



آليات مواجهة أخطار تغير سعر الصرف على شركات التأمين باستخدام المشتقات المالية

د/ رضا صالح عبد الباقي عبد الحافظ

الأستاذ المساعد بقسم الرياضيات والإحصاء
والتأمين بالمعهد العالي لعلوم الكمبيوتر
وتكنولوجيا الإدارة بسوهاج
والأستاذ المشارك بكلية العلوم الإدارية
والمالية جامعة الطائف

Mechanisms for Facing the Effect of Exchange Rate Risk on Insurance Companies by Using Financial Derivatives

ملخص البحث

التي يمكن تطبيقها لمواجهة هذه الأخطار، وذلك من خلال استخدام العديد من التقنيات الحديثة للمشتقات المالية، كالعقود الآجلة و العاجلة لسعر الصرف والعقود المستقبلية للعملة وعقود المبادلات وخيارات الصرف.

وتوصل البحث للعديد من النتائج أهمها:

١. يوجد تأثير لتغير سعر الصرف على شركات التأمين في عدة أوجه أهمها : قيم الأصول المؤمن عليها ومعدلات التصفية والإلغاءات وحدود الاحتفاظ وعمليات إعادة التأمين.

٢. يعد استخدام عقود الخيارات بأنواعها المختلفة أحد الأدوات الفاعلة ، والتي لها تأثيرها الإيجابي للتحوط من مخاطر تغير سعر الصرف على شركات التأمين.

وأوصى الباحث بضرورة استخدام عقود الخيارات بأنواعها المختلفة، ومشتقات العملة للتحوط من مخاطر تغير سعر الصرف على شركات التأمين . وإدراج شرط إعادة التقييم في اتفاقيات إعادة التأمين، والذي بمقتضاه يتم تعديل حدود الاحتفاظ والحدود القصوى للمسؤولية تلقائياً . مع ضرورة استحداث إدارة بالشركات دولية النشاط تتولى متابعة و تسيير تطورات الصرف وما يتبعها من مخاطر، ووضع الاستراتيجيات الكفيلة بتجنبها أو الحد منها .

شهدت الأسواق المالية العالمية ومنها سوق الصرف الأجنبي تقلبات كبيرة خلال العقود الأخيرة، أسهمت في زيادة تعرض الشركات دولية النشاط ومنها شركات التأمين للعديد من الأخطار الناشئة عن التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف، والتي بدورها تؤدي إلى تقلبات في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، وتؤثر على بعض أنشطة شركات التأمين، مثل نشاط إعادة التأمين، كما قد يصاحب التغير في سعر الصرف زيادة في معدلات التضخم والتي بدورها تؤثر على قيم الأصول المؤمن عليها، وعلى حجم الإلغاءات والتصفية بشركات التأمين .

وتزداد أهمية مواجهة أخطار تقلبات أسعار الصرف بالنسبة لشركات التأمين، خاصة في ظل الوضع الاقتصادي الراهن المفعم بالتقلبات المالية والنقدية. واتجاه الدولة نحو طرح جزء من شركات التأمين الحكومية في البورصة، وعند ذلك سوف تتأثر القيمة الحقيقية للأسهم وعوائدها المتوقعة بتغير أسعار الصرف. مما يستوجب تطبيق آليات حديثة لمواجهة أخطار تغير سعر الصرف.

وهدفنا الدراسة إلى قياس وتحليل أخطار تغير سعر الصرف وأثره على شركات التأمين . وتحديد أهم الآليات

Abstract

World money markets including foreign exchange markets have witnessed a lot of fluctuations in the last decades which made international companies of insurance face a lot of risks arising out of unexpected fluctuations in exchange rate which affect the actual value of expected cash flow in the future and the activities of insurance companies such as reinsurance. Also, exchange rate may increase inflation rates which highly affect the value of insured assets as well as the amount of cancellation and liquidation in insurance companies.

Facing exchange rate risk is highly important especially under fluctuations in the existing economic state and the state's plan to introduce insurance companies shares on the market. These procedures will affect the actual value of shares and their expected revenues because of exchange rate. Consequently, new mechanisms are required to face exchange rate risk.

This study aims at measuring and analyzing exchange rate risk and its effect on insurance companies and identifying mechanisms to be applied for facing these risks by using new techniques such as futures contract , swap contracts and exchange options.

Results:

- 1- Exchange rate risk affects insurance companies in different forms: the insured assets, liquidation rate, cancellation, and reinsurance.
- 2- Using different kinds of options contracts is an effective tool for hedging against exchange rate risk on insurance companies.

The researcher herein recommends using different kinds of options contracts for hedging against exchange rate risk in insurance companies, enlisting reassessment term in reinsurance agreements and establishing a new department in international companies to be responsible for following up exchange rate risks and setting strategies to curb these risks.

مقدمة ومشكلة البحث

شركات التأمين في هذه الحالة محتقظة بالخطر كليا، ويدفع الشركات إلى اللجوء للسوق الموازية وذلك لتدبير ما يلزم من العملة الأجنبية. وأن القيود التي قد تضعها البنوك على تحويل الدولار للخارج ووضع الغذاء والدواء في الأولوية، واعتبار تدبير العملة الأجنبية لشركات التأمين من الموضوعات الثانوية يؤدي إلى زيادة حدة المشكلة.

وأن التأثير لا يقف عند حد اتفاقيات إعادة التأمين الكلية، بل يمتد إلى العمليات الاختيارية التي تعيدها شركة التأمين إلى شركة الإعادة حالة بحالة، خاصة في العمليات الكبرى والتي كانت تحقق منها شركات التأمين فائضاً تأمينياً، وهي اتفاقات لا بد أن تسدها شركة التأمين فور الحصول على القسط من العملية حتى لا تتمتع شركة الإعادة عن التعويض في حال وقوع الخطر.

و قد تظهر العديد من الظواهر السلبية أهمها:

- انخفاض الطاقة الاستيعابية لاتفاقيات إعادة التأمين.

- لجوء الشركات إلى إعادة التأمين الاختياري لإعادة تأمين أعمال كانت مضمونة بموجب اتفاقيات إعادة التأمين، مما يؤدي إلى المزيد من عدم التوازن في اتفاقيات إعادة التأمين. بالإضافة إلى أنه في حالة طلب العملاء إصدار وثائق بالدولار فإنه يستحق أيضاً التعويض بنفس العملة عند وقوع الخطر، حيث أن العملة التي يتم الإصدار بها هي التي يتم تعويض العملاء بها في حالة استحقاقهم لتعويض أخطار مغطاة بالوثائق المصدرة لهم.

وتظهر مشكلة تغير أسعار صرف العملات الأجنبية بصورة واضحة في مجال التأمين المباشر، حيث تصدر وثيقة التأمين بالعملة الأصلية وتحول

تُعد شركات التأمين من المؤسسات دولية النشاط، لذلك فإنها تتأثر بصورة مباشرة بتغير أسعار صرف العملات؛ مما يحتم عليها ضرورة مواجهة مخاطر تغير أسعار الصرف، وذلك باكتشاف عدة تقنيات لمواجهة مثل هذه المخاطر، والحد من آثار تقلبات سعر الصرف على أنشطة شركات التأمين. وذلك يتطلب اللجوء إلى استحداث تقنيات جديدة سواء على مستوى الشركة أو على مستوى السوق لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف .

فقد تؤدي التقلبات في أسعار الصرف إلى تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على أطراف عديدة، فمن ناحية حملة الوثائق قد يظهر عدم كفاية مبالغ التأمين، وذلك يؤثر على العلاقة بين شركات التأمين وعملائها، خاصة عند تسوية التعويضات التي قد تتعرض لتطبيق قاعدة النسبية، ومن ثم قد يثار التساؤل عن جدوى وثيقة التأمين نتيجة ذلك.

وبالنسبة لشركات التأمين قد تتحمل خسائر بسبب سدادها لأقساط معيدي التأمين بالخارج بالعملة الأجنبية، مما يلزمها بتدبير المبالغ المطلوبة لسداد حصتها من الأقساط لمعيدي التأمين مقابل قيامها بتحصيل الأقساط من العميل بالجنيه المصري وتعويض عملها بذات العملة.

وتواجه شركات التأمين المحلية تحديات كبيرة قد تصل إلى حد قد يجعل شركات الإعادة العالمية تخرج من حصتها في الاتفاقية لتأخر حصولها على حصتها من الأقساط لأكثر من (٦) شهور. والمشكلة لا تكمن فقط في تأخر سداد أرصدة معيدي التأمين بالدولار، وإنما حين يصل لشركة التأمين تعويض لعميل، فإن شركة الإعادة ترفض السداد لعدم حصولها على مستحقاتها، وهو ما يجعل

محددات سعر الصرف وطرق تحديده، وآليات تغطية البنوك لمخاطر سعر الصرف باستخدام المشتقات المالية^(٢)

وهدفت دراسات أخري إلي إدارة مخاطر سعر الصرف^(٣). وأهتمت دراسات قليلة بتناول أثر تغير

في الدفاتر للجنه المصري كما تم قيدها، وعندما يتم السداد والذي قد يتم عملياً بعد فترة من الاصدار وخاصة في حالة الحساب الجاري، يكون بسعر مخالف للسعر الذي تم اصدار الوثيقة به. وتظهر هذه المشكلة بصورة أكبر في مجال إعادة التأمين الصادر سواء الاتفاقي أو الاختياري، حيث يتم قبول الخطر علي سعر صرف معين وعندما يتم إعادة التأمين وسداد المستحقات قد يكون السعر قد تغير عن السعر الذي تم قبول الخطر به مما يعرض شركات التأمين وإعادة التأمين للخطر.

كما تظهر المشكلة الكبرى في حقوق حملة الوثائق، والتي نعتقد أنها في حاجة إلى إعادة تقييم، فجميع احتياطات التعويضات التي تم تقديرها قبل تاريخ تعويم الجنيه المصري في حاجة إلى إعادة دراسة لكل ملف على حدة، خاصة فيما يتعلق بالأعمال التي توصف بأنها long tail، وعلى الهيئة العامة للرقابة المالية ضرورة دراسة كل ما يندرج تحت حقوق حملة الوثائق والتأكد من كفايته.

كما أن الارتفاع الكبير لسعر صرف الدولار مقابل الجنيه خلال الفترة الماضية، والذي تعدى (١٧) جنيهاً سوف يؤثر بصورة مباشرة أيضاً على أسعار بعض التغطيات التأمينية وخاصة التأمين الطبي؛ حيث أن أسعار الأدوية المستوردة شهدت ارتفاعاً نتيجة لارتفاع سعر الدولار وفاتورة الاستيراد.

وتناولت العديد من الدراسات السابقة بعض المشكلات الناتجة عن تغير سعر الصرف، وركزت معظم الدراسات على تأثير تغير سعر الصرف على فاتورة الاستيراد والتصدير والميزان التجاري وعلى السياسة النقدية^(١)، وتناولت بعض الدراسات

- رشا مصطفى مسعد عوض "محددات الاستثمار في أسواق أرس المال" رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامع القاهرة، ١٩٩٨ م.
- دوحة سلمى، " أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها"، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد خيضر، الجزائر، ٢٠١٥ م.
- دعاء محمد سليمان، " تأثير نظم أسعار الصرف على السياسة النقدية" - تجربة الاقتصاد المصري، مجلة مصر المعاصرة - مصر، ٢٠٠٥ م.

٢- لمزيد من التفاصيل:

- مرمز سليمان ويصا " سياسات سعر الصرف مع الإشارة للاقتصاد المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مصر، ٢٠١٥ م.

- صلوح محمد العبد، "آليات تغطية البنوك لمخاطر سعر الصرف باستخدام المشتقات المالية"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية، جامعة ورقلة، العدد الأول، ٢٠١٥ م.

٣- يمكن الرجوع إلى:

- رافت أحمد على إبراهيم " رؤية مستقبلية لإدارة الأخطار المالية في شركات التأمين المصرية باستخدام المشتقات المالية " المجلة المصرية للدراسات التجارية، العدد الأول، ٢٠٠٢ م.

- هاني عبد الحكيم إسماعيل، وأخرون " إدارة المخاطر المالية التأمينية باستخدام المشتقات المالية" المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، العدد الأول، ٢٠٠٧ م.

- عبد الحق بوعتروس، " تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف" مؤتمر إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية جامعة الزيتونة، الأردن، ٢٠٠٨ م.

- محمد علي العامري، " إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العدد ٢٣، ٢٠١٣ م.

- لبنى سيد عبد الرحيم، " إدارة أخطار محافظ ووثائق تأمينات الحياة المرتبطة بوحدة استثمارية باستخدام المشتقات المالية، رسالة ماجستير، كلية التجارة جامعة القاهرة، ٢٠١٤ م.

- Chio, Myoun, Skik, " Areal Currency Future Hedging Instrument fir the Very Short Exposure Risk", 2003.

- Steve Lumby & Chris Jones " Investment Appraisal & Financial Decisions" International Thomson Business, Sixth Edition, 1999.

- Don M. Chance "Essays in Derivatives" Wiley Finance, Second edition, 2008, P, 191.

١- يمكن الرجوع إلى:

سعر الصرف على قطاع التأمين^(٤)، واقتصرت هذه الدراسات بتوضيح مدى التأثير دون التركيز على آليات العلاج .

أهمية البحث

أصبحت الحاجة ماسة إلى إيجاد وسائل جديدة لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الصرف. خاصة بعد أن تحولت النظم النقدية الدولية اعتباراً من عام 1973 م إلى نظام تعويم أسعار العملات، فلم تعد البنوك المركزية للدول ملزمة بالحفاظ على أسعار الصرف ضمن هوامش محددة، كما كان الحال في نظام بريتون وودز. وقد أدى اختلال التوازن المستمر في موازين المدفوعات الدولية إلى زيادة تقلبات أسعار الصرف، خاصة بعد تحرير انتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى.

ويُعد من أبرز أسباب الاهتمام بدراسة أخطار سعر الصرف سواء على مستوى شركات التأمين أو على مستوى الدولة ما يلي :

١. تؤثر تقلبات سعر الصرف على الوضع المالي للمؤسسة دولية النشاط و يمتد تأثيرها ليشمل التنمية الاقتصادية في الدولة المعنية.
٢. انعكاس آثار تقلبات سعر الصرف على مختلف أنشطة شركات التأمين خاصة نشاط إعادة التأمين .

فروض البحث

١- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتغير سعر الصرف على كلاً من :

- قيم الأصول المؤمن عليها.
- معدلات التصفية والإلغاءات بسوق التأمين المصري.
- قيمة المخصصات الفنية لشركات التأمين بسوق التأمين المصري.
- عمليات إعادة التأمين الصادر والوارد بسوق التأمين المصري.

- Allayaninis, G. and Ofek, E., Exchange Rate Exposure, Hedging And The Use of Currency Derivatives , Journal of International Money & Finance , Vol,20,,2001.

٤- راجع في ذلك :

- إبراهيم محمد مهدي، "التغيير في أسعار الصرف وأثره على عمليات إعادة التأمين"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المنصورة، ١٩٨٣م.
- دينا محمد أحمد " قياس مخاطر محافظ الاستثمار في التأمين على الحياة في مصر" رسالة ماجستير ، كلية تجارة ، جامعة المنصورة، ٢٠١٠م .

مفهوم أخطار سعر الصرف

يقصد بسعر الصرف نسبة أو سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى ، وعلى ذلك تعد إحدى العمليتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها، كما يعرف سعر الصرف على أنه النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معين، ونقصد بالعملة الأجنبية هنا كافة المعاملات المالية من ودائع و اعتمادات ومدفوعات وحوالات. وعلى ذلك يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى، وتوضح الوظيفة التقليدية لسعر الصرف في قطاع التجارة الخارجية.

وخطر الصرف يمثل الخسارة المحتملة والمرتبطة بالتغيرات في أسعار صرف العملات، والذي ينتج عن العلاقات الاقتصادية مع القطاعات الخارجية من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقييم و الدفع لأنشطة تلك الشركات، وتمثل مخاطرة سعر الصرف درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو إلى العملة المرجعية. وتعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات دولية النشاط، إذ تنشأ المخاطر السوقية النظامية بسبب حساسية تلك الشركات للتقلبات لعوامل عديدة، تتمثل في أسعار السلع وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وعلى ذلك فإن إدارة مخاطر العملات الأجنبية ذات أهمية كبيرة في الوقت الراهن خاصة بالنسبة لمؤسسات الدول النامية والتي اتجه معظم أنظمتها الاقتصادية نحو النظام الحر.

• حدود الاحتفاظ بالأخطار بسوق التأمين المصري.
٢- يعد استخدام نماذج المشتقات المالية والمتمثلة في العقود الآجلة والمستقبليات والخيارات و المبادلات من الأدوات الفاعلة في إدارة أخطار سعر الصرف بالنسبة لشركات التأمين

حدود البحث

سوف يتم تطبيق الدراسة على سوق التأمين المصري .

تبويب البحث

لتحقيق اهداف البحث يقترح الباحث التبويب الآتي:
المبحث الأول: تحليل أخطار ومحددات سعر الصرف .

