

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم التمويل والاستثمار

الهندسة المالية

مقرر

مال 422

رمز المقرر

5

رقم الوحدة

تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية (العقود)

موضوع الوحدة

تم دعم تنظيم المعرفة المتعلقة بهذا المقرر من قبل برنامج دعم المعرفة المتخصصة في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية. كامل حقوق البحث محفوظة للكرسي. لا يقبل نسخة أو نشره أو توزيعه أو الاقتباس منه أو استخدامه لأي غرض إلا بإذن خطي من الكرسي

كرسي

سابك

كرسي
سابك
Chair for Islamic Financial
Markets Studies
المالية الإسلامية



ملخص الوحدة السابقة

- * تم في الوحدة السابقة التعرف على المبادئ الأربع للهندسة المالية الإسلامية وهي: الحل والمناسبة والتوازن والتكامل
- * يؤدي تبني هذه المبادئ إلى حلول أكفأ من الناحية الاقتصادية وأسلم من الناحية الشرعية.
- * لم يرتق واقع الهندسة المالية الإسلامية لهذه المبادئ، بل الملاحظ هو أن المنتجات ابتعدت عن هذه المبادئ بشكل تدريجي خلال العقود الماضية.
- * يوجد استراتيجيات لتطوير المنتجات تعتمد على العرض القائم من المنتجات (المحاكاة – التقليد) وأخرى تهدف إلى الاستجابة للطلب الذي لم تتمكن المنتجات الحالية من الوفاء به.



المحتويات

أدوات إسلامية للتحوط

1

التحوط الاقتصادي

2

التحوط التعاوني

3

التحوط التعاقدى في المضاربة

4

التحوط التعاقدى في البيع الآجل

5

التحوط التعاقدى في السلم والاستصناع

6



الحصيلة التعليمية

بنهاية هذه الوحدة، يجب أن تكون قادراً على:

- * التعرف على عدد من المنتجات المطبقة أو المقترحة للتحوط من المخاطر المختلفة التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية.
- * شرح أنواع التحوط الاقتصادي.
- * شرح أنواع التحوط التعاوني
- * التعريف بأدوات التحوط القائمة على تطبيقات العقود.



أدوات إسلامية للتحوط

- * الهدف ليس القضاء على المخاطر ولكن تقليلها
- * المشكلة في الصناعة التقليدية:
 - * غلبة المضاربة على التحوط
 - * غلبة المعاوزات الصفيرية على تلك المولدة للثروة
- * طرق التحوط
 1. الاقتصادي
 2. التعاوني
 3. التعاقدية



التحوط الاقتصادي

- * تحوط يقوم به الفرد بشكل مستقل
- * أبرز أساليبه وأقدمها تنويع الأصول الاستثمارية
- * التنويع بين البيع الآجل (المرابحة = ديون نقدية) والسلم (ديون عينية)
- * الاعتماد على المشاركة بنسب أكبر لتحقيق التماثل (في الآجال) بين جانبي المطلوبات والموجودات
- * اختلال الآجال ودوره في الأزمة الأخيرة (الفصل الرابع-في بحث الأزمات المالية)



التحوط الاقتصادي

- * التحوط الطبيعي: استخدام عملة واحدة أو سلة عملات لأصولها والتزاماتها (تخفيض مخاطر العملات)
- * التحوط الحركي: تكوين محفظة تحقق غرض التحوط (كما في المشتقات) – ولكن قد تؤثر سلباً على استقرار الأسواق!



التحوط التعاوني

- * النشاط غير الربحي يشمل الإحسان (تقديم شيء بدون مقابل) والتعاون (تقديم شيء وانتظار مقابل)
- * التعاون وسط بين التبرع المحض والمعاوضة المحضة
- * الفرق بين التعاون والمعاوضة المحضة هو انتفاء الضمان (عدم الإلزام) في التعاون
- * مثال: التأمين التعاوني
- * يمكن استخدام الصيغ المقبولة للتأمين التعاوني للتحوط من شتى أنواع المخاطر من خلال اشتراك المؤسسات المالية في صناديق تعاونية



