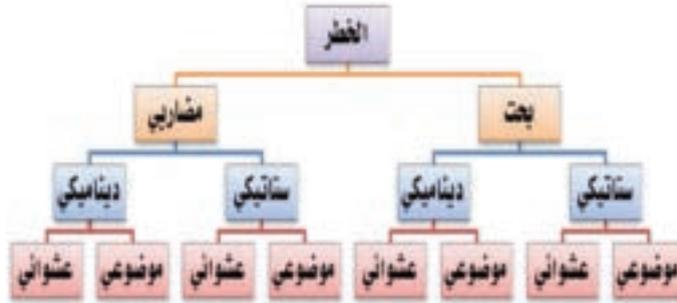
2.3. التداخل بين الأخطار:

في أي لحظة زمنية معينة، فإن أي أصل (أو شيء) يكون عرضة لأنواع مختلفة من الأخطار، قد تكون متداخلة متشابكة يصعب تمييزها عن بعضها أو تفكيكها، وقد تكون متميزة يسهل فكها عن بعضها. ويعتبر إدراك التداخلات الموجودة بين الأخطار التي تواجه أصلاً ما غاية في الأهمية لتحديد الطريقة الأنسب للتعامل مع خطر معين، فعلى سبيل المثال إذا كان لدى شركة

تكنولوجية مخزون من المنتجات التي تعتمد على التقنية (أجهزة لوحية مثلا)، فإن المخزون عرضة لأخطار السرقة أو الحريق وهو من الأخطار البحتة، وأيضا عرضة لأخطار مضاربية متمثلة في تقلبات أسعار تلك المنتجات والتي يمكن أن تنهار في أي لحظة (مثلا نتيجة ظهور منتج أكثر تطورا) أو أن ترتفع. لو أن الشركة التكنولوجية قررت التأمين على المخزون، فإن شركة التأمين تقوم بالمايزة بين أنواع الخطر، وستقوم بتحديد طبيعة الأخطار التي ستكون محلا للتأمين ضدها وهي هنا فقط الأخطار البحتة (مثلا الحريق)، بينما لن تؤمن ضد تقلبات أسعار تلك المنتجات.

وإذا أخذنا الأخطار المضاربية (تقلب سعر المنتجات)، فإنها قد تكون بدورها ذات طبيعة ديناميكية (أخطار ديناميكية)، ويؤدي ذلك إما إلى ربح أو إلى خسارة، فلو افترضنا أن مصدر الخطر (الديناميكي) هو نتيجة تغيرات أنماط المستهلكين، فإن الأمر يعتمد على طبيعة تلك التغيرات فهي لصالح المنتج أو في غير صالحه بسبب ظهور أشكال أخرى من التقنيات الأكثر تطورا. ويوضح الشكل (3) كيف تتداخل الأخطار فيما بينها، بحيث أن الأصل قد ينطوي على خطر بحت ديناميكي موضوعي أو خطر مضاربي سناتيكي عشوائي...

شكل (3): تداخلات الخطر



James T. and Al (2005), "Risk Management and Insurance", p4.

3.3 الفصل بين الخطر والأصول الخطرة:

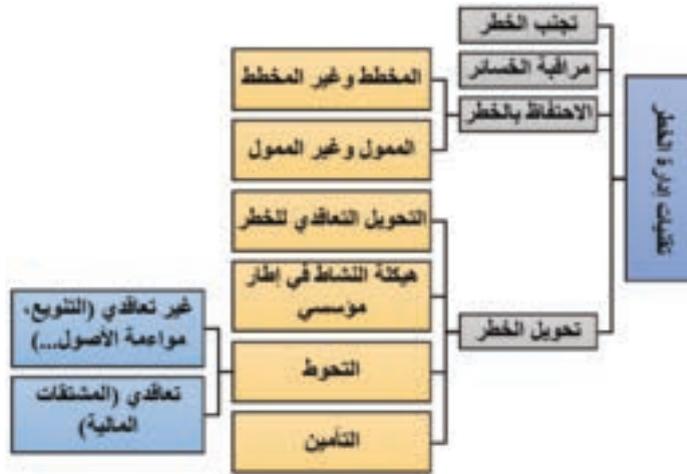
لطالما راود المستثمرين الرغبة في إيجاد أصول أو منتجات مالية ذات عائد جيد وعديمة الخطر أو على الأقل متدنية الخطر، غير أن سئمة أسواق المال لا تتيح هذه الإمكانية، فحيثما وجد هدف تعظيم الربح إلا وارتبط به ازدياد المخاطرة. لكن هل يمكن الفصل بين الخطر والمعاملة؟

تطمح الهندسة المالية تحقيق هذا الهدف العصي من خلال البحث عن تشكيلات استثمارية تنطوي على عائد خال من الخطر، غير أن فصل الخطر يجعل منه أداة خطيرة أقرب للمقامرة التي تمثل حالة يتم فيها إنشاء خطر مضاربي مجرد ومطلوب لذاته، ولا يخفى على أحد أضرار القمار. كذلك، فقد علمتنا أسواق المشتقات المالية درسا قاسيا حيال موضوع الفصل بين

الاستثمارات والأخطار من خلال ابتكارٍ اعتُبر في حينها فتحاً مبيناً ونقصاً: مبادلة عجز الائتمان والتي أمكن من خلالها التحوط ضد أخطار الائتمان وجعل أداة الدين خالية من خطر الائتمان، غير أن التدخل البشري في نظام السوق أدى إلى ظهور أخطار أخرى أشدّ ضرراً، بدءاً من نقشي الانتقاء العكسي (Reverse Selection) إذ أصبحت الديون تتعاضد لصالح الأطراف الأقلّ ملاءة ثم تبع ذلك ظهور الأخطار الأخلاقية (Moral Hazard) نتيجة وجود تضارب مصالح بين مانح الائتمان ومانح الأمان (الطرف الثالث)، وسرعان ما أدت هذه التشكيلة المركبة من الأخطار إلى انهيارات متتالية لأطرافها وكانت أحد أسباب شرارة الأزمة المالية العالمية 2008.

4. إدارة الخطر:

إدارة الأخطار عبارة عن "منهج أو مدخل علمي للتعامل مع الأخطار عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى" (حماد، 2003)، ونبعا لذلك يجب أن تنطوي على "تنظيم الحياة مع توقع أحداث مستقبلية تؤدي إلى تأثيرات غير ملائمة" (Flanagan & Norman, 1993). هناك شبه إجماع بين الباحثين في مجالات التأمين وإدارة الخطر على أن تقنيات إدارة الخطر تشمل أربع تقنيات يوضحها الشكل (4):



شكل (4): تقنيات إدارة الخطر

فيما يلي شرح مختصر للتقنيات الأربع:

1.4. تجنب الخطر:

تجنب الخطر (Risk Avoidance) هو قرار واع هدفه عدم التعرض إلى الخطر المؤدي لخسارة ما، وهو أبسط تقنية ويؤدي إلى تخفيض فرصة الخسارة إلى حد العدم، ومن أمثله عدم ركوب الطائرة خشية سقوطها وما قد يؤديه ذلك إلى الموت غالباً، أو تجنب مهنة جراحة الطب خشية الوقوع في مواجهة أخطار تحمل المسؤولية المدنية. وتجنب الخطر سلوك له صلة بمجموعة من الأفراد يكرهون الخطر ويتحاشونه بقوة، ورغم فائدة التجنب نظرياً- إلا أنه يُعتبر غالباً بديلاً غير مرغوب فيه لأنه يعني ضياع الفرص، فالطبيب الجراح قد يستفيد من عدم تحمل المسؤولية في حالة انسحابه من حالة مواجهة الخطر، ولكن يفقد الكثير فيما يتعلق بالدخل الذي سيحصل عليه في حالة نجاحه في عمله وبما ينعكس إيجاباً على حياته المهنية، كذلك فإن تجنب خطر التجارة مثلاً الناتج عن تقليب السلع (نقلها وبيعها وشرائها وإقراضها واقتراضها...) سيكون له أثر ليس على الفرد الواحد فقط، بل على المجتمع والاقتصاد ككل، وفي كل الحالات فإنه مما لا شك فيه أنه لا يوجد نشاط إنساني يخلو تماماً من الخطر.

2.4. مراقبة الخسائر:

عندما يستحيل تجنب الخطر أو حتى نقله، من الممكن اتخاذ التدابير التي تخفض من الخسارة المرتبطة به وهذا ما يطلق عليه بالرقابة على الخسارة (Loss Control)، وهي تختلف عن حالة تجنب الخطر لأن الخطر في حالة الرقابة يعني أن الفرد أو المنشأة تقدم على القيام بالعمليات المتضمنة لهذا النوع من الخطر. في الحقيقة أن هذا ما نقوم به عندما نضع نظام إطفاء الحرائق بالبيت، فنحن مهما اتخذنا من احتياطات وإجراءات نذكر أن خطر الحرائق يبقى قائما أي أنه يستحيل القضاء عليه، لكن من الممكن العمل على تخفيف آثاره في حالة حدوثه.

3.4. الاحتفاظ بالخطر:

الاحتفاظ بالخطر (Risk Retention) ويطلق عليه أيضا افتراض الخطر (Risk Assumption) ويعني استعداد المنشأة أو الفرد لتحمل الخسارة الناتجة عن تحقق الخطر في وقت حدوثه (وقت الحادث) في إطار ما هو متاح من أموال، ويمكن أن يكون ذلك بشكل مخطط (في حالة إدراك الخطر) أو بشكل غير مخطط (بسبب الجهل بالخطر أو عدم وجود بدائل أو تهاونا)، كما يمكن أن يكون الاحتفاظ ممولا (الاحتفاظ بأموال وأرصدة لمواجهة الخسارة في حال تحقق الخطر) أو غير ممول. ومن محددات الاحتفاظ بالخطر نجد توفر الموارد المالية

لمواجهة تبعات الخطر، القدرة على توقع الخسائر وإمكانية وضع برامج لإدارة الأخطار والتي عادة ما تكون جد مكلفة.