المبحث الثاني: قياس أثر تغير سعر الصرف على قيم الأصول المؤمن عليها.

المبحث الثالث تحليل أثر تغير سعر الصرف على نشاط إعادة التأمين في السوق المصري

المبحث الرابع: آليات مواجهة مخاطر تغير سعر الصرف على شركات التأمين.

النتائج والتوصيات.

قائمة المراجع.

المبحث الأول

تحليل أخطار ومحددات سعر الصرف

سوف يتناول الباحث خلال هذا المبحث مفهوم اخطار سعر الصرف، وتطور التغيرات التي حدثت بسعر صرف الجنية مقابل الدولار، والأنواع المختلفة لمخاطر سعر الصرف، وأخيراً تحديد وتحليل مجموعة المحددات والعوامل الرئيسية التي تؤثر في سعر الصرف.

ويختلف مفهوم وتأثير خطر تغير سعر الصرف باختلاف نوعية المؤسسات والأنشطة التي تزاولها، فخطر سعر الصرف بالنسبة لمؤسسة ذات أنشطة دولية يعرف كخطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوتره مقابل العملة الوطنية. و خطر الخسارة المحتملة هو الأكثر أهمية بالنسبة للأجال الفاصلة بين حدوث الحدث و التسوية النهائية له. وتمثل أخطار سعر الصرف الأخطار التي تنشأ عن تقلبات سعر الصرف بشكل مفاجئ، مما يؤدي إلى خسائر صرف أحيانا تكون فادحة.

ويعتبر سعر الصرف في أسعار صرف عملات التقويم و الدفع لنشاطات تلك المؤسسات. وخطر سعر الصرف لا ينشأ مباشرة عند إبرام العملية المالية المقومة بالعملة الأجنبية والذي يعتبر حينها خطراً محققاً؛ بل ينشأ قبل ذلك وهو ما يسمى بخطر سعر الصرف المحتمل. وتعتبر أسعار الصرف غير مضمونة الاستقرار مما يترتب عنها مخاطر كلما طالت فترة العقد، حيث أن أسعار الصرف أصبحت متغيرة بصورة كبيرة، وأصبحت عرضة لمؤثرات خارجية كثيرة، مما يزيد من حدة الخطر المرتبط بأسعار الصرف.

ويوضح الجدول الآتي تطور سعر الصرف الجنية المصري بالنسبة للدولار الأمريكي خلال الثلاث عقود الماضية.

وعليه فإن خطر تغير سعر الصرف يدور حول الضرر المحتمل الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من

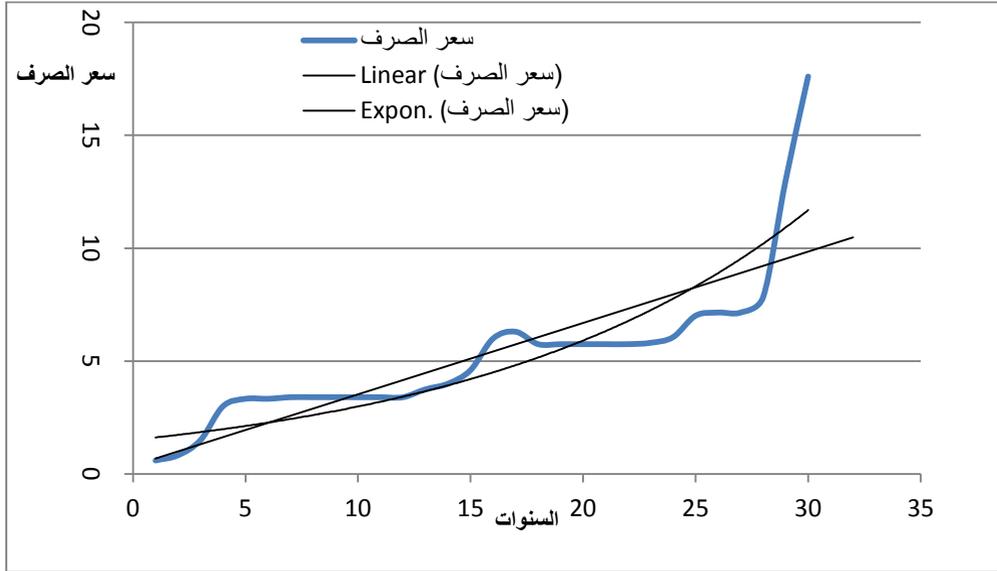
جدول (١)

تطور سعر الصرف الجنية المصري بالنسبة للدولار الأمريكي خلال الفترة من 1988م-2017م.

السنوات	سعر الصرف	معدل التغير السنوي	السنوات	سعر الصرف	معدل التغير السنوي
1989/1988	0.60	-	2004/2003	6.00	0.304
1990/1989	0.83	0.383	2005/2004	6.30	0.050
1991/1990	1.50	0.807	2006/2005	5.79	-0.081
1992/1991	3.00	1	2007/2006	5.74	-0.009
1993/1992	3.33	0.110	2008/2007	5.63	-0.019
1994/1993	3.33	0	2009/2008	5.62	0
1995/1994	3.40	0.021	2010/2009	5.75	0.023
1996/1995	3.40	0	2011/2010	5.93	0.031
1997/1996	3.40	0	2012/2011	6.06	0.022
1998/1997	3.40	0	2013/2012	7.01	0.157
1999/1998	3.40	0	2014/2013	7.15	0.020
2000/1999	3.40	0	2015/2014	7.15	0

0.095	7.83	2016/2015	0.103	3.75	2001/2000
0.660	13.00	2017/2016	0.066	4.00	2002/2001
0.354	17.60	2018/2017	0.150	4.60	2003/2002
0.146448	5.263333	المتوسط			
0.262193	3.351926	الانحراف المعياري			

المصدر: إعداد الباحث بالاستعانة بإصدارات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والاحصاء، ج. م. ع، أعداد مختلفة



شكل (١)

تطور سعر الصرف الجنية المصري بالنسبة للدولار الأمريكي

خلال الفترة من 1988م-2017م

ولمعرفة أقرب دالة يتبعها اتجاه منحنى تغير سعر الصرف تم تجربة عدة نماذج لاختيار النموذج المناسب

كما يوضحها الجدول الآتي :

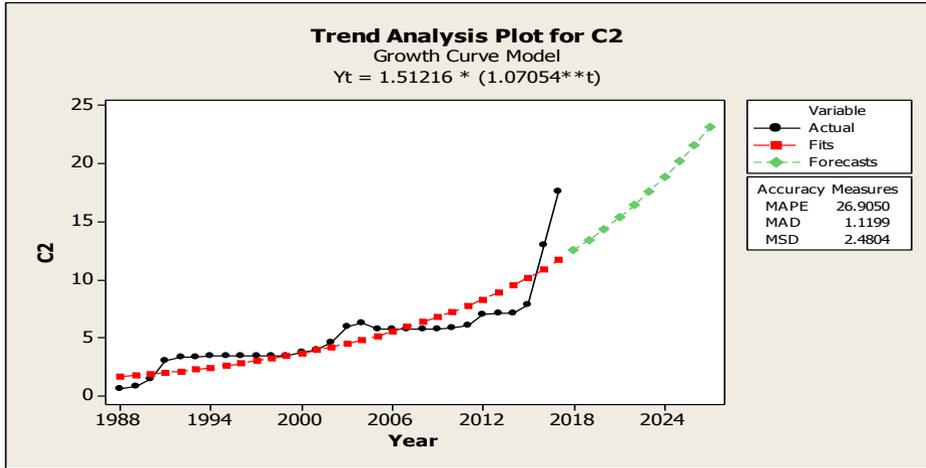
اختيار أفضل نموذج

متوسط مربع الأخطاء MSD	معادلة الاتجاه العام	النموذج
3.3951	$Y_t = 0.373218 + 0.315706 * t$	النموذج الخطي
2.7220	$Y_t = 2.40091 - 0.0644861 * t + 0.0122643 * t^{**2}$	النموذج التربيعي
2.4804	$Y_t = 1.51216 * (1.07054^{**t})$	النموذج الأسّي

إعداد الباحث

وبالنظر الي الجدول السابق، نجد أن أفضل نموذج يمثل البيانات هو النموذج الأسّي، حيث يحقق أقل قيمة لمقياس متوسط مربع الأخطاء (MSD)، ولذا يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ للسنوات التالية . حيث من المتوقع أن يصل سعر صرف الدولار بالنسبة للجنة المصري عام 2027 م باستخدام النموذج الأسّي إلى 23.1046 جنيه مصري وذلك بفرض ثبات نفس التأثير للعوامل الأخرى .

وبالنظر الي الجدول السابق، نجد أن أفضل نموذج يمثل البيانات هو النموذج الأسّي، حيث يحقق أقل قيمة لمقياس متوسط مربع الأخطاء (MSD)، ولذا يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ للسنوات التالية . حيث من المتوقع أن يصل سعر



شكل (٢)

التنبؤ بسعر الصرف باستخدام الدالة الأسية تحليل أخطار سعر الصرف

لمخاطر التمويل خاصة إذا كان المطلوب تمويل أحد الحسابات بالعملة الأجنبية .

ج. الأخطار الائتمانية:

ويظهر ذلك في عقود الائتمان التي تمنح بالعملة الأجنبية ويلتزم كل طرف بتسليم العملة موضوع العقد للطرف الآخر بالسعر والموعده المحدد في العقد، و هنا ينشأ خطر من احتمال عدم وفاء أي من الطرفين بالتزامه.

د. الأخطار التي تترتب على التغيرات التنظيمية:

قد تنشأ مخاطر الصرف نتيجة الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الدولة، و تؤثر على سعر الصرف، وبالتالي على رصيد العملات الأجنبية الموجودة بحوزة مالكيها . فإذا حددت الدولة فجأة نظام صرف

تحليل أخطار سعر الصرف يمكن تقسيم أخطار تغير سعر الصرف إلى عدة أنواع :

أ. الأخطار المالية

هي الأخطار التي تنشأ من احتمال تغير سعر الصرف بين عملتين بشكل مفاجئ، وذلك خلال الفترة الفاصلة بين اتخاذ قرار بعملية ما وحول موعد الدفع، وهي من أكثر المخاطر وضوحاً، وهذه التغيرات تتكرر بصفة مستمرة في ظل نظام تعويم أسعار الصرف، و يمكن خلال ساعات فقط أن تفقد العملة أكثر من ربع قيمتها.

ب. أخطار التمويل:

عندما تجد المؤسسة صعوبة في الحصول على الأرصدة اللازمة لتمويل النشاط، فهي تتعرض

المالية⁽⁵⁾. وبذلك فإن مخاطرة الصفقات تقيس التغيرات بقيمة الالتزامات المالية القائمة التي تم تحملها قبل التغير بأسعار الصرف، ولكنها لم تستحق التسوية إلا بعد حصول التغير بتلك الأسعار . فالشركات العاملة في المجال الدولي وتحديدًا العاملة في مجال استيراد وتصدير السلع والخدمات، ينبغي أن تستلم أو تدفع لهذه المنتجات، وتكون المدفوعات والمتحصلات بالعملة الأجنبية، ولكون أسعار الصرف متغيرة في قيمتها ما بين وقت وآخر فإن جميع هذه المدفوعات والمتحصلات بالعملة الأجنبية هي موضوع للتعرض لمخاطر الصرف الأجنبي، وهذا يسمى التعرض لمخاطر الصفقات .

ي- مخاطر التشغيل

تعد مخاطر التشغيل لأسعار الصرف أكثر أهمية للمركز المالي للشركة من تأثيرات مخاطر الصفقات، فهي لا تشبه مخاطر الصفقات والتي تمتاز بسهولة تحديدها بشكل مباشر، وذلك من خلال عقود الصفقات، فمخاطر التشغيل تعتمد على تقييم أثر التغيرات في سعر الصرف على الصفقة التي لم يتم الاتفاق عليها بعد، ولتحديد هذه المخاطر يكون من الضروري قياس التغير في التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة استجابة للتغيرات في سعر الصرف، وتعتمد المخاطرة التشغيلية على أسعار الصرف الحقيقية . وتعرف على أنها تأثير التغيرات غير المتوقعة لأسعار الصرف على التدفقات النقدية للموجودات والمطلوبات للشركة ومركزها التافسي .

مزدوج لعمليتها، بأن يحدد سعر الصرف للعملة مقابل العملات الأخرى كأن يكون هناك سعر حر يحدده العرض و الطلب، وآخر موجه تحدده السلطات النقدية، فيصوب السعر الأول على العمليات التجارية، و الثاني على العمليات المالية، و قد تترتب خسائر على تحويل رؤوس الأموال في حالة تطبيق هذا النظام بسبب اختلاف سعر الصرف .

هـ - الأخطار الناجمة عن إعادة تقييم المراكز المفتوحة:

قد تتحقق خسائر للمؤسسات المالية عند إعادة تقييم مراكز العملات الأجنبية المفتوحة، والتي تجري عادة مرة كل شهر، وتختلف أساليب إعادة التقييم؛ إلا أنه يتم تقييم كافة المراكز المفتوحة للعملات على أساس أعلى سعر معن في السوق في نهاية اليوم الذي يتم فيه إعادة التقييم.

و- مخاطر الصفقات

تشير النظريات المالية إلى إن تحركات أسعار الصرف مصدر مهم لعدم التأكد الذي يواجه الشركات، حيث تخلق التقلبات في أسعار الصرف مخاطر تستمر لأجل قصير وذلك للشركات دولية النشاط، خاصة وأن معظم هذه الشركات لديها اتفاقيات تعاقدية في المستقبل بعملة مختلفة، وأن مثل هذه الصفقات تتضمن عنصراً إضافياً للمخاطرة.

وتظهر مخاطر الصفقات عندما تكون للشركة التزامات تعاقدية من أجل الحصول على مدفوعات نقدية في تاريخ معين بالمستقبل بعملة أجنبية، وتعرف مخاطرة الصفقات على إنها تأثير التغيرات غير المتوقعة في سعر الصرف الاسمي على التدفقات النقدية المصاحبة للموجودات والمطلوبات

⁵- Pantzalis, Christor, Betty J.Simkins and Paul Laux,"Operational Hughes and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations",Journal of International Business Studies ,Vol.32,2001.p.796.

ط. مخاطر التحويل

يعد تحويل العملات الأجنبية واحدة من أصعب القضايا المثيرة للجدل التي تواجهها الشركات العاملة في المجال الدولي، وذلك نتيجة عولمة الأعمال أو لتقلبات في أسواق الصرف الأجنبي وأسواق الأوراق المالية العالمية، ويطلق على مخاطرة التحويل أحيانا بالمخاطرة المحاسبية وقد عرفت على إنها المخاطرة التي تتعرض لها قيم الاصول والخصوم والمصاريف والأرباح بالعملة الأجنبية، وذلك عند تحويلها بأسعار صرف محددة إلى العملة المحلية في تاريخ مستقبلي محدد.

محددات سعر الصرف

توجد هناك مجموعة محددات رئيسية تؤثر في سعر الصرف أهمها مستويات الأسعار النسبية، التعريفات الجمركية والحصص، تفضيل السلع الأجنبية على المحلية، الإنتاجية. وسوف نوضح كيف يؤثر كل عامل من هذه العوامل على سعر الصرف مع افتراض بقاء العوامل الأخرى على حالها.

أ- مستويات الأسعار (التضخم)

عندما ترتفع أسعار السلع المحلية وذلك مع بقاء أسعار السلع الأجنبية ثابتة، ينخفض الطلب على السلع المحلية، ويتجه سعر العملة الوطنية نحو الانخفاض، وعلى العكس إذا ارتفعت أسعار السلع الأجنبية بحيث أن السعر النسبي للسلع المحلية ينخفض فإن الطلب على السلع المحلية يزداد وتتجه قيمة العملة الوطنية نحو الارتفاع لأن السلع المحلية سيستمر بيعها حتى مع ارتفاع قيمة العملة المحلية .

ب- التعريفات الجمركية

تؤثر الحواجز على التجارة الحرة والمتمثلة في الضرائب على السلع المستوردة وكذلك القيود

على كمية السلع التي يمكن استيرادها يمكن أن تؤثر في سعر الصرف. وفرض هذه القيود على التجارة يزيد من الطلب على السلع المحلية فتحقق بقيمة عملتها من الانخفاض.

ج- معدل الفائدة

تتأثر قيمة العملة في المستقبل بمعدلات الفائدة السائدة والمتوقعة، وهذه النظرية أدت إلى ظهور مفهوم خصم التأجيل وعلو التعجيل واعتبار سعر الصرف لأجل أحسن وسيلة للتنبؤ بأسعار الصرف. كما أن معدلات الفائدة هي التي تحكم حركة تدفق رؤوس الأموال في المدى الطويل والقصير. حيث ترتبط تغيرات أسعار الصرف بمعدلات الفائدة⁶، فالزيادة في معدلات الفائدة المحلية بالمقارنة بمعدلات الفائدة الأجنبية تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي بعد مرور فترة زمنية معينة والعكس صحيح، فالارتفاع في معدلات الفائدة في البلدان الأجنبية سيحفز المستثمرين المحليين في الأجل القصير على استبدال عملتهم بعملات تلك البلدان وذلك لجني الأرباح في السوق الأجنبي، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية وهذا ما يؤثر على سعر الصرف.

