

ابتكار أدوات للتحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية
دراسة حالة شركة "شريعة كابيتال"

Creating tools to hedge against the risks of investing
in the Islamic financial market
"Shariah Capital's" Case Study

د. شوشان خديجة

جامعة البليدة 2

تاريخ الإرسال: 2018/01/26 ، تاريخ القبول: 2018/02/17 ، تاريخ النشر: 2018/06/30

ملخص

هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على إمكانية ابتكار أدوات وآليات للتحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية، وإظهار حاجة المستثمر في السوق إلى مثل هاته الأدوات، ولقد اعتمدت الدراسة على تجربة شركة "شريعة كابيتال" في ابتكار أدوات وآليات مشروعة أبرزها "بيع التخصير بالعربون" والتي تستعملها في تسير صناديق تحوط تعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية تديرها شركة "دبي لإدارة الأصول الإسلامية". وخلصت الدراسة أنه من الممكن ابتكار أدوات وآليات تحوط مشروعة وتحقق عائدا مجزيا كالذي حققته صناديق التحوط محل الدراسة، إلا أن هاته الأدوات تعتبر محدودة وغير كافية، لذلك أوصت الدراسة بمزيد من الاجتهاد في مجال الهندسة المالية الإسلامية الكفيلة بتوفير أدوات أكثر أصالة دون محاكاة نظيرتها التقليدية، تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: مخاطر، أدوات مشروعة، تحوط، السوق المالية الإسلامية.

Résumé

Cette étude a visée à identifier la possibilité de créer des outils et des mécanismes pour couvrir le risque d'investir dans le marché financier islamique, et montre la nécessité de ces outils pour l'investisseur. L'étude a montré l'expérience de la société «Shariah Capital» dans la création d'outils et de mécanismes conformes à la Charia islamique notamment «la vente courte avec avance» qui est utilisé dans la gestion des hedge funds conformes à la Charia gérés par "Dubai Islamic Asset Management Company". L'étude a conclu qu'il est possible d'innover des outils et des mécanismes conforme à la Charia et qui génèrent des rendements au même temps, comme ceux réalisés par les hedge funds de l'étude. Malgré ça ces outils sont limités et insuffisantes, donc l'étude a recommandé plus de diligence dans le domaine de l'ingénierie financière islamique pour assurer la création d'outils plus authentiques sans simulation aux outils

traditionnels, et qui combine entre la crédibilité islamique et l'efficacité économique.

Mots clés : risque, outils conforme à la charia islamique, couverture, marché financier islamique.

Abstract

This study aims to identify the possibility of finding tools and mechanisms to hedge the risk of investing in the Islamic financial market, and shows the need for these tools for the investor. The study showed the experience of the company "Shariah Capital" in the creation of tools and mechanisms consistent with the Islamic Shariah including "the short sale in advance" which is used in the management of Shariah compliant hedge funds managed by Dubai Islamic Asset Management Company. The study concluded that it is possible to innovate Sharia-compliant tools and mechanisms that generate returns at the same time, such as those achieved by the hedge funds in the study. Despite this, these tools are limited and insufficient, so the study recommended more diligence in the field of Islamic financial engineering to ensure the creation of more authentic tools without simulation to traditional tools, and that combines between Islamic credibility and economic efficiency.

Key worlds: risk, Islamic Sharia compliant tools, hedge, Islamic financial market.

مقدمة

تشهد السوق المالية الإسلامية تطورا ملحوظا في مجال إنشاء وتطوير أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتلبي في نفس الوقت احتياجات المستثمر فيها، إلا أنها لازالت تواجه المزيد من التحديات في إنشاء وتطوير أدوات وآليات كافية للتحوط من الأخطار التي قد يتعرض لها المستثمر في هذه السوق. وهذا لا يعني أن السوق المالية التقليدية قد توصلت إلى حماية كافية من الأخطار التي تواجهها، فعلى الرغم من الأساليب البارعة التي ابتكرت لإدارة الخطر، فإن الأسواق العالمية قد أصابها المزيد من التقلب، وازدادت وتيرة الأزمات المالية وشدتها. لذلك قد أثارت الأدوات التقليدية للتحوط من الأخطار العديد من المشاكل القانونية والأخلاقية، فضلا عن مخالفة العديد منها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، فهذه الأدوات يمكن استخدامها في التحوط والمقامرة معا، وليس هناك ما يضمن توجيهها نحو الأغراض التحوطية التي أنشأت من أجلها، بل تشير الإحصاءات إلى أن استخدام هذه الأدوات في المضاربة السعيرية وسائر الأنشطة المتعلقة بالمقامرة أكثر بكثير من استخدامها في التحوط، مما أدى إلى التحذير منها والمطالبة بالحد من انتشارها.