4.4. تحويل (نقل) الأخطار:

تحويل الخطر أو نقله (Risk Transfer) هو لجوء الفرد أو المنظمة إلى طرف آخر لتحمل مسؤولية الخطر والقبول به، وقد يكون ذلك إما طوعية من الطرف الآخر لأنه الأقدر على التعامل مع ذلك الخطر ولكونه في وضعية أحسن تؤهله لتوخي الدقة في توقعات الخسائر بحيث تتوفر لديه الإمكانيات في الأخذ بقانون الأعداد الكبيرة (تزايد حجم العينة)، وقد يكون ذلك جهلا منه بالخطر أو مراهنه منه (كما هو الحال في بعض الأسواق المالية والمضاربات). إن تقنية نقل الخطر لا تؤثر على درجة الخطر أو أثره بقدر ما هي وسيلة لتحديد الوجهة الأنسب التي لديها الاستعداد لتقبل الخسائر المالية المترتبة عن وجود الخطر، كما ساعدت هذه التقنية في ظهور أشكال تنظيمية وظيفتها قبول الخطر من جهات أخرى تقوم بتحويل الخطر، ويتجمع لدى هذه الهيئات مجموعة من الأخطار المتشابهة مما يمكنها من التعامل معها وفق طرق علمية سليمة، ومن أمثلتها صناديق التحوط وشركات التأمين وغيرها. وتوجد عدة أشكال لتحويل الخطر، نذكر منها:

- **الطرق التعاقدية:** يقصد بالطرق التعاقدية لنقل الخطر تلك العقود التي تستخدم لتحويل أو نقل الخطر أو جزء منه من أحد طرفي العقد إلى الطرف الآخر، ولعل أهم مثال عنها هو الاتفاقية التعويضية (Hold-Harmless Agreement) وهي من الآليات المستخدمة في تجنب الخطر بتحويله إلى طرف آخر ليتحمل مسؤولية مواجهة الخسائر أو الأخطار التي يقبل بالاحتفاظ بها، وهدف الاتفاقية هو تحديد الطرف الذي يتولى سداد مستحقات الخسائر دون تحديد للمبالغ المطلوبة، وتطبق هذه الاتفاقيات ضمن عقود أخرى، ومن أمثلتها في عقود الإيجار حيث يشترط المؤجر عادة عدم تحمله ما يلحق من أضرار لضيوف المستأجر إذا أصابهم مكروه وبدوره يقوم المستأجر بنقل مجموعة من الأخطار إلى المؤجر خاصة ما تعلق بصلب الأصل المؤجر (مثلا تعرض الأصل المؤجر لخطر الحريق أو الفناء أو النقص الكبير في قيمته السوقية)، كما أن لها تطبيقات في عقود البناء وعقود النقل وغيرها، وفي جميع تلك العقود تكون تلك الاتفاقية بمقابل ضمني¹.

¹ نقصد بمقابل ضمني أنه يتحدد بطريقة غير مستقلة بل فقط من إدراك طرفي العقد، ففي عقود الإيجار -مثلا- فإن إدراك المؤجر لطبيعة الأخطار

- **هيكلية النشاط في إطار مؤسساتي (Incorporation):**
تساعد الصيغة القانونية التي يُهيكل بها النشاط على تحويل الخطر إلى جهات أخرى. فالشركة ذات المسؤولية المحدودة تختلف من حيث تحمل الخطر عن شركة التضامن وشركات الأشخاص عموماً، إذ أن المسؤولية في شركات الأشخاص غير محدودة ويترتب عن ذلك أن معظم الأخطار يتحملها الشركاء، ومثال ذلك شركة التضامن حيث يحجز القانون ممتلكات الأشخاص المتضامنين في حالة إفلاس الشركة، في حين أن الشركة ذات المسؤولية المحدودة (وكما يدل اسمها) لا يتحمل الشركاء (الملاك) الخسائر تجاه دائنيهم إلا في حدود حصة كل شريك في رأس المال دون أن تطال الخسارة أملاكهم الشخصية، بمعنى آخر يمكن أن تتحمل الشركة (من خلال شكلها القانوني) الأخطار (كالخسائر والإفلاس وحوادث المسؤولية المدنية) نيابة عن الشركاء. ولعل تكلفة الخطر الوحيدة التي يتحملها الشخص في شركات المساهمة هو تكلفة النقص في العائد على رأس ماله المستثمر.

التي حولها إليه المستأجر تجعله يحاول تغطيتها من خلال رفع تكلفة الاستئجار (الأجر).

- **التنويع (Diversification):** يساعد التنويع على التغلب على الأخطار الخاصة (غير المنتظمة)، فيمكن مثلا لشخص بناء محفظة استثمارية مكونة من أسهم شركة نفطية وشركة طيران، وبهذه الطريقة يقوم بتحييد أخطار الشركتين، فلو افترضنا أن أسعار النفط ارتفعت فهذا يعني خسائر على شركات الطيران والتي يمكن تعويضها بأرباح الشركة النفطية. والتنويع قد يكون قطاعيا (الاستثمار في أكثر من قطاع) وقد يكون جغرافيا أو غيره، ويعتبر التنويع تحويلا للخطر لأنه ينقل الخطر من طرف إلى السوق أو إلى عدد كبير من المتعاملين.
- **التحوط (Hedging):** تتضمن عملية التحوط نقل الأخطار المضاربية (والتي لا يمكن التأمين ضدها من خلال التأمين التقليدي) إلى طرف آخر، وسيتم استعراضه بالتفصيل، إذ هو موضوع دراستنا.
- **التأمين:** رغم أن بعض الباحثين يعتبر التأمين تقنية مستقلة بذاتها في التعامل مع الخطر لدوره وأهميته، إلا أنه في حقيقته ليس إلا إحدى طرق تحويل الخطر إلى جهة أخرى، حيث يقوم الطرف الذي يخشى خطرا ما (وما قد يترتب عن حدوثه من خسائر) بتحويله إلى طرف آخر لديه الاستعداد للتعامل مع ذلك الخطر (أي شركة التأمين) مقابل أقساط.

شكل (5): مصفوفة استراتيجيات إدارة الخطر

تجنب الخطر مراقبة الخسائر	الاحتفاظ بالخطر تحويل الخطر	معدل تكرار الخسارة
تحويل الخطر	الاحتفاظ	
شدة الخسارة		

المصدر: أبو بكر، "إدارة الخطر والتأمين"، ص 73. (بتصرف)

5. التحوط:

يعتبر مفهوم التحوط من المفاهيم الحديثة التي دخلت عالم المالية، حتى أنه يصعب إيجاد توافق أو إجماع حول تعريفه، وسنتناول فيما هو آت أهم المصطلحات ذات العلاقة بموضوع التحوط مع محاولة إعطاء تعريف واضح للتحوط متميز عن المعنى العام: إدارة الخطر.

1.5. عنصر التحوط وأداة التحوط

من المصطلحات المهمة التي يجب معرفتها لفهم عملية التحوط: عنصر التحوط (Hedged Item) وأداة التحوط (Hedging Instrument). وعنصر التحوط أو العنصر المتحوط له هو العنصر الذي يعرض الكيان للأخطار المضاربية (أخطار السوق بشكل خاص)، ويمكن وصفه على أنه العنصر الذي تم تحديده على أنه متحوط. أما أداة التحوط فهي العنصر الذي يحوط الأخطار التي يتعرض لها عنصر التحوط. وفي كثير من الأحيان تكون أداة التحوط إحدى أدوات المشتقات المالية، لذا صار لدى بعض الباحثين اعتقاد أن التحوط لا يكون إلا باستخدام المشتقات المالية.

على سبيل المثال، فإن مؤسسة مالية تقليدية قامت بمنح قرض بفائدة متغيرة وتواجه أخطار أسعار الفائدة، فاستخدمت لهذا

الغرض مبادلة أسعار الفائدة، يسمى القرض في هذه الحالة عنصر التحوط ومبادلة أسعار الفائدة أداة التحوط.

2.5. مراجعة لتعريف التحوط:

1.2.5. تاريخ التحوط:

على الرغم من وجود أدلة تاريخية على أن بعض أشكال "التحوط" قد حدثت بالفعل قبل آلاف السنين (منذ عهد الإغريق أو ربما قبل ذلك)، إلا أن أوثق رواية عن التحوط تعود لمنتصف القرن التاسع عشر الميلادي، وبالضبط حين أصبحت شيكاغو مركزاً تجارياً للصناعة، وهي نقطة محورية تجمع فيها أشخاص من جميع أنحاء الغرب الأوسط الأمريكي بفضل شبكة السكك الحديدية. كان المزارعون حينها يبيعون المنتجات الزراعية للمشتريين الذين يقومون بشحنها إلى جميع أنحاء الولايات المتحدة. كان المزارعون ينتجون المنتجات الزراعية فصلي الربيع والصيف، ومع نهاية الحصاد ينقلون تلك المنتجات إلى مركز التجارة (شيكاغو). في الغالب، كان التجار يعرضون ثمناً محدداً لهذه المشتريات مقابل كمية محدودة من المنتجات تقل كثيراً عن الكمية المعروضة. ظهرت فجوة كبيرة بسبب عدم توافق كمية المنتجات الزراعية مع طلبات التجار، فعدد التجار كان أقل من المزارعين، وكانوا في الغالب يرغبون في شراء كمية أقل مما كان المزارعون مستعدين لتقديمه، وهو

ما أدى إلى انخفاض كبير للأسعار. بعد بيع المنتجات، كانت الكمية المتبقية كبيرة جدا. كان المزارعون في كثير من الحالات يقومون باستخدامها طعاما للحيوانات أو بالتخلص منها إما لأنها غير قابلة للتخزين أو لأن تكلفة تخزينها عالية. أجبرت هذه الدورة العديد من المزارعين على الاستدانة من البنوك، وقع الكثير منهم في ضائقة مالية، وأفلس بعضهم واستحوذت البنوك على مزارعهم، وهو وضع مؤثر ليس فقط على المزارعين، بل حتى على البنوك والتجار.

إن إنتاج المنتجات الزراعية مقدّمًا، دون أي تأكيدات بشأن السعر الذي يمكن أن تباع به، لم يوفر أي مستوى من اليقين للمزارعين. لم يكن باستطاعة المزارعين التخطيط لمقدار الإنتاج، أو مقدار هامش الربح الذي يمكنهم توقعه أو حتى كيفية توفير موارد لمزارعهم.