التحوط التعاوني

التحوط الثنائي لمخاطر العائد

- * تنشأ مخاطر العائد في التمويل بالبيع الآجل طويل الأجل
- * العائد يجب أن يكون ثابتاً في العقد، ولكنه يتغير خلال فترة التسديد
- * لا يمكن تغيير معدل العائد، والحل هو التعاون لتقليل المخاطر
- * إذا ارتفع العائد بمعدل 2% يقوم المتمول بزيادة ما يدفعه من أقساط بالمعدل نفسه (تسديد الدين دون تخفيض في حجم الدين الكلي مقابل التسديد)
- * إذا انخفض العائد بمعدل 2% يقوم المتمول بتقليل ما يدفعه من أقساط بالمعدل نفسه (تأخير الدين دون زيادة في حجم الدين الكلي مقابل التأخير)
- * التغير في معدل العائد يؤثر في مدة السداد (علاقة عكسية)



التحوط التعاوني

- * شرط الصحة: التراضي حين إجراء التعديل في مبلغ القسط والمدة دون التزام بذلك (أي ضمان ذلك) عند إنشاء العقد
- * النتيجة قروض متبادلة بدون فوائد



التحوط التعاقدى

* هي أدوات تحوط قائمة على عقود المعاوضة

1 - المضاربة

* هي صورة من صور المشاركة

* كانت الأكثر شيوعاً في التاريخ الإسلامي

* وهي المطبقة بين المصرف وعملاء الحسابات الاستثمارية، ولكن ليس

بين البنك والشركات المتمولة (بسبب ارتفاع المخاطر)

* المخاطر ناشئة بسبب تباين المعلومات وهي نوعين:

1. خطر الاختيار المعاكس (اختيار مضارب غير كفؤ و/أو غير أمين)

2. الخطر الاخلاقي (تلاعب المضارب بحسابات المضاربة)



التحوط التعاقدي

- * الحل تدقيق معلومات المضاربين لاختيار الأفضل (دور سمة!)
- * حل آخر: البيع الآجل لطرف ثالث
- * بعد دخول البنك كشريك مع المضارب يقوم ببيع نسبة من حصته من أصول المضاربة لطرف ثالث بالأجل وبمبلغ يساوي رأس مال المضاربة
- * K رأس مال المضاربة
- * يبيع جزء (a) من رأس مال المضاربة (aK) بسعر آجل يساوي K
- * يظل البنك مشاركاً بالنسبة المتبقية $((1-a)K)$ مع ضمان رأس ماله في نهاية المدة المتوقعة للمضاربة



منتج للتحوط التعاقدى

صندوق الراجحي المأمون

(هيئة الراجحي – القرار 421 - 1/629)

- * يمتلك الصندوق نيابة عن المستثمرين اسهم عالمية،
- * ثم يتم بيع حصة شائعة منها (85%) بالأجل لشريك جديد في الصندوق،
- * يتحمل المستثمرون (دون الشريك) مسئوليات إدارة الصندوق
- * يتم تقاسم الأرباح على النحو الآتي 30% للشريك و70% للمستثمرين، (ما مبرر اختلاف نسب الأرباح عن نسب ملكية رأس المال؟)
- * في حين تتوزع الخسارة عليهما حسب رأس المال (15% المستثمرون – 85% الشريك)



التحوط التعاقدي

- * حل آخر: المضاربة مع تأخير رأس المال
- * يمكن البنك من التحكم بتدفق النقدية من وإلى شركة المضاربة (تقليل احتمال التلاعب بالحسابات من قبل المضارب)



التحوط التعاقدى

2 - البيع الآجل

* من مخاطره:

* مخاطر السيولة (بسبب منع تداول = بيع الديون)

* مخاطر العائد (مقدار الدين ثابت في الذمة)

* مخاطر العملات

حلول

* الجمع بين البيع الآجل والمشاركة = البنك يحصل على عائد ثابت وربح من المشاركة (في المتوسطه يوجد علاقة عكسية بين الاثنين، وبالتالي يقلل الجمع بينهما من المخاطر)



التحوط التعاقدي

- * حل آخر: تنويع الثمن المؤجل لمعالجة مخاطر العائد والسيولة معاً
- * جعل الثمن المؤجل مكوناً من سلة عملات وأصول مالية قابلة للتداول.
- * مثال: شراء أصل بمليون دولار وبيعه بمبلغ 2.2 مليون دولار، مليون منها بالدولار (تمثل 45% من الثمن) والباقي (ويمثل 55% من الثمن) بأصول مالية قابلة للتداول
- * في هذه الحالة يصبح دين المرابحة قابل للتداول (لماذا؟)، وبالتالي يمكن بيعه ومعالجة مخاطر السيولة.
- * كما يتغير الثمن تبعاً لتغير قيمة الأصول المالية (مخاطر العائد)
- * حل مناسب للمدين (التسديد بسلع أو أصول مالية)