د- تفضيل السلع الأجنبية

تؤدي الزيادة في الطلب على الصادرات الخاصة بإحدى الدول إلى ارتفاع قيمة عملتها في المدى الطويل، وعلى العكس فإن الزيادة في الطلب على الواردات تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية.

⁶ Magda Kandil Nazire, A comparative analysis of exchange rate fluctuations and economic activity, International Journal of Development Issues, Vol. 7 Iss 2,2008, p831.

هـ - ميزان المدفوعات:

تعد أرصدة ميزان المدفوعات من العوامل المفسرة لتغير سعر الصرف في المدى المتوسط ، سواء تعلق الأمر برصيد التجارة الخارجية أو رصيد المعاملات الجارية، فحدوث عجز في الميزان التجاري يؤدي بالضرورة إلى انخفاض سعر الصرف . كما أن الدولة التي تتميز بمعدل تضخم مرتفع تجد صعوبات كبيرة في تصدير منتجاتها؛ حيث يتأثر الميزان التجاري، والعكس في حالة انخفاض معدل التضخم.

و - الإنتاجية

يعتبر عنصر الإنتاجية من العوامل الهامة للتحكم والحفاظ على قيمة العملة المحلية للدولة، إذا أصبحت أكثر إنتاجية من غيرها من الدول الأخرى، فهذا يؤدي إلى يمكن انخفاض أسعار السلع المحلية بالنسبة لأسعار السلع الأجنبية، وتظل تحقق أرباحا، والنتيجة هي زيادة الطلب على السلع المحلية، وميل سعر العملة المحلية إلى الارتفاع، ومثال على ذلك دولة الصين التي تنتشر منتجاتها وتغزو العلم كله.

ح - التدخل الحكومي

تمثل الرقابة التي تفرضها الحكومة على النشاط الاقتصادي من أهم العوامل المؤثرة في أسعار الصرف، حيث يمكن للدولة أن تؤثر في سعر الصرف من خلال فرض القيود على الصرف الأجنبي، بالإضافة إلى فرض قيود على التجارة الخارجية، إلى جانب التدخل من خلال بيع و شراء العملات في سوق الصرف الأجنبي، حيث تعمل بعض الحكومات على التدخل في تعديل سعر الصرف الخاص بها، وذلك بعد محاولة البنك المركزي تعديل سعر صرف العملة، عندما لا يكون ملائما للسياسة المالية والاقتصادية بالدولة، وتتم

التدخل خاصة في حالة تطبيق نظام الصرف الثابت، حيث لا يخضع سعر العملة لتفاعل قوى العرض والطلب عليها، ففي حال حدوث اختلال في ميزان المدفوعات ستنتبع الدولة سياسة انكماشية أو تضخمية لإعادة التوازن وذلك عن طريق تخفيض أو رفع سعر العملة، وهذه العملية التي تسمح للدولة في التحكم في كمية النقود المعروضة لتجنب الموجات التضخمية ، و بالتالي تعمل على استقرار العملة. ومن أجل العودة للتوازن يعتمد البنك المركزي على مجموعة من الأدوات يستطيع من خلالها التأثير بطريقة توسعية أو انكماشية مثل: عمليات السوق المفتوح- سعر إعادة الخصم- نسبة الاحتياطي القانوني-الرقابة على الأرصدة الأجنبية.

المبحث الثاني**قياس أثر تغير سعر الصرف****(تعويم الجنيه) على قيم الأصول****المؤمن عليها**

جاء قرار البنك المركزي المصري بتحرير سعر الصرف أمام العملات الأجنبية، ليتم تسعيه وفقا لآليات العرض والطلب بالبنوك، حيث نتج عنه انخفاض قيمة الجنيه، وترتب على ذلك انخفاض القيمة الحقيقية لمبالغ التأمين المدرجة بالوثائق المصدرة للعملاء، والتي أصبحت لا تعبر عن القيمة الحقيقية للأصول. كما أن وثائق التأمين المحلية والعالمية تشتمل على شرط النسبية في التعويض، فإذا كانت قيمة الأشياء المؤمن عليها وقت تحقق الخطر المؤمن ضده أقل من المبلغ المؤمن به في الوثيقة، تحمل المؤمن له نسبة من الخسائر بقدر

النسبة بين المبلغ المؤمن به وبين القيمة السوقية للأشياء المؤمن عليها وقت وقوع الخطر. وتأثير تغير سعر الصرف على تأمين السيارات والتأمين الطبي. ويؤثر تغير سعر الصرف على العديد من فروع تأمينات الممتلكات. ونعرض فيما يلي مدى تأثير تغير سعر الصرف على فرعي تأمين السيارات والتأمين الطبي. وذلك كمثال لفروع التأمين ذات المطالبات المنكورة .

يوضح الجدول الآتي مثالاً لتأثير تغير سعر الصرف على قيم الأصول المؤمن عليها بوثيقة التأمين الشامل على السيارات بشركة مطاحن مصر العليا لدى شركة مصر للتأمين قبل وبعد تطبيق سعر الصرف الجديد.

جدول (2)

وثيقة التأمين الشامل على أسطول سيارات شركة مطاحن مصر العليا عام 2016م/2017م

قسط التأمين	إجمالي مبلغ التأمين	إجمالي القيمة السوقية للسيارات	عدد السيارات	
913545	28275000	26100000	435	قبل تغير سعر الصرف (2016/11)
1278963	39585000	36540000	435	بعد تغير سعر الصرف تاريخ تجديد الوثيقة (2017/1/1)

المصدر: سجلات وملفات شركة مطاحن مصر العليا- القطاع التجاري .

وذلك لمواجهة الارتفاع الكبير في فاتورة الإصلاح بالتوكيل وارتفاع أسعار قطع الغيار المستوردة، ويمكن أن تقوم الشركات بتلك المراجعات والتعديلات إما عند تجديد الوثائق أو في أي وقت بالعام أثناء سريان الوثيقة بالاتفاق مع العميل بأنه سيتم تعديل مبلغ التأمين بالوثيقة وذلك لمصلحة العميل.

وكما ارتفع مبلغ التأمين زاد مبلغ التعويض المتوقع في ظل ارتفاع أسعار السيارات، بصورة كبيرة خلال الفترة الماضية سواء الجديدة أو المستعمل إلى جانب ارتفاع أسعار الإصلاح بالتوكيل وارتفاع أسعار قطع الغيار المستوردة، إضافة إلى نسبة الجمارك عليها وفارق العملة بالزيادة من حين لآخر سوف يرفع أسعار الإصلاح،

ويتضح من الجدول السابق زيادة مبلغ التأمين والذي يتبعه زيادة في قسط التأمين وذلك نتيجة لزيادة معدل التضخم الذي صاحب تغير سعر صرف الجنيه المصري والذي أدى إلى زيادة القيمة السوقية للسيارات بنسب تتراوح بين 30% إلى 60% حسب نوع السيارة، الأمر الذي يؤدي إلى ضرورة إعادة النظر في مبلغ التأمين وكذلك قسط التأمين حتى لا تتعرض القيم المؤمنة لتطبيق قاعدة النسبية عند حدوث الخطر.

كما أن زيادة مبالغ التأمين لتلك الوثائق، سوف يؤدي إلى ارتفاع حجم القسط بالوثيقة كما قد يؤدي إلى زيادة سعر التأمين خاصة السيارات المستوردة ،

أسعار التغطيات التأمينية؛ حيث أن أسعار الأدوية المستوردة شهدت ارتفاعاً نتيجة لارتفاع سعر الدولار وفاتورة الاستيراد، وهو ما يتحملة العميل، لذا لجأت شركات التأمين، لرفع سعر التأمين الطبي بنسبة 10% حتى لا يحقق فرع التأمين الطبي خسائر، فمن المتوقع أن تشهد التعويضات ارتفاعاً نتيجة لزيادة سعر الأدوية والمستلزمات الطبية. حيث تمثل الأدوية والمستلزمات الطبية حوالي 60% من تكلفة التأمين الطبي، لذا تلجأ المستشفيات وغيرها من مقدمي الخدمات الطبية مثل مراكز الأشعة ومعامل التحاليل إلى رفع أسعارها، وعلى ذلك فإن أي ارتفاع في سعر الأدوية والمستلزمات الطبية وخاصة المستوردة لا بد أن يقابله ارتفاع سعر التأمين، وبالتالي حجم القسط التأمين حتى يكون عادلاً وكافياً للوفاء بالتزامات الشركات تجاه عملائها. ، لذا يجب على شركات التأمين أن تأخذ كل ذلك في اعتبارها عند تسعير الخطر والاكنتاب بفرع التأمين الطبي .

ومن الأفضل قيام العملاء بإعادة تقييم الأصول والممتلكات المؤمن عليها من مباني وسيارات وآلات ومخزون وغيرها، وذلك طبقاً لأسعار السوق الحالية بعد قرار تعويم الجنيه وسرعة موافاة شركات التأمين بالقيم الجديدة لإعادة النظر في القيم التأمينية بالوثائق المصدرة حتى لا يتم تطبيق شرط النسبية ، وإدراكهم أهمية التأمين بالقيم الحقيقية للأصول للحصول على التعويض المناسب .

أثر تغير سعر الصرف على معدلات الإلغاء والتصفية بشركات تأمينات الحياة بمصر .

يوضح الجدول الآتي تطور معدلات الإلغاء والتصفية بنشاط تأمينات الحياة بسوق التأمين المصري :

خاصة بالتوكيلات وذلك تفادياً لاستعمال قطع الغيار المستعملة أو غير المطابقة للمواصفات، والتي تسبب المزيد من الحوادث والخسائر في الأرواح، والممتلكات، علاوة على قلة المعروض من المستورد حالياً وارتفاع الطلب عليه بشدة.

كما أن إعادة النظر في القيم التأمينية للممتلكات المؤمن عليها يعد من الأمور الهامة خاصة في ظل ارتفاع الأسعار و تزايد الخطر المعنوي الناتج عن توقف نشاط العديد من الصناعات، مما يساعد لافتعال بعض الحوادث للحصول على التعويض من شركة التأمين. وعلى الشركات تقديم النصائح لعملائها بإعادة لنظر في تقييم ممتلكاتهم، وكذلك حدود التغطيات المطلوبة في ظل زيادة الأسعار. وقد عرضت بعض شركات التأمين تقديم خدمة إعادة تقييم الأصول المؤمن عليها عن طريق خبير معاينة مجاني، وذلك مقابل زيادة مبالغ التأمين لتكون واقعية للقيم الحقيقية للأصول، ويتم زيادة حجم القسط التأمين مع زيادة مبلغ التأمين.

ومن مصلحة العملاء الموافقة على تعديل تلك الوثائق بزيادة مبالغ التأمين وحجم القسط، وأن شركة التأمين أيضاً من مصلحتها ذلك للحفاظ على صناعة التأمين في أداء رسالتها والوفاء بالتزاماتها.

كما أن تقلبات سعر الصرف والأثر المتوقع على تخفيض الجنيه يتطلبان إعادة تسعير المنتجات خاصة في بعض فروع التأمين التي من طبيعتها حدوث مطالبات متكررة مثل التأمين الطبي وذلك لمقابلة الزيادة في أسعار الأدوية .

ففي مجال التأمين الطبي يعد أن الارتفاع الكبير لسعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري خلال الفترة الماضية، له تأثيره و بصورة مباشرة على

**جدول (3) معدلات الإلغاء والتصفية بنشاط تأمينات الحياة بالسوق المصري
خلال المدة من 2005م إلى 2016 م**

السنوات	معدل الإلغاء	معدل التصفية
2005/2004	7.3	3
2006/2005	6.1	3
2007/2006	5.4	3.4
2008/2007	6	3.3
2009/2008	5.5	3.7
2010/2009	4.9	3.5
2011/2010	4.2	4
2012/2011	4.7	4.3
2013/2012	4.9	4.1
2014/2013	4.2	3.3
2015/2014	4.1	3.67
2016/2015	5.23	3.82
المتوسط قبل التعويم	5.87	3.32
2017/2016 بعد التعويم	6.43	4.8

المصدر : الكتاب الإحصائي السنوي ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، أعداد مختلفة .

يوضح الجدول الآتي معدلات الإلغاء ببعض شركات تأمينات الحياة قبل وبعد إصدار قرار التعويم .

جدول (4)

معدلات الإلغاء بنشاط تأمينات الحياة ببعض شركات التأمين قبل وبعد إصدار قرار التعويم

السنوات	مصر لتأمينات الحياة	قناة السويس لتأمينات الحياة	الدلتا لتأمينات الحياة	أليانز مصر لتأمينات الحياة	الأهلي لتأمينات الحياة
2014/2013	2.97	5.27	9.49	7.1	7.26
2015/2014	3.79	4.08	11.89	2.18	2.41
2016/2015	3.5	5.02	13.84	10.55	7.26
المتوسط قبل التعويم	3.42	4.79	11.74	6.61	5.64
2017/2016 بعد التعويم	5.12	6.3	14.6	12.3	8.45

المصدر : الكتاب الإحصائي السنوي ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، أعداد مختلفة .

يوضح الجدول الآتي معدلات التصفية بنشاط تأمينات الحياة ببعض شركات التأمين قبل وبعد صدور قرار التعويم .

جدول (5)

معدلات التصفية بنشاط تأمينات الحياة ببعض شركات التأمين قبل وبعد صدور قرار التعويم

السنوات	شركة مصر لتأمينات الحياة	شركة الدلتا لتأمينات الحياة	قناة السويس لتأمينات الحياة	أليانز مصر لتأمينات الحياة	الأهلي لتأمينات الحياة
2014/2013	2.6	1.21	1.9	6.30	3.51
2015/2014	3.01	1.85	1.21	7.56	3.28
2016/2015	2.8	2.16	1.28	8.93	3.51
المتوسط قبل التعويم	2.80	1.74	1.46	7.60	3.43
2017/2016	3.45	3.13	2.34	9.65	4.12

المصدر: الكتاب الإحصائي السنوي ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، أعداد مختلفة .

اختبار الفرض الإحصائي : يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية بين معدلات التصفية والإلغاءات بسوق التأمين المصري قبل وبعد تطبيق قرار تغيير سعر الصرف .

أولاً بالنسبة لمعدلات الإلغاء وباستخدام اختبار (T) كانت النتائج كما يلي :

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 X1	6.440	5	3.1859	1.4248
Pair 1 X2	9.350	5	4.0084	1.7926

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
X1 - X2	-2.91	1.670	.747158	-4.98844	-8.395551	-3.900-	4	.018

ثانياً بالنسبة لمعدلات الإلغاء كانت النتائج كما يلي :

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	VAR00003	3.4060	5	2.47588	1.10725
	VAR00004	4.5380	5	2.92851	1.30967

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Y1-Y2	-1.13	.59171	.26462	-1.86670-	-.39730-	-4.278-	4	.013

والذي أدى مع عوامل أخرى إلى زيادة معدلات الإلغاء ومعدلات التصفية لوثائق تأمينات الحياة المختلفة، الأمر الذي يفرض على شركات التأمين تطوير منتجاتها وإعادة النظر في معدلات الاستثمار الخاصة بحقوق حملة الوثائق والتي توفرها الوثائق المشتركة في الأرباح .

ومن نتائج التحليل السابق يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية بين معدلات الإلغاءات والتصفية بسوق التأمين المصري قبل وبعد تطبيق قرار تغيير سعر الصرف وذلك عند مستوى معنوية 0.05 مما يوضح وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتغير سعر الصرف على معدلات الإلغاءات والتصفية بسوق التأمين المصري. وما صاحبة من زيادة في معدلات التضخم وانخفاض القيمة الحقيقية لمبالغ التأمين

المبحث الثالث

تحليل أثر تغير سعر الصرف على نشاط إعادة التأمين في السوق المصري

يمثل نشاط إعادة التأمين أهمية كبرى لشركات التأمين نتيجة عدم قدرتها على الاحتفاظ بكافة الأخطار لديها، وبالتالي تنشأ الحاجة للعملة الأجنبية لسداد الأقساط المصدرة لمعيدي التأمين بالخارج .

وتعتبر أنشطة إعادة التأمين أحد أنواع الصادرات والواردات غير المنظورة ، وبالتالي أي تقلبات تحدث في سعر الصرف لها تأثير مباشر عليها . وتتجه بعض الدول إلى تخفيض قيمة عملتها الوطنية لحماية اقتصادها من الانهيار. ويعني تخفيض قيمة العملة الوطنية لأي دولة انخفاض ما تساويه من وزن الذهب ، فترتفع أسعار الواردات بالعملة الوطنية لتلك الدولة الأمر الذي يحد منها . وتنخفض أسعار الصادرات بالعملات الأجنبية فيزيد الطلب عليها .