أواسط القرن العشرين وبالضبط عام 1848م، اهتدى المزارعون والتجار إلى فكرة أفضل. سيسأل المزارعون المتعاملين التجار عما إذا كانوا على استعداد للالتزام بشراء المنتجات الزراعية بسعر محدد متفق عليه اليوم ليتم دفعه في المستقبل عندما يتم تسليم المنتج (غالبًا في العام المقبل). إذا وصل الطرفان -المزارع والتاجر- إلى اتفاق (حيال الكميات والسعر وميعاد التسليم)، يتعهدان من خلال الكتابة على سبورة بأن يتحمل كل طرف التزامه: يتعهد المزارع بتسليم المنتجات

الزراعية بالسعر المحدد المتفق عليه، ويتعهد التاجر بشراء المنتج بنفس السعر المحدد.

ما أهمية الالتزام الجديد؟ وما علاقته بالتحوط؟

بوجود التعهدات أو الالتزامات بين الطرفين: المزارعين والتجار، صار بإمكان المزارعين التخطيط لإنتاج محاصيل العام المقبل. إن معرفة الأسعار الدقيقة لحجم المنتجات الزراعية التي سيبيعونها سمحت للمزارعين بتأمين مكاسب نقدية، ونتيجة لذلك، يمكنهم أيضا تحديد مقدار الاستثمار في موسم المحاصيل التالي بدرجة عالية من الدقة. كما سمحت العملية الجديدة للتجار بتأمين الإنتاج والأسعار التي يمكنهم تحويلها لأغراض الميزانية والمكاسب النقدية، وتلبية الإمدادات المطلوبة لأعمالهم. أوجدت هذه الالتزامات عدالة أفضل لتحقيق التوازن بين العرض والطلب وتقليل الهدر والمصاعب المالية، مما جلب الاستقرار للنظام ككل.

في الحقيقة تلخص القصة التاريخية السابقة بداية نشأة مجلس شيكاغو التجاري (Chicago Board of Trade) عام 1848م، وتظهر كيف وُجدت واحدة من أفضل الأدوات المالية في التاريخ كله: إنها المستقبليات والتي تعتبر أساس التحوط الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية وفي العالم كله. أدى نجاح سوق شيكاغو لاحقا إلى قيام العديد من البورصات في العالم إلى تطوير مفاهيم للاحتياجات المتشابهة مع مجموعات السلع

الأخرى، فعلى سبيل المثال، نشأت بورصة لندن للمعادن في المملكة المتحدة لتداول النحاس الذي نشأ في تشيلي وتم تداوله في لندن لتلبية الطلب المحلي والعالمي. وهكذا تطور مفهوم التحوط والالتزام في التبادلات العالمية، وتحسنت العقود مع الوقت من ذلك تحديد الشروط الواجب توفرها في السلعة حتى يمكن تداولها في أسواق المشتقات المالية وتنظيم الأسواق وآليات التداول وغيرها.

2.2.5. كيف يبدو التحوط الآن؟

يتضح من الوصف السابق أن التحوط بدأ بفكرة بسيطة لكنها عبقرية، تمثلت هذه الفكرة في إيجاد التزام مالي مستقبلي لشراء أو بيع كمية محددة من أصل معين بسعر محدد، بحيث يمكن للمنشأة تأمين أو حماية ما يجب إنتاجه أو استهلاكه أو استثماره. غير أن التحوط اليوم صار أوسع وأعمق وأعقد من المفهوم البسيط الذي شرحناه، فكيف يتم استخدام التحوط اليوم؟ وما أنواع الشركات والصناعات التي تستخدم تقنيات التحوط؟

سنحاول الإجابة عن الأسئلة السابقة بمثال عملي يحاول تقريب فكرة التحوط باستخدام ما سميناه الالتزام، مع العلم أن أشكال التحوط ليست محصورة في هذا المثال، غير أن الغاية هي توضيح كيف انتقلت عملية التحوط (البسيط) إلى عملية منظمة أشبه ما تكون بصناعة متكاملة. في زمننا هذا، لا يزال

المزارعون والتجار يقومون بالتحوط ضد تقلبات أسعار المنتجات الزراعية لكن على أساس يومي. توسعت تشكيلة المنتجات الزراعية لتشمل البن والكافو والسكر والقمح والشعير ومنتجات الألبان، بل شملت المعادن والمعادن النفيسة ومنتجات الطاقة كالنفط والغاز وغيرها، كما شاع استخدامها في جميع أنحاء العالم.

اليوم لا تكاد تخلو صناعة عن التعامل بعقود التحوط (المستقبلات)، فقد تحتاج شركة الطيران إلى تأمين وقود الطائرات اللازم لتذاكر الطيران التي تم بيعها بالفعل بسعر ثابت للأشهر القليلة القادمة، وقد يحتاج مصنع الحلوى ضمان سعر السكر الذي سيتم استخدامه كمادة خام والذي سيتم تصنيعه في الأشهر القليلة المقبلة، وهكذا.

3.2.5. في معنى التحوط:

إدارة الخطر معنى عام وشامل، ويُقصد به أية إجراءات سواء كانت فردية أو مؤسسية، منظمة أو حتى عشوائية أو تلقائية للتعامل مع الخطر، ولذلك يدخل ضمن معنى إدارة الخطر: التأمين والتجنب والقبول (الكلي أو الجزئي) والتحوط وغيرها، وقد سبق تناولها بالتفصيل. وعلى ذلك إذا أردنا تعريف التحوط، فلا يمكن أن يدخل مصطلح (إدارة الخطر) في تعريف التحوط

لأنه تعريف للجزء بالكل. وبمراجعة الأدبيات العلمية، نجد للتحوط تعريفات متعددة، نورد فيما يلي أهمها:

1. عملية أو استراتيجية هدفها تقليل الخطر، تأخذ عادة شكل معاملة في سوق (أو أصل) معين، للحماية ضد الخسائر في سوق (أو أصل) آخر. (Reuters Financial Glossary)
2. التحوط هو تبني الإجراءات والترتيبات واختيار صيغ العقود الكفيلة بتقليل الأخطار إلى الحد الأدنى مع المحافظة على احتمالات جيدة للعائد في الاستثمار (القرى: 2008، 2).
3. التحوط هو استخدام المشتقات المالية (على اختلاف أنواعها) في تقليل الخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر (العلي: 2005، 34).
4. استخدام موجودات أو مطلوبات مالية في حماية الاستثمار من التقلبات المعاكسة – غير المرغوبة-لأسعار موجودات أو مطلوبات مالية أخرى.
5. يتضمن التحوط تحويل الخطر المضاربي، وهو معاملة يتم فيها تحويل أخطار تقلبات السعر إلى طرف ثالث والذي يمكن أن يكون مضاربا أو متحوطا آخر (Trieschmann et al.: 2005, 85).

3.5. تعريف التحوط:

تظهر التعريفات السابقة للتحوط تنوعاً قد يؤدي إلى حدوث بعض الإرباك في فهم ماهيته، غير أنها في الحقيقة تشترك في نقاط عدة، فهي بالمجمل لا تخرج عن كون التحوط يشمل اتخاذ مركز استثماري يهدف إلى تعويض الخسائر المحتملة التي قد تتكبدها استثمارات مصاحبة. يمكن إنشاء التحوط من العديد من أنواع الأدوات المالية، بما في ذلك الأسهم، والصناديق المتداولة في البورصة، والتأمين، والعقود الآجلة، والمقايضات، والخيارات، والمقامرة، وأنواع كثيرة من المنتجات التي تتم في الأسواق غير الرسمية (الموازية)، والعقود الآجلة.

تتضمن عملية التحوط نقل الأخطار المضاربية (والتي لا يمكن التأمين ضدها من خلال التأمين التقليدي) إلى طرف ثالث من خلال إبرام صفقة تجارية تتميز – عادة – بدرجة عالية من التقلب السعري، وقد يكون الطرف الثالث هو المضارب نفسه أو طرفاً آخر خارج إطار المتعاملين في إبرام الصفقة. ويهدف التحوط لحماية الاستثمار من التقلبات المعاكسة لأسعار موجودات أو مطلوبات مالية أخرى، وتقليل التقلبات في القيمة العادلة أو في التدفقات النقدية في بنود الميزانية، بحيث تتعادل الآثار الناتجة عن الأداة المستخدمة للتحوط مع الأداة المتعلقة بالأداة الأصلية. وكمثال عن التحوط ما تقوم به شركات الطيران والشحن الجوي، إذ هي تواجه أخطاراً عالية نتيجة تقلبات أسعار وقود الطائرات،

خاصة أن بيع التذاكر يتم غالبا في أوقات بعيدة عن تواريخ الرحلات، فأنسب طريقة للشركة في هذه الحالة هو أن تدخل في سوق المستقبلات في عقود شراء الوقود بحيث تستطيع تثبيت سعره لفترة مساوية لمدة العقد وذلك بغض النظر عن أسعاره في السوق، وبذلك تكون الشركة قد تحوطت ضد تقلبات أسعار الوقود وبما يمكنها من التركيز على نشاطها الأساسي وهو النقل.

4.5. القابلية للتحوط:

ليست كل الأدوات والمعاملات المالية قابلة للتحوط، حتى وهي عرضة للأخطار المضاربية. قد يكون المانع طبيعة المنتج التي لا تسمح باتخاذ مراكز تحوطية لحمايتها من الخسائر المحتملة، فنجد على سبيل المثال أن الكثير من المنتجات الزراعية لا يتم تداولها في العقود المستقبلية وهو ما يعني عدم إمكانية استخدام هذا النوع من المشتقات في التحوط ضد تقلبات أسعار هذه المنتجات.

وقد يكون السبب أن الأدوات التحوطية ممنوعة أو غير قابلة للاستخدام لوجود قيود قانونية إذ تحظر بعض الدول استخدام المشتقات المالية أو بعضها منها أو لقيود شرعية ومثال ذلك أن معظم الأدوات المشتقة والأدوات التحوطية إن لم يكن كلها غير جائزة شرعا لانطوائها على الغرر أو الربا المحرم. كذلك قد يكون سبب عدم القابلية للتحوط فنيا ويرجع للعنصر المتحوط

كأن يكون صعب التداول أو التسييل أو غير قابل للتركيب مع الأدوات التحوطية.