إن الخطر في السوق المالية سواءا كانت تقليدية أو إسلامية لا يمكن استبعاده، وإنما يمكن إدارته وفق آليات وأدوات مبتكرة للتقليل من حدته. وعليه فإن إمكانية إنشاء سوق مالية إسلامية محمية من الأخطار والتقلبات التي قد تواجهها، يوجب ابتكار أدوات وآليات

منضبطة مع القواعد الشرعية من جهة وكفيلة بإدارة هذه الأخطار والتحوط منها من جهة أخرى. من أجل ذلك تعددت الاجتهادات في هذا المجال وعلى رأسها اجتهادات مجمع الفقه الإسلامي الدولي وهيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AOFII) وغيرهما من الهيئات إلى ابتكار مثل هذه الأدوات، إلا أن الموضوع لا يزال محل البحث والتطوير، وتهدف هذه الدراسة إلى المساهمة في إثراء هذا الموضوع من خلال تسليط الضوء على أبرز الأدوات المالية التي يمكن استعمالها للتحوط من الأخطار في السوق المالية الإسلامية وبمعايير شرعية، وبالاكتفاء على عرض تجربة عملية لتطبيق مثل هاته الأدوات استعملتها شركة "شريعة كابيتال". ولتحقيق هذا الهدف فقد اتبع المنهج التحليل الوصفي ومنهج دراسة حالة، وذلك من خلال الإجابة على الأسئلة التالية :

- ما هي مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية؟
- كيف يتم التحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية؟
- ما هي الأدوات والآليات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تضعها شركة "شريعة كابيتال" للتحوط من مخاطر الاستثمار؟

أولاً : مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية.

إن المخاطر جزء من طبيعة النشاط الاقتصادي، لذا فإنه من المستحيل تحقيق ربح من دون تحمل مخاطر، وأنه من المستحيل تجنب المخاطر بالكلية في أي عملية اقتصادية.

1-1- مفهوم الخطر والمخاطرة

يعرف الخطر على أنه احتمالية الخسارة من قبل المستثمر¹. أي أنه قد يتعرض إلى خسائر بسبب وقوع أحداث غير متوقعة وغير مخطط لها. وإن احتمالية التعرض إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها يكون نتيجة تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين، أي هي انحراف الأرقام الفعلية عن الأرقام المتوقعة². وبالتالي عدم قدرة المستثمر على الاستمرار في تقديم أعماله و/أو استغلال الفرص المتاحة.

تتنوع المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السوق المالية بحسب اعتبارات عدة، فنجد مخاطر بحسب محلها كمخاطر الموجودات، بحسب طبيعتها كمخاطر السوق التي تشمل تقلب الأسعار، مخاطر صيغ العقود، ومخاطر التضخم، وغيرها.

1-2- المخاطر المقبولة شرعاً في تداول الأصول المالية

لتحديد المخاطر المقبولة شرعاً في تداول الأصول في السوق المالية، يجب توضيح ما يلي:

1-2-1- خطر تابع لملكية الأصل: وهو الخطر الذي يكون في التداولات تابع لنقل الملكية، وإما أن يكون احتمال الانتفاع هو الأغلب وهو من الغرر اليسير المغتفر، أو يكون احتمال الخسارة هو الأغلب وهو من الغرر الفاحش غير المقبول شرعاً.

1-2-2- خطر مستقل عن ملكية الأصل: وهو الخطر الذي يكون في التداولات التي لا تتضمن أي نوع من نقل الملكية، مثل بيع المؤشر ونحوها، فهي مبادلة صفرية لا تحتل انتفاع الطرفين، بمعنى أن ما يخسره أحد الطرفين هو ما يربحه الآخر، وهذا ما يمكن أن

¹ سعيد السامرائي، القاموس الاقتصادي الحديث، الطبعة الأولى، مطبعة المصارف، بغداد، 1980، ص: 344

² Marks Dosram, "Introduction to Risk Management and Insurance", 6th ED. , Prentice Hall, 1998, p: 6.

نطلق عليه وصف القمار أو الميسر الذي ينتهي إلى أكل أموال الناس بالباطل، وإلى توزيع صفري للثروة لا يولد قيمة مضافة ولا يرفع من مستوى الانتاجية. ويدخل في هذا النوع ما توجد فيه الملكية نظريا لكن المقصود أساسا هو تبادل المخاطر، ففي هاته التداولات تصبح المخاطر مقدمة على الملكية وليست تابعة لها.³

وعليه يمكن تحديد شروط المخاطر المقبولة شرعا بناء على ما تناوله الفقهاء حول الشروط اللازمة للغرر المغتفر، والتي تتلخص في الآتي:

1-3-1- مخاطر لا يمكن اجتنابها: ويستلزم هذا الشرط أن تكون المخاطر من النوع الملازم للنشاط الحقيقي المولد للثروة، بحيث يتعذر تحقيق مصلحة التداول دون احتمال هذه المخاطر. ولذلك اشترط الفقهاء أن يكون العقد مما تدعو إليه الحاجة ليكون الغرر مغتفرا.⁴ وهذه المخاطر هي التابعة للملكية كما بيناه أعلاه.

1-3-2- مخاطر يسيرة: ويقتضي هذا الشرط أن يكون احتمال الخسارة قليلا أو منخفضا. وقد نص الفقهاء على أن الغرر الممنوع هو ما كان احتمال السلامة منه أقل من احتمال الهلاك.

1-3-3- مخاطر غير مقصودة: وهذا الشرط ناتج عن الشرطين الأوليين، فالهدف من النشاط الاقتصادي هو القيمة التي يولدها وليس المخاطرة التي يستلزمها. فإذا كانت المخاطرة تابعة للنشاط الحقيقي وكانت يسيرة، فستكون حتما غير مقصودة.

ثانيا: التحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية.

