

(مستخرج)

رِصَالُ الْمَعْرِفَةِ

مجلة علمية محكمة ربع سنوية

تصدرها

مجتمع المصريات للاقتصاد والسياسي الإحصاء والنشر

استخدام المشتقات المالية ضد التحوط من مخاطر العملة
(سعر الصرف وسعر الفائدة) في ضوء التجربة المصرية

د. محمد عون إبراهيم علي

دكتورة المالية العامة، جامعة بني سويف، جمهورية مصر العربية



أبريل ٢٠٢٥

العدد ٥٥٨

السنة المائة وستة عشر

القاهرة

L'EGYPTE

CONTEMPORAINE

Revue Scientifique arbitrée .. Quart annuel

de la

société Egyptienne d'Economie Politique de Statistique

et de Législation

Using financial derivatives in hedining against currency risks
(interest rate and exchange rate) in the light of last Egyptian Experince

Dr. Mohamed Oun Ibrahim Ali

Ph D holder in Public Fiance



April 2025

No. 558

CXVI itème Année

Le caire

استخدام المشتقات المالية ضد التحوط من مخاطر العملة (سعر الصرف وسعر الفائدة) في ضوء التجربة المصرية

د. محمد عون إبراهيم علي

دكتورة المالية العامة، جامعة بني سويف، جمهورية مصر العربية

ملخص:

ظهرت في الآونة الأخيرة عقود المشتقات المالية التي تعددت أنواعها، من عقود المبادلة والعقود الآجلة والخيارات، وتستخدم هذه العقود في أغراض متعددة عديدة، أهمها المضاربة والتحوط. وتستخدم المشتقات المالية للتحوط في مجالات مختلفة، ولكن أكثرها شيوعاً هو المجال المصري. إذ تستخدم هذه المشتقات في التحوط ضد مخاطر العملة، وأهمها مخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائدة. ويخضع استخدام عقود المشتقات المالية في التحوط لضوابط مختلفة منها أن تكون التعاملات في عقود الخيارات مقتصرة على أشخاص القانون العام، ولا يجوز للمؤسسة أو الشخص الاعتباري استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد المخاطر المرتبطة بعدم سداد الأصول، وهذا القيد من شأنه حماية العملاء من التعرض لكافة المخاطر المرتبطة بمعاملات المشتقات المالية.

وقد استخدمت عقود المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة في الاستجابة لمتطلبات صندوق النقد الدولي بقصد الحصول على حزم القروض من الصندوق، من خلال تثبيت سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار، وهو ما اقتضى من الحكومة المصرية العمل على مسارين متوازيين، هما: إنشاء غرفة مقاصة لتسوية التعاملات على المشتقات المالية، والثاني تعديل النظام القانوني للتعامل على المشتقات المالية، بما يقلل من المخاطر المرتبطة باستخدام تلك المشتقات المالية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية؛ صندوق النقد الدولي؛ التحوط؛ الخيارات؛ العقود الآجلة؛ سعر الصرف؛ سعر الفائدة.

Using financial derivatives in hedining against currency risks (interest rate and exchange rate) in the light of last Egyptian Experince

Dr. Mohamed Oun Ibrahim Ali

Ph D holder in Public Fiance

Abstract

In the last five years, the Egyptian state witnessed impressive restrictions in the financial system and shortage in the foreign currency, so the Egyptian government resorted to the International Montery Fund (IMF) to get a package of loans, but its request was conditioned on reforming the financial system, in particular stabilizing the exchange rate of Egyptian pound that lost about 40% of its value. For this purpose, applied approach with two parts for hedging against currency risks. Firstly, it reformed the legislative systems and enacted new legislations suitable for the nature of these financial derivatives, and established clearing house for settling transactions on these derivatives. The second part of this approach is concluding an agreement with international financial organizations for hedging against risks of exchange rate of Egptian pound against dollar for determined period.

These measurements contributed in relative stabilization of exchange rate of Egyptian pound, so IMF agreed to grant Egypt the package of loans to overcome shortage of foreign currency in the local market.

Finally, to encourage using financial derivatives, a fund for compensation victims of finanacial derivatives transactions was established.

مقدمة:

يمكن تعريف المشتق بأنه: ورقة مالية تستمد قيمتها من مشتق، والذي قد يكون أصلاً أو أكثر أساسياً، وقد تكون هذه الأصول إما سلع أو بضائع أو أسعار فائدة، وليس بالضرورة أن تكون أصول تلك المشتقات المالية أصولاً تقليدية^(١)، كما عُرِّفَ بأنه: أدوات تشتق عائداً من أوراق مالية أخرى؛ أي: أن أدائها يتوقف على أصول أخرى^(٢).

استُخدمت المشتقات المالية على نطاق واسع في الآونة الأخيرة نتيجة انتشار التكنولوجيا، إذ أتاحت فرصة لدرء المخاطر المالية من خلال استخدام تلك المشتقات في التحوط ضد هذه المخاطر، لما لها من قدرة على زيادة كفاءة إدارة المخاطر^(٣)، إلا أن هذه الجهود قد اصطدمت بفراغ تشريعي ينظم التعامل في المشتقات المالية^(٤)، وهو ما أدى إلى إساءة استخدام تلك المشتقات المالية، لا سيما عقود المبادلات، قد تسبب في الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالعالم عام ٢٠٠٨، التي يشبّها الكثيرون بالكساد العظيم الذي ضرب العالم في ثلاثينيات القرن الماضي بآثاره الاقتصادية السلبية^(٥).

أما التحوط فيعرف بأنه: « فن إدارة مخاطر الأسعار بأخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات، من خلال نقل أو توزيع المخاطر إلى أطراف أخرى لها قدرة على تحمل تلك المخاطر »^(٦).

أمّا عن عقود المشتقات المالية التي يمكن استخدامها في التحوط من المخاطر فإنها تشمل على أنواع مختلفة، منها: عقود المبادلات وعقود الخيارات والعقود المستقبلية. وتستخدم عقود المشتقات المالية في وظائف مختلفة، منها المضاربة في

(1) Bamidele O A, 2024. Hedging with financial derivatives and firm performance of consumer goods companies Listed on Nigeria Exchange Group, International J. Research and Innovation in Social Science, 3(1): 2358.

(٢) د. سمير عبد الحميد رضوان: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، ٢٠٠٥، ص: ٥٨.

(٣) د. محمد عنتر أحمد: المشتقات المالية، مطبوعات جامعة القاهرة، ٢٠٢١، ص: ١٢-١٤.

(٤) د. علاء التميمي عبده: التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الثاني، ٢٠١٧، ص: ٤٦٢.

(5) Simon Grima, 2012. The Current Financial Crisis and Derivative Misuse, Online Journal of Social Sciences Research, Vol. 1(8), pp. 265-276.

(٦) د. سمير عبد الحميد رضوان: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، المرجع السابق، ص: ٢١٧.

سوق الأوراق المالية، والتحوُّط ضد الأنواع المختلفة من المخاطر^(١)، ويُعدُّ استخدام المشتقات المالية في التحوُّط من المخاطر، لا سيما مخاطر العملة من سعر الصرف وسعر الفائدة، محل دراستنا مع التركيز على التجربة المصرية في هذا الخصوص.

مشكلة الدراسة:

تواجه الدولة شُحاً في السيولة من العملات الأجنبية، وارتفاع تقلُّبات سعر الصرف وسعر الفائدة، وهو ما أدَّى إلى زيادة معدلات التضخم، وارتفاع الأسعار بصورة كبيرة، بما استدعى ضرورة البحث عن وسائل للتحوُّط ضد مخاطر العملة، لتثبيت سعر صرف الجنيه المصري، لتحقيق طلبات صندوق النقد الدولي للحصول على حزم القروض من العملة الأجنبية.

أمَّا المشكلة الأخرى، فهي أن استخدام المشتقات المالية في عملية التحوُّط ضد مخاطر العملة يُصاحبها مخاطر مختلفة، وهو ما اقتضى بحث هذه المخاطر، وبحث حلول للتغلب عليها.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة الحالية إلى بحث مدى فاعلية استخدام المشتقات المالية في التحوُّط ضد مخاطر العملة (تقلُّبات سعر الصرف وسعر الفائدة)، وبيان محددات كفاءة المشتقات المالية في عملية التحوُّط من هذه المخاطر، مع التركيز بصورة خاصة على شرح التجربة المصرية الحديثة في هذا الخصوص.

منهجية الدراسة:

من أجل تحقيق الدراسة لأهدافها، فقد استخدمت المنهج التحليلي المقارن، من خلال تحليل النصوص القانونية المرتبطة بالتعاملات على المشتقات المالية في ضوء آراء الفقه وأحكام القضاء المقارن، لبيان المعوقات التي تحول دون استخدام عقود المشتقات المالية المختلفة في التحوُّط ضد مخاطر العملة (سعر الصرف وأسعار الفائدة).

(1) Heinemann, S., 2011. Financial and responsibility: how to deal ethically with financial risks, Finance and Bien Commune 39, pp.45-56.

خطة الدراسة:

تتكوّن الدراسة الحالية من ثلاثة مباحث: يُعالج المبحث الأول التعاملات في عقود المشتقات المالية والمخاطر المرتبطة بها. بينما يُعالج المبحث الثاني التجربة المصرية في استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر سعر الصرف. ويُعالج المبحث الثالث المخاطر المرتبطة باستخدام المشتقات المالية في التحوط وطرق التغلب عليها، وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول

التعاملات في عقود المشتقات المالية والمخاطر المرتبطة بها

تمهيد وتقسيم:

تقوم الأنشطة الاقتصادية على الاستثمار والتجارة، والتي في كثير من الأحيان ما تتم بعملة أو عملات أجنبية، تتعرض لمخاطر مختلفة، والتي أبرزها مخاطر بتقلبات سعر الصرف وسعر الفائدة، وهو ما يقتضي التحوط ضد هذه المخاطر من خلال استخدام المشتقات المالية. وتعتمد كفاءة عملية التحوط على عدة محددات، منها نوعية المخاطر التي يتم التحوط منها، ونوعية المشتقات المالية التي يتم التحوط منها، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول

مخاطر العملة

قبل بحث استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد المخاطر المرتبطة بالعملة، فمن الأهمية بمكان إلقاء الضوء على مخاطر العملة، التي تشتمل على كل من مخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائدة. ومخاطر العملة هي المخاطر المرتبطة باستخدام عملة أجنبية في التعاملات التجارية بيعاً وشراءً، والتي من شأن التقلب في أسعارها التأثير بصورة كبيرة على إيرادات المؤسسة^(١).