5.5. هل يختص التحوط بنوع معين من الأخطار؟

أحد أهم تقسيمات الخطر في النظرية الاقتصادية التقليدية تقسيمه إلى أخطار بحتة وأخطار مضاربية. ويختلف النوعان عن بعضهما في أن الأول تكون نتيجة وقوعه بقاء الأمور على حالها أو تحقق خسارة مؤكدة، في حين ينتج عن النوع الثاني من الخطر ثلاثة نتائج: إما بقاء الأمور على حالها (لا ربح ولا خسارة) أو تحقق خسائر أو تحقيق أرباح. ومن أمثلة النوع الأول خطر الحريق، حيث لا يمكن تصور تحقق ربح من خطر الحريق، بينما المراهنة أو المضاربة في أسواق المال حيث يحتمل أن تكون نتيجتها ربحاً (إضافة إلى احتمال تحقق الخسارة أو عدم تحقق شيء) من أمثلة الأخطار المضاربية. ويستخدم التأمين بمفهومه التقليدي- فقط ضد الأخطار البحتة، بينما يتم التعامل مع الأخطار المضاربية من خلال التحوط، وعلى ذلك فإن جزءاً مهماً يمكن إضافته لماهية التحوط وهو أنه يختص فقط بالأخطار المضاربية. شكل (6) يوضح الفرق بين التأمين والتحوط من خلال الأخطار التي يختص بها كل واحد منهما.

شكل (6): تمييز التحوط والتأمين من خلال طبيعة الأخطار المتعامل معها



المصدر: قندوز، نحو نظرية للخطر في الاقتصاد الإسلامي، 2015

6.5. هل يمكن أن يكون التحوط مجانياً؟

استعرضنا في الجزء الرابع من الدراسة أهم تقنيات إدارة الخطر وهي تشمل كما سبق الإشارة إليه: التجنب، الاحتفاظ، الرقابة على الخسائر والنقل (التحويل). ستلاحظ أنه في كل حالات نقل أو تحويل الخطر (والتي سبق وصفها بالتفصيل)، فإن الطرف الناقل للخطر لا بد أن يتحمل تكلفة مقابل ذلك، والعادة أن يكون ذلك مقدماً سواء تحقق الخطر أو لم يتحقق، وسواء نتج عن تحققه ربح أو خسارة، في مقابل ذلك يتحمل الطرف الآخر (المحوّل إليه) الخطر وتبعاته أو قد يتحمل عبء الخسارة التي تلحق بالطرف الأول. وعلى ذلك فالتحوط لا يمكن أن يكون مجانياً أو من دون مقابل، بل لا يمكن تصور ذلك أصلاً، ومهما كانت الطريقة المستخدمة لإدارة الخطر، فإن ما تشترك فيه جميع

أساليب التحوط هو أنها تعني التضحية بجزء من العائد المتوقع مقابل الحصول على مزيد من الضمان في التدفقات النقدية لمعاملة ما¹.

وبالرغم من الابتكارات الكثيرة في مجالات استراتيجيات التحوط من خلال التنويع أو استخدام المشتقات المالية، إلا أن كل محاولة لتقليل احتمالية تذبذب العوائد كانت نتيجتها بالتأكيد المزيد من التضحية بالعائد نفسه. وتقر النظرية المالية التقليدية العلاقة الطردية بين العائد والخطر، إذ كلما أراد المستثمر تحقيق عوائد أعلى وجب عليه المجازفة أكثر، وكلما جنح المستثمر إلى ضمان العائد كلما قلل من درجة الخطر والعائد، وعلى ذلك نجد أن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (Fixed Income Securities) هي أقل الأدوات المالية عائداً ومخاطرة، بينما تتمتع الأسهم مثلاً بعوائد لا تصلها أية أوراق مالية أخرى مع أخطار كبيرة مصاحبة لها.

7.5. التحوط: تعاقدى وغير تعاقدى

التحوط في المفهوم التقليدي قد يكون في شكل عقد ويسمى **تحوطاً مالياً أو تحوطاً سوقياً**، وقد يتم دون الحاجة للدخول في علاقات تعاقدية ويسمى **تحوطاً طبيعياً**. أما أمثلة العقود التي

¹ أو هو شراء غير تعاقدى للأمان (الضمان).

تستخدم للتحوط فأشهرها عقود المشتقات المالية وهي نوعان: خيارات مالية وعقود مستقبلية، ويضيف إليها بعض أهل الاختصاص عقود المبادلات (المقايضات)، مع التنبيه إلى أن معظم استخدامات لعقود المشتقات المالية ليست للتحوط إذ تستخدم أحيانا كأداة استثمار وفي أحيان أكثر للمضاربة. وأما من أمثلة التحوط غير التعاقدية: التنويع ومواءمة الأصول والخصوم.

ولتوضيح الفرق بين نوعي التحوط عمليا، فسنفترض مثال شركة عليها قرض طويل الأجل بسعر فائدة متغير، يمثل القرض وفوائده التزاما على الشركة، وتظهر أخطار أسعار الفائدة من جهتين: عدم تساوي القيمة السوقية للأصول مع القيمة السوقية للخصوم، وأيضا في ضمان السداد المنتظم لالتزامات القرض خاصة مع عدم القدرة على التنبؤ بأسعار الفائدة المتغيرة (العائمة). في هذه الحالة يمكن للشركة استخدام التحوط التعاقدية أو التحوط الطبيعي. بالنسبة للتحوط غير التعاقدية، فيمكن للشركة شراء أوراق مالية بقيمة القرض وبسعر فائدة متغير ولها نفس مدة استحقاق القرض أو قريبا منها. يساعد هذا الوضع الشركة على مواءمة التزامها من خلال إدارة الأصول. كما يمكن للشركة استخدام التحوط التعاقدية من خلال شراء عقد مبادلة أسعار فائدة بمدة تساوي مدة القرض وتلتزم من خلاله بدفع سعر فائدة ثابت على أصل اعتباري (يساوي قيمة القرض) وتحصل

على سعر فائدة متغير، وبذلك تكون الشركة قد حيدت أخطار
تقلبات أسعار الفائدة.

6. تطبيقات التحوط بالصناعة المالية التقليدية:

تعتبر الصناعة المالية التقليدية عريقة تعود لقرون مضت، وقد طورت خلال مسيرتها الكثير من أدوات إدارة الخطر، ولعل أفضل ما تمكن الفكر المالي والاستثماري إيجاده إلى الآن في مجال التحوط وإدارة الأخطار هو المشتقات المالية والتي تغطي تقريبا كل أنواع الأخطار (خطر الائتمان، خطر سعر الفائدة، خطر السوق...)

1.6. استخدام عقود خيارات الشراء للتحوط ضد أخطار الأسعار:

تشمل خيارات السلع فئة واسعة من المنتجات، تشمل المنتجات الزراعية (القمح، الذرة، البن، الصوف، الخشب، اللحوم، الحليب ومشتقاته...)، المعادن (الحديد، النحاس...) والمعادن النفيسة (الذهب، الفضة، اليورانيوم، البلاتين...)، الطاقة (الغاز والنفط على اختلاف أنواعه). لنفترض حالة شركة لصياغة الذهب. تشتري الذهب الخام (سبائك) وتصنعه في شكل حلي. تواجه الشركة مشكلة أساسية بسبب تقلبات أسعار الذهب، خاصة أنه ليس أمامها الكثير من البدائل حيال مراجعة أسعار البيع، ورغبة منها في التحوط ضد ارتفاع أسعار الذهب، فقد دخلت في عقد خيار لشراء كميات محددة من الذهب على أن يتم تحديد سعر الأونصة الآن (مثلا 1000 دولار) مقابل دفع علاوة محددة

(مثلا 80 دولاراً)، ويكون للشركة المشتري الحق في شراء الذهب بسعر التنفيذ المحدد في العقد خلال المدة التي تم الاتفاق عليها. فإذا ارتفع سعر الذهب عن سعر التنفيذ (صار السعر فرضاً 1300 دولار)، تستخدم الشركة حقها في التنفيذ، وتشتري بسعر التنفيذ (1000 دولار)، وتكون بذلك قد تجنبنا أخطار ارتفاع السعر. وفي حالة انخفاض سعر الذهب عن سعر التنفيذ، فإن الأفضل للشركة الشراء بسعر السوق، وتخسر قيمة العلاوة. يوضح هذا المثال أن الشركة تمكنت من تحييد أخطار السعر لفترة تساوي فترة عقد الخيار، ولم يكن هذا التحييد (التحوط) مجانياً، بل يتوجب على الشركة دفع تكلفة تمثلت هنا في العلاوة التي دفعتها مقابل الحصول على خيار الشراء.

2.6. خيارات الصرف للتحوط ضد أخطار العملات:

ترغب شركة سعودية في استيراد تجهيزات إنتاج من فرنسا، تكلفتها 1 مليون يورو، غير أن استلام التجهيزات وسداد الثمن سيكون بعد 3 أشهر. ولأن أسعار الصرف الجارية هي 5 ريال مقابل 1 يورو، فهذا يعني أن تكلفة التجهيزات هي 5 مليون ريال، غير أن الشركة تتخوف من تقلبات أسعار الصرف، حيث إن ارتفاع قيمة اليورو يؤدي إلى خسائر مؤكدة (ارتفاع تكلفة التجهيزات)، فمثلاً لو صار سعر الصرف بعد 3 أشهر إلى 1 يورو مقابل 5.2 ريال، فهذا يعني أن التجهيزات ستكلف الشركة 200 ألف ريال إضافياً.

لتحمي الشركة نفسها من الخسارة، اشترت خيار شراء يعطيها الحق في شراء 1 مليون يورو بسعر تنفيذ (سعر صرف) قدره 5 ريال لكل 1 يورو مدته 3 أشهر مقابل علاوة 0.02 ريال لكل 1 يورو (أي 20 ألف ريال سعودي لكامل الصفقة). الآن لو حصل ما كانت تخشاه الشركة وارتفعت أسعار صرف اليورو مقابل الريال - عند موعد استلام التجهيزات وسداد قيمتها، بحيث أصبح 5.10 ريالاً لليورو، فستكون الشركة قد تجنبت خسارة قيمتها 100 ألف ريال (مع دفع تكلفة 20 ألف ريال مقدماً). ستقوم الشركة بتنفيذ حقها في الشراء، أي ستقوم بشراء اليورو بدفع 5 ريال لكل 1 يورو، بمعنى آخر أن الشركة ستدفع 5 مليون ريال للحصول على 1 مليون يورو، بغض النظر عن سعر الصرف السائد. أما لو انخفض سعر الصرف إلى 4.8 ريال لكل 1 يورو مثلاً، فإن الشركة لن تقوم بتنفيذ العقد، وتخسر قيمة العلاوة التي دفعتها للدخول في العقد، أي تخسر 20 ألف ريال سعودي (يضاف إليها الضرائب وعمولة السمسار)، وهي أقصى خسارة تتكبدها الشركة مهما انخفض أو ارتفع سعر صرف الريال مقابل اليورو.