وتمثل عمليات إعادة التأمين المسندة من معيد التأمين بالخارج إلي الشركات المحلية بيع للخدمة التأمينية. أي أنها جزء من الصادرات غير المنظورة. بينما تمثل عمليات إعادة التأمين المسندة من جانب الشركات المحلية عملية شراء للخدمة التأمينية. أي أنها جزء من الواردات غير المنظورة.

وتظهر أرصدة معيدي التأمين بالعملة الوطنية، ونتيجة لتغير سعر الصرف فإن هذه الأرصدة لا تعبر عن القيمة الحقيقية، وبالتالي تتأثر دفعات سداد الأرصدة بالأسعار الجديدة اعتباراً من تاريخ إعادة التقييم . وعلى ذلك فإنه بالنسبة للأرصدة المستحقة عن الاتفاقيات الواردة بالعملات التي أعيد تقييمها سوف تؤدي إلى خسارة بالنسبة لمعيدي التأمين بسبب فروق التحويل إذا كانت الارصدة مستحقة

للشركات المسندة، ويحقق معيدي التأمين ربحاً إذا كانت الأرصدة مستحقة لهم.

تحليل آثار تغير سعر الصرف على نشاط إعادة التأمين

يرى الباحث أن تغير سعر الصرف قد يؤثر على العديد من عناصر عملية إعادة التأمين، وسوف نتناول أهم تلك العناصر والتي سوف تتأثر بتغير أسعار الصرف .

١- المخصصات الفنية

يقوم المؤمن المباشر بحجز مبالغ مقابل نصيب معيدي التأمين في مخصص الأخطار السارية وقد يمتد أيضاً لمخصص التعويضات تحت التسوية، كما توجد إيداعات قانونية تتطلب حجزها بناءً على قوانين الرقابة المالية وهي ما يقابل نصيب معيدي التأمين من المخصصات الفنية قبل تحويل الأموال المستحقة لهم. كما توجد هناك إيداعات نقدية يتطلب حجزها بسبب قوانين النقد، حيث تقوم الهيئة المسندة لاتفاقيات إعادة التأمين بحجز جزء من الأقساط يمثل من وجهة نظرها الجزء من القسط المحصل الذي يخص فترة تالية لفترة الحساب ، كما تقوم بحجز مخصص التعويضات بما يعادل نصيب معيدي التأمين من المطالبات التي يتم تسويتها حتى وقت إعداد الحساب . وقد عمدت شركات إعادة التأمين إلى حجز هذه المخصصات نتيجة لخبرة هذه المؤسسات .

ويمكن بالنسبة لأنواع معينة من الاتفاقيات سواء كانت نسبية أو على أساس زيادة خسائر أن يتم تكوين مخصص للدوائع النقدية والاستثمارات لمواجهة تقلبات العملة . وعلى ذلك فإن معيدي التأمين أصحاب المحافظ الكبيرة الواردة من الدول التي تأثرت عملاتها سوف يصبح لهم مستحقات

مالية إما نقداً أو على شكل أوراق مالية مودعة لدى الشركات التي اسندت جزء من عملياتها، وبالتالي عليهم إعادة تقييم هذه الإيداعات. وهذا سوف يترتب عليه ربحاً لمعيدي التأمين.^(٧)

وبالنسبة لاتفاقيات إعادة التأمين الوارد فإن تغير أسعار صرف العملات يؤثر على المخصصات الفنية لهذه الشركات حيث يتم احتجاز مخصص الرسوم حسب النسب المقررة لكل فرع من فروع التأمين طبقاً لاتفاقيات إعادة التأمين في الربع الأول أو النصف الأول من السنة التأمينية علي أن يرد هذا الاحتجاز من الربع أو النصف المقابل من

السنة التأمينية التالية. والمشكلة تكون في ان سعر الصرف الذي احتجزت علي أساسه الرسوم والذي يظهر في أصول الميزانية قد يختلف عن السعر الذي سيتم الافراج عنه في السنة التأمينية التالية في حين أنه يجب ان يكون الاحتجاز مساوياً تماماً للافراج حتي لا تنشأ أي أرصدة وهمية.

ويوضح الجدول الآتي قيم المخصصات الفنية لعمليات إعادة التأمين الصادر والوارد والتي يمكن أن تتأثر بتغير سعر الصرف بسوق التأمين المصري.

جدول (6)

المخصصات الفنية لإعادة التأمين الصادر والوارد لسوق التأمين المصري (تأمينات الممتلكات)
خلال الفترة 2008 م - 2017 م
(القيمة بالآلاف جنيه مصري)

معدل تغير سعر الصرف	مخصص التعويضات تحت التسوية		مخصص الأخطار السارية		السنوات
	صادر خارجي	وارد خارجي	صادر خارجي	وارد خارجي	
0	2818543	544347	911057	115407	2009/2008
0.023	2749449	552310	904222	152376	2010/2009
0.031	3288210	504924	974511	140678	2011/2010
0.022	2284210	522049	1188622	135942	2012/2011
0.157	2379039	644649	1415800	177921	2013/2012
0.020	2494096	764269	1392314	202370	2014/2013
0	2460257	706228	1628324	244007	2015/2014
0.095	2939809	796833	1712846	283857	2016/2015
0.660	3126453	843567	1945634	307653	2017/2016
0.354	2789072	832901	1979935	303629	2018/2017 ^(*)

المصدر: الكتاب الإحصائي السنوي، الهيئة العامة للرقابة المالية، أعداد مختلفة.

٧- إبراهيم محمد مهدي، "التغيير في أسعار الصرف وأثره على عمليات إعادة التأمين"، مرجع سبق ذكره ص ٢٣.

٢- نتائج الاتفاقيات

أسعار الصرف و قد تصبح الارقام التي تتضمنها العمليات غير حقيقية نتيجة تغير أسعار الصرف وتتركز الأقساط في السنوات الأولى من الإصدار وتزيد قيمة التعويضات في السنوات التالية. وقد يكون لتغير أسعار الصرف آثاراً كبيرة على تكوين تغطيات إعادة التأمين الأمر الذي يتطلب الحد من هذه الآثار حتى لا تجد هذه الشركات أن تكلفة هذه التغطيات تفوق ما تحصل عليه من الاسنادات الواردة والمكونة لها .

وتظهر هذه المشكلة بصورة أكبر في مجال إعادة التأمين الصادر سواء الاتفاقي أو الاختياري، حيث يتم قبول الخطر علي سعر صرف معين وعندما يتم إعادة التأمين وسداد المستحقات تكون علي سعر مخالف للسعر الذي تم قبول الخطر به، مما يعرض شركات التأمين وإعادة التأمين لخسائر فروع عملة كبيرة ، ويترتب علي ذلك أن أرصدة شركات التأمين وإعادة التأمين، والتي تظهر في أصول وخصوم الميزانية تكون غير حقيقية، لتأثرها بتغيرات أسعار صرف العملات، حيث تقوم هذه الأرصدة بالدولار الأمريكي ، وبالتالي تكون نسبة أرصدة شركات التأمين وإعادة التأمين إلي إجمالي الأصول غير حقيقية وكذلك نسبة أرصدة العملاء والمدنيين إلي إجمالي الأصول غير حقيقية.

وأن شركات إعادة التأمين لم تكن تتوقع تقاوم أزمة الدولار لهذه الدرجة، إذ تواجه الشركات صعوبة في توفير الدولار إلى جانب مشكلة ارتفاع سعر الصرف، ولا يملك المعيدون سوى استعجال شركات التأمين المصرية بسرعة تحويل مستحقاتها المتأخرة.

بعد تحديد النتائج الحقيقية لاتفاقيات إعادة التأمين من الأمور الهامة خاصة قبل تجديدها، ويتطلب استخراج نتائج هذه الاتفاقيات بالعملية الأصلية . وعند تعدد العملات الأصلية يلزم تحويلها إلى عملة واحدة تقوم بدور الوسيط لتحديد نتائج هذه الاتفاقيات.

وحيث تتركز الأقساط في السنوات الأولى من الإصدار بينما تتركز التعويضات في السنوات التالية من سنة الإصدار وهو ما يجعل النتائج قد تكون بعيدة عن الواقع ؛ حيث تختلف نتيجة الاتفاقية الأصلية عن نتائجها بعد التحويل للعملة الوطنية نتيجة لتغير أسعار صرف العملة المستخدمة في التحويل.

وقد تُظهر نتيجة الاتفاقيات ربح ظاهرياً أو خسارة غير حقيقية نتيجة لتغير سعر الصرف، وبالتالي فإن النتيجة الفنية المحددة بعملة معيد التأمين قد لا تكون مناسبة. مما يظهر عدم الاعتماد فقط على شروط الاتفاقية وخبرة الخسائر الخاصة ولكن أيضاً على أسعار الصرف.

٣- التغطيات التي تقدمها شركات إعادة التأمين

تحصل شركات التأمين على إسنادات بعملات مختلفة وتسعى للحصول على تغطيات لما يزيد عن حد احتفاظها من الأخطار التي تضمنها هذه الاسنادات. وتتم هذه التغطيات بالعملية الوطنية في الوقت الذي تشمل جزء من الاسنادات الواردة بعملات أخرى. ويترتب على تحويل بنود الحسابات الخاصة بالاسنادات الواردة إلى العملة الوطنية

* قيم مقدرة باستخدام برنامج (Minitab)

حصتها من الاتفاقية. والمشكلة لا تكمن فقط في تأخر سداد أرصدة معيدي التأمين بالدولار فقط، وإنما حين يرد لشركة التأمين تعويض من عميل فإن شركة الإعادة ترفض السداد لعدم حصولها على مستحقاتها، وهو ما يجعل شركات التأمين في هذه الحالة محتفظة بالخطر كلياً. ويدفع الشركات إلى اللجوء للسوق الموازية لتدبير ما يلزم من العملة الأجنبية، والحصول على مستند بسعر الشراء لتقديمه إلى مراقب الحسابات لنفى شبهة التلاعب عن شركة التأمين والخسارة المتوقعة من ارتفاع السعر.

وأن سوء الوضع لم يمتد فقط إلى اتفاقيات الإعادة الكلية لشركة التأمين، بل إلى العمليات الاختيارية التي تعيدها شركة التأمين إلى شركة الإعادة حالة بحالة خاصة في العمليات الكبيرة والتي كانت تحقق منها شركات التأمين ربحية، وهي اتفاقات لا بد أن تسدها شركة التأمين فور الحصول على القسط من العملية حتى لا تمتنع شركة الإعادة عن التعويض في حال وقوع الخطر.

يوضح الجدول الآتي الأقساط والتعويضات لإعادة التأمين الصادر والوارد والتي قد تتأثر بتغير سعر الصرف بسوق التأمين المصري (ممتلكات) خلال الفترة 2000 م-2017 م .

و أن بعض شركات إعادة التأمين لا تطلب تثبيت سعر صرف الجنيه مقابل الدولار عند سعر معين عند بداية اتفاقية إعادة التأمين .

ولا تزال شركات التأمين تعاني للحصول على سيولة دولاريه من البنوك لسداد مستحقات شركات إعادة التأمين من الأقساط .

كما أن تأخر سداد الأرصدة يهدد بخروج شركات الإعادة من السوق المحلية، رغم أنه سوق واعد إلا أن الوضع الحالي سوف يعيد النظر في التعاملات مع السوق مرة أخرى. وأن استمرار الأزمة سيؤدي إلى مزيد من نزيف الخسائر، وأن اللجوء إلى السوق الموازية لتدبير العملة، للتمكن من سداد مستحقات معيدي التأمين وتقاسم الخطر محلياً، هو حل مؤقت، ولا بد من حلول جذرية تنهى المشكلة وإلا خسرت شركات التأمين ظهير الحماية الرئيسي لها، علاوة على إمكانية تعرض مراكزها المالية لخطر يهدد استمراريتها.

وأن الخسائر التي تتحملها شركات التأمين تنحصر في سدادها لأقساط معيدي التأمين بالخارج بالعملة الأجنبية، مما يلزمها بتدبير المبالغ المطلوبة لسداد حصتها من الأقساط لمعيدي التأمين مقابل قيامها بتحصيل الأقساط من العميل بالجنيه المصري، وتعويض عميلها بذات العملة.

وقد تواجه شركات التأمين المحلية تحدياً كبيراً يصل إلى حد تهديد شركات الإعادة العالمية بخروج

جدول (٧)

الأقساط والتعويضات لإعادة التأمين الصادر والوارد لسوق التأمين المصري (تأمينات ممتلكات)

خلال الفترة 2000 م - 2017م (القيمة بالآلاف جنيه مصري)

السنوات	أقساط إعادة وارد خارجي	أقساط إعادة صادر خارجي	تعويضات مسددة وارد	تعويضات مستردة من الصادر	معدل الاحتفاظ	معدل تغير سعر الصرف
2000/1999	37542	738375	24261	664353	41.4	0
2001/2000	42745	783150	31909	464415	45.1	0.103
2002/2001	69113	882976	35067	971145	44.7	0.066
2003/2002	90069	1168972	38032	813809	46.3	0.150
2004/2003	147761	1588686	43980	507875	40.6	0.304
2005/2004	121540	1784843	49697	912215	38.2	0.050
2006/2005	146630	1687692	63543	1471814	42.8	-0.081
2007/2006	169573	1965448	45229	1317153	43.9	-0.009
2008/2007	297421	2293475	78516	1183975	48.7	-0.019
2009/2008	358077	2463618	261222	1051583	51.8	0
2010/2009	477897	2546739	246327	962746	54.9	0.023
2011/2010	474070	2747803	273528	969955	55.2	0.031
2012/2011	444421	3193686	215168	2548775	51.1	0.022
2013/2012	568853	3946003	237789	1383201	47.5	0.157
2014/2013	653899	3969704	384379	1354356	51.6	0.020
2015/2014	756340	3978346	337253	1819470	55.2	0
2016/2015	887869	4263158	469418	2541181	56.9	0.095
2017/2016	114778	5436781	776543	3857865	56.1	0.660
2018/2017 ^(*)	1276432	5851342	865489	3956743	56.9	0.354

إعداد الباحث بالاستعانة بالكتاب الإحصائي السنوي، الهيئة العامة للرقابة المالية، أعداد مختلفة.

٤- حدود الاحتفاظ

سوف نقل القيمة بالنسبة للتعويضات التي

سوف تنشأ في المستقبل .
وقد تظهر مشكلة أخرى تنشأ عن إعادة تقييم العملات وترجع لطرق القبول والإسناد . ففي الطريقة الاختيارية يمكن للشركة أن تكتتب لحد معين ثابت بالعملة الوطنية عن النشاط الوارد . وبالتالي تكون احتفظت بجزء من العمليات الواردة بالعملات التي تم إعادة تقييمها بقيم أكثر مما ترغب .

تغير سعر الصرف له تأثيره على كلا من حدود الاحتفاظ والحدود القصوى للمسؤولية لتغطيات زيادة الخسائر، ويقل هذا التأثير عندما تتم هذه التغطيات بذات العملة. ولكن الوضع يختلف إذا كانت هذه التغطيات تشمل نشاط المناطق الخاضعة لإعادة تقييم العملة بينما تكون الخصومات وحدود التغطية مقومة بعملة أخرى . فتطبيق أسعار الصرف الجديدة على حد الاحتفاظ والحد الأقصى للمسؤولية

* قيم مقدره باستخدام برنامج Minitab

الطاقة الاستيعابية ورفع حد الاحتفاظ

يعد لجوء شركات التأمين لزيادة معدلات احتفاظها وذلك لتقليل حجم الأقساط المحولة بالدولار لصالح شركات إعادة الأجنبيّة أمراً محفوفاً بالمخاطر. وأن زيادة معدلات الاحتفاظ تحتاج إلى ملاءة قوية بشركات التأمين، حتى تكون قادرة على سداد التعويضات والوفاء بالتزاماتها تجاه العملاء، كما تحتاج إلى اتفاقيات إعادة تأمين قوية وتعتمد على سياسة الاكتتاب لكل شركة تأمين ولكل خطر ولكل فرع تأميني على حدة.

وأن تأثير زيادة حدود الاحتفاظ على تقليل حجم العملة الصعبة المحولة لشركات إعادة التأمين يظل محدوداً، وذلك لأن أية زيادة في حدود الاحتفاظ تسبقها دراسات دقيقة، وتكون بحدود طفيفة وليس زيادات كبيرة، حتى لا تتعرض الشركة لصدمة وتعويض كارثي مفاجئ، كما أن أية زيادة في حدود الاحتفاظ تحتاج إلى موافقة شركات إعادة التأمين بالاتفاقية، وبالتنسيق معهم ولفروع تأمين محددة وأخطار محددة وليست لمحظة الأخطار والأقساط ككل.

كما أن شركات إعادة التأمين تشارك شركة التأمين في الربح والخسارة، لذا لا يجوز زيادة حدود الاحتفاظ في الفروع الربحية ويتحمل معيدو التأمين نصيب الأسد في فروع التأمين الخاسرة، وأن أية زيادة في حدود الاحتفاظ ستشمل فروعاً رابحة وخاسرة على السواء، وفي حالة الفروع الخاسرة فإن معدل تعويضاتها تكون كبيرة وأية زيادة في حدود احتفاظها يؤثر سلباً على شركة التأمين وعلى مركزها المالي، خاصة شركات التأمين ذات رؤوس الأموال الصغيرة والاحتياطيات المنخفضة.