التحوط التعاقدي

*معالجة مخاطر العملات من خلال المرابحة (بديلا عن العقود الاجلة في العملات)

*يقوم البنك بشراء السلعة من المصدر بعملته وبيعها على المستورد بعملته (ويتحمل البنك الوسيط مخاطر العملة)

*النتيجة: ربط إدارة المخاطر بالنشاط الاقتصادي المولد للثروة



التحوط التعاقدي

3- السلم

* من مخاطره:

- * مخاطر السيولة (بسبب منع تداول دين السلم قبل قبضه)
- * مخاطر العائد (تغير سعر السلعة المسلم فيها وقت التسليم عن السعر المتوقع)
- * حل لمخاطر السيولة (السلم الموازي)
- * السلم الموازي: قيام رب السلم (الدائن) ببيع دين السلم الأول من خلال إصدار سلم جديد (بمواصفات السلم الأول) بضمانه بالسعر الذي يراه ولو اختلف عن سعر السلم الأول



التحوط التعاقدي

- * مخاطر العائد: انخفاض السعر عند التسليم من مصلحة المدين.
- * من الحلول: تجربة السودان (بند الإحسان)
- * من الحلول: السلم بسعر السوق وقت التسليم
- * مثال: يدفع المشتري مبلغ 10000 ريال مقابل كمية من القمح قيمتها عند التسليم 10500 ريال (القيمة محددة وليس المقدار)
- * يتم معرفة المقدار عند التسليم من خلال معرفة سعر السلعة في السوق
- * في المثال أعلاه: إذا كان سعر الطن من القمح 500 ريال فالكمية الواجب تسليمها 21 طناً $(500 \div 10500)$



التحوط التعاقدي

* هذه الصيغة تحمي الطرفين من التقلب في الأسعار وقت التسليم
* اعتراضات:

* كمية السلم مجهولة (ينافي شرط العلم)

* تتضمن ربا (الربح مضمون ولا توجد مخاطرة)

* ردود

* هذا الجهل لا يؤدي إلى النزاع

* هذه الصيغة هي معاوضة حقيقية (نقد بسلعة) ولا تنتهي بتسوية نقدية،
فالمشتري لا بد أن يقبض المسلم فيه ويدخل في ضمانه (مخاطرة) قبل بيعه
في السوق بربح.



التحوط التعاقدي

* الصيغة مماثلة للمرابحة

- * في المرابحة المصرف يشتري السلعة نقدا ثم يبيعها بالأجل
- * في السلم بالسعر (المسالمة) المصرف يشتري السلعة بالأجل ويبيعها نقداً
- * معاوضة غير صفرية (الطرفين يمكن أن ينتفعا)
- * ولا تولدا ديونا كالعينة والتورق المصرفي
- * تطبيق لهذه الصيغة: إصدار أسهم بالقيمة (دون تحديد عدد الأسهم وقت الإصدار)
- * معالجة مخاطر العائد الثابت: تنويع المسلم فيه: بعضه بالسعر (ثابت)، والبعض الآخر بالكمية (متغير حسب ظروف السوق)



التحوط التعاقدي

4 - الاستصناع

* الاستصناع في الممارسة المصرفية الإسلامية الحالية صفقة تمويلية ذات طبقتين Two tier package (استصناع أولي/ استصناع موازي) ويقوم على عملية صناعية منفردة. لكن يعاب عليه :

1. **تكلف في تركيبه الهيكلي:** يجعله غير قادر على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في توفير التمويل الصناعي بالمرونة والسلاسة اللازمة .
2. **ارتهان للملاءة الائتمانية:** يجعله قاصراً على تمويل الشركات الكبرى ذات الملاءة المالية العالية والسجل الائتماني المعروف – علماً أن التطور الصناعي رهين بدعم المؤسسات الناشئة أو الوسيطة (SMEs)



التحوط التعاقدي

المرونة التشغيلية لعقد الاستصناع

تسريع الثمن
تمويل

تسريع كل الثمن:
تمويل كما في السلم

تأجيل الثمن
تحوط نوعي

تأجيل كل الثمن:
استصناع تحوطي

الاستصناع التحوطية: يتم فيه تأجيل كامل الثمن إلى وقت التسليم (يختص بخدمة التحوط وليس التمويل).