3.6. مستقبلات للتحوط ضد أخطار أسعار الفائدة:

اشترى مستثمر سندات بقيمة 350 ألف دولار (قيمتها الاسمية: 410 آلاف دولار). يساور المستثمر مخاوف متعاظمة حيال

ارتفاع أسعار الفائدة مستقبلا ما يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات التي بحوزته وتحقيق خسائر فعلية إذا أراد بيعها. وللتحوط ضد أخطار أسعار الفائدة، فقد أبرم عقودا مستقبلية لبيع تلك السندات في سوق العقود المستقبلية، (تسليم شهر يوليو-وهو الشهر الذي يرغب ببيع السندات التي يملكها فيه) بمبلغ 340 ألف دولار. عند حلول شهر يوليو، كانت أسعار الفائدة قد ارتفعت ونتج عنه انخفاض أسعار السندات حيث صارت قيمتها في السوق الحال 342 ألف دولار، وفي سوق العقود المستقبلية 325 ألف دولار، فإنه يكون قد مني بخسارة في السوق الحالية قدرها 8000 دولار (342 ألف - 350 ألف)، ولكنه حقق ربحا في سوق العقود المستقبلية قدره 15000 دولار (340 ألف - 325 ألف)، ويكون بذلك قد غطى خسارته في السندات التي يملكها، وحقق فضلا عن ذلك ربحا صافيا قدره 7000 دولار (15000-8000).

4.6. استخدام المشتقات الائتمانية (مقايضة العجز عن

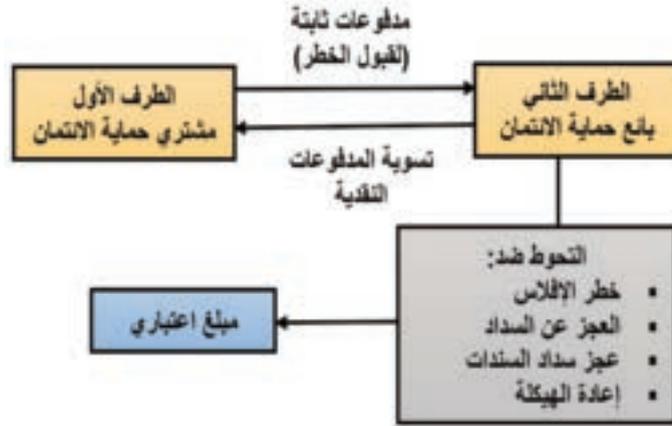
السداد) للتحوط ضد أخطار الائتمان:

مقايضة العجز عن السداد هي عقد يلتزم بموجبه محرر العقد (البائع) بضمان ملاءة الائتمان لمؤسسة مالية (مثلا) مقابل حصوله على تعويض (علاوة)، ولذلك فهي مفيدة في حال حدوث أمر يؤثر على الوضع الائتماني للشركة، كحالات

الإعسار والعجز عن سداد ديون السندات أو انخفاض التصنيف الائتماني للشركة أو غيرها. وتتلخص طريقة عمل مقايضة العجز عن السداد في التالي: يتم شراء وبيع الحماية ضد عجز الشركات عن سداد ديونها، وذلك عبر قيام المستثمر بشراء أحد عقود العجز عن السداد والذي يتلقى على أثره حماية على السند، في حين أن الجهة التي تبيع التأمين المقابل تضمن الجدارة الائتمانية للمنتج. بهذه الطريقة يتم تحويل خطر التعثر في السداد ونقله من حامل السند (المستثمر) إلى بائع عقد التأمين (عقد العجز عن السداد) وهو عادة بنك أو شركة تأمين. على سبيل المثال، ولتأمين التعثر عن سداد السندات، يمكن للمستثمر شراء عقد التأمين على السندات يحق له بموجب هذا العقد الحصول على القيمة الاسمية للسند من الجهة التي باعتها عقد التأمين، وذلك في حالة تعثر الشركة المصدرة للسند عن دفع التزاماتها المالية لحملة هذه السندات. إذن فحقيقة هذه الأدوات لا تعدو أن تكون في جوهرها عقد تأمين: طرف يدفع رسوما مقابل أن يتعهد الطرف الآخر بأن يدفع له قيمة الدين المؤمن عليه حال عجز المدين عن السداد.¹

¹ وللإشارة فقط، فإن هذه العقود هي التي أدت إلى إفلاس المجموعة الأمريكية للتأمين (AIG)، وذلك عندما فشلت (كشركة ضامنة) في تغطية قيمة السندات والديون المتعثرة إبان أزمة الائتمان العالمية.

شكل (7): آلية عمل مبادلة عجز السداد



Parker (2007), Credit Derivatives, p 372.

مثال (1):

اشترت الشركة (أ) سندات من الشركة (ج) وأرادت الشركة (أ) أن تحمي هذه السندات من أخطار التداعي في القيمة نتيجة أزمات ائتمان قد تتعرض لها الشركة (ج)، فتلجأ الشركة (أ) إلى الشركة (ب) لشراء حماية ضد تداعي قيمة السندات، وبموجب هذه الحماية، تدفع الشركة (أ) أقساطاً منتظمة للشركة (ب)، وفي حالة وقوع الشركة (ج) في أي انتكاسات أو عجزت عن سداد ما عليها من التزامات ائتمانية، فإن الشركة (ب) ستعوض الشركة (أ) عن أي خسارة محتملة. ولهذا فإن المشتقات الائتمانية هي عبارة عن أداة تحوط ضد الخسائر الائتمانية.

مثال (2):

نفترض وجود حامل لسند أصدره أحد البنوك المركزية، وأن هذا المشتري متخوف من تداعي قيمة السند في المستقبل، في هذه الحالة فإن المشتري يلجأ لإحدى المؤسسات المتخصصة في المشتقات الائتمانية (مؤسسة مالية أو شركة تأمين) ويوقع عقدا معها للتحوط ضد أخطار انهيار قيمة السند.

7. التحوط في الفكر الاقتصادي الإسلامي:

1.7. مفهوم التحوط في الفكر الاقتصادي الإسلامي:

إذا جرى الاتفاق على أن التحوط في التمويل التقليدي يختص بالأخطار المضاربية دون الأخطار البحتة فإنه من الممكن إسقاط التعريف على التمويل الإسلامي، بحيث يختص التحوط في التمويل الإسلامي بالأخطار المضاربية المعتبرة. ونقصد بالأخطار المعتبرة الأخطار التي يقبل بها الشرع الإسلامي أي لم يحرّمها كمخاطرة القمار وبعض أنواع المضاربات، ويختص التأمين الإسلامي الذي يأخذ شكل تأمين تعاوني (تكافلي) بالأخطار البحتة التي لا يمكن تصور أن ينتج عنها ربح.

ويُفهم مما سبق أنه لا يوجد فرق جوهري بين التحوط في الفكر الاقتصادي التقليدي والفكر الإسلامي إلا من حيث طبيعة الخطر المستهدف وإن كان في كليهما من نوع أخطار المضاربة إلا أن الثاني اختص بما هو معتبر من الأخطار، أما الأخطار غير المعتبرة أو المحرمة فإن ضوابط التمويل الإسلامي كفيلة بصدّها ومنعها. ولعلّ مما يجدر الإشارة إليه أن تحديد الخطر الجائز من الخطر المحرم هو موضوع يحتاج إلى مزيد بحث في مجال علم الاقتصاد والتمويل الإسلامي، ويكون ذلك في إطار (نظرية الخطر في الاقتصاد الإسلامي) والتي يمكن من خلالها تمييز الحد الفاصل بين الخطرين: الجائز والمحرّم.

2.7. أول عقود التحوط الإسلامية: السلم

سبقت الإشارة إلى أن أقدم تطبيق عملي للتحوط كان أواسط القرن التاسع عشر الميلادي بالولايات المتحدة عند بروز الحاجة لذلك بسبب الإشكالات التي ظهرت بين المزارعين والتجار، هذا مع وجود أشكال للتحوط تعود لعصور أسبق.

وبالعودة إلى الصناعة المالية الإسلامية، نجد أن بعض العقود تمثل تطبيقاً مؤسسياً وعقدياً لمعنى التحوط، لعل أبرزها عقد السلم والذي وُجد قبل الإسلام ثم وضع الإسلام أسسه وضوابطه والتي جنبته الغرر والربا، وهو بحق يمثل أقدم أسلوب استخدمه المسلمون للتحوط في مجال المنتجات الزراعية، إذ من خلاله يبيع المزارع منتجاته حتى قبل أن توجد.

لطالما أرق المزارعين مشكلة متكررة، وهي أن مواعيد حصاد أي منتج زراعي هي نفسها ولا يمكن تغييرها إلا في حدود ضيقة جداً، وهو ما يجعل عرض المنتج الزراعي في هذه الفترة وفيراً وينعكس ذلك على السعر الذي سيكون أدنى ما يكون ولا يغطي في حالات كثيرة تكاليف الإنتاج فضلاً عن الأرباح. وفي عقد السلم، يستطيع المزارع الاطمئنان إلى أن منتجه سيباع وبسعر مقبول يغطي تكلفة الإنتاج ويحقق له جزءاً من الربح، فضلاً عن كونه يوفر له سيولة مع بداية دورة الإنتاج تمكنه من مباشرة العمل بأريحية غالباً. إن عقد السلم وفق هذا المبدأ يتجاوز العقود

الأجلة وعقود المستقبلات، إذ تقل فيه أخطار النكول بشكل كبير لأن الثمن يتم تقديمه كاملاً لحظة التعاقد.