(١) د. بن علي بلعزوز - د. عبد الكريم قندوز - د. عبد الرزاق حبار: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، ط١، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٣، ص: ٨٨.

يُعرّف سعر الصرف بأنه: سعر أحد العملات مقابل عملة أخرى، أو بمعنى آخر: يُعبّر عن القوة الشرائية لإحدى العملات في مقابل عملة أخرى، ويُعدّ مقياساً للأداء الاقتصادي للدولة، ومؤشراً لاستقرارها السياسي والاقتصادي^(١).

وقد ظهرت مخاطر سعر الصرف في مصرفي بداية عام ٢٠٠٢ عندما أعلن البنك المركزي المصري عن التحول من نظام سعر الصرف الثابت إلى النظام الموعوم المتحكم فيه، وإن كانت هذه الخطوة وحدها غير كافية لتحسين سوق سعر الصرف، وهو ما اقتضى من البنك المركزي اتباع المزيد من الخطوات في سبيل تحقيق ذلك^(٢).

ومؤخراً، انخفض سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار، حتى وصل إلى مستويات غير مسبوقة (٥٠ جنيهه / دولار) في البنوك الحكومية، ليصل سعر الصرف لأكثر من ذلك في السوق السوداء. وتعدّ مخاطر سعر الصرف إحدى صور المخاطر المالية التي تنشأ من التقلبات المحتملة في سعر إحدى العملات مقابل عملة أخرى أو سلة عملات، لذلك فإن التعاملات باستخدام العديد من العملات يمكن أن يعرّض الدولة لمخاطر العملة المرتبطة، كما هو الحال في عمليات الصرف والاقتراض والاستثمار بالعملة الأجنبية، لذلك فإن أي تذبذب في سعر الصرف، حتى وإن كان قليلاً، يمكن أن يؤثر بصورة عكسية على الموازنة العامة وعلى الخطة الاقتصادية وخطة التنمية، وتتحمل الخزنة العامة أموالاً طائلة^(٣).

وفي هذه المواقف، فمن الضروري التوصل إلى حلول مبتكرة للتغلب على هذه المخاطر. وإذا فشلت الدولة في التغلب على هذه المخاطر، فيمكن أن تسجل معدلات تضخم أعلى، فتزداد الأسعار بصورة كبيرة، وهو ما ينعكس سلباً على كافة الجوانب الاقتصادية للدولة، الاجتماعية والسياسية، وقد ازدادت أسعار السلع والبضائع بصورة كبيرة، وانخفضت القوة الشرائية للجنيه المصري، وتم تصفية العديد من الشركات، وازدادت معدلات البطالة^(٤)، لذلك تبنى البنك المركزي المصري

(1) Nagwa M. El Agroudy, Fatima A. Shafiq and Soheir Mokhtar, 2015. The Effect of the Rise in the Dollar Rate on the Egyptian Economy, Middle East Journal of Applied Sciences, Vol. 5(2), pp.509-514.

(2) Sami Z. Alabdulwahab and Ahmed Sabry Abou-Zaid, 2023. Sources of real exchange rate fluctuations in Egypt, Review of Economics and Political Science, DOI 10.1108/REPS-05-2022-0032

(3) <https://alarabiya.net>.

(4) Nguyen, M., 2012. Using financial derivatives to hedge against currency risk British large and medium-size firms, Ph D Thesis, Arcada University of Applied Sciences International Business, p.13.

إستراتيجيات مختلفة للتغلب على التذبذب فى سعر صرف العملات الأجنبية، خاصة الدولار واليورو، لا سيما وأن الاقتصاد المصري قد تأثر بصورة شديدة بالأزمات العالمية، مثل الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨، كما انخفضت إيرادات مصر من العملة الأجنبية بصورة كبيرة نتيجة جائحة كورونا (٢٠٢٠-٢٠٢٢)، التي أثرت بصورة سلبية على القطاعات الاقتصادية التي تُدر إيرادات بالعملية الصعبة، أهمها قطاع السياحة، لذلك خفّض البنك المركزى قيمة الجنيه المصري للمرة الثالثة فى يناير ٢٠٢٣، وفقد الجنيه المصري حوالي ٤٠٪ من قيمته، وهو ما أدى إلى عدم استقرار التجارة^(١).

علاوة على الأزمات السابقة، فإن الصراعات العسكرية فى الشرق الأوسط، وعسكرة البحر الأحمر من جانب العديد من الدول، وتعرّض السفن التجارية فى البحر الأحمر لهجمات الحوثيين فى اليمن (٢٠٢٢-٢٠٢٤) ما أدى إلى خفض إيرادات قناة السويس بما يقرب من ٦٠٪، وهو ما تسبّب فى خفض سعر صرف الجنيه المصري وفقاً لتقرير صندوق النقد الدولي عام ٢٠٢٤^(٢).

أمّا الصورة الثانية من صور مخاطر العملة فتتمثل فى مخاطر سعر الفائدة، فالتغيرات فى أسعار الفائدة فى السوق تُسبّب خسائر للشركات، وترتبط هذه الصورة من صور مخاطر العملة بالحساسية التي تتعرّض لها استثمارات الدولة، وأن الزيادة فى أسعار الفائدة تدفع المقرضين والمؤسسات المانحة والمؤسسات الائتمانية لزيادة أسعار فائدة القروض التي تمنحها^(٣).

(1) <https://www.cnbcarabia.com>

(2) <http://www.imf.org>

(3) Wanying Huang and Xinrun Yao, 2021. Financial derivatives and their application in enterprises, Advances in Economics, Business and Management Research. 203, p.3278.

المطلب الثاني

محددات كفاءة التحوط ضد مخاطر العملة

فى الواقع، فإن المشتقات المالية لا يمكنها إزالة كل المخاطر من السوق، ولكن يمكنها أن تعيد توزيع هذه المخاطر بثمن أو مقابل إلى أطراف أخرى يمكنها تحمل هذه المخاطر، بمعنى آخر: يمكن لهذه المشتقات المالية إدارة المخاطر^(١)، وقد وجد أن كفاءة المشتقات المالية فى التحوط من هذه المخاطر يمكن أن تعتمد على عدد من العوامل، منها:

1. الحق فى فسخ عقود المشتقات المالية، وهو ما يجعل عملية التحوط أقل فاعلية^(٢).

2. نوع المشتقات المالية التي يمكن استخدامها فى عملية التحوط، إذ وجد أن عقود الخيارات قد زادت من المخاطر المرتبطة بها، فى حين أن عقود المبادلات قللت بصورة كبيرة مخاطر سعر الصرف فى البنوك^(٣). وفي القطاع المصرفي، فقد استخدمت عقود الخيارات فى التحوط ضد مخاطر سعر صرف العملات الأجنبية والتقلبات فى الأصول المالية اعتماداً على وضع أو موقف مقابل عن التعامل فى المشتقات المالية.

وفي بريطانيا، أقر النظام الإنجليزي فى يوليو ١٩٨٨ باستخدام عقود المبادلات فى التحوط ضد مخاطر القروض الفردية، كما صدرت القرارات التي تحظر استخدام المشتقات المالية فى قطاعات مختلفة، وأدى عدم مشروعية عقود المشتقات المالية الأخرى فى عملية التحوط، إلى تفكيك الكثير من عقود المشتقات المالية الأخرى فى الوكالات والمؤسسات الحكومية، التي كانت تستخدم صوراً مختلفة من عقود المشتقات المالية فى التحوط ضد هذه المخاطر^(٤).

(1) Preeti Garg, Rashmi Sharma, Jaipur, Rajasthan, 2024. Risk Management Using Derivatives: Review of Literature, Naturalista Campano. 28(1), p.1435.

(2) Henri Louberge and Marti Subrahmanjan, 1996. Financial risks and derivatives, London, p.94.

(3) Chaudhry, M.K., Christie-David, R., Koch, T.W., & Reichert, A.K., 2000. The risk of foreign currency contingent claims at US commercial banks, Journal of Banking and Finance, 24, pp. 1399-1417; Choi, J., & Elyasiani, E., 1997. Derivative exposure and the interest rate and exchange rate risks of US banks. Journal of Financial Services Research, 12, pp. 267-286.

(٤) د. علاء التميمي عبد: التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، المرجع السابق، ص: ٥٤١.

3. كما تعتمد كفاءة وفاعلية التحوط على نوعية المخاطر التي يمكن التحوط منها، لذلك يجب خلال عملية التحوط الأخذ في الاعتبار لنوعية المخاطر وتكلفة عملية التحوط^(١).

وتكون عملية التحوط أكثر كفاءة وفاعلية إذا كان هناك ارتباط وثيق بين سعر الأصل المغطى في السوق الحاضر وسعره في عقد المشتقات المالية، ويمكن تقدير قوة هذه العلاقة باستخدام معامل الارتباط، فإذا كانت قيمة معامل الارتباط تساوي ١، فهو مؤشر على أن مخاطر السعر قد تم تغطيتها بصورة كاملة، أما إذا كانت قيمة المعامل أقل من ١، فهو مؤشر على أن جزءاً من مخاطر السعر لا يزال لم تتم تغطيته بعد، والذي يُطلق عليه الخطر الأساسي، حتى وإن تم استخدام تلك المشتقات المالية بالصورة الملائمة وبحجم مناسب. ويرجع هذا الخطر الأساسي إلى الفرق بين شروط العرض والطلب في السوق الحاضر عنه بالنسبة لشروط العرض والطلب في سوق المشتقات المالية المستخدمة في عملية التحوط، لذلك فإن التحوط باستخدام المشتقات المالية لا يمكنه أن يزيل تماماً تلك المخاطر^(٢).

وأحياناً ما تكون البنوك ومديرو محافظ الأوراق المالية مهتمين بالتحوط ليس فقط ضد سعر صرف واحد، ولكن ينصب اهتمامهم أيضاً على التحوط ضد الصدمات في كل منحني الإيرادات، ويُطلق على التحوط ضد مخاطر كل منحني الإيرادات مصطلح التحصين «immunization»، وهو موضوع معقد لاقى اهتماماً كبيراً من جانب المتخصصين في المجال المالي^(٣).