إن التحوط وسيلة لتقليل المخاطر وهو يتطلب أولاً تحليل مخاطر الاستثمار لمعرفة أنواعها ومدى جسامتها، وثانياً استخدام الآليات المناسبة التي تخفف من المخاطر إلى أقصى درجة ممكنة. ويراد به عموماً الوقاية والاحتواء من المخاطر، وهو بهذا المعنى يتفق مع مقاصد التشريع الإسلامي في حفظ المال وتجنب إضاعته أو إتلافه.⁵

2-1- أدوات التحوط التقليدية وسلباتها

تستعمل في السوق المالية التقليدية عدة عقود مبتكرة بهدف إدارة المخاطر أو التحوط لتقلبات الأسعار، نذكر أهمها فيما يلي:

- **عمليات الشراء بالهامش:** يقصد بها شراء ورقة مالية معينة بالهامش على أنه يتم سداد جزء من قيمتها نقدا بينما يسد الباقي بقرض، بضمان الأوراق محل الصفقة.⁶
- **البيع على المكشوف:** وهو أن يبيع أسهما بسعر محدد مستقبلا وهو لا يملكها، وإنما يتلقى وعدا من السمسار بإقراضه الأسهم في موعد التسليم.⁷

³ سامي السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، جدة، 2007، ص: 34 (بتصرف).

⁴ نفس المرجع أعلاه.

⁵ سامي السويلم، مرجع سابق، ص: 14.

⁶ يوسف الشبيلي، **المعاملات المالية**، الجزء الثاني، الدروس التي أُلقيت في المعهد الإسلامي بواشنطن بتاريخ 2001/10/24، ص: 8، موقع الدكتور يوسف بن عبد الله الشبيلي (www.shubily.com)، تاريخ الإطلاع: 2010/03/29.

● **المشتقات:** وهي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية.⁸ وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها، أشهرها:

- **الخيارات:** يعرف الخيار على أنه عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية معينة بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين، وتعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع للسهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد. وهذا مقابل مبلغ محدد يسمى علاوة الخيار "Option Premium".⁹ ولا يجوز شرعاً إنشاء أو تداول الاختيارات.
- **المستقبليات:** العقود التي تترتب عليها آثار في تاريخ محدد في المستقبل، وتنتهي غالباً إما بالمقاصة بين أطرافها وإما بالتسوية النقدية وإما بعقود معاكسة، وهي نادراً ما تنتهي بالتسليم والتسلم الفعلي، والمستقبليات لا يجوز شرعاً التعامل بها سواء بإنشائها أم بتداولها.
- **عقود المبادلة:** اتفاقات بين طرفين على تبادل مؤقت لقدر معين من الأصول المالية أو العينية أو معدلات الفوائد، وقد يقع بيع السلع بالأجل إلى من اشترت منه نفسه (العينة) أو لغيره دون أن تتضمن العملية تبادلاً فعلياً للسلع، وقد يكون فيها حق اختيار بمقابل يعطي صاحبه الحق في التنفيذ أو عدمه. وعمليات المبادلات المؤقتة لا تجوز على النحو الذي يجري عليه العمل في أسواق السلع.¹⁰

● **صناديق التحوط:** إن مصطلح "صناديق التحوط" يُستخدم عادة لوصف مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية التي لها بعض الخصائص المشتركة. وعلى الرغم من أنه لا يوجد تعريف قانوني لهذه الصناديق، فإن هذا المصطلح يشمل كل أداة استثمارية مجمعة يتم تنظيمها بشكل خاص، وتدار من قبل مدراء مال محترفين، وهي ليست متاحة على نطاق واسع للجمهور.¹¹ رغم المزايا التي تتمتع بها هاته الصناديق لكونها تمكن المستثمر من تحقيق نتائج ايجابية بصرف النظر عن اتجاهات السوق في محفظة متوازنة، إلا أن عدم خضوعها للهيئات النازمة للسوق قد يؤدي إلى سوء الإدارة والاحتيايل في كثير من الحالات، كما أنها تلزم المستثمر عادة بتجميد المال لفترات زمنية طويلة. بالإضافة إلى تعاملها بالمحظورات الشرعية كالربا وغيرها.

تعتبر أدوات التحوط من المخاطر في السوق المالية التقليدية متوافقة تماماً مع النظام المالي التقليدي، فهي تعكس جوهره القائم أساساً على الفائدة، بالإضافة إلى عدم تمييزه بين المبادلات الحقيقية والمبادلات الوهمية، إلا أنه يمكن الاستفادة من بعض أدواته التي

⁷ حسين غنيم، تحليل أخطار التمويل والاستثمار، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 1993، ص: 201.

⁸ عمر عباينة، الأزمة المالية المعاصرة: تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص: 148-149.

⁹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص: 60-61.

¹⁰ هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، مرجع سابق، ص: 6.

¹¹ PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, **Hedge funds, Leverage and the lessons of long-term capital management**, 1, 1999, p: 10.

لا تتعارض مع مبادئ التمويل الإسلامي¹²، وذلك بإخضاعها لمعايير وضوابط شرعية معينة.