3.7. مصدر الخطر: هل يساعد في تحديد حكم الخطر؟

قد يساعد التعرف على مصدر الخطر في تقدير ما إذا كان خطراً جائزاً أم لا. فإن كان مصدر الخطر مرتباً لإرادة أحد طرفي العقد كان خطراً محرماً، وأما إن كان مصدره السوق وتقلباته أو مصدره أحد طرفي العقد دونما إرادة منهما كما هو حال خطر الائتمان الناتج عن ظروف خارجة عن قدرة المدين، فهذه كلها من الأخطار المعتبرة. ولذلك فقد حرمت الشريعة الإسلامية مماثلة الموسر لأنها تؤدي إلى ظهور خطر ائتماني ناشئ عن إرادة محضة للمدين. ووفق هذا النحو، نجد أن شركات التأمين تشترط من بين ما تشترطه في الأخطار التي تؤمن ضدها أن تكون بغير الإرادة المحضة لأحد طرفي العقد وغير مرتبنة لإرادة أحد طرفي العقد، بل يرتب تحقيقه بإرادة طرف ثالث مستقل أو بظروف لا دخل لطرفي العقد فيها ولا يملكون أمرها. في الحقيقة أن بعض فقهاء المسلمين أشار إلى هذه الفكرة حين ميز بين احتمالية الخسارة (الغرر) الناشئة عن أحد طرفي العقد وتلك الناشئة عن طرف ثالث (مثلاً عن ظروف السوق). يقول ابن القيم: (والمخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التاجر (...)) الذي يشتري السلعة ثم بعد هذا نقص سعرها، فهذا من الله ليس لأحد

فيه حيلة ولا يتظلم هذا من البائع وأمثاله). (ابن القيم: زاد المعاد، 4/265).

4.7. مشروعية التحوط

تتضمن المسؤولية على المال في الإسلام أربعة جوانب: مسؤولية كسبه، ومسؤولية تنميته (استثماره)، ومسؤولية حفظه، ومسؤولية إنفاقه. ومسؤولية حفظ المال في الإسلام مقصد من مقاصد الشريعة الإسلامية، ولهذا السبب كان المال أحد الكليات الخمس، وتصل أهميته إلى أهمية النفس والدين. والمال في الاصطلاح الشرعي أقرب ما يكون إلى مفهوم رأس المال في الفكر التقليدي غير أنه يستثنى الأموال غير المشروعة مما لا يصح الانتفاع به (المال غير المتقوم). واهتمام الإسلام بالمال يتجلى ابتداء من القرآن الكريم والسنة النبوية ومرورا بالقواعد الفقهية التي وضعها الفقهاء، ففي القرآن الكريم نجد أنه قد دعا إلى اختبار اليتامى على قدرتهم على حفظ المال قبل دفع المال لهم، قال تعالى: (وابتلوا اليتامى حتى إذا بلغوا النكاح، فإن آنستم منهم رشدا فادفعوا إليهم أموالهم) [النساء: 6]، وابتلوا هنا بمعنى اختبروا، أي اختبروا اليتامى. قال سعيد بن جبير

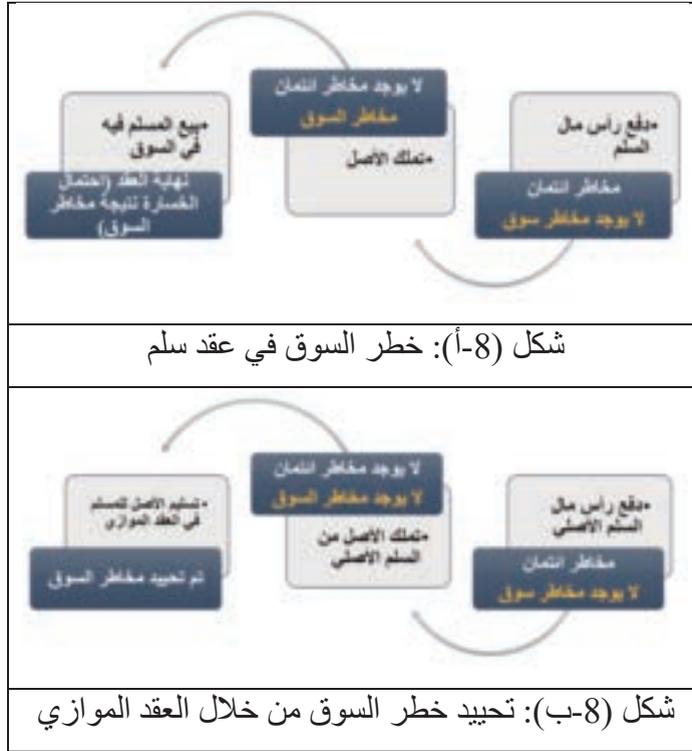
وغيره: لا يدفع إليه ماله وإن كان شيخاً حتى يؤنس منه رشده.¹ وعلى ذلك، فإن التحوط لا يتنافى مع مقاصد التشريع الإسلامي التي اعتبرت حفظ المال من الضروريات. فالتحوط من حيث المبدأ لا غبار عليه، إنما الإشكال في الوسيلة المستخدمة لتحقيق هذا الهدف، هل هي مشروعة وهل تؤدي لتحقيق هدف حفظ المال أم أنها تؤدي إلى نقيض ذلك.

¹ تفسير ابن كثير، إسماعيل بن عمر بن كثير القرشي الدمشقي، دار طيبة، 1422هـ / 2002م، ج2، ص 216. راجع كذلك: تفسير البغوي، الحسين بن مسعود البغوي، دار طيبة، (د.ت)، ج2، ص 165.

8. التحوط التعاقدى في التمويل الإسلامي:

1.8. العقود الموازية:

تعتبر العقود الموازية فكرة عبقرية رغم بساطتها، فقد مكنت من مواءمة بعض عقود التمويل الإسلامي مع التطبيق المصرفي، وكانت قبل ذلك تعتبر صعبة التطبيق وإن طبقت فعلى نطاق ضيق للغاية. والهدف الأساسي من العقود الموازية هو مرونة تحريك الأصول (السلع أو المنتجات) التي هي محصلة نتيجة العقود الأصلية. ففي عقد السلم مثلاً، فإن المصرف بدخوله العقد مسلماً (مسلماً ممولاً) يعني أنه في نهاية العقد يكون لديه سلعة (منتج زراعي غالباً)، وقد يصعب عليه التخلص منه (صعوبة التسييل) وقد يحتفظ به ويترتب عن ذلك تكاليف (تكاليف التخزين مثلاً) فضلاً عن أخطار السوق. غير أنه بوجود عقد مواز، فإنه يتم التخلص من كل تلك الأخطار وبشكل خاص أخطار السعر، إذ المؤسسة المالية في العقود الموازي ستكون قد حصلت على ثمن المنتج الزراعي، ولن يترتب إذن عن استلام السلعة أية أخطار تتعلق بسعر المنتج. لاحظ أن العقود الموازية لا تعالج أخطار النكول (الأخطار الائتمانية) الناتجة عن عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته. ويوضح الشكل (8) كيف أمكن التخلص من أخطار السوق من خلال إيجاد عقد موازي بالتطبيق على عقد السلم:



2.8. العربون:

يعتبر البيع مع العربون أو بيع العربون من التقنيات الممكنة للتحوط ضد أخطار الأسعار من وجهة نظر المشتري، و ضد أخطار الائتمان (النكول) من وجهة نظر البائع. فالبيع مع العربون، لا يخلو عن كونه خياراً للمشتري يعطيه حق الفسخ، ولكنه يخسر المبلغ المعجل (غالبا) باسم العربون للتعويض عن البائع الذي حبس سلعته من السعي لبيعها لأخرين غير المشتري مع حق العربون. ومن شرط العربون تحديد المدة واحتفاظ

البائع بمحل العقد الذي فيه عربون فليس له التصرف فيه، كما أن حق العربون ليس قابلاً للتداول (أبو غدة: 2009)، ومن الملاحظ أن عقود الخيارات المالية كأحد أنواع المشتقات المالية تقوم تقريباً على نفس مبدأ العربون، وأوجه الاختلاف تتمثل في أن عقد العربون لا يمكن تداوله، كما أن قيمة العلاوة في عقد الخيار مستقلة عن ثمن الأصل (في حالة ما إذا تمت التسوية الفعلية وليس النقدية للعقد)¹.

العربون كما سبق وصفه هو من التقنيات التحوطية الرائعة للتعامل مع أخطار الأسعار، وهو أشبه ما يكون بعقود خيارات الشراء التي تستخدم على نطاق واسع في أسواق المال للتحوط ضد أخطار تقلبات الأسعار على اختلاف أنواعها (أخطار الصرف، أخطار أسعار الفائدة، أخطار أسعار الأسهم، أخطار أسعار السلع)، فهل من الممكن استخدام عقد العربون لأداء وظيفة خيارات الشراء. يحتاج استخدام عقد العربون كأداة تحوطية حل الإشكاليين التاليين:

- هل يمكن تمديد مدة العربون إلى فترات طويلة نسبياً (مثلاً 3 أشهر)؟

1 ومن شرط العربون تحديد المدة، واحتفاظ البائع بمحل العقد الذي فيه عربون، فليس له التصرف فيه، كما أن حق العربون ليس قابلاً للتداول.

- هل يمكن تداول العربون على اعتباره حقا لشراء أصل معين أو موصوف بسعر محددة خلال فترة محددة؟ وقد يستتبع الإجابة عن التساؤلين أعلاه البحث عن طريقة لتحديد سعر العربون، ولا شك أنه من المتوقع أنه كلما زادت مدة العربون زادت قيمته، وكلما زادت قيمة الأصل محل حق العربون كلما زادت قيمة العربون، لكن مع ملاحظة ألا يتم الإخلال بالمبدأ الأساسي للعربون وهو ألا يكون مبالغاه فيه بحيث يشكل أكل مال بالباطل كما أقر بذلك مجيزو العربون.

3.8. المضاربة المقيدة:

المضاربة من عقود المشاركات، يقدم فيها أحد طرفي العقد المال (ويسمى رب المال) لطرف آخر للعمل به (يسمى المضارب) على نسبة تكون بينهما والخسارة المادية إنما تقع على رب المال. وتنطوي عقود المضاربة على درجة عالية من الأخطار الأخلاقية وهي نوع من الأخطار غير القابلة للتأمين عادة، لكن يوجد في الفقه الإسلامي طريقة رائعة تعطي مثالا عن تقنية تحوطية وهي تحول يد المضارب على المال من يد أمانة إلى يد ضمان، ويكون ذلك في حالتي التعدي والتقصير. ورغم أن إثبات التعدي والتقصير يعتبر ممكنا في حالات كثيرة، إلا أن التمويل الإسلامي يتيح خيارا أفضل، وهو عقود المضاربة المقيدة والتي يمكن من خلالها إثبات التعدي أو التقصير ببسر.