ويمكن أن تتضمن عملية التحوط المزج ما بين استخدام العقود المستقبلية لسعر الفائدة والمشتقات المالية لسعر الفائدة^(٤). وإن كان هذا الرأي ينطوي على جانبين من الخلل، هما: أولاً: يعني تخفيض المخاطر خفض العائد المتوقع، فعملية التحوط تقوم على المفاضلة ما بين المخاطر والعائدات المتوقعة، اعتماداً

(1) Smith, C. W., and R. M. Stulz, 1985. The Determinants of Firms' Hedging Policies, J. Financial and Quantitative Analysis, 20, pp. 391-405.

(2) Mano, E., 2013. The impact of the derivatives' use as a hedging instrument in the European banking sector, Tilburg University, pp.4-5.

(3) Martinez, M.A., Herran, V., and Carezo, M.A., Models of financial immunization behavior on the Spanish public debt market, Global J. Business Research, Vol 2(1), 2008, pp.101-109.

(4) Robert W. Kolb and James A. Overdahl, 2003. Financial derivatives, 3rd ed., John Wiley & Sons, Inc., p.77.

على تفضيلات المخاطر من جانب التاجر الفرد، وعندما تتم عملية التحوُّط في شركات عامة فإنها لا تُضيف قيمة إلى المساهمين^(١).

ثانياً: وجد أن تنظيم سوق رأس المال يخلق حوافز قوية لدى الشركات لاتخاذ قرارات لتعظيم قيمة الفائدة، إلا أن كثيراً من القرارات المتعلقة بعملية التحوُّط لا تتم بسبب الاعتراضات التي يُبيدها المساهمون^(٢).

(١) منال بلعابد - ليلى غفوري: تحليل أثر المشتقات المالية للتحوط: دراسة تطبيقية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد ٦١، عدد ١، ٢٠٢٢، ص: ٥٠٢ - ص: ٥٠٤.

(2) Robert W. Kolb and James A. Overdahl, 2003. Financial derivatives, Op. Cit., pp.84-85.

المبحث الثاني

تقييم التجربة المصرية لاستخدام المشتقات المالية فى التحوط من مخاطر العملة

تمهيد وتقسيم:

يواجه استخدام المشتقات المالية فى عملية التحوط ضد مخاطر العملة العديد من المعوقات، من بينها قصور النظام التشريعي، لذلك عمل المشرع المصري على التغلب على ذلك من خلال تحديث المنظومة التشريعية بما يلائم طبيعة تلك المشتقات المالية، وبموجب هذه التعديلات التشريعية فقد أجاز للبنوك استخدام خمسة أنواع من عقود المشتقات المالية فى التحوط ضد مخاطر العملة من حيث أسعار الصرف وأسعار الفائدة، ومنح هذه الشركات اعتمادات مصرفية يمكنها من خلالها استيراد السلع والبضائع من الخارج، وإجراء التحويلات المالية إلى الخارج. ولضمان عدم الانحراف فى استخدام عقود المشتقات المالية لذلك أجاز المشرع المصري استخدام تلك المشتقات للشركات والمؤسسات دون الأفراد، وهو ما يمكننا بيانه على النحو التالي:

المطلب الأول

الإطار التشريعي لتعاملات المشتقات المالية

وخلال الأحداث المالية المضطربة الأخيرة، أدركت الحكومة المصرية أهمية التعامل فى المشتقات المالية؛ من أجل توفير السيولة المطلوبة لتمويل المشروعات القومية وتقليل الاعتماد على الضرائب^(١). ومن أجل إضفاء المصداقية على التعاملات فى المشتقات المالية، يجب أن تتم هذه التعاملات فى سوق الأوراق المالية، والذي تلزم قوانينه كل المساهمين والمستثمرين على الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بتلك التعاملات، مما يحقق الشفافية، ويمنع التلاعب فى تلك التعاملات، وأن تخضع هذه التعاملات لرقابة وإشراف هيئة الرقابة المالية.

(1) Bryan, D., and Rafferty, M., 2006. Capitalism with derivatives a political economy of financial derivatives, Capital and Class, Palgrave Macmillan, p.122.

علاوة على ذلك، فقد نصَّ الدستور المصري الحالي على ضرورة إجراء التعاملات على العقود الآجلة في سوق الأوراق المالية، وهو ما يُحقّق الشفافية، وتقليل المخاطر المرتبطة بالتعاملات على المشتقات المالية^(١)، ومن ثم كان التعديل التشريعي للتعامل في المشتقات المالية هو وفاء لمقتضى دستوري.

وفي هذا السياق، ومن أجل توسيع نطاق استخدام المشتقات المالية في التحوّط ضد مخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة، فقد سمحت المادة ٤١ من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمادة ١٧٣ من لائحته التنفيذية للبنوك وشركات التأمين بإنشاء صناديق استثمار بعد موافقة البنك المركزي، أو الهيئة العامة للتأمين؛ بقصد التعامل في المشتقات المالية، إذ أدركت كلٌّ من البنوك وشركات التأمين حاجتها للتحوّط من مخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة^(٢)، وإن كانت البداية الفعلية للتعامل في المشتقات المالية مع صدور القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، الذي عدّل قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، إذ أجاز القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ تداول العقود الآجلة وغيرها من المشتقات المالية في البورصة المصرية، تحت إشراف هيئة الرقابة المالية. وهو ما قلل إلى حد كبير المخاطر المرتبطة بالتعامل في المشتقات المالية. ويمكن لهيئة الرقابة المالية منح ترخيص لإنشاء بورصة يكون لها الشخصية الاعتبارية، والتي يجب أن تكون في شكل شركة مساهمة بغرض التعامل في الأنواع المختلفة من المشتقات المالية، مثل العقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلات، وغيرها من العقود النمطية المماثلة^(٣).

وبسبب تلك الأهمية التي اكتسبتها المشتقات المالية في سوق رأس المال المصري، فقد أصدرت هيئة الرقابة المالية القرار رقم ٣٣ لسنة ٢٠١٩ الذي حدّد شروط وإجراءات التعامل على المشتقات المالية^(٤).

ويُعَدُّ تعديل وتحديث البيئة التشريعية ضرورةً لتلبية المتطلبات الدستورية التي فرضتها المادة ٢٢١ من الدستور المصري الحالي، والتي تنصُّ على أن هيئة الرقابة المالية هي المختصة بالرقابة على أسواق رأس المال وعلى أسواق العقود

(١) تنص المادة ٢٢١ من الدستور المصري الحالي على مراقبة هيئة الرقابة المالية على بورصة العقود الآجلة.

(٢) د. سيد طه بدوي: القانون الاقتصادي العام، ط١، دار النهضة العربية، ٢٠١٥، ص: ١٥٦.

(٣) المادة ٢٦ من القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، والمادة ١٠٩ من المرسوم بقانون رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨.

(4) http://www.fra.gov.eg/content/efsa_en/efsa_pages_en/main_efsa_page_en.htm

الآجلة». وفي سبيل الوفاء بهذا المقتضى الدستوري فقد وضعت المادة ٦٨-٢ من قانون الاستثمار الإطار التشريعي والإداري للملائم لبيئة الاستثمار^(١)، وتستعدُّ البورصة المصرية لتدشين سوق شاملة للعقود الآجلة في مصر، وتتضمن في البداية طرح عقود مستقبلية على مؤشري EGX30, EGX70، ثم لاحقاً الأسهم مرتفعة السيولة، ثم السلع والمعادن، وفي مرحلة لاحقة تأتي عقود الخيارات^(٢).

وما اتخذته الدولة المصرية من إجراءات وتدابير لتشجيع التعامل في المشتقات المالية وتنظيم عملية التعاون هذه قد وجد أنها ضرورة وماسة، في ضوء التجارب الدولية، وحسبنا من ذلك الإشارة إلى تبني الولايات المتحدة لقانون الرقابة على المشتقات المالية عام ١٩٩٤، والتشريعات التي سنتها فرنسا منذ عام ١٩٩٤ لتنظيم التعاملات على عقود المبادلة، واستخداماتها، ومنها استخدامها في عمليات التحوط من المخاطر، فضلاً عن إصدار قانون النقد والمال عام ٢٠٠٠، وقانون المنظمات الاقتصادية الجديد عام ٢٠٠١، وهي إجراءات قصد منها تعزيز ثقة المستثمرين في التعامل في المشتقات المالية، والتي أثبتت فاعلية في التغلب على مخاطر العملات الأجنبية، منها مخاطر سعر الصرف وأسعار الفائدة^(٣).

(١) قانون الاستثمار المصري رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧، المعدل بالقانون رقم ١٤١ لسنة ٢٠١٩.

(٢) <http://www.alarabiya.net>

(٣) ميسون عبود: أثر استخدام تقنيات التحوط للحد من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، ٢٠٢٢، ص: ١٢ وما بعدها.

المطلب الثاني

استخدام عقود المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر سعر الصرف
وبشأن وظائف المشتقات المالية، نجد أن الوظيفتين الأكثر شيوعاً للمشتقات المالية هما المضاربة في البورصة، والتحوط من المخاطر^(١).

والتحوط من مخاطر العملة هو محاولة تأمين عمل الشركات ضد تغير سعر الصرف في الاتجاه العكسي في السوق المستقبلي، وذلك من خلال اتخاذ موقف متوازن بالنسبة لتلك العملة ذات الصلة، ويشير التحوط من مخاطر سعر الصرف إلى استخدام الأدوات المالية، ومنها المشتقات المالية في تقليل أو التخلص من المخاطر الناشئة عن التقلبات في أسعار صرف العملة^(٢)، وهو ما يعني أننا نقوم بالاستثمار بأداة مالية أخرى مرتبطة بصورة سلبية أملاً في تقليل مخاطر التحولات غير المرغوب فيها في الأسواق المالية^(٣).

والفكرة الأساسية لاستخدام المشتقات المالية في التحوط من مخاطر العملة يمكن إرجاعها إلى حقيقة أن التحوط يمكنه توزيع هذه المخاطر أو نقلها إلى مستثمرين آخرين يرغبون في تحمل هذه المخاطر ويقدرّون عليها^(٤). وتكون عملية التحوط مربحة عندما يتحوّل سعر الأصول التي يتم التحوط منها بصورة عكسية إلى التغيرات في سعر السوق، ومن ثم تحقيق الأرباح، وتكون نسبة الأرباح هذه مرتبطة بحجم المخاطر التي يمكن التحوط منها^(٥).