ويحتاج رفع حدود الاحتفاظ بشركات التأمين المحلية خطوات صعبة وتحتاج دراسة فنية قوية علاوة على تقديم طلب إلى هيئة الرقابة المالية بالرغبة في ذلك، والاستجابة لتنفيذ جميع متطلباتها لتنفيذ ذلك الإجراء، مثل التأكد من الاحتياطيات الفنية الكافية لحدود الاحتفاظ الجديدة، والتي ستكون ضعف الاحتياطي الموجود حالياً وقوة رأس المال وربحية الفروع وغيرها من الإجراءات.

ومن الصعب الإقدام على ذلك من غالبية شركات التأمين إلا في فروع المسئوليات والحوادث الشخصية، لانخفاض معدل الخطر بها، وارتفاع معدل الربحية علاوة على أن شركات التأمين لديها حدود احتفاظ مرتفعة بشكل إجباري بفرعي الطبي والسيارات، بسبب رفض بعض معيدي التأمين لهذه النوعية من التأمينات أحياناً لارتفاع معدل الخسائر بهما.

وقد يعد رفع حدود الاحتفاظ أمراً غير مرغوب فيه على الجانب الآخر، خاصة أن سوق التأمين المصرية تشهد مضاربات سعرية في فروع كثيرة أبرزها الطبي والسيارات والحريق، علاوة على نقص الكوادر المتخصصة في الاكتتاب الفني وهو ما ينوه عن وجود أسعار فنية منخفضة ولا تتناسب مع مستوى الخطر المؤمن عليه.

وتواجه شركات التأمين ضغوطاً من شركات إعادة التأمين العالمية، منذ أكثر من عامين لتشددها في قبول بعض المخاطر بفرع الحريق، خاصة المواد شديدة الاشتعال نظراً لعدم الالتزام بمعايير الاكتتاب الفني السليم، إضافة إلى زيادة خسائره مقارنة بأسعاره والتي شهدت انخفاضات ملموسة.

وأن بعض شركات التأمين التي تعرضت لضغوط شركات إعادة العالمية ذات التصنيف

شركات إعادة التأمين بالخارج، بحسب البيانات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية. وتظهر حاجة السوق المصري إلى شركة إعادة وطنية متخصصة تمتص الجزء الأكبر من الأقساط التي تعاد بالخارج بما يحافظ على محفظة العملة الأجنبية داخل مصر. واحتياج الشركة الجديدة لرأسمال ضخم إلى جانب تصنيف ائتماني قوى من مؤسسات التصنيف الدولية.

ويعد الارتفاع الملحوظ في سعر صرف الدولار وانخفاض سعر الجنيه المصري وعدم توافر السيولة من العملات الأجنبية يمثل مشكله على الاقتصاد ككل وليس سوق التأمين حيث أن شركات التأمين ملتزمة بسداد حصة معيدي التأمين بالدولار خلال مدة محددة تصل أقصاها إلى 3 شهور في تعاقدات الإعادة الاختيارية في أغلب الاحيان.

وأن شركات التأمين لديها اتفاقيات إعادة تأمين سنوية، وتقوم بعمل حسابات ربع سنوية ، ويتم سداد حصة معيدي التأمين من الأرصدة المستحقة لهم سواء الموجودين على اتفاقية الشركات أو الاختياري. وعند السداد لمعيدي التأمين يتم الاتفاق على الرصيد بالجنيه، وسداده لشركات الإعادة بالدولار وفقاً للاتفاقيات بعد مطابقة الأرصدة بين الطرفين، وأزمة الدولار أدت لقيام البنك المركزي بوضع قيود على تحويل أرصدة العملات الأجنبية للخارج، إلا بعد اشتراطات معقدة وتوفير العديد من المستندات المؤيدة لذلك والتي قد تعطل التحويل وتأخذ وقتاً أطول ما يعرض الشركات لمشاكل كبيرة في توفير الأموال لضمان سداد مستحقات معيدي التأمين وسريان التغطية.

وأن الوضع يزداد صعوبة بالنسبة لعمليات الإعادة الاختيارية، والتي تقوم بها الشركات العاملة

الأول المعروفة بـ«First Class» ولجأت إلى شركات أخرى ذات تصنيفات أقل رغم نتائج ذلك الكارثية، خصوصا في حالة ماطلة تلك الشركات في سداد حصصها من التعويضات مقارنة بشركات الإعادة الكبرى.

وانضح الآن وفي ظل هذه المخاطر مساوى قرار إلغاء الشركة المصرية لإعادة التأمين، وهي شركة إعادة التأمين الوطنية التي كانت تعمل بالسوق المصري، حيث كشفت خطورة الموقف الذى تتعرض له شركات التأمين الآن، بسبب أزمة الدولار خاصة وأن وجودها كان سيمتص هذه المشكلة بسهولة، لأن دورها في هذا الوقت سيكون الاحتفاظ بالقدر الأكبر لأقساط التأمين داخل الدولة لحماية شركات التأمين.

وأكد خبراء التأمين أن عجز الشركات التأمين عن توفير العملة الأجنبية أهم معوقات تجديد اتفاقيات إعادة التأمين لعام 2017م والتي تأثرت بتأخر غالبية الشركات في سداد الأقساط المستحقة لمعيدي التأمين. وأن جميع القطاعات الاقتصادية متأثرة بأزمة الدولار وسوق التأمين المصري أفضل حظاً من باقي الصناعات على اعتبار أن الشركات تعيد أقساطها بالدولار لدى معيدي التأمين بالخارج وتحصل على التعويضات منها بنفس العملة بخلاف السلع الأخرى، حيث يتم استيرادها بالدولار وبيعها للمستهلك بالجنيه المصري. وأن التعويضات المسددة لعملاء شركات التأمين، والتي يتم سداد النسبة الأكبر منها من خلال معيدي التأمين بالخارج تتراوح من 50% إلى 60% من إجمالي الأقساط المحصلة من العملاء. وأن إجمالي الأقساط المباشرة بالسوق المصري تصل إلى نحو 13 مليار جنيه، يتم إعادة نحو 5 مليار جنيه، ويعاد نصفها كتعويضات من

وتوجد مجموعتان من الآليات لمواجهة أخطار تغير

سعر الصرف:

المجموعة الأولى: تقنيات وتدبير داخلية بمقتضاها تحاول الشركة التحكم في هذه الاخطار ومواجهتها بإمكانياتها الداخلية أو الخاصة دون الحاجة إلى دخول الأسواق الخارجية أو الاستعانة بأطراف خارجية.

المجموعة الثانية: تقنيات خارجية وهذه تستدعي اللجوء إلى أسواق أو متعاملين من خارج الشركة ذاتها، مثل التعامل مع المؤسسات المصرفية من أجل شراء أو بيع العملات بالأجل، أو عند دخول الشركة إلى السوق من أجل التوقيع على عقود آجلة من أجل شراء أو بيع خيارات الصرف. وأدى التطور الكبير في المعاملات المالية الدولية إلى تنوع وتعدد مخاطر الصرف، بحيث لم تعد أدوات التغطية التقليدية المعروفة قادرة على تلبية الحاجات الملحة للشركات دولية النشاط. وظهرت الحاجة إلى إيجاد آليات أكثر استجابة لهذه التطورات، مما حدى بالمهندسين الماليين إلى ابتكار أدوات حديثة تهدف إلى تغطية الأخطار التي تتعرض لها الشركات في معاملاتها المالية بالعملات الأجنبية، وذلك بتطبيق مجموعة من الأدوات أو التقنيات الحديثة والمبتكرة والتي تتمثل في نماذج المشتقات المالية .

استخدام المشتقات المالية في مواجهة أخطار

تغير سعر الصرف

المشتقات المالية هي أدوات مالية تشق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول المالية أو الأصول السلعية أو سعر الفائدة، أو أي من المؤشرات الأخرى المرتبطة بها. وقد لاقت المشتقات قبولاً واسعاً من قبل المؤسسات المالية

بالسوق مع معيدي التأمين بالنسبة للأخطار الكبيرة أو الأخطار المستتثة من الاتفاقيات، على اعتبار أنها واجبة السداد في الحال . وفي حالة عدم قيام الشركات بسداد الأقساط عند وقوع الخطر تمتع شركة الإعادة عن صرف التعويضات، إضافة إلى أن بعض معيدي التأمين يشترطون سداد حصة الإعادة خلال مدة محددة.

كما أنه في حالة طلب العملاء إصدار وثائق بالدولار فإنه يستحق أيضاً التعويض بالدولار عند وقوع حادث، حيث إن العملة التي يتم الإصدار بها هي التي يتم تعويض العملاء بها في حالة استحقاقهم لتعويضات مغطاة بالوثائق المصدرة لهم. ويمكن لشركات إعادة التأمين الخارجية عمل مراجعة لاتفاقياتها مع السوق المصري للعام المقبل في ضوء التغيرات التي يشهدها السوق نتيجة التطورات الاقتصادية المتلاحقة وتغير سعر العملة، ما قد يدفعها لتطبيق بعض الشروط أو الاستثناءات الجديدة . وعلى شركات التأمين أن تعيد دراسة محافظتها وفق المعطيات الجديدة من سعر الصرف وكذلك معدل التضخم المتوقع ومدى تأثير ذلك على القدرة الاستيعابية المطلوبة.

المبحث الرابع

آليات مواجهة أخطار تغير سعر الصرف

على شركات التأمين

يقصد بآليات مواجهة مخاطر سعر الصرف مجموعة الأساليب والتدابير التي يمكن أن تطبقها الشركة من أجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر تغير سعر الصرف، وذلك عن طريق التحكم في حجم الأعمال بالعملات الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى.

وتمثل العقود المستقبلية على العملات العقود الآجلة التي يلتزم فيها المتعاملين بشراء أو بيع كمية محددة من العملات وذلك بسعر صرف وأجل محدد مسبقاً، وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة، حيث أن العقود المستقبلية يتم التفاوض عليها في الأسواق المنظمة مثل البورصات، أما العقود الآجلة فتتم في أسواق التراضي. كما تمتاز العقود المستقبلية على العملات في كون المبالغ موحدة والتسعير يتم مقارنة بالدولار. وتتميز عقود الخيارات الآجلة Forward-StartOptions بدفع سعرها لحظة إبرام العقد، على أن يؤجل بدء سريان التعاقد إلى تاريخ محدد في المستقبل وليس وقت التعاقد، بحيث يكون هذا السعر هو نفسه سعر التنفيذ لحظة بدء سريان العقد في المستقبل، وهو ما يعنى أن يكون العقد at-the-money أي تساوى سعر التنفيذ مع السعر السوقي المتوقع لحظة بداية سريان العقد.

ويحتوى العقد على ثلاثة تواريخ أساسية: تاريخ التقييم وقت التعاقد، وتاريخ المنح، وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

ويعد عقد المستقبلات أحد أدوات المشتقات المالية والذي تشتق قيمته من موجود أساسي قد يمثل مؤشر مالي أو أسعار فائدة أو عملات أجنبية، فعقد المستقبلية هو التزام تعاقدى على استلام أو تسليم موجود ما بكمية ونوعية محددة بتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه اليوم، ويبرم عقد المستقبلية ما بين ثلاثة أطراف، البائع والمشتري ومدير التسوية أو المقاصة، ويمكن أن يدرك بائع ومشتري عقد المستقبلية الربح أو الخسارة على العقد في أي وقت وليس مجرد نهاية الفترة، حيث تتم التسوية حسب السوق فضلاً عن المحافظة على حدود الربح مع مدير المقاصة لكي تعكس التحركات

والشركات الخاصة وكافة المستثمرين نظراً لما تحويه من منافع كبيرة، سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل، أو تحسين معدل العائد على الأصول، أو حماية المستثمرين من المخاطر السوقية الناجمة عن التغيرات المفاجئة في الأسعار .

وتضم المشتقات مجموعة واسعة من الأدوات المالية من أهمها الخيارات Options والمستقبلات Futures و مبادلات أسعار الفائدة Rate Interest Swaps وتقدم كل مجموعة من هذه الأدوات المالية تغطية مختلفة لأحد الأخطار .

وفي الآونة الأخيرة، بدأ تداول الحديث بين دوائر الاستثمار المتخصصة في مصر حول المشتقات المالية، وذلك بعد أن طرحت الحكومة مشروع قانون سوق رأس المال الجديد للمناقشة، والذي يسمح بتداول أدوات مالية جديدة بخلاف الأسهم والسندات في سوق البورصة المصرية، بهدف تطويرها لتواكب الأسواق العالمية.

وفيما يلي أهم الأدوات التي لها دور فاعل في مواجهة مخاطر تغير سعر الصرف:

أولاً العقود الآجلة أو المستقبلات:

لكي يتم تجنب ارتفاع أسعار الصرف على عملات معينة مستقبلاً يمكن شراء عقود آجلة أو مستقبلية، وهو ما يحقق سيولة وقتية، ولكن قد يسبب خسائر كبيرة في حالة انخفاض سعر الصرف على عكس ما هو متوقع. ويمكن تجنب ذلك من خلال بيع عقود آجلة أو مستقبلية.^(٨)

^٨ - هاني عبد الحكيم إسماعيل، وآخرون " إدارة المخاطر المالية التأمينية باستخدام المشتقات المالية" مرجع سبق ذكره، ص ٦٣.

وتقوم الشركة التي بشراء عقد مستقبلي للعملة يتيح لها استلام مبلغ معين لعملة محددة بسعر محدد ويتاريخ محدد وذلك لتحوط دفعات المستقبل وبعملات أجنبية، وقد ترغب الشركة في أن تشتري عقد مستقبلي يمثل العملة التي ستحتاجها بالمستقبل القريب، وباحتفاظها بهذا العقد فإنها تثبت المبلغ بعملتها الوطنية بهدف تسديد المدفوعات الخاصة بها ، وبالرغم من أن عقد المستقبلية للعملة يمكن أن يقلل من التعرض لمخاطر الصفقات؛ إلا أنه أحياناً يرتد عكسياً على الشركة ، فإذا حوطت الشركة المدفوعات الخاصة بها فإن السعر المستقبلي المتفق عليه للعملة يمكن أن يصبح في نهاية العقد أعلى من السعر الحاضر للعملة بالمستقبل ، فإذا توقعت الشركة أن تنخفض قيمة العملة عبر الوقت، وأنها ستحتاج إلى تسديد المدفوعات الخاصة بها، فإنها لن تتخذ مركزاً طويلاً في العقود المستقبلية للعملة ؛ أما الشركة التي تبيع عقد مستقبلية للعملة مركز قصير فأنها سوف تبيع كمية محددة من عملة معينة ويسعر وتاريخ محدد.

ولتحوط قيمة العملة من المقبوضات في المستقبل فإن الشركة قد ترغب ببيع عقد مستقبلية للعملة، يمثل العملة التي سوف تستلمها الشركة، لذلك فإنها تعلم كم من العملة الوطنية سوف تستلم بعد تحويل المقبوضات بالعملة الأجنبية إلى العملة المحلية، وأن الشركة تحوط قيمة المقبوضات المستقبلية من تقلبات أسعار الصرف عبر الوقت؛ ولكن يمكن أن يترك ذلك آثاراً سلبية ، حيث أن السعر الثابت لمستقبلية العملة والذي تبيع به الشركة العملة الأجنبية قد يكون في نهاية العقد أدنى من السعر الحاضر للعملة ، ومع ذلك وبسبب عدم التأكد بقيم مستقبلية العملة، قد تكون الشركة في

في الأسعار، وتعد عقود المستقبلية للصرف الأجنبي أدوات مالية حديثة نسبياً للمتاجرة في الأسواق المالية المنظمة ، وهي تمثل أسواقاً رسمية لمستقبلية الصرف الأجنبي إلى جانب بورصة لندن للمستقبلية.

ويمكن استخدام عقود مستقبلية العملة لأغراض التحوط من مخاطر التقلبات في أسعار الصرف الأجنبية، حيث يعمل التحوط على تخفيضها أو تجنبها حتى وإن كانت مدة التعرض لتلك المخاطر قصيرة جداً . ويكون التحوط بعقد المستقبلية للصرف الأجنبي من خلال اتخاذ مركز محدد في سوق المستقبلية ، إذ يمكن التحوط من المخاطر أو عدم التأكد الذي يتعرض له المركز للتحوط في الموجود الأساسي. ويتم التعاقد للمستقبلي على العملات الرئيسية في العالم ، والمتمثلة في مخاطر عدم التسديد وعدم تنفيذ الالتزامات من قبل الطرفين، وبعد اتفاق الطرفين على عقد الصفقة يدخل مدير المقاصة في عملية البيع والشراء ، حيث يمثل المشتري لبائع العقد ويمثل البائع لمشتري العقد، ويتوقف البائع والمشتري عن التعامل المباشر ، ويكون مدير المقاصة الطرف الآخر في كل صفقة لتثبيت التزامات العقد ، وبذلك يساعد مدير المقاصة على تسهيل وجود سوق منظم للعقود المستقبلية ، فإذا توقع بأن الأسعار سوف تزداد، فإنه يتخذ مركز طويل لتحقيق الأرباح، وبالمقابل فإنه سوف يستثمر انخفاض الأسعار المتوقعة من خلال اتخاذ مركز بيع عقد مستقبلي⁽⁹⁾.