بالإضافة إلى ذلك إن تحويل المخاطر إلى سلعة متداولة بهدف الربح يؤدي وفقاً لآلية السوق إلى تفاقمها وليس انحسارها، كما يؤدي إلى سوء توزيعها بسبب مشكلات تفاوت المعلومات والانتقاء العكسي، فتصبح النتيجة النهائية هي ارتفاع المخاطر وتزايد التقلبات الاقتصادية، ومن ثم تراجع نمو الثروة. والبيانات المتاحة حول نمو المشتقات من جهة، وتزايد الاضطرابات من جهة أخرى تؤكد هذه النتيجة.¹³

2-2- ابتكار أدوات وآليات تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية

لقد أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوبي AAOIFI) معيارين شرعيين يتعلقان بالتحوط أحدهما برقم (5) للضمانات والآخر برقم (45) لحماية رأس المال والاستثمار، كما أن مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) أشار في ضوابطه (وبخاصة الفقرة 249 من المعيار المعدل لكفاية رأس المال) إلى التحوط بالأساليب المتفقة مع الشريعة. ومن أهم الضوابط الشرعية لأدوات وآليات التحوط التي تم الاتفاق عليها نجد ما يلي:¹⁴

- أن لا تنطوي صيغ التحوط على الربا أو تكون ذريعة إليه، وألا تشمل على الغرر الفاحش، لما في ذلك من أكل أموال الناس بالباطل.
- أن لا تكون الصيغة في حد ذاتها غير مشروعة.
- أن لا تؤدي صيغة التحوط إلى بيع الديون وتبادلها الممنوع شرعاً، كما هو مشاهد في عقود الأسواق المالية التقليدية.
- أن لا تؤدي صيغ التحوط إلى بيع الحقوق المجردة، مثل بيوع الاختيارات التي أكد المجمع على منعها بقرار رقم 63 (7/1) فقرة 2 (ب)، وكذلك ألا تؤدي إلى المعاوضة على الالتزام مثل الأجر على الضمان الذي منعه المجمع بقراره رقم 12 (2/12).
- مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية، عند صياغة عقود التحوط، وكذلك مراعاة مآلات تلك العقود وآثارها في الجوانب المختلفة، لأن مراعاة المآلات أصل معتبر شرعاً.
- أن لا تؤدي عقود التحوط إلى ضمان رأس المال أو الربح المتوقع، سواء أكان الضمان من المدير أم المضارب أم الوكيل، وذلك في حالات عدم التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط.
- لا يجوز أن يكون الخطر في حد ذاته محلاً للمعاوضة.
- أن يكون المقصد من أدوات التحوط المحافظة على سلامة المال وليس لأجل المقامرة على فروقات الأسعار (Speculation).

¹² عبد الكريم قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية – النسخة الرابعة 5-6 أبريل 2012، مرك بيان للهندسة المالية، الخرطوم، ص: 60.

¹³ سامي السويلم، مرجع سابق، ص: 16.

¹⁴ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، البيان الختامي لمنندى فقه الاقتصاد الاسلامي، الدورة الثانية بعنوان: "التحوط في المعاملات الإسلامية"، دبي، 26-27 أبريل 2016.

- إذا اشتملت أداة التحوط على عملية مربحة فإن ضوابطها الآتي: ¹⁵
 - أن يكون بيع السلع وشراؤها حقيقياً يقبض فعلياً أو حكماً، لتفادي الصورية.
 - أن يكون بائع السلع قد ملكها قبل البيع وقبضها فعلياً أو حكماً حتى يتحقق شرط القدرة على تسليم المبيع فلا يبيع ما لا يملك وما لم يقبض.
 - أن يتولى المستثمر (المشتري لسلعة المربحة والراغب في بيعها) بيع السلعة بنفسه أو بوكل جهة غير البائع الأصلي ببيعها.
 - أن يتم التحقق من أن مشتري السلعة ليس هو بائعها أو جهة مملوكة له بأكثر من النصف تجنباً للعيبة.
 - يُنصح المستثمر باتباع سياسة من شأنها عدم الدخول في معاملات يترتب عليها التزامات بعملة معينة في تاريخ لاحق غير عملة الاستثمار وذلك للتخفيف من مخاطر تقلب أسعار العملات.

كما أصدرت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي معيار التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل الذي يعد الحلقة الأحدث في سلسلة معايير سوق دبي المالي جنباً إلى جنب مع معياري سوق دبي المالي حول الأسهم والصكوك. ويمكن أن أدرج أهم ما جاءت به هاتاه المعايير من بدائل للمشتقات فيما يلي: ¹⁶

- **البدائل الشرعية للمستقبلات:** البيع الآجل وهو الذي يعجل فيه تسليم المبيع، ويؤجل الثمن إلى موعد محدد، ولا مانع من زيادة الثمن ضمناً فيه عن الثمن في البيع الحال، بشرط عدم زيادته بعد العقد، أو بيع السلم وهو الذي يعجل فيه تسليم الثمن ويؤجل فيه تسليم المبيع الموصوف بدقة إلى موعد محدد.
- **البدائل الشرعية للاختيارات:** العقود وهي إبرام العقد على موجودات معينة يجوز بيعها شرعاً، مع دفع جزء من الثمن عربوناً، على أن يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة، نظير استحقاق البائع مبلغ العربون في حال استخدام المشتري حق الفسخ ويجوز نقله لمرة واحدة. إبرام العقد على السلع نفسها مع اشتراط الخيار لإثبات حق الفسخ لأحد العاقلين أو كليهما خلال مدة معلومة، وخيار الشرط هذا غير قابل للتداول. إصدار وعد ملزم من مالك الموجودات بالبيع، أو وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء، دون مقابل للوعد، وهذا الوعد غير قابل للتداول.
- **البدائل الشرعية لعمليات المبادلة المؤقتة:** إصدار وعدين من طرفي المعاملة: أحدهما يعد بشراء بضاعة مربحة بعملة معينة، والوعد الآخر لشراء بضاعة بعملة أخرى، أو يعد أحدهما بشراء بضاعة بالتكلفة وهامش ربح ثابت، والآخر بشراء بضاعة بالتكلفة وربح متغير.