ومن أجل إلقاء الضوء على التجربة المصرية في استخدام المشتقات المالية في عملية التحوط من مخاطر العملة (مخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة) والتي

(1) Kevin M. Kraus, 2010. Advanced options trading, New York, p.12.

(2) Faniswan Sepilian Zai and Ahmad Mansur, 2024. Hedging Strategy to Mitigate Exchange Rate Risk in Cross-Border Transactions: Literature Review, Journal of Business Management and Economic Development, 2(3), pp.1157.

(3) Nguyen, M., 2012. Using financial derivatives to hedge against currency risk British large and medium-size firms, Op. Cit., p. 13.

(4) Tashfeen, R., 2016. Value and risk effects of financial derivatives: evidence of corporate governance on hedging, speculation and selective hedging strategies, Ph D Thesis, Victoria University of Wellington, p.96.

(5) Antonio L. Martinez, José E.T. Reinoso, R.M. Antonio, Rogiene Santos, 2020. Financial Derivatives, Hedge accounting and tax aggressiveness in Brazil, Contabilidad y Negocios 15 (29), p.21.

تكون في كثير من الأحيان غير متوقعة^(١)، فقد وجدنا أن التعاملات في المشتقات المالية أقل شيوعاً في مصر، ويمكن أن يرجع ذلك إلى المعوقات المصاحبة للتعاملات في المشتقات المالية، والتي من بينها المعوقات القانونية، وحسبنا من ذلك الإشارة إلى نصوص القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩، والذي أناط بهيئة الرقابة المالية سلطة الرقابة والإشراف على الأسواق المالية غير المصرفية^(٢)، إلا أن سلطة هيئة الرقابة المالية لا تمتد إلى البنوك، على الرغم من أن هذه البنوك تتعامل في المشتقات المالية، وهو ما نرى معه تقليلاً لفاعلية عملية الرقابة التي تمارسها هيئة الرقابة المالية.

وفي أكتوبر ٢٠٢٢، وتحت ضغط الأزمة المالية، وشح السيولة من العملة الأجنبية في السوق المحلي، والحاجة إلى مبالغ كبيرة من العملة الصعبة، فقد دخلت الدولة المصرية في مفاوضات مع صندوق النقد الدولي من أجل الحصول على حزمة من القروض التي تمكنها من التغلب على هذه الأزمة، إلا أن صندوق النقد الدولي فرض شروطاً صارمة على الدولة المصرية من أجل الحصول على حزم القروض، منها إلغاء الدعم المالي على قطاع الطاقة، إصلاح الهيكل الحكومي، وتثبيت سعر صرف الجنيه المصري^(٣).

ومن أجل تحقيق هذه المتطلبات، خاصة سعر الصرف، اتخذت الحكومة المصرية إجراءات تصحيحية، من خلال خطة مكوّنة من جزئين:-

الجزء الأول: ويتمثل هذا الجزء في توقيع البنك المركزي اتفاقاً مع البنوك المصرية للتعامل في المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر تقلبات سعر الصرف في مواجهة الجنيه المصري قبل الدخول في اتفاق مع صندوق النقد الدولي، إذ كان أحد المطالب التي طلبها صندوق النقد الدولي من الدولة المصرية للحصول على حزم القروض هو تثبيت سعر صرف الجنيه المصري في مقابل العملات الأجنبية، لا سيما الدولار الأمريكي، وقد وجدت الدولة المصرية في نجاح التجارب الدولية

(1) Yantao Wen, Yuanfei Kang, Yafeng Qin and Jeffrey C. Kennedy, 2002 Use of Derivative and Firm Performance: Evidence from the Chinese Shenzhen Stock Exchange, J. Risk Financial Manag., 14, 83.

(2) Kevin Hart, 2012. Derivatives usage in Egypt: a study of the use of derivative financial instruments by Egyptian companies listed on the Egyptian Stock Exchange, Op. Cit., p.31.

(3) <https://www.alarabiya.net>

فى استخدام المشتقات المالية، مثل العقود المستقبلية، فى التحوط من مخاطر سعر الفائدة، والتي بموجبها يمكن للتجار الاقتراض والإقراض فى المستقبل، دافعا لها للجوء إلى مثل هذه المشتقات بقصد التحوط من مخاطر العملة الأجنبية^(١).

وفى سبيل ذلك أعلن البنك المركزى المصرى عن خمسة أنواع من المشتقات المالية يمكن استخدامها فى التحوط ضد مخاطر سعر الصرف وسعر الفائدة (IRs)، عقود المبادلات، عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود المستقبلية غير القابلة للتسليم (NDF)، وسمح بإجراء التعاملات على عقود المبادلات غير القابلة للتسليم لتأمين مخاطر تقلبات سعر الصرف بالنسبة للعملاء، خاصة فى عمليات الاستيراد؛ لأن السوق المحلى يعاني من نقص فى سلاسل التوريد بسبب شح الدولار اللازم للاستيراد ولدفع الرسوم الجمركية والإفراج عن البضائع، إذ بقيت السلع والبضائع فى الموانئ المصرية عدة أسابيع، إضافة إلى ما أحدثته تقلبات سعر الصرف^(٢).

وعلى الرغم من أهمية التحوط ضد مخاطر العملة من خلال المشتقات المالية، إلا أن هذه الحماية غير كاملة من المخاطر، ولا يمكن التخلص من هذه المخاطر بصورة كاملة، كما أن هذه المشتقات المالية ذاتها لا تخلو من المخاطر، إذ وجد أن المبالغة فى استخدام تلك المشتقات المالية كانت السبب الأساسى فى الأزمة المالية التى ضربت العالم عام ٢٠٠٨، والتى أدت إلى إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية^(٣).

وكما أوضحنا من قبل، فإن البنك المركزى المصرى قد سمح بالتعامل فى خمسة أنواع من المشتقات المالية فى التحوط ضد مخاطر العملة، ويرجع هذا إلى حقيقة أن لكل نوع من المشتقات المالية خصائصه المميزة له، التى يمكن أن تكون أكثر فاعلية فى تقليل نوعية من المخاطر لا تقدر عليها صور المشتقات المالية الأخرى، بما يؤدى فى النهاية إلى التأثير التكاملى الذى تكون نتيجته هي الحد بصورة كبيرة من مخاطر العملة. وقد وجد أن التحوط من مخاطر سعر الصرف باستخدام العقود المستقبلية مفيد بالنسبة للبنوك التى تواجه عدم توافق فى أسعار

(1) Robert W. Kolb and James A. Overdahl, 2003. Financial derivatives, Op. Cit, p.71.

(2) <http://orientxxi.info> ; visited on January 19, 2025.

(3) <http://Shourknews.com>, visited on September 27, 2024.

الفائدة بين أصولها والتزاماتها^(١)، وهو ما يتفق مع تلك النتائج التي حصل عليها كل من Zai and Mansur اللذين قررا أن العقود المستقبلية والعقود الآجلة تسمح للشركات بتفادي أو تقليص مخاطر سعر الصرف المستقبلية، في حين أن عقود الخيارات تُعطي التجار الحق في شراء وبيع العملة بسعر معين، في حين أن عقود مبادلات العملة تتضمن تبادل التدفقات النقدية بعمليتين مختلفتين بسعر صرف محدد سلفاً^(٢)، وقد تم اختيار عقود مبادلات العملة على نطاق واسع لتجنب التعرض لتقلبات أسعار الفائدة^(٣).

وأوضحت التجربة المصرية أن استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة قد وفر الحماية ضد التقلبات غير المرغوب فيها في سعر صرف العملة الأجنبية، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى خفض تقلبات التدفقات النقدية المتوقعة للشركة، ومن ثم يمكن للشركة أن تحقق مزايا تنافسية^(٤)، وقد كان للبنوك المصرية تجربة سابقة بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، وبصورة أكثر تحديداً عام ٢٠١٢ عندما استخدمت بعض البنوك المصرية المشتقات المالية في التحوط ضد تقلبات سعر الصرف^(٥).

وقد أثبتت الدراسات السابقة كفاءة المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة، إذ وجد أن استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة قد قلل المخاطر المرتبطة بتلك العملات بنسبة ١٠%^(٦)، كما وجد أن التكلفة المرتبطة بمخاطر الإفلاس واحتمال تعرض الشركات لضغوط مالية قد قلت من خلال التحوط باستخدام المشتقات المالية^(٧). ولهذا السبب، استخدمت شركات التأمين

(1) Gitogo, J.K., The Relationship between derivatives and financial performance of commercial banks in Kenya, M Sc Thesis, University of Nairobi, Nairobi, 2012, pp.20-24.

(2) Faniswan Seprilian Zai and Ahmad Mansur, 2024. Hedging Strategy to Mitigate Exchange Rate Risk in Cross-Border Transactions: Literature Review, Journal of Business Management and Economic Development, 2(3), p.1158.

(3) Kolb, R. W., and R. Chiang, 1982. Duration, Immunization, and Hedging with Interest Rate Futures, J. Financial Research, 10(4), pp. 161-170.

(4) <http://bnnbloomberg.ca>, visited on September 24, 2024.

(5) د. علاء التميمي عبده، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، المرجع السابق، ٢٠١٧، ص: ٥٤٦.

(6) da Cunha, F.G., 2009. Hedging foreign currency and interest rate risks with derivatives: how much does it increase the firm's value?, M Sc Thesis, ISCTE Business School, Spain, pp.2-4.

(7) Arnold, M. M., Andreas W. Rathgeber, and Stefan Stöckl. 2014. Determinants of corporate hedging: A (statistical) meta-analysis. The Quarterly Review of Economics and Finance 54, pp. 443-58.

المُشتَقَّات المالية في التحوُّط ضد مخاطر سعر الفائدة، واحتمالات التخلف عن سداد الالتزامات الواقعة على تلك الشركات بموجب بوالص التأمين^(١).

علاوة على ذلك، فمن بين مستحداث النظام المصري في التعامل في المُشتَقَّات المالية فهو سماح البنك المركزي المصري باستخدام المُشتَقَّات المالية بين الشركات في تعاملاتها من خلال العقود الآجلة FX Forwards في استيراد السلع والبضائع بموجب اعتماد مستندي^(٢)، وقيام البنك بالتحويل إلى الطرف الآخر للصفقة خارج مصر للتغلب على أزمة العملة الأجنبية في السوق المحلي، وانخفاض قيمة الجنيه المصري إلى درجة غير مسبوقة، وإن كانت هذه التعاملات مسموحاً بها للشركات فقط وليس الأفراد^(٣)، وتتفق هذه النتائج مع النتائج التي أوضحت استخدام دولة شيلي العقود الآجلة من نوع FX Forwards في التحوُّط ضد مخاطر العملة، وهو ما أدى إلى تقليل تلك المخاطر إلى حد كبير، ولم تتأثر ٥٠٪ من واردات شيلي بتقلبات سعر الصرف^(٤).