⁹-Bodie, Zvi , Alex Cane, Marcus, Alan J, Investments ,5th.ed., MC. Graw – Hill Companies , Inc. , 2002 .

فرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي، ويمكن أن يتحمل المتحوط ذلك لأن السعيرين لا يتحركان بنفس المقدار بشكل تام خلال مدة العقد، وبذلك فإن الأرباح من الموجود الأساس وهو العملة النقدية، لا تساوي الخسائر من العقد المستقبلي للعملة.

وعلى الرغم من وجود المخاطر الأساسية؛ إلا أن عقد المستقبلية للصرف الأجنبي يعد أداة مناسبة جداً للتحوط في الأجل القصير ضد تقلبات أسعار الصرف الأسمية على التدفقات النقدية وذلك عندما توجد علاقة الارتباط قوية ما بين الأسعار المستقبلية والأسعار الحالية، ويمكن استخدام نسبة التحوط البسيطة والتي تشمل على اختيار عدد من عقود المستقبلية لأغراض التحوط والتي يمكن حسابها بالصيغة الآتية: (11) (Keith&Dirk, 2000: 95).

حجم العقد $N f$ = مركز السوق النقدي $N f$

حيث أن $N f$ = عدد عقود المستقبلية لأغراض التحوط.

كما يمكن حساب نسبة التحوط بالصيغة الآتية:

$$\text{Hedge Ratio} = (N \times \text{SIZE} \times S) / V$$

حيث أن:

$$N = \text{عدد العقود المستقبلية}$$

$$\text{SIZE} = \text{القيمة الأساسية للعقد}$$

$$S = \text{السعر الحاضر للعملة}$$

$$V = \text{القيمة السوقية لنسبة الموجودات / المطلوبات}$$

فمن خلال المعادلة يمكن تحديد عدد العقود المستقبلية للصرف الأجنبي اللازمة لتغطية المركز النقدي، وأنه نتيجة المعيارية في الحجم وتاريخ الاستحقاق لعقود المستقبلية، تكون فرص التحوط التام .

وضع أفضل بالتحوط عن البقاء في التعرض لمخاطر تقلبات سعر الصرف. ويشبه العقد المستقبلي العقد الأجل في كونه يثبت السعر الذي يتم فيه تداول العملة المستقبلية (10).

وتمثل أطول فترة استحقاق للعقد المستقبلي سنة واحدة، إذ لا تكون هذه العقود مناسبة للتحوط للفتترات الطويلة، كما أن بعض الأسواق تفرض حدوداً علياً أو دنياً لأسعار العقود المستقبلية ومن ثم تعاني من نقص السيولة وتصبح هناك صعوبة في البيع في الأجل القصير .

يحسب السعر المستقبلي للعملة وفق الصيغة الآتية:

$$Bt = Ft - S t \quad \text{حيث أن :}$$

$$F t = \text{السعر المستقبلي للعملة}$$

$$S t = \text{السعر الحالي للعملة}$$

$$B t = \text{الأساس لمستقبليات العملة}$$

وهو الفرق ما بين السعر الحالي والسعر المستقبلي ويتضح من المعادلة بأن السعر المستقبلي خلال فترة العقد يمثل مجموع السعر الحاضر مضافاً إليه الأساس، وسواء كانت إشارة الأساس موجبة أو سالبة فأنها تعتمد على إتجاه الأسعار الحالية والمستقبلية وأن الأساس لعقد المستقبلية ينخفض وتصل قيمته إلى الصفر عند تاريخ التنفيذ، حيث يتعادل السعر الحاضر مع السعر المستقبلي وفق المعادلة الآتية :

$$(Ft - S t = 0)$$

ويتضح من المعادلة أن الأساس يساوي صفر عند تاريخ استحقاق العقد المستقبلي للعملة، أما خلاف ذلك أي قبل انتهاء مدة العقد يكون هناك

¹¹- Keith, Cuthbroston & Dirk ,Nitzsohe ,Financial Engineering :Derivatives & Risk Management ,John Wiley & Sons,2000.

¹⁰-Brigham,EugeneF .and Michael C.Ehrhardt, Financial Management: Theory and Practice, 10th ed., Australia:Thomson Learning,2002p.421.

ثانياً: عقود مبادلات العملات

يمكن مبادلة الالتزامات النقدية المستقبلية المقومة بعملة ما بعملة أخرى تكون أكثر ملائمة وذلك حسب ظروف كل شركة.

أ - مبادلات الصرف

وتتمثل بشكلها البسيط المعاملة المالية التي من خلالها يلتزم طرفان بالتبادل الفوري للعملة، مثلاً البورو مقابل الدولار بسعر صرف عاجل، و تبادل نفس العملات عند استحقاق العقد (3 أشهر، سنة، الخ)، بسعر صرف آجل إذا يمكن القول ان مبادلة الصرف هي عبارة عن المعاملة التي يقوم بها المصرفي والتي تدمج بين عملية الصرف العاجل وعملية الصرف الآجل.

ب - مبادلات العملات

ويطلق عليها مبادلات سعر الصرف، وظهرت بعد مبادلات الصرف، وتهدف إلى المبادلة الفعلية للديون بالعملات، وعلى ذلك يمكن القول أن هذه العملية تسمح بالتغير في نفس الوقت في كل من وضعية الصرف ووضعية الفائدة .كما أن عقد المبادلة للعملات يحدد:

معدل الصرف العاجل و الآجل، مبلغ العملية، تاريخ المبادلة ، مدة العقد، استحقاق التدفقات ، معدل الفائدة ثابت أم متغير .

أنواع المبادلات:

حيث يمكن أن نجد ثلاثة أشكال لمبادلة

العملات هي:

● مبادلة العملات بسعر فائدة ثابت مقابل سعر فائدة ثابت :

وفيها يقوم الطرفان بالافتراض بمعدل فائدة ثابت لعملتين مختلفتين، ثم القيام بمبادلة رأس المال ومعدل الفائدة.

● مبادلة العملات بسعر فائدة متغير مقابل سعر

فائدة ثابت :

يقوم احد الأطراف بالافتراض بمعدل فائدة ثابت، في حين الطرف الثاني يقوم بالافتراض بمعدل فائدة متغير للعملة الثانية، ثم القيام بمبادلة العملتين ومعدلات الفائدة.

● مبادلة العملات بسعر فائدة متغير مقابل سعر

فائدة متغير

الطرفان يقومان بالافتراض بمعدل فائدة متغير، ثم القيام بالمبادلة للعملتين.

ثالثاً: عقود الخيارات.

نظراً لتغيرات التي تعرفها أسواق الصرف وعدم التأكد الناجم عن هذه التغيرات، تزداد الحاجة إلى أدوات أو وسائل لتغطية مخاطر أسعار الصرف الناتجة عن هذه التغيرات، و تعد خيارات الصرف إحدى أهم وسائل تغطية أخطار الصرف. وبمقتضاها يتم تبادل عملتين بمعدل ثابت منق عليه في تاريخ مستقبلي محدد. ويتضمن عقد الخيار في هذه الحالة الحق في بيع عملة والحق في شراء عملة أخرى. وتستخدم عقود العملات بشكل واسع من خلال المؤسسات والشركات والصناديق والبنوك المركزية وغيرها. وتستخدم شركات التأمين عادة عقود الخيارات على العملات للإيفاء بالتزاماتها المستقبلية من تلك العملات وضماناً للحد من تحركات تلك العملات.⁽¹²⁾

¹²- Steve Lumby & Chris Jones " Investment Appraisal & Financial Decisions " Op. Cit., P. 23.

هذا الخيار أو يتنازل عنه حسب تطورات سوق الصرف.

ب. سعر الخيار:

سواء تعلق الأمر بخيار الشراء أو خيار البيع فإن الصفقة تتم على أساس سعر يسمى سعر الممارسة، و يتضمن سعر الممارسة علاوة مقابل الحق الذي يوفره خيار الصرف، و الفرق بين سعر الممارسة وسعر الصرف نقداً يسمى القيمة الذاتية أو الأصلية للخيار. و الخيار يعطي لصاحبه حق تنفيذ الحق أو عدم تنفيذ العقد حسب تطورات سوق الصرف.

مميزات خيارات الصرف

تتميز خيارات الصرف بما يلي:

■ سعر الممارسة

وهو السعر الذي من خلاله يتم بيع أو شراء العملة على أساس سعر ممارسة محدد ونقول عن الخيار انه:

- **داخل العملة:** عندما يكون سعر تنفيذ الخيار أفضل من سعر السوق، وبالتالي من مصلحة المشتري ممارسة الخيار.

- **في العملة:** عندما يكون سعر ممارسة الخيار مساوي لسعر السوق، هنا المشتري يمكنه الشراء أو الامتناع .

- **خارج العملة:** عندما يكون سعر السوق اكبر من سعر الممارسة، وبالتالي المشتري لا ينفذ الخيار.

■ تاريخ الممارسة:

و يمثل مدة حياة الخيار و التي يمكن ضمها ممارسة حق الخيار.

العلاوة: وتمثل سعر أو تكلفة الخيار، و تحدد نسبة إلى المبلغ الاسمي للخيار من ١% إلى ٣% .

وتعد عقود الخيارات من أكثر عقود المشتقات شيوعاً لما تمنحه من قدرة على تغطية مخاطر التقلبات العكسية في أسعار الأصول. و تتميز عقود الخيارات بأن المخاطر الناتجة عنها تعتبر قليلة نسبياً مقارنة بالعقود الأخرى، حيث تتمثل خسارة المشتري في قيمة المكافأة في حالة عدم تحقق توقعاته خلال فترة العقد، و تتمثل خسارة البائع في الفرق بين القيمة السوقية للأصل في تاريخ التنفيذ وقيمة الأصل وقت إبرام العقد. مع الأخذ في الاعتبار خصم قيمة المكافأة من هذا الفرق. يتضح ذلك من بيان استراتيجيات عقود الخيارات.

أ. تعريف خيارات الصرف و أنواعها:

خيار الصرف هو عبارة عن السند الذي يعطي الحق لحامله بالشراء أو البيع لكمية محددة من العملات بسعر معروف مسبقاً، والذي يسمى بسعر الممارسة بتاريخ محدد مسبقاً مقابل دفع علاوة. و يوجد نوعان من خيارات الصرف: خيارات الشراء و خيارات البيع، ويمكن تعريف خيارات الصرف في إطار هذين النوعين :

خيار الشراء هو ذلك الخيار الذي يعطي لصاحبه الحق في شراء مبلغ معين من العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية بسعر معين وفي أجل استحقاق محدد مسبقاً. وعلى هذا الأساس، فإن خيار الشراء لا يعتبر ملزماً للمشتري، بل يمكنه أن ينفذ هذا الخيار أو يتنازل عنه حسب تطورات سوق الصرف . وأما **خيار البيع** فهو ذلك الخيار الذي يعطي الحق لصاحبه في بيع مبلغ معين من العملة الصعبة مقابل العملة الوطنية بسعر معين وفي تاريخ استحقاق معين ومحدد مسبقاً، وخيار البيع لا يعتبر هو الآخر ملزماً لصاحبه، بل يمكن البائع أن ينفذ

■ الأصل الضمني:

ويعتبر بمثابة حامل أو دعامة الخيار وفي هذه الحالة تمثل العملات الأصل الضمني.

نماذج تسعير عقود الخيارات:

تنقسم نماذج تسعير عقود الخيارات إلى مجموعتين الأولى نماذج تقدم صيغاً تحليلية وفقاً لمجموعة من الفروض مثل نموذج بلاك شولز - BLACK SH OLES، والثانية عبارة عن نماذج تقدم عمليات حسابية لتسعير عقود الخيارات مثل نموذج ثنائي الحدين BINOMIAL MODEL وسيتم التعرض لهما باعتبارهما النماذج الأساسية في تقييم وتسعير عقود الخيارات.

١ - نموذج ثنائي الحدين:

يقدم نموذج ثنائي الحدين الأساسيات التي تمكن من فهم نموذج بلاك شولز. ويتميز بالبساطة والقدرة على تقديم المبادئ الأساسية لنماذج تسعير عقود الخيارات. ويفترض نموذج ثنائي الحدين أن المتغير يمكن أن يأخذ إحدى قيمتين أو مسار من اثنين نجاح/ فشل. وبالتطبيق على سعر الصرف يفترض أن تزيد أو تنقص قيمة العملة. ويمكن لنموذج ثنائي الحدين أن يصف التغيرات في قيمة الأصل، ويمكن استخدامه في تقدير القيمة المتوقعة للأصل خلال عدة فترات. (13)

تقوم فكرة عمل نموذج ثنائي الحدين لتسعير عقود الخيارات على تقسيم الوقت من بداية عقد الخيار حتى تاريخ الانتهاء إلى عدد من الفترات الزمنية. ويتم ظهور توليفات متعددة لمسارات

أسعار الصرف، تتحرك من بداية عقد الخيار إلى تاريخ الانتهاء. نفترض كل خطوة أن سعر الصرف سيتحرك لأعلى أو لأسفل بمقدار يحدد وفقاً لمخاطر تغير السعر والوقت حتى الانتهاء. ويفترض النموذج ثبات ذلك المقدار خلال مدة العقد، وتمثل التوليفات المختلفة كل الاحتمالات الممكن أن يتحرك فيها سعر الصرف خلال فترة عقد الخيار. ووفقاً لحد أقصى كلما كانت الفترة الزمنية صغيرة كلما اقترب النموذج إلى افتراض أن حركة سعر الصرف تتبع التوزيع اللوغاريتمي الطبيعي lognormal كما يفترض ذلك نموذج بلاك شولز.

نموذج ثنائي الحدين ذو الفترة الواحدة :

one-period binomial model

عادة ما يعبر عن حياة عقد الخيار بالأيام، بفرض أن حياة عقد الخيار وحدة واحدة من الوقت ويمكن أن تكون تلك الفترة قصيرة أو طويلة وفقاً لما تطلبه الحاجه. فإذا كانت الفترة الزمنية يوم واحد والفترة المتبقية من حياة عقد الخيار أكثر من يوم في تلك الحالة يجب استخدام نموذج متعدد الفترات. (14)

وتقوم فكرة عمل النموذج كما يلي:

بافتراض أن سعر الصرف الحالي للدولار $(S = 17)$ جنيه وأن مدة عقد الخيار المتبقية قبل انتهائه وليكن عقد خيار شراء هي فترة واحدة ويشار لبداية الفترة (0) ونهاية الفترة بـ (1)، وفي نهاية عقد الخيار يمكن أن يتبع سعر الصرف أحد موقفين إما أن يزداد سعر الصرف وفقاً للعامل (u) وفي تلك الحالة يشار له بـ Su أو يقل

13- CFA LEVEL 1 Schweser Quicksheet, 2009 ,
www.cfaabc.org.

14- Don M. Chance ,Op .Cit, P.97.

(German & Kohlogen) أحد النماذج المتصلة التي

تستخدم لتسعير عقود الخيارات.

يقوم هذا النموذج على مجموعة من الفروض: (١٥)

١. عقد الخيار الأوربي.

٢. أن معدل العائد الخالي من المخاطر ثابت خلال

مدة عقد الخيار.

٣. لا توجد تكاليف للمعاملات المالية.

٤. أن أسعار الصرف تتحرك بشكل عشوائي ويعبر

عنها وفقا لحركة براونيه الهندسية، ويمكن

تحديد القيمة المتوقعة للسعر في تاريخ انتهاء

عقد الخيار وذلك بافتراض أن نسبة الارتفاع أو

الانخفاض في السعر تتبع التوزيع اللوغاريتمي

الطبيعي .

ووفقا لتلك الفروض يقوم نموذج بلاك شولز

المعدل بتسعير عقود الخيارات وبناءً على نفس

الفكرة العامة لنموذج ثنائي الحدين في تسعير

عقود الخيارات وذلك بتكوين محفظة مغطاة

(خالية من المخاطر) . ويتم تسعير عقود خيارات

الشراء وفقا للمعادلة التالية: (١٦)

$$Ca = e^{-rt} S N(d) - e^{-rt} EN(d - \sigma\sqrt{t})$$

$$d = \frac{\ln(S / E) + (r - r^* + 0.5\sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

حيث:

Ca = قيمة خيار شراء العملة .

e = أساس اللوغاريتم الطبيعي (2.71828)

S = سعر الصرف (سعر العملة المحلية لكل وحدة

واحدة من العملة الأجنبية)

15-E.Briys ,et., "Options Futures and Exotic Derivatives" John Wiley & Sons Ltd, 1988 , p.92.