4.8. البيع مع رهن الأصل المباع (البيع مع الاحتفاظ بحق الملكية)

يستخدم أسلوب البيع مع الاحتفاظ بحق الملكية لتحديد أخطار الائتمان في العقد، ومن صورته البيع التأجيلي، حيث يبقى الأصل المؤجر ملكاً للبائع طول فترة التأجير، وبذلك يتجنب أخطار الائتمان. ومن الناحية الشرعية، فقد اختلف الفقهاء في جواز ذلك، لكن رأي المالكية على أن حكمه هو حكم الرهن، حيث لا فرق بين أن يكون المرهون هو المبيع أو غيره (الشربيني: 1994، 172). بمعنى أن البيع مع الاحتفاظ بالملكية أشبه ما يكون بالبيع مع طلب رهن، غير أن الرهن في هذه الحالة هو الأصل المباع.

9. التحوط الطبيعي في التمويل الإسلامي:

يوجد في التمويل الإسلامي عقود متنوعة تعطي أمثلة عن التحوط، وقد يكون ذلك من خلال آلية العقد نفسه بحيث ينطوي على تقنيات تحوطية كما في عقد السلم، أو من خلال إضافة على العقد أو المعاملة الأصلية كما هو حال الخيارات الشرعية والعربون.

1.9. التحوط في عقد السلم:

1.1.9. تخصيص الأخطار في السلم:

السلم مثال من الأمثلة الرائعة والتميزة للتحوط، إذ يتعامل عقد السلم مع أخطار ذات طبيعة مضاربية وهي أخطار الأسعار وأخطار الائتمان. ميزة العقد أنه من العقود المسماة في الفقه الإسلامي، حيث حدد الإسلام أركان العقد وشروطه، ونظرا للأخطار التي تكتنف العقد ولأهميته الاقتصادية فقد كانت الضوابط فيه من أكثر ضوابط عقود التمويل الإسلامي تشدداً، بحيث تمثل تلك الشروط صمام أمان حقيقي وضماناً فعلياً لأطراف العقد. يحوي عقد السلم تركيبة من تقنيات إدارة الأخطار، فمن جهة ينقل العقد الأخطار ويوزعها على أطراف التعاقد بحسب الاختصاص، فتنقل أخطار الزراعة والتي هي أخطار بحتة إلى من هم أقدر على التعرف عليها ومواجهتها، وأخطار التجارة (أخطار الأسعار) وهي من الأخطار المضاربية إلى من هم أقدر على التعرف عليها ومواجهتها وهم التجار،

ودون إغفال للحالات التي قد تكون أكبر من قدرة الطرفين (حالة الجائحة أو الظروف القاهرة). كما أن في العقد تحوطاً ضد أخطار عدم التسليم وهي أخطار مضاربية، فجعل التسليم مبنياً على وصف للأصل محل التعاقد من دون تعيين، ما يتيح للبائع إمكانية الحصول على الأصل بأي وسيلة كانت (مثلاً شراء المنتج الزراعي بدلاً من إنتاجه).

لاحظ أن كلا من البائع والمشتري قد ثبتا سعر التعاقد لمدة تساوي مدة العقد، بحيث يحصل المشتري على الأصل (المنتج) بسعر محدد لحظة التعاقد بغض النظر عن سعره يوم التسليم، وكذلك يكون البائع قد باع الأصل بسعر محدد يوم التعاقد بغض النظر عن سعره يوم التسليم، ويكون كلا الطرفين مستفيداً من ذلك لأن تحديد السعر لحظة التعاقد إنما كان بناءً على تقدير الطرفين لما فيه مصلحتهما وبما يتيح لهما التخطيط لتدفقاتهما النقدية المستقبلية بدقة.

2.1.9. عقد السلم والعقود الآجلة:

عقد السلم أقرب ما يكون للعقود الآجلة (Forwards)، وإن كان يختلف عنها في بعض الجوانب، وفيما يلي بعض مقارنة بين العقدين:

- كلاهما عقد ملزم، حيث يلتزم البائع بتسليم الأصل في الأجل المحدد ويلتزم المشتري بدفع الثمن، غير أن تعجيل

التمن وتسليمه لحظة التعاقد شرط في السلم، بينما التمن مؤجل في العقد الآجل.

- كلا العقدين يتمان في الأسواق غير المنظمة أي لا توجد سوق منظمة لتداول هذه العقود، ويترتب عن ذلك أن الاتفاق يكون بين الطرفين (البائع والمشتري) وفق رغباتهما، ولا يوجد وسيط ضامن لعدم وجود جهة حكومية منظمة.
- كلا العقدين يصعب تسيلهما، أي أن أخطار السيولة فيهما عالية.
- كلا العقدين فيهما درجة أخطار ائتمانية عالية، لعدم وجود طرف ضامن، ولعل الضمان الوحيد هو جدية وملاءة الطرفين المالية، غير أن خطر الائتمان في العقود الآجلة أعلى ما يكون لأن العقد تم دون أن يسلم أو يستلم الطرفان شيئاً، ما يعني أن احتمالية نكول أحدهما عالية جداً، بينما احتمالية النكول في عقود السلم هي فقط من جهة المسلم إليه.

3.1.9. مقارنة التحوط ضد أخطار الائتمان في العقود الآجلة

وعقد السلم:

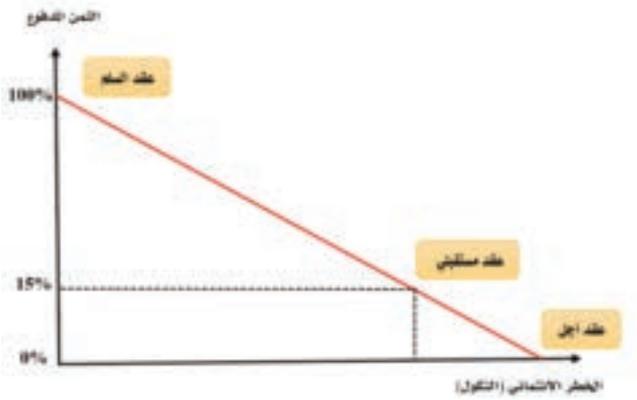
نظراً للأخطار الائتمانية العالية التي تنطوي عليها العقود الآجلة والتي هي عبارة عن التزام مجرد حيث لا يتم فيه تسليم سلعة

ولا تسلم ثمن لحظة التعاقد، فقد آل التفكير إلى إيجاد طرق أفضل لتقليل تلك الأخطار، وكان الحل هو في دفع جزء من قيمة الصفقة لحظة التعاقد. في الحقيقة هذه الفكرة التي تقوم عليها العقود المستقبلية والتي يتم فيها دفع هامش أولي وهامش صيانة. يقلل هامش الوقاية من أخطار النكول لكنه لا يقضي عليها كلية، وكلما زاد مقدار الهامش قلت احتمالية النكول. ويوضح الجدول (2) والشكل (9) العلاقة العكسية بين الثمن المدفوع من الصفقة (الهامش) وخطر الائتمان وموقع كل من عقود السلم والعقود الآجلة والمستقبليات ضمن تركيبة (هامش/خطر ائتمان)، يتضح كيف يتفوق عقد السلم من حيث انطوائه على تحوط كامل ضد أخطار النكول:

جدول (2): درجات الخطر الائتماني بحسب ما يدفعه المشتري في العقد

العقد	الأجل (Forwards)	المستقبلي (Futures)	السلم (Salam)
ما يدفعه المشتري (من الثمن)	%0	الهامش الأولي (%15-10)	%100
البائع	تسليم مؤجل	تسليم مؤجل	تسليم مؤجل
الخطر الائتماني	أقصى خطر	خطر متوسط	خطر منخفض

ويوضح الشكل التالي الأخطار الائتمانية من وجهة نظر البائع (الذي سيقدم السلعة):



شكل (9): العلاقة بين الثمن المدفوع وخطر الائتمان في عقود السلم والعقود الآجلة والمستقبليات

2.9. الخيارات الشرعية:

إن الناظر للخيارات الشرعية من منظور اقتصادي يرى فيها بكل تأكيد أدوات تحوطية قل نظيرها، تساعد على تقليل أخطار عدم تناظر المعلومات إلى أقل قدر ممكن لإدراك الطرف الأقوى أن أمام الطرف الآخر إمكانية التراجع عن الصفقة بعد أن يتوفر له كم إضافي من المعلومات حول الصفقة. والخيار هو أن يكون للمتعاقدين أو أحدهما الخيار بين إمضاء العقد أو عدمه وذلك بفسخه عند تحقق شروطه، والخيارات (بحسب مجلة الأحكام العدلية) سبعة، هي: خيار المجلس¹، خيار الشرط²، خيار

¹ المراد بالمجلس أي مكان التبايع أو التعاقد، فما دام المكان الذي يضم كلا العاقدين واحدا فلهما الخيار في إمضاء العقد أو فسخه إلى أن يتفرقا. ودليله: عن حكيم بن حزام رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما [أخرجه البخاري في كتاب البيوع، باب إذا بين البيعان ولم يكتما ونصحا برقم (2079)، ومسلم في البيوع، باب الصدق في البيع برقم (1532)]."

² وهو أن يشترط العاقدان أو أحدهما أن له الخيار في فسخ البيع أو إمضائه مدة معلومة، مثل أن يقول المشتري: ابتعت هذه السلعة على أن يكون لي الخيار مدة أسبوع، فيكون له الخيار خلال هذه المدة في إمضاء البيع أو فسخه ولو لم يظهر في السلعة عيب. وللمشتري خلال هذه المدة أن ينتفع بالسلعة؛ لأن ضمانها عليه، فلو حصل فيها نقص عند إعادتها للبائع فيضمن

الرؤية، خيار العيب¹، خيار الوصف (التدليس)، خيار النقد وخيار التعيين. ويمكن استخدام الخيارات أيضاً للتحوط ضد خطر الانتمان (خطر النكول)² فقد جاء في كتاب (الحيل) للإمام محمد بن الحسن قوله: "قلت: رأيت رجلاً أمر رجلاً أن يشتري داراً بألف درهم، وأخبره أنه إن فعل اشتراها الأمر بألف درهم ومائة درهم، فأراد المأمور شراء الدار، ثم خاف إن اشتراها أن يبدو للأمر فلا يأخذها، فتبقى في يد المأمور، كيف الحيلة في ذلك؟ قال: يشتري المأمور الدار على أنه بالخيار ثلاثة أيام، ويقبضها، ويجيء الأمر ويبدأ فيقول: قد أخذت منك هذه الدار بألف ومائة درهم، فيقول المأمور: هي لك بذلك، فيكون ذلك للأمر لازماً، ويكون استيجاباً من المأمور للمشتري، أي: ولا يقل المأمور مبتدئاً: بعثك إياها بألف ومائة، لأن خياره يسقط

النقص. دليله: عن عمرو بن عوف أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً" [أخرجه الترمذي في كتاب الأحكام باب ما ذكر عن رسول الله صلى الله عليه وسلم في الصلح بين الناس 634/3، برقم (1352)، وقال: حديث حسن صحيح].¹ المراد بالبيع: ما ينقص قيمة المبيع عادة، مثل: تصدع جدار المنزل، وعطل في محرك السيارة ونحو ذلك.