والعقود الآجلة غير القابلة للتسليم؛ هي اتفاقات بين الأطراف على شراء أو بيع عملة بسعر صرف محدد سلفاً في المستقبل، لكن بدون التبادل الفعلي للعملة. وعند وقت الاستحقاق، فإن الأرباح والخسائر يتم تقديرها بحساب الفرق بين العقود الآجلة غير القابلة للتسليم بسعر الصرف الذي تم الاتفاق عليه وبين سعر صرف السوق وقت استحقاق تسليم العملة، وتستخدم هذه العقود في أسواق السلع والصرف الأجنبي، ويتم التعامل في هذه المُشتَقَّات المالية في البورصة بدون تسليم العملة المتفق على سعر صرفها مسبقاً^(٥)، وقد وجد أن التعامل في المُشتَقَّات المالية للعملة ملائم للدول التي تُعاني من قيود على التحويلات الأجنبية، خاصة

(1) Ludger Hentschel & Clifford W. Smith, 1997. Risks in Derivatives Markets: Implications for the Insurance Industry, The Journal of Risk and Insurance. 64(2), p. 325.

(٢) ويرجع استخدام العقود الآجلة في التحوُّط إلى كونها من العقود القديمة في وجودها، ولها نظام قانوني راسخ، وصل إلى درجة كبيرة من النضج، بما يمكن معه استخدام هذه العقود دون الخوف من أن تحدث مزيداً من المخاطر بالنسبة لعمليات التحوُّط التي يمكن استخدام تلك العقود في إجرائها. يراجع في ذلك: د. طارق عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، ط١، ٢٠٠١، ص: ١٢٨.

(3) Periodical Book of the Egyptian Central Bank Governor on Oct. 27, 2022 regarding financial derivatives associated with exchange rate, available on: <https://www.alhurra.com>

(4) Laura Alfaro, Mauricio Calani, Liliana Varela, 2021. Currency Hedging in Emerging Markets: Managing Cash Flow Exposure, Harvard Business School, Working Paper 21-096, p.4.

(5) Sangita Misra and Harendra Behera, 2006. Non Deliverable Foreign Exchange Forward Market: An Overview, Reserve Bank of India Occasional Papers, 27(3), p.26.

فى الاقتصاديات النامية، كما أن العقود الآجلة غير القابلة للتسليم تُلَاقم وضع الاقتصاد المصري، الذي يُعاني فى هذا الوقت من شَحٍّ فى السيولة من العملات الأجنبية^(١).

والفكرة الأساسية التى تقوم عليها العقود المستقبلية غير القابلة للتحويل هى اتفاق العميل الذى يُحدّد سعر العملة مع مستشار البنك على الأداء لاحقاً اعتماداً على بحث حالة السوق، وتحديد توجّهات تلك العملة التى تم الاتفاق عليها، وما إذا كانت تلك المؤشرات تُشير إلى توجّه تلك العملة نحو الصعود أو الانخفاض أو الثبات. وعندما يُوافق البنك ويوقع الاتفاق، فإن الالتزامات التى يُرتبها الاتفاق يقوم البنك بتنفيذها يوم استحقاق التنفيذ. وتعتمد خسارة كل من البنك والعميل على سعر الصرف يوم التنفيذ، أو ما يعرف عليه بسعر الدفع الفوري spot rate^(٢).

ويُعدُّ الاستخدام واسع النطاق للعقود الآجلة غير القابلة للتسليم فى التحوط من المخاطر المرتبطة بالعمل، فقد أراد المُشرّع المصري ضمان فاعلية هذه العملية، لذلك اشترط المُشرّع المصري أن يتم التعامل فى تلك المشتقات المالية عبر المنصات الإلكترونية، إلزامية تقديم تقارير عن تلك التعاملات التى تمت على المشتقات المالية، وأن تتم عملية التسوية والمقاصة مركزياً، من أجل تجنب أي غش أو مضاربة وهمية، وإعطاء المستثمر المزيد من الثقة والشفافية فى تداول العقود الآجلة غير القابلة للتسليم^(٣).

وفي إطار إستراتيجية التحوط ضد مخاطر العملة الأجنبية، فقد تم إنشاء البورصة المصرية (EGX)، بموجب القانون رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٣، بتاريخ ٩ يونيو ٢٠٠٣ بشأن تعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال المصري، وحلت البورصة المصرية محل كل من بورصة القاهرة والإسكندرية، والتى كان ينظم

(1) Sangita Misra and Harendra Behera, 2006. Non Deliverable Foreign Exchange Forward Market: Op. Cit., p.26.

(٢) ميسون عبود: أثر استخدام تقنيات التحوط للحد من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، دراسة حالة الجزائر، المرجع السابق، ص: ٣٢ - ص: ٣٤.

(3) McCauley, R. N. & Shu, Ch., 2016. Non-deliverable forwards: impact of currency internationalization and derivatives reform, BIS Quarterly Review, pp. 81-93.

عملها المرسوم الرئاسي رقم ٥١ لسنة ١٩٩٦^(١). وساعد إنشاء البورصة المصرية على انتشار التعامل في المشتقات المالية من خلال إدخال التعامل على العقود المستقبلية وعقود الخيارات على المؤشرات والأسهم المدرجة في البورصة المصرية^(٢). ومن أجل التغلب على المعوقات القانونية التي تصاحب التعامل في المشتقات المالية، وتسهيل التعامل على هذه المشتقات المالية، فقد قدّمت البورصة المصرية بتاريخ ٨ أبريل ٢٠٢٣ طلباً إلى هيئة الرقابة المالية لإنشاء غرفة مقاصة متخصصة لتسوية العقود المستقبلية^(٣)، إذ أدركت الحكومة أهمية تسوية التعاملات التي تجري على المشتقات المالية عبر غرفة المقاصة، لما توفره تسوية تلك التعاملات من أهمية للمشتقات المالية التي يتم تسويتها في غرفة المقاصة، إذ يمكن تقليل مخاطر تسويات عقود المشتقات المالية من خلال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة. ومن ثم تقليل مخاطر التسويات للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة^(٤)، وهو ما ينتج عنه تحسين فاعلية السوق، وتقليل المخاطر المرتبطة بالعملة الأجنبية من تقلبات سعر الفائدة وسعر الصرف^(٥). وتكمن أهمية هذه الخطوة في كون غرفة المقاصة أو التسوية تعد الضامن لعقد المشتقات المالية، إذ تقوم الغرفة بدور البائع بالنسبة للمشتري، ودور المشتري بالنسبة للبائع، وتحويل عقد المشتقات المالية من علاقة شخصية إلى علاقة مؤسسية^(٦)، وهو ما نرى أنه يضيف مزيداً من المصداقية في التعامل على تلك المشتقات المالية، ويزيد من فاعلية التعاملات بها.

أما الجزء الثاني من خطة الحكومة المصرية لتثبيت سعر صرف العملة الأجنبية، خاصة الدولار، فهو توقيع الحكومة المصرية عقد تحوط مع مؤسسة مالية دولية ضد ارتفاع سعر صرف الدولار حتى نهاية عام ٢٠٢٣، بقيمة ٤٠ جنيه مصري للدولار، وهو ما يعمل على تقليل مخاطر سعر صرف الدولار بسبب

(١) (Mahmoud Otaify, 2016. Egyptian Stock Exchange: Analysis of Performance & Activity; <https://ssrn.com/abstract=3599555>

(٢) http://www.egx.com.eg/getdoc/a267f402-b51c-4734-a90f-ea3008c1e_9aa/ Strategy 2013-2017_en.aspx .

(٣) <http://fffrican.markets.com>.

(٤) د. بن علي بلعزوز- د. عبد الكريم قندوز- د. عبد الرزاق حبار: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، المرجع السابق، ص: ٩٢.

(٥) Simon Gray and Joanna Place, 1999. Financial Derivatives, Centre for Central Banking Studies Bank of England, Handbooks in Central Banking, 17, p.11.

(٦) د. محمد عنتر أحمد: المشتقات المالية، المرجع السابق، ص: ٢٢.

انخفاض قيمة الجنيه المصري وفقاً لطلبات صندوق النقد الدولي، وقد وجدت هذه المؤسسة المالية وغيرها من البنوك الأخرى أن استخدام عقود الخيارات في التحوط ضد مخاطر العملة مربح، إذ إن تقلبات الأسعار (الفرق بين القيمة السوقية وسعر التنفيذ) سوف يزيد من قيمة عقود الخيارات، وهو ما يتفق مع طبيعة عملية التحوط، التي تقوم على توزيع المخاطر أو نقلها إلى مستثمرين آخرين يرغبون ويمكنهم تحمّل مثل هذه المخاطر^(١)، وهو ما شجّع رئيس هيئة البورصة المصرية لأن يعلن في ٣ يناير ٢٠٢٣ أن المشتقات المالية سوف يتم طرحها للتعامل عليها في البورصة على نطاق واسع في النصف الثاني من عام ٢٠٢٣^(٢).

والهدف الأساسي لاستخدام المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة هو ضمان الالتزام التعاقدي بالعملة الأجنبية بدون أن يُسبب ذلك ضغوطاً على السوق نتيجة ارتفاع أسعار السلع والبضائع بسبب ارتفاع سعر الصرف^(٣)، خاصة مع الضغوط الكبيرة التي تعرّض لها استيراد الحبوب، لا سيما القمح نتيجة الزيادة الكبيرة في أسعار القمح بسبب الحرب الروسية الأوكرانية، وموجة التضخم، واضطراب السوق، وهي عوامل ساعدت في تدهور سعر صرف الجنيه المصري، وانخفاض قيمته، فضلاً عن شح الدولار في السوق المصري، لتوقف التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية من قطاعات الاقتصاد المصري التي تُدرّ هذه العملات^(٤).