2-2-2- صناديق التحوط الإسلامية

ظلت صناديق التحوط الإسلامية مثار جدال ساخن طيلة سنوات في دوائر المؤتمرات والندوات الإسلامية، وكذلك في أوساط المهتمين بالتمويل الإسلامي. فبينما يرى منتقدو

¹⁵ هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية: المعيار رقم 3 "التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل"، ص: 3، من موقعه: www.dfm.ae، تاريخ الاطلاع: 2018/01/20.

¹⁶ نفس المرجع السابق، ص: 6.

سياسات التحوط أن المضاربات في صناديق التحوط تبدو كالمقامرة، وهو ما يتعارض مع تعاليم الإسلام، يجادل آخرون قائلين إن سياسات صناديق التحوط تعمل على تقليل المخاطر، وهو ما يتفق مع جوهر الآراء الشرعية في هذا الخصوص، إضافة إلى ذلك يرى أصحاب هذا الفريق أن هذه الصناديق تقدم إمكانات كبيرة للتمويل الإسلامي الذي يعاني نقصاً في أدوات إدارة المخاطر وخاصة المخاطر طويلة الأجل.

ولقد برزت محاولات عديدة لإنشاء صناديق تحوط تستعمل أدوات وآليات تحوط مشروعة، ولعل أبرزها صندوق "إيريك ماير" رئيس مجلس إدارة شركة "شريعة كابيتال" الذي سيتم عرض تجربته من خلال ما سيأتي.

رابعاً: دراسة حالة شركة "شريعة كابيتال" (SHARIAH CAPITAL)

قامت شركة "شريعة كابيتال" بابتكار أدوات وآليات للتحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية، والتي سيتم عرضها فيما يلي بعد التعريف بها.

1- التعريف بشركة "شريعة كابيتال" (SHARIAH CAPITAL)

تعتبر شركة أمريكية تعمل كمختص شرعي يركز على فرص الاستثمار والاستشارات عبر الحدود في مجال إدارة الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفي المقام الأول تقوم شركة "شريعة كابيتال" بتأسيس وتخصيص المنتجات والمناهج المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتوفر خدمات استشارية شرعية انتقائية للمؤسسات المالية العالمية وصناديق الثروة السيادية وشركات الاستثمار الإسلامية. وتشتهر بشراكتها مع شركة "دبي شريعة لإدارة الأصول" (DSAM)*، ومشروعها المشترك المستمر مع مركز دبي للسلع المتعددة (DMCC)**، وحكومة دبي، وجهودها الرائدة في صناديق التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وصناديق الأموال، وعلاقاتها طويلة الأمد مع كبار علماء الشريعة.¹⁷

ولأن بيئة عمل «وول ستريت» لم تعتد على «التعايش» مع صناديق تحوط إسلامية، فقد كان لزاماً على الشركة الأمريكية أن تتجه إلى اقتصاديات الدول الخليجية. وكانت دبي جاهزة لاحتضان هذا النوع من الاستثمارات البديلة. حيث استثمر مركز دبي للسلع المتعددة (وهو أحد الأجهزة التابعة لحكومة دبي) مبلغ 200 مليون دولار في أربعة صناديق تحوط تتعامل بالسلع، على أن تتداول بأسهم شركات السلع على نحو يتفق مع الأحكام الشرعية. ولقد بلغت القيمة السوقية لهذه الصناديق 260 مليون دولار سنة 2012. أما الاسم التجاري لهذه الصناديق فهو "كوثر".¹⁸

2- أدوات التحوط المبتكرة من طرف شركة "شريعة كابيتال"

بما أن البيع على المكشوف محرم في الإسلام، فقد تمكن فقهاء شركة «شريعة كابيتال» من تطوير أداة بيع أباحها الفقهاء وأطلقوا عليها اسم «بيع التقصير بالعربون» الذي يعمل

* DSAM : Dubai Shariah Asset Management.

** DMCC : Dubai Multi Commodities Centre

¹⁷ موقع "شريعة كابيتال": www.shariahcap.com، تاريخ الاطلاع: 2017/12/22. (بتصرف)

¹⁸ محمد السهلي، "أسلمة صناديق التحوط... فكرتها جاءت من السعودية وبلورتها تمت على يدي فقيه وول ستريت"، مجلة الجزيرة، العدد 14376 بتاريخ 2012/02/07.

أشبه ما يكون بدفعة مقدمة. فالمستثمرون في حالة البيع بالمكشوف، يقومون باقتراض الأسهم ثم بيعها على أمل شراء عدد معادل من الأسهم بسعر أدنى وإعادتها إلى المقرض، محتفظين بالفرق كربح. أما من خلال عقد التقصير بالعربون يدفع صندوق التحوط وديعة تحت الحساب ويحتفظ بخيار محدد المدة لإتمام شراء سهم أو إلغاء الصفقة. وإذا مضى قدماً في الشراء يدفع صندوق التحوط بقية السعر لكن الوديعة تؤول إلى البائع وهو في هذه الحالة الوسيط المالي إذا تراجع الصندوق عن إتمام العملية.¹⁹

وتتبنى صناديق التحوط الإسلامية هذه أدوات متقدمة حديثة وذات تقنية متطورة تتضمن التحليل الفني والأساسي، وتستخدم في العادة نماذج حسابية معقدة لتحديد المخاطر وتقييمها وتكييف التعامل معها. وبالتالي فإنها عندما تقبل مخاطر الاستثمار، فهذه الصناديق تقوم بذلك بطريقة منظمة ومطلعة.