16-Solnik, Bruno H., Why not Diversify Internationality Rather than Domestically, Financial Analysis Journal, Vol.21, 1996.

سعر الصرف وفقا للعامل (d) ويشار له بـ S .

d على سبيل المثال أن سعر الصرف الحالي

للدولار (17) ج وبانتهاء (5) شهور (مدة عقد

الخيار) سيكون سعر الصرف $S_u = 19$ أو S

$d = 15$ وعند تقييم عقد خيار شراء أوروبي لشراء

صفقة عملة بسعر (18) بعد (5) شهور ستكون

قيمة عقد الخيار (1) إذا ارتفع سعر الصرف إلى

(19) أو ستكون قيمة عقد الخيار (0) أي يصبح

العقد بدون قيمة إذا انخفض سعر الصرف إلى

(15).

ويهدف النموذج لاشتقاق معادلة لتحديد القيمة

العادلة لعقد الخيار وذلك من خلال إنشاء محفظة

عديمة المخاطرة Riskless Portfolio تحقق عائد

مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطر ويطلق

عليها محفظة مغطاة . ويمكن تطبيق نموذج ثنائي

الحدين لأي عدد من الفترات وليس لفترة واحدة

وذلك بتقسيم فترة عقد الخيار إلى n من الفترات .

ويلائم نموذج ثنائي الحدين تسعير عقود

الخيارات الأمريكية وذلك باستبدال القيمة المحسوبة

لعقد الخيار في شجرة المسارات بالقيمة الحقيقية لعقد

الخيار إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة

المحسوبة.

نموذج بلاك شولز المعدل: The Black Sch-

oles - Merton Model

وفقا للواقع العملي يعد الوقت وأسعار الصرف

متغيرات متصلة أو مستمرة . لذا يفضل استخدام

نموذج متصل يتعامل مع خصائص الواقع العملي

بشكل أفضل من نموذج ثنائي الحدين والذي يقسم

الوقت إلى عدد من الفترات الزمنية بشكل منقطع.

ويمثل نموذج بلاك شولز المعدل من قبل

الحقيقية للخيار وقيمة الوقت وهي مدة عقد

الخيار. وتمثل القيمة الحقيقية في حالة:

خيار الشراء: (١٧)

القيمة الحقيقية للخيار = الزيادة في سعر الصرف

الجاري عن السعر المتفق عليه

$$C(S_0, T, X) > \text{Max} (0, S_0 - X)$$

حيث :

$C(S_0, T, X)$: القيمة الحقيقية لخيار شراء عندما

يكون سعر الصرف عند التعاقد S ومدة العقد T

وسعر التنفيذ المتفق عليه X .

وفي حالة خيار البيع:

القيمة الحقيقية للخيار = الزيادة في السعر المتفق

عليه عن سعر الصرف الجاري.

$$P(S_0, T, X) \geq \text{Max} (0, X - S_0)$$

حيث :

$P(S_0, T, X)$: القيمة الحقيقية لخيار بيع عندما

يكون سعر الصرف عند التعاقد S ومدة العقد T

وسعر التنفيذ المتفق عليه X .

يطلق على الخيار أنه لا يحقق أموالاً في حالة عدم

وجود قيمة حقيقية، وعلى العكس يطلق على الخيار

أنه يحقق أموالاً إذا كان يتمتع بقيمة حقيقية.

وفي الحالات التي يكون السعر مطابق لسعر التنفيذ

يكون الخيار at - the money، وعدم وجود قيمة

حقيقية للخيار لا يعني انعدام قيمة الخيار، ويرجع

ذلك للقسم الثاني من العلاوة وهو قيمة الوقت حيث

يتمتع الخيار بقيمة الوقت عن الفترة المتبقية حتى

تاريخ استحقاقه.

١٧- لينى سيد عبد الرحيم، "إدارة أخطار محافظ وئانق تأمينات الحياة المرتبطة بوحدة استثمارية باستخدام المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص، ٦٥.

E = سعر التنفيذ .

N = العائد على الموجودات (يتبع التوزيع الطبيعي).

r, r^* = أسعار الفائدة المحلية والأجنبية .

T = تاريخ تنفيذ الخيار .

σ = الانحراف المعياري للتغير النسبي لسعر

الصرف .

ويكون خيار بيع العملة بالصيغة الآتية:

$$P = Ca + Ee^{-rt} + Se^{-r^*t}$$

ومن تحليل النماذج السابقة فإن قيمة عقد

الخيار تتأثر بعدة عوامل هي سعر الصرف، سعر

التنفيذ، ومدة عقد الخيار، ومعدل العائد الخالي من

المخاطر، وأسعار الفائدة المحلية والأجنبية،

والانحراف المعياري لتقلبات سعر الصرف . ويجب

الأخذ في الاعتبار الفرق بين معدل الفائدة المحلي

والأجنبي قصير الأجل عند تقييم خيار العملة.

ومقدار التباين في سعر الصرف خلال مدة الخيار .

ومن مزايا استخدام خيارات العملة في التحوط

المالي ضد تقلبات سعر الصرف هي ثبات تكاليف

التحوط المتمثلة في العلاوة، كونها غير ملزمة للتنفيذ

إذا كانت تحركات الأسعار غير مواتية، كما

سنوضح ذلك في الأمثلة فيما بعد. وعلى ذلك فهي

تعد أداة للتحوط والضمان ضد المخاطر أكثر منها

أداة لتثبيت السعر. كما تعد من أدوات التحوط

الأكثر مرونة بالمقارنة بالأدوات الأخرى.

استراتيجيات عقود الخيارات

عند شراء عقد خيار يمنح حق شراء أو بيع عمله

حيث يتم دفع تكلفة تمثل قيمة الخيار، وتلك

التكلفة هي مقابل حق الحصول على ذلك الحق،

وتتكون تكلفة الخيار من قسمين هما: القيمة

وينتهي الخيار بأحد الطرق التالية:

١. البيع إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.
٢. تركه إلى أن ينتهي تلقائياً إذا لم تكن له قيمة حقيقية
٣. الاستفادة منه في تاريخ التنفيذ.

• استراتيجيات عقود الخيارات الأساسية**الرموز المستخدمة:**

C = سعر خيار الشراء الحالي

P = سعر خيار البيع الحالي

S₀ = سعر الصرف الحالي

T = مدة العقد وعادة تكون جزء من السنة

X = سعر التنفيذ حسب الاتفاق

ST = سعر الصرف في تاريخ التنفيذ.

NC = عدد عقود خيارات الشراء

NP = عدد عقود خيارات البيع

Π = ربح العملية.

١- شراء حق شراء^(١٨) :

المساوي لسعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة ، مهما كان ارتفاع أسعار الصرف، وتحقيق أرباح غير محدودة، أما في حالة الانخفاض فإن خسارة المشتري تتمثل فقط في مبلغ العلاوة وعلى ذلك يعطي حق الشراء لصاحبه حق الشراء بسعر متفق عليه في تاريخ محدد مستقبلي.

وتكون أقصى خسارة لمشتري حق الشراء هي قيمة تكلفة شراء الحق. ويبدأ مشتري حق الشراء بتحقيق ربح عندما يتخطى السعر المتفق عليه بالإضافة إلى قيمة التكلفة، لا يوجد حد أقصى للربح. ويحسب الربح المحقق من شراء حق الشراء كما يلي:

في حالة عدم تنفيذ حق الشراء يكون الربح:

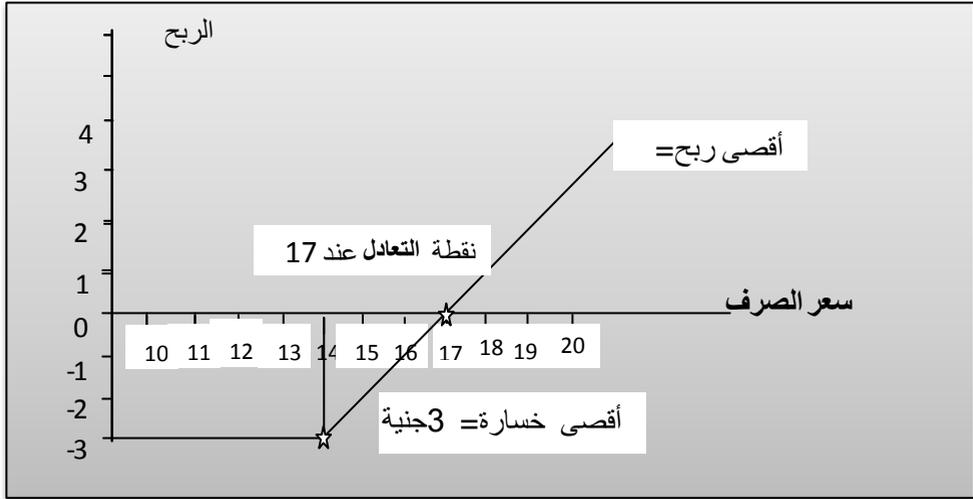
$$\Pi = N_C [\text{Max}(0, S_T - X) - C] \quad \text{---} N_C > 0$$

$$\Pi = - C \quad \text{---} S_T \leq X$$

أي أنه في حالة انخفاض السعر عن سعر التنفيذ في تاريخ انتهاء العقد يحقق المشتري أقصى خسارة وهي قيمة تكلفة شراء الحق. فعلى سبيل المثال عندما يكون السعر المتفق عليه وهو سعر التنفيذ لشراء عملة ما (14) جنيه وقيمة تكلفة شراء حق الشراء 3 جنيه، فإن المشتري يحقق التعادل عندما يكون سعر الصرف في السوق (17) جنيه و بزيادة سعر الصرف عن ذلك يبدأ المشتري في تحقيق أرباح ويتضح ذلك من الشكل التالي:

وبمقتضى هذا الخيار يكون للمشتري الحق في الشراء من البائع كمية معينة من العملة وبسعر معين في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية محددة حسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول البائع على علاوة معينة وهي تمثل تكلفة الخيار تحددها شروط العقد، وعلى ذلك يكون البائع ملزماً بالبيع وفقاً لشروط العقد إذا رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد، وبالتالي يمكن للمشتري من الشراء بالسعر الأقصى

¹⁸ - Courtney D.Smith " Option Strategies" John Wiley & Sons, Inc., Third Edition , 2008, P. 91.



شكل رقم (٣)

وتعد هذه الاستراتيجية من الاستراتيجيات الهجومية Bullish Strategy التي تفترض أن هناك ارتفاع في أسعار الصرف.

ويوضح الجدول الآتي ربحية (خسارة) المشتري في عقد خيار شراء العملة .

جدول (٨)

ربحية (خسارة) المشتري في عقد خيار الشراء

الربح (الخسارة)	تكلفة الخيار (العلاوة)	سعر التنفيذ	سعر الصرف الحالي
-3	3	14	13
-3	3	14	14
-2	3	14	15
-1	3	14	16
0	3	14	17
1	3	14	18
2	3	14	19

إعداد الباحث

ذلك فإن العقد يسمح ببيع العملة بالسعر الأقصى المساوي لسعر التنفيذ مضاف إليه قيمة العلاوة وهي تكلفة الشراء، و فيه يكون البائع ملزماً بالبيع إذا ما قرر المشتري ممارسة حق الخيار، وبالتالي فإن البائع يستفيد فقط من مبلغ العلاوة في حين خسائره غير محدودة.

٢- (بيع) حق شراء^(١٩):

ويعتقد أنه يكون للمشتري الحق في البيع للطرف الثاني (وهو محرر الخيار) كمية معينة من العملة وبسعر معين في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية محددة حسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول البائع على علاوة معينة وفقاً لشروط العقد، وعلى

له ممكن تحقيقه هو تكلفة العقد التي يتقاضها عند تحرير العقد.

ويتمثل ربح استراتيجية بيع حق شراء فيما يلي:

$$\Pi = N_C [\text{Max}(0, S_T - X) - C] - N_C < 0:$$

فإن الربح يحسب وفقا لما يلي $N_C = -1$ وبافتراض أن

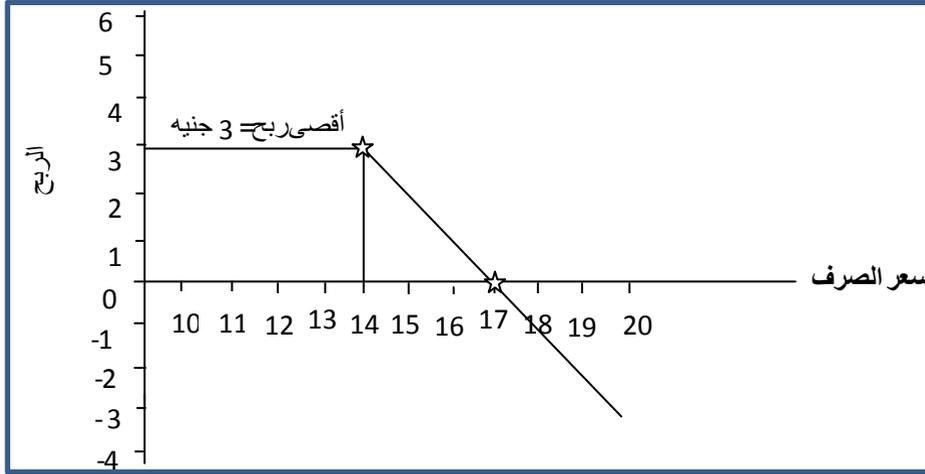
$$\Pi = C \quad \text{—} \quad S_T < X$$

$$\Pi = -S_T + X + C \quad \text{—} \quad S_T > X$$

ووفقا للمثال السابق يكون أقصى ربح يحققه

بائع حق الشراء 3 جنيه بينما خسارته ليس لها حد أقصى، حيث كلما زاد سعر الصرف عن 17 جنيه كلما زادت خسارة كاتب الخيار وذلك كما يتضح من الشكل التالي:

وعلى ذلك يترتب على تلك العملية التزام بائع حق الشراء بالبيع إلى من له حق الشراء في يوم الاستحقاق بالسعر المتفق عليه. وفي حالة قيام بائع حق الشراء بتلك العملية يسمى ذلك بالشراء غير المغطى. وتعد تلك الاستراتيجية ذات درجة خطورة عالية، إذ في حالة عدم انخفاض سعر الصرف في السوق عن سعر التنفيذ سيضطر بائع الحق للشراء من السوق بسعر غير مرغوب فيه وبيعه بسعر أقل وهو سعر التنفيذ. وأفضل موقف لاستراتيجية الشراء غير المغطى هو انخفاض سعر العملة عن سعر التنفيذ المتفق عليه في تاريخ انتهاء العقد. وبالتالي لا يوجد حد أقصى لخسارة بائع حق الشراء بينما أقصى ربح



شكل رقم (٤)

¹ Don M. Chance "Essays in Derivatives" Wi-ley Finance, Second edition, Op. Cit., P. 196.

ويوضح الجدول الآتي ربحية (خسارة) البائع في عقد خيار شراء العملة .

جدول (٩)

ربحية (خسارة) البائع في عقد خيار الشراء

الربح (الخسارة)	تكلفة الخيار (العلاوة)	سعر التنفيذ	سعر الصرف الحالي
3	3	14	13
3	3	14	14
2	3	14	15
1	3	14	16
0	3	14	17
-1	3	14	18
-2	3	14	19

إعداد الباحث

ويمكن حساب الربح الناتج عن إتباع تلك

الاستراتيجية لمشتري حق البيع كما يلي:

$$\Pi = N_p [\text{Max} (0, X - S_T) - P] - N_p > 0$$

في تاريخ التنفيذ إما أن سعر الصرف أقل من سعر التنفيذ وبالتالي يكون حق البيع ذو قيمة ويتم تنفيذه ويكون الربح الناتج كما يلي:

$$\Pi = X - S_T - P \quad \text{—} \quad S_T < X$$

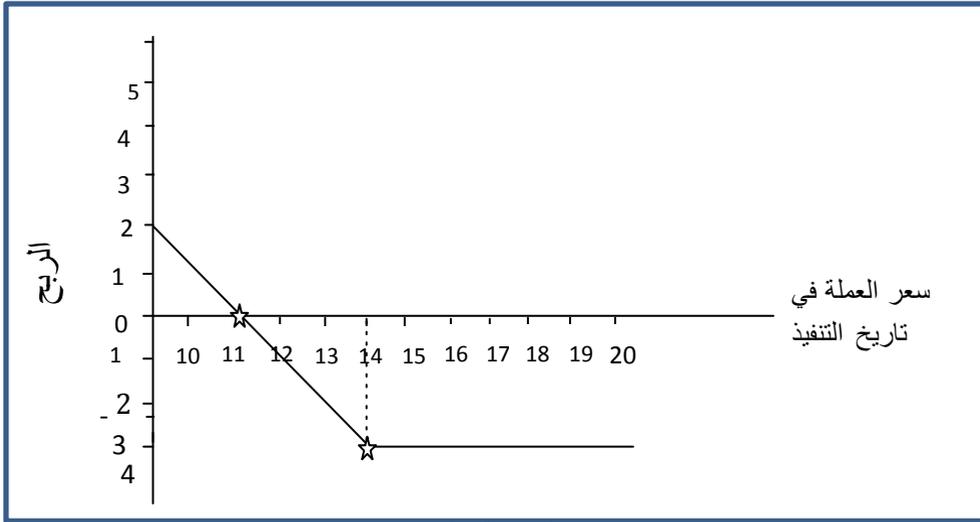
إما إذا كان سعر الصرف أعلى من سعر التنفيذ يكون حق البيع بدون قيمة وتكون أقصى خسارة لمشتري حق البيع هي قيمة تكلفة شراء حق البيع:

$$\Pi = - P \quad \text{—} \quad S_T \geq X$$

٣- شراء حق بيع:

يعطي حق البيع لصاحبه حق بيع العملة بسعر معين متفق عليه في تاريخ محدد. وتعد تلك الاستراتيجية من الاستراتيجيات التراجعية والتي تفترض أن هناك انخفاض في أسعار الصرف. وتكون أقصى خسارة لمشتري حق البيع هي قيمة تكلفة شراء حق البيع أي قيمة الخسارة محدودة وكذلك قيمة الربح محدود حيث يبدأ مشتري حق البيع بتحقيق ربح عندما يقل سعر الصرف عن السعر المتفق عليه بالإضافة إلى قيمة التكلفة، ويصل الربح لحدده الأقصى عندما ينخفض سعر الصرف.