وفي سياق متصل، أصدر البنك الأهلي المصري، فرع نيويورك عام ٢٠١٣، حتى قبل الأزمة المالية الحالية في مصر، عقود سعر فائدة لتقليل تقلبات الإيرادات التي أحدثتها التغيرات في أسعار الصرف. وتم استخدام العقود الآجلة للعملة الأجنبية للتغلب على مخاطر سعر الصرف الأجنبي، المرتبطة بعملة أجنبية معينة. وهذه العملات الأجنبية ليس من بينها الدولار. وقد وجدت هذه التجربة أن أفضل الطرق للتحوط من مخاطر سعر الفائدة يتم من خلال استخدام عقود مبادلات سعر الفائدة^(٥).

(1) Tashfeen, R., 2016. Value and risk effects of financial derivatives: evidence of corporate governance on hedging, speculation and selective hedging strategies, Ph D Thesis, Victoria University of Wellington, p.96.

(2) www.almasryalyoum.com, visited on September 31, 2024.

(3) Nguyen, M., 2012. Using financial derivatives to hedge against currency risk British large and medium-size firms, Op. Cit., p. 14.

(4) bnnbloomberg.ca; visited on September 24, 2024.

(5) National Bank of Egypt, Resolution Plan 2013- Public Section.

المبحث الثالث

المخاطر المرتبطة باستخدام المشتقات المالية في التحوط وطرق التغلب عليها

تمهيد:

ومع استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة، فقد كان استخدامها مصحوباً بالعديد من المخاطر أو المعوقات، سواء كانت مخاطر قانونية، أو مخاطر تشغيل، أو مخاطر ائتمان، وهو ما يحد من فاعلية عملية التحوط باستخدام تلك المشتقات المالية.

ولتشجيع الشركات على استخدام المشتقات المالية في الأغراض المختلفة، ومنها التحوط ضد المخاطر، اتجهت الدولة المصرية لتوفير وسائل تأمين للتعامل على تلك المشتقات المالية من خلال تأسيس صندوق حماية المستثمر، الذي يمكنه تعويض المضررين من التعامل في المشتقات المالية، وهو ما يمكننا بيانه على النحو التالي:

المطلب الأول

مخاطر استخدام المشتقات المالية في التحوط

هناك العديد من المخاطر التي يمكن أن تعيق أو على الأقل تقلل من استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد المخاطر المرتبطة بالعملة، التي تُعرض التعامل في المشتقات المالية لأزمات^(١)، ويمكن تقسيم هذه المخاطر إلى نوعين، وهي:

أ، المخاطر النظامية (مخاطر السوق)؛ وهذه المخاطر هي مخاطر عامة، تسري على كل عمليات الاستثمار في السوق، وترتبط بالأنشطة الاقتصادية والنظام المالي، وتؤثر هذه المخاطر على كل المستثمرين بدون استثناء، فأى تغير في السوق يمكن أن يؤدي إلى تغير قيمة المشتقات المالية بصورة كبيرة^(٢).

(1) Donald Lien and Mei Zhang, 2008. A Survey of Emerging Derivatives Markets, Emerging Markets Finance & Trade, 44 (2), pp. 39-69.

(٢) د. بن علي بلعزوز- د. عبد الكريم قندوز- د. عبد الرزاق حبار: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، المرجع السابق، ص: ٩٠.

ب. المخاطر غير النظامية: وهذا النوع من المخاطر يمكن أن ينتج عن طبيعة ونوع الاستثمارات، وهذه المخاطر ليست عامة، ولكنها تؤثر على مستثمر معين، أو نوعية معينة من الاستثمارات، ويمكن التغلب على هذه المخاطر من خلال تنوع الاستثمارات، أو تنوع المحفظة الاستثمارية، ومن هذه المخاطر:

١. مخاطر الائتمان: يمكن أن ينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة إفسار أحد أطراف عقد المشتقات المالية، وعجزه عن تنفيذ التزاماته التي يرتبها عقد المشتقات المالية، وسداد قيمة عقود المشتقات المالية^(١).

٢. مخاطر السيولة: تنتج هذه النوعية من المخاطر نتيجة عدم قدرة البنوك على التغلب على نقص السيولة، كما ترتبط هذه المخاطر بالقدرة على بيع المشتقات المالية، وهو ما يجعل من الصعب تسوية عقود المشتقات المالية^(٢).

٣. مخاطر التشغيل: ينتج هذا النوع من المخاطر نتيجة نقص المعلومات الضرورية لإبرام عقود المشتقات المالية، والمخاطر البشرية التي يمكن أن تقع من الموظفين، وفشل أنظمة التداول في تأمين متطلبات تلك التعاملات من حيث التسعير، والتسوية، والتقييم، وعدم وجود نظام محاسبي مناسب للتعاملات في المشتقات المالية. كما تحدث هذه النوعية من المخاطر نتيجة عدم وجود ضوابط تشغيل على أداء السوق، وعدم وجود غرفة مقاصة لتسوية تلك التعاملات^(٣)، كما يمكن أن تنتج مخاطر التشغيل عن الصعوبات المحاسبية، إذ إن المشتقات المالية يمكن أن تنشأ عن الأصول، والالتزامات المالية المتوقعة أو المحتملة، وتعد من عناصر موازنة الشركة^(٤).

وفي محاولة للتغلب على مخاطر التشغيل، أصدرت هيئة معايير المحاسبة المالية المعيار المحاسبي رقم ٨٠ بعنوان «محاسبة العقود المستقبلية»، ويسمح هذا المعيار بالتعامل المحاسبي مع عملية التحوط، والتي يمكن أن تؤثر تقدير أرباح وخسائر المشتقات المالية، حتى تقدير الأرباح والخسائر الموازية للأصول التي

(1) Zelenko, I., 2017. Credit risk management for derivatives, Library of Congress, U.S.A., p.26.

(٢) يراجع في مخاطر المشتقات المالية بصورة عامة د. طارق عبد العال: المشتقات المالية، المرجع السابق، ص: ٣٦.

(3) Tashfeen, R., 2016. Value and risk effects of financial derivatives: evidence of corporate governance on hedging, speculation and selective hedging strategies, Op. Cit., p.17.

(4) Bryan, D., and Rafferty, M., 2006. Capitalism with derivatives a political economy of financial derivatives, Capital and Class, Palgrave Macmillan, p.60.

تم اشتقاق تلك المشتقات المالية منها^(١). كما صدر المعيار المحاسبي رقم ١٣٣ بشأن محاسبة المشتقات المالية وأنشطة التحوط (FASB 1998)، ويتطلب هذا المعيار من الشركات أن تُدرج المشتقات المالية في موازنتها بقيمة عادلة في صورة أرباح معلقة أو موقوف صرفها وخسائر؛ حتى تحقق هذه المشتقات المالية القواعد أو الأسس المحاسبية الخاصة بعملية التحوط^(٢).

4. المخاطر القانونية: إضافة إلى أنواع المخاطر التي أسلفنا ذكرها من قبل، فإن التعاملات في المشتقات المالية يمكن أن تواجه مخاطر قانونية، والتي من أهمها الصياغة السيئة أو الرديئة لعقود المشتقات المالية، ومخاطر تنفيذ هذه العقود؛ بسبب عدم اليقين التعاقدية نتيجة التعاملات في المشتقات المالية^(٣)، وقد وجد أن الخوف من مخالفة نصوص القانون حال التعامل في المشتقات المالية يُشكل عقبة أساسية يمكن أن تُعرق استخدام المشتقات المالية في البنوك التي تتعامل بالمشتقات المالية^(٤)، وهذه المخاوف هي مخاوف واقعية في الكثير من الأحيان، إذ إن هذه المشتقات المالية ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تستمد قيمتها من قيمة الأصول التي تم من خلالها اشتقاق هذه المشتقات، فهذه المشتقات ليست جزءاً من الأسهم، ولكنها مجرد التزامات فرضها المتعاملون على الأسهم.

علاوة على ما أسلفنا بيانه، فإن عقود المشتقات المالية يتم إبرامها في كثير من الأحيان بواسطة أطراف لا تتمتع بالأهلية القانونية، التي هي شرط أساسي لإبرام العقود، وأن إبرام عقود المشتقات المالية من جانب أطراف ليس لها الأهلية القانونية يُخالف النظام العام، لذلك تبطل هذه العقود، ولا يمكن تنفيذ تلك العقود^(٥).

(1) Hu, Z.H., 2006. Accounting for financial derivatives and its effects on earnings volatility, M Sc Thesis, University of Simon Fraser, p.6.

(2) Barton, J., 2001. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions?, The Accounting Review, 76(1), p.2.

(3) Sherin Kunhibava and Balachandran Shanmugam, 2010. Shariah and conventional law objections to derivatives, Op. Cit., p. 323.

(4) Zaher A. Al-Slehat, Bader M. Al-Sharif & Amjad Qwader, 2018. The factors affecting the use of financial derivatives' instruments an Applied study on the Jordanian Commercial Banking Sector, Accounting and Finance Research, 7(3), pp.67-77.

(5) Jobst, A. A., 2015. Derivatives in Islamic Finance, Islamic Economic Studies, 15(1), p.2.

أما المعوقات القانونية الأخرى المصاحبة للتعامل في المشتقات المالية في النظام القانوني المصري فقد أوضحتها المادة ٤٦ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، خاصة فيما يتعلق بالعقود المستقبلية، والتي نصّت على ضرورة إجراء التعاملات على المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية، وهو ما يقتضي وجود غرفة مقاصة لتسوية التعاملات التي تتم على عقود المشتقات المالية، وهو ما حدا بسوق الأوراق المالية المصري إلى رفض التعامل في عقود المشتقات المالية، وأحدث فجوة قانونية تعوق مثل هذه التعاملات على هذه العقود، على الرغم من أن الجمعية الدولية لعقود المبادلات قدّمت قواعد قانونية نموذجية يمكن استخدامها في تنظيم التعاملات على عقود المشتقات المالية بمزيد من الشفافية^(١).

وأخيراً، فمن المعوقات التي يمكن أن تواجه التعامل في المشتقات المالية في التحوط من مخاطر العملة، وفي غيرها من الوظائف الأخرى التي تستخدم فيها المشتقات المالية، هو ما اعتبره بعض فقهاء الشريعة الإسلامية من أن التعامل على المشتقات المالية يُعدّ نوعاً من المقامرة^(٢)، وهو ما يخالف الدستور المصري الحالي، والذي نصّ على: «أن مبادئ الشريعة الإسلامية هي المصدر الأساسي للتشريع»^(٣)، وأن التعامل على هذه المشتقات هو ربا؛ لأنه ليس هناك سلع أو بضائع يتم التعامل عليها، وأن نتيجة مثل هذه المبادلات صفر، وإن كان هناك العديد الآراء الأخرى في هذا الخصوص، والتي تخرج عن نطاق دراستنا الحالية.