التحوط التعاقدي

* الاستصناع التحوطي يختص بأداء الدور التحوطي السعري بدلاً من الدور التمويلي الراهن، وهذا يزيد من فرص التمويل النقدي على أساس صيغ المشاركة /المضاربة، لأنه يعالج المخاطر المذكورة آنفاً :

- مخاطرة أسعار السوق market price risk (صفقات صناعية مستقبلية مبرمة مسبقاً بين بائع ومشتري، لذا تضمن العائد المستقبلي)
- المخاطرة الأخلاقية moral hazard (التقييم المالي يبني على كفاءة المشروع مع إلزامية الصفقة المستقبلية لا على الملاءة الائتمانية)
- مخاطرة الاختيار المعاكس adverse selection (دخول الضامن/ صانع السوق سوف يحد من هذه المخاطرة)



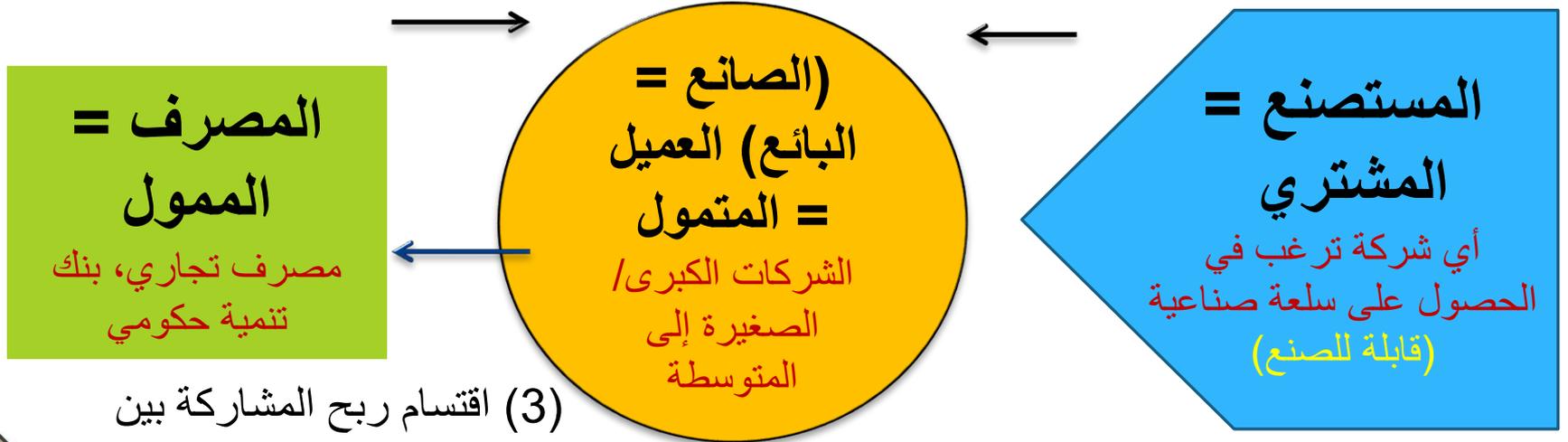
التحوط التعاقدي

كيف يمكن استخدام الاستئصناع التحوطي للتمويل بالمشاركة؟

المنتج يقدم ببساطة تمويل بالمشاركة للمؤسسات الصناعية مدعوم بالاستئصناع التحوطي لدرء المخاطرة

(1) توقيع عقد استئصناع تحوطي بين الصانع والمستئصنع - عقد ملزم ومربوط بضمان

(2) توقيع عقد تمويل بالمشاركة متحوط بين المصرف والعميل



(3) اقتسام ربح المشاركة بين العميل والمصرف



التحوط التعاقدى

آلية تطبيق المنتج في سوق منظمة



1. اتفاقيات مشاركة بين الوحدات الصانعة والجهات الممولة (مثل صندوق التنمية الصناعي) على إنتاج كميات ونوعيات معينة من المصنوعات لمقابلة الطلب في سوق الاستصناع
2. الدخول من خلال مداورات السوق المنظمة في عقود استصناع بين الوحدات الصانعة والوحدات المستنعة لإنتاج كميات من المصنوعات وبأثمان محددة
3. دخول الجهة أو الجهات الضامنة (مثل برنامج كفالة) بإضافة خدمة المقاصة لضمان تنفيذ صفقات الاستصناع