كما أنه من المعلوم أن المضاربة عادة ما تكون مدعومة باقتراض مفرط، إلا أن التعاليم الشرعية لا تشجع على استخدام الاستدانة كوسيلة مالية، ومن ثم تقوم هيئة الرقابة الشرعية في الشركة الأمريكية بمراقبة جميع مديري الصناديق بشكل دقيق لضمان عدم حدوث هذا النوع من المضاربة.

وتسعى صناديق التحوط هذه إلى تحقيق عوائد مضمونة قدر الإمكان عبر إدارة محافظ استثمارية يتم اختيارها بعناية وتحوط، ويمكن أن تتضمن أسهماً وسندات فضلاً عن الاستثمار في النفط والفحم الحجري وكذلك الذهب والمعادن الثمينة واللوحات الفنية وغيرها.

3- الآليات والاستراتيجيات المتبعة لتسيير صناديق التحوط التابعة لـ "شريعة كابيتال"

3-1- التزام طويل الأجل: يتركز إدارة الأصول لصناديق "دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية (كوثر للسلع)" على ابتكار إستراتيجيات استثمارية تتمحور حول السلع، ومن ثم امتلاك قدرات في مجال إدارة الأصول، والالتزام على الأجل الطويل بالعمل على نمو هذا المجال من الأعمال.

3-2- انتقاء الأسهم المختارة: وذلك من خلال اتباع أسلوب بالغ الانضباط في إجراء البحوث وانتقاء الأسهم، إذ يكون من المتعين على المديرين اعتماد منهجية مبرهن على سلامتها وصحتها في انتقاء الأسهم، ومن ثم يجب اختيار مديرين يتمتعون بالقدرة على الاختيار الحذق للأسهم.

3-3- تنويع قاعدة العملاء: وذلك من خلال اجتذاب عملاء جدد إلى شرائح أسواق المنتجات الاستثمارية الجديدة لكي تضمن لأعمالها مقومات النمو المستدام، وبالتالي تقدم صناديق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية (كوثر للسلع) نموذجاً يبين ما يمكن أن تقدمه صناديق التحوط الكفاء للمستثمرين الراغبين في الاستثمار في المنتجات الاستثمارية الإسلامية، فهي تمثل المكافئ والمعادل لصناديق التحوط، وذلك من دون التضحية بالعوائد.

3-4- التوافق مع أحكام الشريعة: ولقد قامت الشركة الأمريكية تكوين ائتلاف يتكون من مديري صناديق تحوط مهرة جلبتهم من معقل صناعة التحوط في نيويورك. وجعلت هؤلاء المديرين يتبعون لهيئة شرعية مكونة من الفقهاء المسلمين التالية أسماؤهم: الشيخ نظام يعقوبي (البحرين)، الدكتور محمد داوود بكر (ماليزيا)، والدكتور محمد عبد الرحيم سلطان العلماء (دبي).²⁰

¹⁹ محمد السهلي، مرجع سابق.

²⁰ Fund Fact Sheet Octobre 2016. www.dmcc.ae.

ولقد أظهر أداء صناديق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية (كوثر) بأن التوافق مع مقتضيات الشريعة الإسلامية ينطوي على تأثير إيجابي ضخم على أداء الصناديق، بل شكل هذا التوافق في حد ذاته أحد أسباب تميز أداء صناديق السلع.²¹

3-5- التحليل العميق لاتجاهات الاقتصاد الكلي: وذلك بناء على دراسة المقومات الأساسية، ومن ثم تحديد توقعات الأسعار على الأجل الطويل بالنسبة للسلع الداعمة للصناديق، وتطوير نماذج للعائدات.

3-6- الرقابة والشفافية: وذلك من خلال الاحتفاظ بحساب منفصل لدى بنك "باركليز كابيتال"، الذراع الاستثمارية "الباركليز بنك"، ولضمان التوافق الكامل مع المقتضيات الشرعية، يقوم الشيخ يوسف طلال اللورينزي الرئيس التنفيذي لشؤون التدقيق والرقابة الشرعية بشركة "شريعة كابيتال" بفحص وتدقيق كل معاملة.

4- تطور نسبة العائد الصافي لصندوق "دبي لإدارة الأصول الإسلامية-كوثر"

تعتبر شركة دبي شريعة المحدودة لإدارة الأصول هي مبادرة تمويل إسلامي لمشروع مشترك بين شركة دبي للسلع وإدارة الأصول، وهي فرع من مركز دبي للسلع المتعددة، وشركة "شريعة كابيتال" والتي هي إحدى مؤسسات التمويل الإسلامي بالدولة. وهي تعمل على توفير منتجات استثمارية مرتبطة بالسلع ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ومن أهم منتجاتها ما يلي:²²

- صندوق الموارد العالمية والتعدين: ويهتم الصندوق بالبحث عن أسهم الشركات منخفضة القيمة التي تعمل في مجال استكشاف وتطوير وإنتاج الطاقة ومصادر الطاقة والمعادن وغيرها من الموارد.
- صندوق الذهب: يستثمر "صندوق دبي شريعة لإدارة الأصول الإسلامية - كوثر للذهب" في أسهم شركات تعدين الذهب العالمية في المقام الأول، ويأتي الصندوق دائماً ضمن أفضل 10 صناديق في قطاع المعادن والتعدين وفق تصنيف مؤسسة البحوث الرائدة "باركلي هيدج".