(1) Clack, C., Smart contract templates: 2018. The semantics of smart legal agreements, J. Digital Banking 2(4), p.3.

(٢) د. علاء التميمي عبده: التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، المرجع السابق، ص: ٥٢٤.

(٣) المادة ٢ من الدستور المصري الحالي.

المطلب الثاني

حماية المستثمر ضد مخاطر استخدام المشتقات المالية

وبعد معرفة الكفاءة والفاعلية الواضحة لاستخدام المشتقات المالية في التحوط من مخاطر العملة، فمن الضروري حماية المستثمرين والاهتمام بمخاوفهم، والعمل على تشجيعهم لاستخدام المشتقات المالية في التعاملات. وفي سبيل تحقيق هذا الهدف فقد تم تأسيس صندوق حماية المستثمر عام ٢٠٠٤، بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٤ لسنة ٢٠٠٤، ولهذا الصندوق الشخصية الاعتبارية المستقلة، وكان الهدف الأساسي من تأسيسه هو تعويض المستثمرين عن الأضرار التي يمكن أن تلحق بهم جراء التعامل في المشتقات المالية، وهو ما يمنحهم مزيداً من الثقة للتعامل في المشتقات المالية، من خلال طمأننتهم بأن مصالحهم في أمان ضد ممارسات السوق الضارة، وفي الآونة الأخيرة، فقد تم اتخاذ الكثير من التدابير الإضافية؛ من أجل جعل دور هذا الصندوق أكثر فاعلية في تحقيق المهمة التي أنشئ الصندوق من أجلها. وقد حققت مثل هذه الآلية استقراراً نسبياً بالنسبة لسعر الصرف^(١).

وأعقب ذلك إصدار رئيس الوزراء المصري القرار رقم ٢٣٣٩-٢٠١٩ بإعادة هيكلة صندوق حماية المستثمر، وتغيير مسماه إلى صندوق حماية المتعاملين في الأوراق المالية ضد المخاطر غير التجارية للشركات، والناجمة عن الأنشطة الأوراق المالية والأدوات المالية الأخرى المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتم تعديل هذا القرار بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٠١٥ لسنة ٢٠٢٠^(٢).

ويتكوّن مجلس إدارة الصندوق من ممثل لكل شركة لها أدوات مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية، وممثل لكل شركة تعمل في الأوراق المالية والأدوات المالية، وتمارس نشاطاً أو أكثر من أنشطة المقاصة وتسوية التعاملات على الأوراق المالية والإيداع المركزي للأوراق المالية، تكوين وإدارة المحافظ الاستثمارية.

(1) Ahmed Saad and Mahmoud Elsayed, 2016. Determinants of capital adequacy at the Egyptian investors compensation fund, Corporate Ownership and Control Journal, 13(2), p.31; Thornton, H., 2016. Colloque international: prêteur en dernier ressort: expérience, analyses, controverses, Paris, 23/24 Septembre, p.10.

(٢) الجريدة الرسمية رقم ١٨ مكرر، بتاريخ ٥ مايو ٢٠٢٠، ص: ٨ - ص: ٩.

ويتم تعيين أعضاء مجلس إدارة الصندوق بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء، ويضم مجلس الإدارة ممثلاً عن المستثمرين في سوق الأوراق المالية، والذي يعينه رئيس مجلس الوزراء بناء على ترشيح هيئة الرقابة المالية، وممثلاً عن سوق الأوراق المالية المصري يختاره رئيس هيئة أسواق المال، وممثلاً عن شركة الإيداع والقيد المركزي، وثلاثة أعضاء من ذوي الخبرة، وثلاثة أعضاء آخرين يمثلون الشركات العاملة في الأوراق المالية والأدوات المالية^(١).

وللصندوق ميزانيته الخاصة، والتي تتكوّن من اشتراكات الأعضاء فيه، وأصدر رئيس مجلس الوزراء المصري قراراً بتخفيض قيمة الاشتراك في الصندوق من ١١ لكل ١٠٠٠٠٪ إلى ٥ لكل ١٠٠٠٠٪ من قيمة حجم تعاملات الشركة المشتركة في الصندوق. ومن أجل زيادة إيرادات الصندوق، فقد صدر قرار رئيس مجلس الوزراء الذي يجيز للصندوق استثمار ما لا يزيد عن ١٠٪ من حسابه في شراء الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

ويغطي الصندوق التعويضات عن الأضرار الناشئة عن المخاطر غير التجارية^(٢)، وهو ما نراه منطقياً؛ لأن الأنشطة التجارية تقوم بطبيعتها على المضاربة، والمخاطرة، ومن ثم قبول المستثمر لتلك المخاطر قبل بدء نشاطه الاستثماري في التعامل في المشتقات المالية. وتشتمل هذه المخاطر على مخاطر إفلاس أو إعسار العضو في الصندوق، ويتم تحديد حالة الإعسار وبيدائه بقرار من مجلس إدارة الصندوق، وبموجب قرار تصدره هيئة الرقابة المالية.

وتشتمل التعويضات عن الأخطاء أو الإهمال أو الغش من جانب مدير الشركة أو ممثلها القانوني حسبما تُسفر نتائج التحقيقات التي تجريها هيئة الرقابة المالية أو أي هيئة قضائية أخرى. كما يغطي التعويض الشطب الإجمالي للأوراق المالية والأدوات المالية للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وإن كانت التعويضات التي يتم صرفها من هذا الصندوق لا تغطي الأضرار الناشئة عن التغيرات في قيمة الأوراق والأدوات المالية، أو ضياع فرصة الاستثمار. ويتم تقدير قيمة التعويض من خلال حساب متوسط قيمة الأوراق المالية خلال آخر شهور من

(1) Union of Arab Securities Authorities, <http://www.uasa.ae>, consulted in Oct.5, 2024.

(2) Articles 12 and 14 of decree of Financial Regulatory Authority no. 46-2016, on May 23, 2016.

التعامل عليها، ويتم تقدير القيمة العادلة لهذه الأوراق المالية من خلال المستشار المالي الذي تُعينه هيئة الرقابة المالية من بين قائمة الاستشاريين المُقيدين لديها، ويقوم الصندوق بدفع أتعاب هذا المستشار المالي إذا لم يكن هناك تعاملات على هذه الأوراق المالية.

والحد الأقصى للتعويض هو ٥٠٠ ألف جنيه لكل صاحب أوراق مالية، ويمكن أن يشتمل هذا التعويض على أموال الحساب الدائن للصفقة على الأوراق المالية والأوات المالية للعضو في الصندوق بنسبة لا تزيد عن ١٠٠ ألف جنيه مصري^(١).

(١) <http://Egypt>)
State Information Service sis.gov.eg, consulted in Oct.
.5, 2024

الخاتمة:

المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتمل على أنواع مختلفة (عقود الخيارات، المبادلات، العقود المستقبلية، والعقود الآجلة)، وهناك العديد من المخاطر المرتبطة بالتعاملات التي تتم على هذه المشتقات، سواء استخدمت هذه المشتقات في المضاربة أو التحوط ضد المخاطر المختلفة، ومنها المخاطر المرتبطة بالعملية. وتضم هذه المخاطر عدة أنواع، مثل: المخاطر القانونية، والمخاطر المحاسبية، والمخاطر العملية، والمخاطر الدينية.

وتستخدم المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة، وتوفير الحماية ضد تقلبات سعر الصرف وسعر الفائدة؛ من أجل تحقيق استقرار سعر الصرف حتى فترة محددة. وقد أثبتت التجربة المصرية الأخيرة فاعلية بالنسبة لمتطلبات صندوق النقد الدولي في تثبيت سعر الصرف. علاوة على هذا، فقد وجدنا ميلاً من جانب البنوك والشركات في مصر للتحوط من المخاطر، خاصة التغيرات غير المتوقعة في سعر الصرف وسعر الفائدة.

وأخيراً، يمكن القول: إن التحوط ضد مخاطر العملة (تقلبات سعر الصرف وسعر الفائدة) لا يمكنه أن يزيل بصورة كاملة المخاطر المرتبطة بهذه العملات، وإن كان يمكنه الحد منها.

النتائج

وجدت الدراسة الحالية أن الأنواع المختلفة من المشتقات المالية لها أهميتها في التحوط ضد المخاطر في القطاع المصرفي، خاصة تقلبات سعر الصرف وسعر الفائدة، لذلك اتجهت الحكومة المصرية إلى استخدام المشتقات المالية لتثبيت سعر صرف العملات الأجنبية في مصر، لا سيما الدولار، بدون أن يشكل ذلك ضغطاً على السوق، وهو ما كان يُعدُّ أحد مطالب صندوق النقد الدولي لمنح مصر حزم القروض.

كما خلصت الدراسة إلى أن التحوط باستخدام المشتقات المالية ضد مخاطر العملة (تقلبات سعر الصرف وسعر الفائدة) يمكن أن يكون ثابتاً static أو متحركاً movable، ويستلزم التحوط المتحرك أن يقوم به أشخاص على قدر عالٍ من الكفاءة والخبرة، لذلك فإنه يكون شائع الاستخدام في المنظمات الحكومية والدولية.

وتشير نتائج الدراسة إلى أن الحكومة المصرية قد اتخذت مدى واسعاً من التدابير للتغلب على المعوقات المرتبطة باستخدام عقود المشتقات المالية في عملية التحوط، خاصة في تسوية التعاملات التي تجري على هذه العقود، من خلال تأسيس غرفة مقاصة، وتعتمد كفاءة التحوط من هذه المخاطر باستخدام المشتقات المالية على جملة من العوامل، مثل نوعية المخاطر، وعقود المشتقات المالية المستخدمة.

وأخيراً، وجدت الدراسة أن التعاملات على المشتقات المالية تنطوي على مخاطر في صور مختلفة، وفي سبيل التغلب على هذه المخاطر، وتشجيع التعامل في المشتقات المالية، فقد أسست الحكومة صندوق حماية المستثمر لصرف التعويضات عن المخاطر غير التجارية، والناشئة عن الأخطاء والغش في التعاملات على المشتقات المالية، ولهذا الصندوق ميزانيته المستقلة، والتي يتم الحصول عليها من اشتراكات الشركات الأعضاء في الصندوق، ومن أجل تعزيز موارد الصندوق، فقد أصدر رئيس مجلس الوزراء قراراً يُجيز للصندوق استخدام ما لا يزيد عن ١٠٪ من أمواله في شراء الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية.