الإيجار التمويلي

- * الإيجار التمويلي هو المسمى الجديد الأكثر استخداماً لمنتج الإجارة المنتهية بالتملك ، وفي بعض الدول منتج الإجارة والاقتناء
- * لمنتج الإيجار التمويلي مزايا على عقود المرابحة والسلم والاستصناع فيما يتعلق بمخاطر السيولة والعائد
- * مخاطر السيولة: باعتبار أن الممول يملك الأصل المؤجر ، فهذا يتيح له بيع العقد للحصول على السيولة عند الحاجة إليها
- * مخاطر العائد: يجيز عدد من الفقهاء تحديد الأجرة بالاستعانة بمؤشر مقبول لدى الجميع بحيث يقسم العقد إلى مدد إيجارية ويتم تحديد مقدار الأجرة بشكل قاطع قبل بداية كل مدة إيجارية حسب المؤشر في الفترة السابقة



الإيجار التمويلي

- * يرى بعض الفقهاء أيضاً إمكان تجديد عقد الإجارة لفترة لم تستحق أجزائها بعد، وهو ما يسمح بمد فترة التمويل والدين (ويستخدم التجديد عملياً لإعادة جدولة الدين) الممنوع في حال المرابحة.
- * يتفوق عقد الإيجار التمويلي بميزة زكوية أيضاً (ما هي؟)
- * عقد الإيجار التمويلي في أنظمة التمويل التي أقرت مؤخراً (راجع موقع مؤسسة النقد) يتضمن ما يسمى بحق التملك لحماية المتمول في حال فسخ العقد. وهو يجعل عقد الإيجار التمويلي نظير لعقد إجارة مع حق المستأجر في الشراء (هل هذا يجوز؟)



المراجع

- * للتفاصيل حول هذه المحاضرة يراجع بحث د. سامي السويلم
- * التحوط في التمويل الإسلامي
- * ص 135-164
- * كتاب الاستصناع التحوطي للدكتور سيف الدين إبراهيم



المصطلحات الأساسية

Term	الترجمة
Economic Hedging	التحوط الاقتصادي
Natural hedge	التحوط الطبيعي
Dynamic hedge	التحوط الديناميكي (= الحركي)
Cooperative hedging	التحوط التعاوني
Contractual hedging	التحوط التعاقدية
Liquidity risks	مخاطر السيولة
Rate of return risks	مخاطر معدل العائد
Istisnaa (Premanufacturing)	الاستصناع

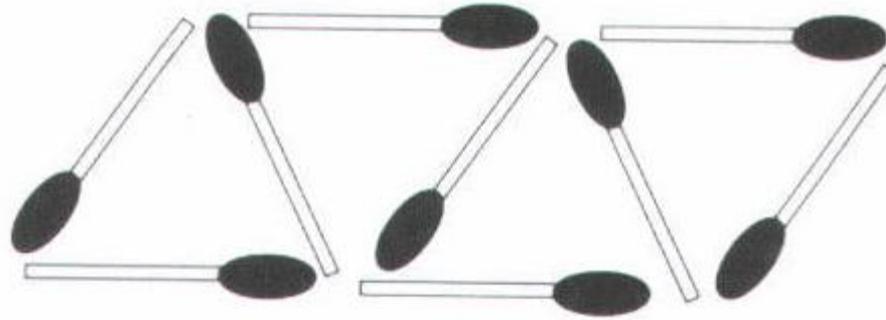


ملخص الوحدة

- * تم في هذه الوحدة معرفة بعض أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة والتي تنقسم إلى (تحوط اقتصادي، تحوط تعاوني، تحوط تعاقدية)
- * يوجد صيغ مبتكرة للتحوط تعاقدياً من مخاطر معدل العائد والسيولة التي تتضمنها صيغ المضاربة والبيع الآجل والسلم
- * استفادة الصكوك الإسلامية من عمليات التوريق التي نمت بشكل كبير في التمويل التقليدي في العقود الأخيرة.
- * لا تزال تعاني سوق الصكوك من تحديات كبيرة بسبب الإشكالات الشرعية في هياكلها المطبقة على اختلاف أنواعها



مرن عضلات مخك



تم في الشكل أعلاه تكوين أربعة مثلثات باستخدام تسعة
أعواد

المطلوب: استبعد ثلاثة أعواد وكون باستخدام الأعواد
الستة المتبقية أربعة مثلثات.



موعدنا في المحاضرة القادمة