ومن خلال الجدول الموالي سيتم عرض نسبة العائد الصافي التي حققها هذا الصندوق (الذي يعتبر صندوق الصناديق) لكل شهر من أشهر السنوات الممتدة من 2009 إلى غاية 2016:

جدول رقم (01): نسبة العائد الصافي لصندوق "دبي لإدارة الأصول الإسلامية-كوثر" خلال الفترة 2009-2016.

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
الأسهم	-0.14	-5.94	2.75	5.11	0.47	-4.34	14.21	-2.58
الأسهم	-8.78	4.35	3.38	2.11	-2.59	6.90	11.84	-12.02

²¹ مجدي عبيد، «دبي للسلع المتعددة» يبني على نجاحات صناديقه الإسلامية في 2010، مجلة البيان، 2010/02/03، من موقعها: www.albayan.ae.

²² <https://www.dmcc.ae/ar/gateway-to-trade/financial-services/dsam>

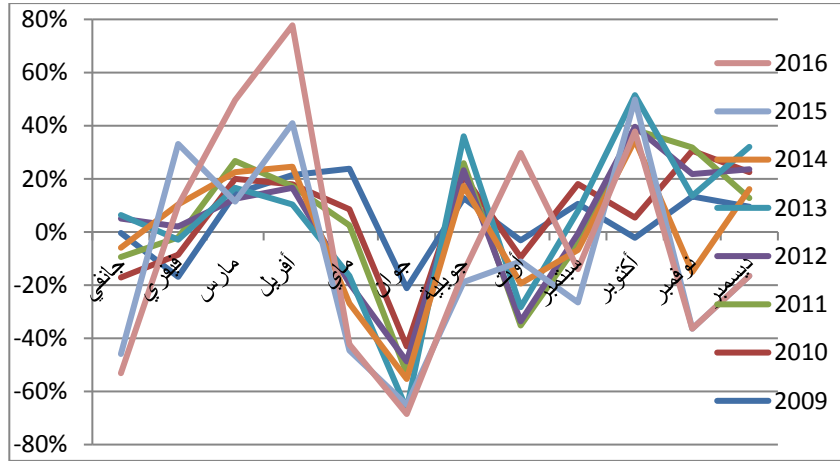
* بالنسبة لسنة 2016 لم يتم إدراج نسبة العائد الصافي للشهرين الآخرين من السنة (نوفمبر، ديسمبر) نظراً لعدم توفرها في فترة البحث.

مارس	6.05	2.31	2.82	-5.95	1.71	2.46	4.60-	15.95
أفريل	13.86	-2.25	-0.49	-0.38	-4.07	9.24	10.56	23.80
ماي	16.70	-10.74	-4.19	-15.28	1.92	-7.26	12.46-	1.63
جوان	-7.72	-7.99	-3.69	1.62	-6.54	4.13	3.55-	1.26-
جويلية	9.10	6.00	3.31	-1.90	9.15	-13.32	25.73-	2.71
أوت	-1.55	-3.19	-12.71	0.77	2.59	4.48	4.09	20.29
سبتمبر	10.30	7.27	-21.94	3.80	8.30	-14.32	19.32-	12.31
أكتوبر	-1.44	5.03	22.07	0.77	7.95	-11.29	10.19	8.03-
نوفمبر	5.70	7.35	0.54	-4.27	-3.51	-12.22	9.10-	-
ديسمبر	6.14	8.35	-6.26	6.96	5.40	-10.23	21.01-	-
المجموع	55.17	8.42	-18.79	-8.34	21.08	-40.04	57.84-	57.57

Source : Fund Fact Sheet Octobre 2016. www.dmcc.ae.

اعتمادا على الجدول أعلاه قمنا بإعداد الشكل التالي:

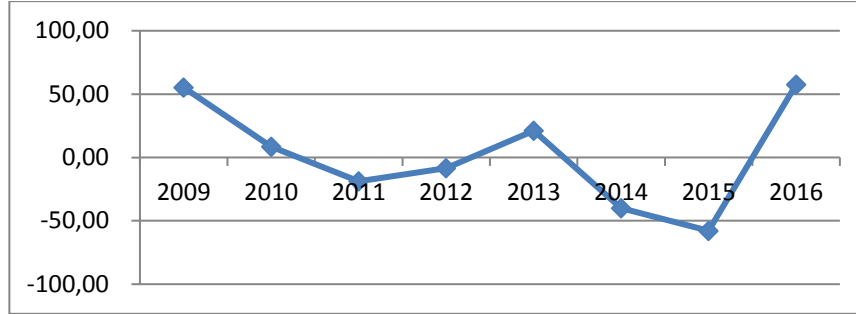
شكل رقم (1): تطور نسبة العائد الصافي لصندوق "دبي لإدارة الأصول الإسلامية-كوثر" خلال الفترة 2009-2016.



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الجدول أعلاه.