التوصيات:

وفي ضوء الدراسة سألقة الذكر عن استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد مخاطر العملة من خلال المشتقات المالية، يمكن أن نقدم للمشروع المصري التوصيات التالية التي يمكن أن تسهم في تعزيز التعامل في الأوراق المالية بصورة عامة، وتوفير الحماية من خلال التحوط ضد مخاطر العملة بصورة خاصة، وذلك على النحو التالي:

1. تعديل القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ بشأن تأسيس هيئة الرقابة المالية، وتوسيع اختصاص هيئة الرقابة المالية بما يسمح لها بالرقابة على التعاملات في المشتقات المالية التي تقوم بها البنوك؛ من أجل ضمان التزام تلك البنوك بالضوابط القانونية، وبث الطمأنينة بين المستثمرين في التعامل على تلك المشتقات المالية.
2. من أجل تعزيز استخدام المشتقات المالية في الوظائف المختلفة، ومن بينها التحوط ضد مخاطر العملة، فمن الضروري وضع معايير محاسبية جديدة، أو تطوير المعايير المحاسبية الحالية؛ كي تصبح ملائمة لطبيعة المشتقات المالية التي يتم التعامل عليها، بما يمكن المؤسسات التي تتعامل على المشتقات المالية من تقدير الأرباح التي تجنيها من التعامل في تلك المشتقات المالية.
3. توصي هذه الدراسة الحكومة المصرية باستخدام المشتقات المالية في التحوط المتحرك ضد مخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائدة؛ لمنع المزيد من التقلب في سعر الفائدة، خاصة فيما يتعلق باستيراد القمح وغيرها من المواد الخام الضرورية لقطاع الصناعة.
4. توصي الدراسة الحكومة المصرية بإجراء توعية بأهمية التعامل على المشتقات المالية كوسيلة للتمويل، بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض من المؤسسات المالية بأسعار فائدة مرتفعة.
5. الاستفادة من الخبرات المصرية السابقة في مجال التحوط من مخاطر العملة الأجنبية، والعمل على سد نقاط القصور فيها، بما يشكل أساساً يمكن البناء عليه في الفترات القادمة.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

١. د. بن علي بلعزوز- د. عبد الكريم قندوز- د. عبد الرزاق حبار: إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية، ط١، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠١٣.
٢. د. سمير عبد الحميد رضوان: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، ٢٠٠٥.
٣. د. سيد طه بدوي: القانون الاقتصادي العام، ط١، دار النهضة العربية، ٢٠١٥.
٤. د. طارق عبد العال: المشتقات المالية، الدار الجامعية، ط١، ٢٠٠١.
٥. د. علاء التميمي عبده: التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية، دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الثاني، ٢٠١٧، ص: ٦٠-٧٤٤.
٦. د. محمد عنتر أحمد: المشتقات المالية، مطبوعات جامعة القاهرة، ٢٠٢١.
٧. منال بلعابد- ليلى غفوري: تحليل أثر المشتقات المالية للتحوط: دراسة تطبيقية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد ٦١، عدد ١، ٢٠٢٢، ص: ٤٩٩-٥١٦.
٨. ميسون عبود: أثر استخدام تقنيات التحوط للحد من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، ٢٠٢٢.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

1. Ahmed Saad and Mahmoud Elsayed, 2016. Determinants of capital adequacy at the Egyptian investors compensation fund, Corporate Ownership and Control Journal, 13(2), p.31.
2. Antonio L. Martinez, José E.T. Reinoso, R.M. Antonio, Rogiene Santos, 2020. Financial Derivatives, Hedge Accounting and Tax Aggressiveness in Brazil, Contabilidad y Negocios 15 (29), p.21.
3. Arnold, M. M., Andreas W. Rathgeber, and Stefan Stöckl. 2014. Determinants of corporate hedging: A (statistical) meta-analysis. The Quarterly Review of Economics and Finance 54, pp. 443-58.
4. Bryan, D., and Rafferty, M., 2006. Capitalism with derivatives a political economy of financial derivatives, Capital and Class, Palgrave Macmillan.
5. Chaudhry, M.K., Christie-David, R., Koch, T.W., & Reichert, A.K., 2000. The risk of foreign currency contingent claims at US commercial banks, Journal o f Banking and Finance, 24, pp. 1399-1417.
6. Choi, J., & Elyasiani, E., 1997. Derivative exposure and the interest rate and exchange rate risks of US banks. Journal o f Financial Services Research, 12, pp. 267-286.
7. Clack, C., Smart contract templates: 2018. The semantics of smart legal agreements, J. Digital Banking 2(4), p.3.
8. da Cunha, F.G., 2009. Hedging foreign currency and interest rate risks with derivatives: how much does it increase the firm's value?, M Sc Thesis.
9. Donald Lien and Mei Zhang, 2008. A Survey of Emerging Derivatives Markets, Emerging Markets Finance & Trade, 44(2), pp. 39-69.

10. Faniswan S. Zai and Ahmad Mansur, 2024. Hedging Strategy to Mitigate Exchange Rate Risk in Cross-Border Transactions: Literature Review, Journal of Business Management and Economic Development, 2(3), pp.1155-1168.
11. Figlewski, S., 1986. Hedging with Financial Futures for Institutional Investors, Cambridge, MA: Ballinger Publishing Company.
12. Gitogo, J.K., 2012. The relationship between Derivatives and Financial Performance of Commercial banks in Kenya .M Sc Thesis, University of Nairobi, Nairobi.
13. Heinemann, S., 2011. Financial and responsibility: how to deal ethically with financial risks, Finance and Bien Commune 39, pp.45-56.
14. Hu, Z.H., 2006. Accounting for financial derivatives and its effects on earnings volatility, M Sc Thesis, University of Simon Fraser.
15. Jobst, A. A., 2015. Derivatives in Islamic Finance, Islamic Economic Studies, 15, (1), 2, pp.1-33.
16. Kevin Hart, 2012. Derivatives usage in Egypt: a study of the use of derivative financial instruments by Egyptian companies listed on the Egyptian Stock Exchange, Ph D Thesis, University of Cape Town.
17. Kevin M. Kraus, 2010. Advanced options trading, New York, 2010.
18. Kolb, R. W., and R. Chiang, 1982. Duration, immunization, and hedging with interest rate futures,” J. Financial Research, 10(4), pp. 161–170.
19. Laura Alfaro, Mauricio Calani, Liliana Varela, 2021. Currency Hedging in Emerging Markets: Managing Cash Flow Exposure, Harvard Business School, Working Paper 21-096, p.4.
20. Ludger Hentschel & Clifford W. Smith, 1997. Risks in Derivatives

- Markets: Implications for the Insurance Industry, *Journal of Risk and Insurance*, 64(2), p. 325.
21. Mano, E., 2013. The impact of the derivatives' use as a hedging instrument in the European banking sector, Tilburg University, 2013.
 22. Martinez, M.A., Herran, V., and Carezo, M.A., Models of financial immunization behavior on the Spanish public debt market, *Global J. Business Research*, Vol 2(1), 2008, pp.101-109.
 23. McCauley, R. N. & Shu, Ch., 2016. Non-deliverable forwards: impact of currency internationalization and derivatives reform, *BIS Quarterly Review*, pp. 81-93.
 24. Mahmoud Otaify, 2016. Egyptian Stock Exchange: Analysis of Performance & Activity; <https://ssrn.com/abstract=3599555>
 25. Nagwa M. El Agroudy, Fatima A. Shafiq and Soheir Mokhtar, 2015. The Effect of the Rise in the Dollar Rate on the Egyptian Economy, *Middle East Journal of Applied Sciences*, 5(2), pp.509-514.
 26. Nguyen, M., 2012. Using financial derivatives to hedge against currency risk British large and medium-size firms, Ph D Thesis, Arcada University of Applied Sciences International Business.
 27. Oyegbile A. Bamidele, 2024. Hedging with financial derivatives and firm performance of consumer goods companies Listed on Nigeria Exchange Group, *International J. Research and Innovation in Social Science*, 3(1), p.2358.
 28. Preeti Garg, Rashmi Sharma, Jaipur, Rajasthan, 2024. Risk management using derivatives: Review of Literature, *Naturalista Campano*. 28(1), p.1435.
 29. Sami Z. Alabdulwahab and Ahmed S. Abou-Zaid, 2023. Sources of

- real exchange rate fluctuations in Egypt, Review of Economics and Political Science, DOI 10.1108/REPS-05-2022-0032.
30. Sangita Misra and Harendra Behera, 2006. Non deliverable foreign exchange forward market: An Overview, Reserve Bank of India Occasional Papers, 27(3), pp.25-55.
 31. Sherin Kunhibava and Balachandran Shanmugam, 2010. Shariah and conventional law objections to derivatives: A comparison, Arab Law Quarterly, 24(4), p. 323.
 32. Simon Gray and Joanna Place, Financial derivatives, 1999. Centre for Central Banking Studies Bank of England, Handbooks in Central Banking, 17.
 33. Smith, C. W., and R. M. Stulz, 1985. The determinants of firms' hedging policies, J. Financial and Quantitative Analysis, 20, pp. 391-405.
 34. Tashfeen, R., 2016. Value and risk effects of financial derivatives: evidence of corporate governance on hedging, speculation and selective hedging strategies, Ph D Thesis, Victoria University of Wellington.
 35. Thornton, H., 2016. Colloque international: prêteur en dernier ressort: expérience, analyses, controverses, Paris, 23/24 Septembre, p.10.
 36. Wanying Huang and Xinrun Yao, 2021. Financial derivatives and their application in enterprises, Advances in Economics, Business and Management Research, 203, pp.3277-3282.
 37. Yantao Wen, Yuanfei Kang, Yafeng Qin and Jeffrey C. Kennedy, 2002. Use of derivative and firm performance: Evidence from the Chinese Shenzhen Stock Exchange, J. Risk Financial Manag., 14, 83.
 38. Zaher A. Al-Slehat, Bader M. Al-Sharif & Amjad Qwader, 2018. The factors affecting the use of financial derivatives' Instruments an applied

study on the Jordanian Commercial Banking Sector, Accounting and Finance Research, 7(3), pp.67-77.

39. Zelenko, I., 2017. Credit risk management for derivatives, Library of Congress, U.S.A.