ويتبين من الشكل التالي أقصى ربح وخسارة لمشتري حق البيع وذلك وفقا لبيانات المثال السابق:



شكل رقم (٥)

ويوضح الجدول الآتي ربحية (خسارة) المشتري في عقد خيار بيع العملة

جدول (١٠)

ربحية (خسارة) المشتري في عقد خيار الشراء

سعر الصرف الحالي	سعر التنفيذ	تكلفة الخيار (العلاوة)	الربح (الخسارة)
9	14	3	2
10	14	3	1
11	14	3	0
12	14	3	-1
13	14	3	-2
14	14	3	-3

إعداد الباحث

٤- بيع حق بيع^(١٩)

ويلتزم بائع خيار البيع بشراء العملة من مشتري حق البيع بسعر محدد متفق عليه في المستقبل. ويحقق بائع حق البيع ربح في تاريخ التنفيذ عندما يرتفع سعر صرف العملة. ويتمثل الربح في القيمة التي يدفعها مشتري حق البيع

يسمح هذا العقد للبائع بشراء العملة بالسعر الأقصى المساوي لسعر الممارس مطروح منه العلاوة المستلمة في بداية العقد . و بالتالي فالبايع ملزم بالشراء إذا ما قرر المشتري لهذا العقد تنفيذ حق الخيار ببيع العملة التي بحوزته.

ويكون ربح بائع حق البيع في تاريخ التنفيذ كما يلي

$$N_p = 1 - \text{بافتراض}$$

$$\Pi = -X + S_T + P \quad S_T < X$$

$$\Pi = P \quad S_T \geq X$$

ويتضح من الشكل الآتي أقصى ربح لبائع حق البيع

والتي تمثل له تكلفة شراء الحق، حيث يكون حق

البيع بدون قيمه وبالتالي لا يتم تنفيذه، بينما في

حالة انخفاض سعر صرف العملة سيتم تنفيذ

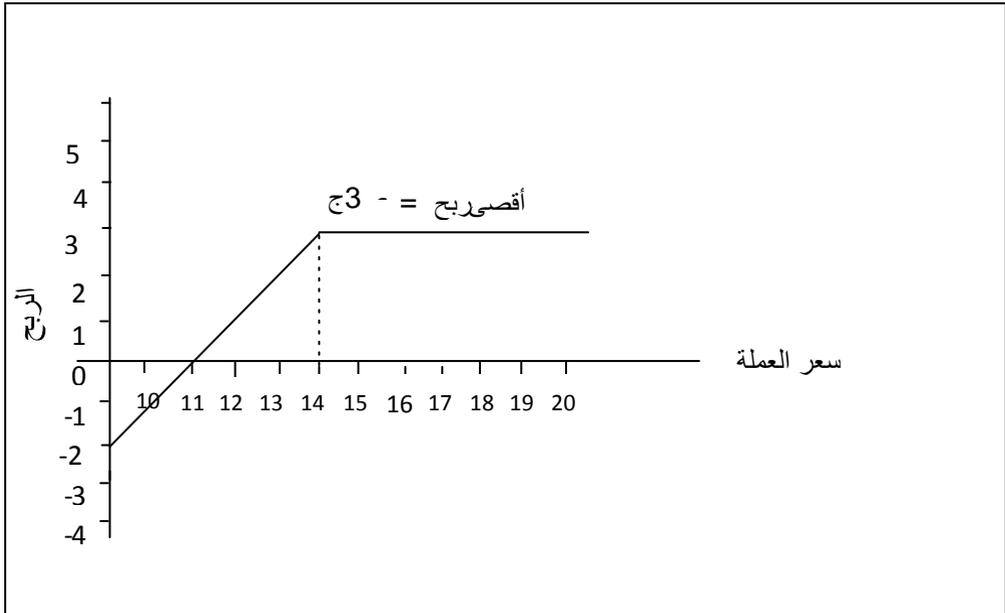
حق البيع و قد يحقق بائع الحق خسارة في تاريخ

التنفيذ تصل إلى القيمة بالكامل مطروحا منها

قيمة تكلفة شراء حق البيع.

ويتمثل ربح بائع حق البيع فيما يلي:

$$\Pi = N_p [\text{Max} (0, X - S_T) - P] \quad N_p < 0$$



شكل رقم (٦)

¹ Don M. Chance "An Introduction To De-rivatives And Risk Management" Op. Cit., P. 196.

ويوضح الجدول الآتي ربحية (خسارة) البائع في عقد خيار بيع العملة

جدول (١١)

ربحية (خسارة) المشتري في عقد خيار الشراء

سعر الصرف الحالي	سعر التنفيذ	تكلفة الخيار (العلاوة)	الربح (الخسارة)
9	14	3	-2
10	14	3	-1
11	14	3	0
12	14	3	1
13	14	3	2
14	14	3	3

إعداد الباحث

النتائج و التوصيات

أولاً : النتائج

- ١- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتغير سعر الصرف على قيم الأصول المؤمن عليها.
- ٢- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتغير سعر الصرف على معدلات التصفية والإلغاءات بسوق التأمين المصري.
- ٣- يوجد تأثير لتغير سعر الصرف على حدود الاحتفاظ بالأخطار بسوق التأمين المصري .
- ٤- يوجد تأثير لتغير سعر الصرف على نشاط إعادة التأمين بسوق التأمين المصري.
- ٥- يوجد تأثير لتغير سعر الصرف على قيمة المخصصات الفنية لشركات التأمين بسوق التأمين المصري .
- ٦- يعد استخدام عقود الخيارات بأنواعها المختلفة أحد الأدوات الفاعلة والتي لها تأثيرها الإيجابي للتحوط من مخاطر تغير سعر الصرف على شركات التأمين .
- ٧- يعد استخدام نموذج بلاك شولز في تسعير عقود خيارات الشراء وعقود خيارات البيع للعملة أحد النماذج المناسبة في هذا المجال .

ويستطيع المستثمر تحقيق مكاسب من خلال عمل توليفات مختلفة من حقوق الشراء والبيع، وذلك بإتباع أكثر من استراتيجية ويطلق عليها استراتيجيات عقود الخيارات المتقدمة^(٧). على سبيل المثال شراء حق شراء وبيع حق شراء (LC, SC) أو شراء حق بيع وبيع حق بيع (LP, SP) على نفس العملة وبنفس المدة ولكن عند أسعار تنفيذ مختلفة مما يتيح للمستثمر تحقيق مكاسب تتمثل في الفرق بين تكلفتي الشراء، ويطلق على تلك الاستراتيجيات Spreads. وتتنوع وتتعدد تلك التوليفات التي تمكن المستثمر من تحقيق أرباح أو فرق بين تكلفتي شراء عقود الخيارات.

١- أرقت أحمد على ابراهيم" روية مستقبلية لإدارة الأخطار المالية في شركات التأمين المصرية باستخدام المشتقات المالية " مرجع سبق ذكره . .

- ٨- يعتمد اختيار الاستراتيجية الملائمة للتحوط ضد مخاطر أسعار الصرف على نمط تلك المخاطر بشكل رئيس، حيث تلائم استراتيجية التحوط المالي باستخدام مشتقات العملة التعرض لمخاطر الصفقات، اذ توفر آلية التحوط بمشتقات العملة الحماية من التقلبات غير المتوقعة وغير الموازية في أسعار الصرف الاسمية، والتي يمكن أن تحقق الاستقرار النسبي في التدفقات النقدية وتقليل الخسائر الناشئة عن التقلبات في تلك الأسعار.
- ٩- تزداد أهمية إدارة مخاطر تقلبات العملات الأجنبية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية دولية النشاط خاصة في ظل الوضع الاقتصادي الراهن المتميز بالتقلبات النقدية الحادة.
- ١٠- إن التطورات التي تمر بها الدول النامية في مجال التجارة و الاستثمار الأجنبي تولد الحاجة إلى استراتيجية لإدارة مخاطر سعر الصرف.
- ١١- ينجم عن استخدام مشتقات العملة انخفاض في تعرض الشركة لمخاطر الصفقات.
- ثانياً: التوصيات**
- ١- ضرورة قيام المختصون في شركات التأمين بإدخال الاستراتيجيات الحديثة لمواجهة مخاطر سعر الصرف، مع مراعاة مخاطر تغير سعر الصرف عند إدارة مقبوضات و مدفوعات عمليات إعادة التأمين من العملات الأجنبية.
- ٢- ضرورة استخدام عقود الخيارات بأنواعها المختلفة للتحوط من مخاطر تغير سعر الصرف على شركات التأمين .
- ٣- يفضل بالنسبة لحدود الاحتفاظ من أن يتم إدراج شرط إعادة التقييم في الاتفاقيات، والذي
- بمقتضاه يتم تعديل حدود الاحتفاظ والحدود القصوى للمسؤولية تلقائياً .
- ٤- يفضل إعداد حسابات معيدي التأمين بالعملة الأصلية، حيث يظهر في أي وقت أرصدة معيدي التأمين المستحقة لهم أو عليهم بالعملة الأصلية، على أن يتم تحويلها في نهاية السنة وفي تاريخ إعداد الميزانية وبسعر الصرف السائد في السوق في هذا الوقت إلى العملة الوطنية ليتم تحديد القيمة الحقيقية لهذه الأرصدة .
- ٥- ضرورة العمل على إعادة انشاء شركة إعادة تأمين وطنية لتمثل حائط أمان للعديد من الأخطار، ومنها أخطار تغير أسعار الصرف.
- ٦- يفضل استخدام نموذج بلاك شولز في تسعير عقود خيارات الشراء وعقد خيارات البيع للعملة.
- ٧- ضرورة استخدام مشتقات العملة لغرض التحوط ضد التقلبات في أسعار الصرف الاسمية في الأجل القصير .
- ٨- ضرورة تسجيل عملية إدارة خطر تغير سعر الصرف ضمن الاستراتيجية العامة للمؤسسة، واختيار أنسب التقنيات بما يناسب مع أنشطتها المختلفة.
- ٩- ضرورة قيام مؤسسات الدول النامية بمتابعة ومسايرة التطورات الجديدة في مجال مواجهة أخطار سعر الصرف من خلال تخصيص اعتمادات مالية لتكوين الكفاءات البشرية التي تؤهلها من مواكبة تلك التطورات.
- ١٠- ضرورة مراجعة آليات وقواعد العمل بشأن التقنيات المستخدمة في مجال مواجهة مخاطر سعر الصرف بصفة دورية ومنظمة من قبل المختصين بتأديتها.

- ١١- يفضل استخدام استراتيجية التحوط المالي باستخدام مشتقات العملة لمواجهة التعرض لمخاطرة الصفقات، إذ توفر آلية التحوط بمشتقات العملة الحماية من التقلبات غير المتوقعة وغير المواتية في أسعار الصرف، وتقليل الخسائر الناشئة عن تقلبات سعر الصرف.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- ١- إبراهيم محمد مهدي، "التغيير في أسعار الصرف وأثره على عمليات إعادة التأمين"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المنصورة، ١٩٨٣ م.
- ٢- دينا محمد أحمد "قياس مخاطر محافظ الاستثمار في التأمين على الحياة في مصر" رسالة ماجستير، كلية تجارة، جامعة المنصورة، ٢٠١٠ م.
- ٣- رأفت أحمد على إبراهيم "رؤية مستقبلية لإدارة الأخطار المالية في شركات التأمين المصرية باستخدام المشتقات المالية" المجلة المصرية للدراسات التجارية، العدد الأول، ٢٠٠٢ م.
- ٤- رشا مصطفى مسعد عوض "محددات الاستثمار في أسواق أرس المال" رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ١٩٩٨ م.
- ٥- سمير عبد الحميد رضوان "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها" دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٥ م.
- ٦- سنية عبده سليمان، "التقييم المحاسبي لاستراتيجيات تكوين محفظة الأوراق المالية باستخدام نموذج تسعير الاختيار دراسة نظرية تطبيقية" رسالة دكتوراه، كلية تجارة، جامعة بني سويف، ٢٠٠٣ م.
- ٧- لبنى سيد عبد الرحيم، "إدارة أخطار محافظ وثائق تأمينات الحياة المرتبطة بوحدة استثمارية باستخدام المشتقات المالية، رسالة ماجستير، كلية التجارة جامعة القاهرة، ٢٠١٤ م.
- ٨- مرمر سليمان ويصا "سياسات سعر الصرف مع الإشارة للاقتصاد المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مصر، ٢٠١٥ م.
- ٩- مروة رفيق "استخدام نماذج تسعير المشتقات المالية في تسعير تأمينات الممتلكات والمسئولية في سوق التأمين المصرية" رسالة دكتوراه، كلية تجارة، جامعة القاهرة، ٢٠١٠ م.
- ١٠- منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول: التوريق" الاسكندرية: منشأة المعارف، ٢٠٠٠ م.
- ١١- هاني عبد الحكيم إسماعيل، وأخرون "إدارة المخاطر المالية التأمينية باستخدام المشتقات المالية" المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، العدد الأول، ٢٠٠٧ م.
- ١٢- يسري حسين خليفه "العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية" مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠٠٩ م.
- ❖ الكتاب الإحصائي السنوي، الهيئة العامة للرقابة المالية، أعداد مختلفة.
- ❖ إصدارات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، ج. م. ع، أعداد مختلفة.

ثانياً : المراجع باللغة الإنجليزية

- 1- Allayaninis, G. and Ofek, E., Ex-change Rate Exposure, Hedging And The Use of Currency Derivatives, Journal of International Money & Finance , Vol,20.,2001
- 2- Allen L. L. ,Pantzalis Christor ,Valuation of Operating Flexibility of International Corporate, Journal of International Business Studies ,Vol.1.27 ,1996
- 3- Bodie, Zvi, Alex Cane, Marcus, Alan J, Investments,5th.ed., MC. Graw–Hill Companies, Inc. , 2002.
- 4- Brigham, Eugene F. and Michael C.-Ehrhardt, Financial Management: Theory and Practice,10thed., Australia:Thomson Learning,2002.
- 5- Cummins, J.D., et.al, “Corporate Hedging in the Insurance Industry: The Use of Financial Derivatives by US Insurers” , The Wharton School 1996 .
- 6- Chio, Myoun, Skik, Areal Currency Future Hedging Instrument fir the VeryShort Exposure Risk, 2003.
- 7- Courtney D. Smith "Option Strategies"John Wiley& Sons, Inc., Third Edition, 2008.
- 8- Don M. Chance “Essays in Derivatives” Wiley Finance, Second edition,2008.
- 9- John C. Hull "Options, Futures, And Other Derivatives" Prentice Hall,new jersey,fifth edition, 2009.
- 10- Jorion, Philippe, The Exchange Rate Exposure of US Multinational, The Journal of Business, Vol.63, Issue 3,1990.
- 11- Keith, Cuthbroston & Dirk ,Nitzs-ohé,Financial Engineering :Derivatives & Risk Management ,John Wiley & Sons,2000.
- 12- Luiz Augusto ,et.al “Corporate Interest Rate Risk Management with Derivatives in Australia: Empirical Results” , university of New South Wales , Australia ,2006.
- 13- Magda Kandil Nazire, A comparative analysis of exchange rate fluctuations and economic activity, International Journal of Development Issues, Vol. 7 Iss 2,2008.
- 14- Pantzalis,Christor, Betty J. Simkins and Paul Laux, "Operational Heghes and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations", Journal of International Business Studies ,Vol.32,2001.
- 15- Solnik, Bruno H., Why not Diversify Internationality Rather than Domestically, Financial Analysis Journal,Vol.21,1996.
- 16- Steve Lumby & Chris Jones " Investment Appraisal & Financial Decisions"International Thomson Business, Sixth Edition, 1999.