² لتفصيل أكثر حول دور الخيارات الشرطية في التحوط، أنظر: مسلم اليوسف، "الأساليب الوقائية والعلاجية للغبن في الفقه الإسلامي"،

<http://www.saaaid.net/doat/moslem>

بذلك فيفقد حقه في إعادة البيت إلى بائعه، وإن لم يرغب الأمر في شرائها تمكّن المأمور من ردها بشرط الخيار، فيدفع عنه الضرر بذلك" (الشيباني: الحيل، 79)¹

كما ذكر ابن القيم (رحمه الله) من أمثلة الحيل: "المثال الحادي بعد المائة: رجل قال لغيره: اشتر هذه الدار أو هذه السلعة من فلان بكذا وكذا وأنا أربحك فيها كذا وكذا، فخاف إن اشتراها أن يبدو للأمر فلا يريد لها ولا يتمكن من الرد، فالحيلة: أن يشتريها على أنه بالخيار ثلاثة أيام أو أكثر، ثم يقول للأمر: قد اشتريتها بما ذكرت، فإن أخذها منه وإلا تمكّن من ردها على البائع بالخيار، فإن لم يشتريها الأمر إلا بالخيار فالحيلة أن يشترط له خيارًا أقص من مدة الخيار التي اشترطها هو على البائع، ليتسع له زمن الرد إن ردت عليه" (ابن القيم: إعلام الموقعين، 29/4)

¹ وهذا النقل يفيد بأنه -رحمه الله- لا يرى إلزام الأمر بالشراء بوعده لكونه جعل للمأمور حيلة شرعية متمثلة في شراء السلعة بالخيار ليتسنى له إرجاعها متى ما بدا للأمر عدم اقتنائها.

10. خلاصة وتوصيات:

يواجه التمويل الإسلامي تحديا كبيرا يتمثل في توجه الأموال إلى أوجه الاستثمار قليلة الخطر، ومثال ذلك أن معظم تمويلات البنوك الإسلامية تتوجه نحو التورق والتأجير المنتهي بالتمليك، وتتجنب أنواع المشاركات والمضاربة وغيرها من عقود قائمة على المشاركة في الربح، وهو ما يجعلها تقترب كثيرا من آليات التمويل التقليدية، ويؤثر على مصداقية الصناعة ويجعلها على المحك، ولعل من الطرق المناسبة لتحويل توجه التمويل نحو الاستثمارات المخاطرة هو البحث عن السبل والأساليب التحوطية الكفيلة بحماية المال وتوجيهه نحو هذا النوع من الاستثمارات. وفي بحثنا هذا حاولنا وضع الإطار النظري للتحوط وتمييزه عن طرق إدارة الخطر الأخرى، وبشكل خاص تمييزه عن التأمين. وبعد استعراض أهم الأدبيات المتعلقة بمعاني الخطر وعدم التيقن والتأمين والتحوط في كل من الفكر الاقتصادي التقليدي والفكر الاقتصادي الإسلامي، فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

1. للخطر في الفكر الاقتصادي التقليدي معان عديدة تدور كلها حول معنى واحد هو انحراف النتائج الفعلية عن النتائج المتوقعة وما ينتج عن ذلك من خوف قبل تحقق الانحراف ومن خسائر أو تكاليف بعد تحقق الانحراف.

2. يوجد في الفقه الإسلامي مصطلحات عديدة تدور حول معنى الخطر، بعضها قريب وبعض قد يبتعد ويفيد نوعا معينا من الخطر، لكن يمكن الإقرار بوجود مصطلح يفيد معنى الخطر بمفهومه التقليدي.
3. للخطر في الفكر الاقتصادي التقليدي تقسيمات متعددة، ولكل تقسيم آثار معينة، ومن أهم التقسيمات تقسيم الخطر من حيث نتائج أو أثر تحقق الخطر، حيث يقسم وفق هذا المعيار إلى خطر بحت وخطر مضاربي، ينتج عن الخطر البحت خسارة فقط ولا يتصور أن يتحقق عنه ربح، بينما يمكن أن ينتج عن الخطر المضاربي ربح أو خسارة، ومن آثار هذا التقسيم أن التأمين لا يكون إلا على نوع الخطر البحت، بينما يتم التحوط ضد الأخطار المضاربية.
4. يُعنى التحوط في نظرية التمويل التقليدية بالأخطار المضاربية دون الأخطار البحتة التي عادة ما يمكن التأمين ضدها، ويعرف التحوط على أنه الإجراءات التي تتخذ باستخدام أدوات مالية لتقليل أثر الخطر في أدوات مالية أخرى.
5. يمكن إسقاط تعريف التحوط كما هو في نظرية التمويل التقليدية على التمويل الإسلامي مع مراعاة أن يكون هدفه هو الأخطار المضاربية المعتبرة.

6. التحوط من حيث المبدأ جائز شرعا شرط أن تكون الأدوات والتقنيات المستخدمة لتحقيقه جائزة شرعا.
 7. تنطوي العديد من عقود التمويل الإسلامي على تقنيات تحوطية يمكن أن يستفاد منها في التطبيق بما سينعكس إيجابا على الصناعة المالية ككل، ويساعد على توجه المال نحو الاستثمار المشروع حتى لو ازدادت أخطاره (كالسلم والمضاربة وأنواع المشاركات الأخرى).
 8. يساعد التحوط على حفظ المال في الإسلام كما أنه سبيل لنمائه من خلال استثماره بالطرق السليمة والأمنة.
- إن موضوع الخطر والتحوط في الاقتصاد الإسلامي من الموضوعات التي تحتاج إلى توجيه المزيد من البحث والجهود إليها على المستويين العلمي والعملي التطبيقي، لما لذلك من أثر كبير على مستقبل الصناعة المالية الإسلامية والاقتصاد الإسلامي ككل، ولعل من الموضوعات التي تمثل أولوية تستدعي توجيه الجهود نحوها ما يلي:
- البحث في التراث الإسلامي عن تطبيقات وعقود استخدمها المسلمون قديما لتجاوز مشاكل الأخطار ذات الطبيعة المضاربية.
 - العمل على ابتكار المزيد من الأدوات التحوطية وأدوات إدارة الخطر في التمويل الإسلامي.

- وضع إطار عام لنظرية الخطر في الاقتصاد الإسلامي بما يضع الحدود الفاصلة بين الخطر المشروع والخطر المحرم، وهو ما يساعد في معرفة حدود التحوط ومعرفة الأخطار القابلة للتأمين.

11. قائمة المصادر:

1. إبراهيم الكراسنة (2006)، "أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر"، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي.
2. أسعد العلي (2005)، "استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية"، مركز يزيد، الأردن.
3. البخاري، أبو عبد الله، محمد بن إسماعيل. صحيح البخاري، بيت الأفكار الدولية، الرياض، 1998م.
4. حسين الفيبي (2013)، "التحوط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية"، ط1، دار ابن الأثير، الرياض، المملكة العربية السعودية.
5. رمضان حافظ عبد الرحمن (2005)، "نظرية الغرر في البيوع"، الطبعة الأولى، دار السلام، مصر.
6. الزبيدي محمد مرتضى الحسيني، "تاج العروس من جواهر القاموس"، تحقيق: إبراهيم التريزي، راجعه: عبد الستار فراج، مطبعة حكومة الكويت، الكويت، الطبعة الأولى، 1392هـ-1972م.
7. سامي إبراهيم السويلم (2007)، "التحوط في التمويل الإسلامي"، ورقة مناسبات (10)، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية.
8. طارق عبد العال حماد (2001)، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

9. طارق عبد العال حماد (2003)، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
10. عبد الرحمن الخميس (2013)، "المخاطرة في المعاملات المالية المعاصرة"، دار كنوز إشبيليا، الرياض، المملكة العربية السعودية.
11. عبد الستار أبو غدة (2009)، "ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون، السلم، تداول الديون)"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية
12. عبد الكريم قندوز (2015)، "نظرية الخطر في الاقتصاد الإسلامي"، دراسات اقتصادية إسلامية، العدد 1، المجلد 22، البنك الإسلامي للتنمية.
13. قاموس أكسفورد،
<http://www.oxforddictionaries.com>
14. محمد عبد الرحمن المباركفوري (د. ت)، "تحفة الأحوذى بشرح جامع الترمذي"، بيروت: دار الكتب العلمية، ج4.
15. محمد علي القرني، "إدارة المخاطر في المعاملات المالية المعاصرة"،
<http://www.elgari.com/article83.htm>
16. مسلم اليوسف، "الأساليب الوقائية والعلاجية للغبن في الفقه الإسلامي"،
<http://www.saaid.net/doat/moslem>
17. الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف الكويتية.

18. Edmund Parker (2007), *Credit Derivatives: Documenting and Understanding Credit Derivative Products*, Globe Business Publishing Ltd.
19. Jacqueline Jeynes (2002), *Risk Management: 10 Principles*, Butterworth-Heinemann, Reed Educational and Professional Publishing Ltd, Oxford, 1st Edition.
20. James S. Trieschmann, Robert E. Hoy, David W. Sommer (2005), *Risk Management and Insurance*, 12th Ed, Thomson, South Western, USA.
21. Vaughan, Emmett and another (1999), *Fundamentals of Risk and Insurance*, John Wiley & Sons.

- للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

المكتبة والمطبوعات

ص.ب. 2818

أبوظبي الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم : 6215000 (+9712)

فاكس رقم : 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني : Publications@amfad.org.ae

- متوفرة إلكترونياً بموقع الصندوق على الإنترنت : www.amf.org.ae



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

معهد التدريب وبناء القدرات
صندوق النقد العربي
ص.ب. 2818، أبوظبي - دولة الإمارات العربية المتحدة
هاتف: +971 2 6171765
البريد الإلكتروني: epi@amfad.org.ae
Website: <http://www.amf.org.ae>