من خلال الشكل المدرج أعلاه نلاحظ أن نسبة العائد الصافي التي حققها صندوق "كوثر" متذبذبة خلال أشهر السنوات الممتدة من سنة 2009 إلى غاية أكتوبر 2016، إلا أن التطور الإيجابي هو الغالب خاصة في نهاية كل سنة، حيث نجد أن أغلب النسب قد ارتفعت وتطورها إيجابي، أي أن الصندوق يتبع استراتيجية طويلة المدى.

ولتحليل تطور العائد السنوي لصندوق "شركة دبي لإدارة الأصول الإسلامية-كوثر" قمنا بإعداد الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الجدول أعلاه.

من الشكل أعلاه نلاحظ أن النسبة السنوية لتطور العائد وصلت إلى 55.17% في سنة 2009، ولقد حقق بذلك المرتبة 99% على «مؤشر رويترز وليبرتاس للطاقة»، ليدخل بذلك قائمة أفضل 10 صناديق بين 2150 صندوقاً يغطيها المؤشر. بينما انخفضت في سنتي 2010 و2011، إلا أنها ارتفعت في السنتين الموالتين لتعاود الانخفاض في سنتي 2014 و2015. رغم الانخفاض الذي شهدته نسبة العائد السنوي لصندوق "كوثر" إلا أنه على العموم حقق أرباحاً معتبرة خلال الفترة 2009-2016 تمكنه من متابعة نشاطه وتطويره، وما تجدر الإشارة إليه أن الصندوق في خضم الأزمة المالية العالمية سنة 2009 حقق مكاسب تجاوزت 55%، وهذا يعتبر دليلاً على نجاعة الأدوات المتوافقة مع الشريعة التي يستعملها.

النتائج والتوصيات

- توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن إبرازها على النحو التالي:
- إن أهم الأدوات التقليدية السائدة حالياً لمعالجة المخاطر -وأشهرها المشتقات- تتجه إلى النقيض، فهي تفصل المخاطر عن الملكية، وتجعل المخاطر "سلعة" مستقلة. وهذا يؤدي إلى أن تسير إدارة المخاطر في اتجاه مغاير لمسار توليد الثروة، وتزاحمها من ثم على الموارد المتاحة.
 - إن سياسات صناديق التحوط الإسلامية تقدم إمكانات كبيرة للتمويل الإسلامي الذي يعاني نقصاً في أدوات إدارة المخاطر وبخاصة المخاطر طويلة الأجل، وأن العديد من سياسات التحوط تستند من الرغبة في تقليل المخاطر وهو ما يتفق مع جوهر تحريم المقامرة في الإسلام.
 - إن ابتكار أدوات مالية للتحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية يجب أن يخضع لضوابط وشروط متفق عليها من طرف هيئات إسلامية دولية.
 - عدم توفر ما يكفي من أدوات والآليات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للتحوط من مخاطر الاستثمار في السوق المالية الإسلامية.
 - استطاعت شركة "شريعة كابيتال" ابتكار أداة "بيع التقصير بالعربون" للتحوط من مخاطر الاستثمار في الأصول المالية الإسلامية، وحقق صناديقها التي تستعمل هاته الأداة إلى جانب آليات تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية عوائد معتبرة خلال الفترة 2009-2016.

بناءً على النتائج المتوصل إليها توصي الدراسة بمزيد من الاجتهاد في مجال الهندسة المالية الإسلامية الكفيلة بتوفير أدوات أكثر أصالة دون محاكاة نظيرتها التقليدية، تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

قائمة المراجع:

- 1- سعيد السامرائي، القاموس الاقتصادي الحديث، الطبعة الأولى، مطبعة المصارف، بغداد، 1980.
- 2- سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، جدة، 2007.
- 3- يوسف الشبيلي، المعاملات المالية، الجزء الثاني، الدروس التي أقيمت في المعهد الإسلامي بواشنطن بتاريخ 2001/10/24، موقع الدكتور يوسف بن عبد الله الشبيلي (www.shubily.com).
- 4- عمر عباينة، الأزمة المالية المعاصرة: تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
- 5- هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية: المعيار رقم 3 "التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل"، من موقعه: www.dfm.ae.
- 6- موقع "شريعة كابيتال": www.shariahcap.com.
- 7- محمد السهلي، "أسلمة صناديق التحوط...فكرتها جاءت من السعودية وبلورتها تمت على يدي فقيه وول ستريت"، مجلة الجزيرة، العدد 14376 بتاريخ 2012/02/07.
- 8- مجدي عبيد، «دبي للسلع المتعددة» يبني على نجاحات صناديقه الإسلامية في 2010، مجلة البيان، 2010/02/03، من موقعها: www.albayan.ae.
- 9- حسين غنيم، تحليل أخطار التمويل والاستثمار، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 1993.
- 10- عبد الكريم قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية – النسخة الرابعة 5-6 أبريل 2012، مرك بيان للهندسة المالية، الخرطوم.
- 11- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، البيان الختامي لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية بعنوان: "التحوط في المعاملات الإسلامية"، دبي، 26-27 أبريل 2016.
- 12- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 13- Marks Dosram, "Introduction to Risk Management and Insurance", 6th ED. , Prentice Hall, 1998, p: 6.
- 14- PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, Hedge funds, Leverage and the lessons of long-term capital management, 1, 1999.
- 15- Fund Fact Sheet Octobre 2016. www.dmcc.ae.