

المحاضرة السادسة + السابعة : استخدام عقود المبادلة في التغطية والتحوط من المخاطر المالية

المحاضرة السادسة: مدخل الى عقود المبادلات

تمهيد:

نشأت فكرة المبادلة أو المقايضة في فترة السبعينيات أو في بداية الثمانينيات، مواكبة بذلك التطور الكبير الذي حدث في الأسواق المالية، وأصبحت واحدة من أهم الأدوات المالية المعتمد عليها في إدارة الديون وإدارة مخاطر معدل الفائدة، وقد كان للمؤسسات المصرفية التجارية والاستثمارية الدور الأبرز في إنشاء هذا السوق وتفعيله.

1 - تعريف المبادلات

المبادلات هي التزامات تعاقدية بين طرفين أو أكثر لمقايضة مستقبلية، وضمن مجالات زمنية مختلفة، تشمل تدفقات نقدية محسوبة انطلاقاً من قيمة اسمية معينة¹. المبادلات هي عقود مبرمة بشروط محددة، متميزة من صفقة لأخرى،

تسمح لأطراف العقد بمقايضة سلسلة من التدفقات النقدية أو المدفوعات بمواصفات معينة بتدفقات أخرى بمواصفات مختلفة عن الأولى، نتيجة وجود توقعات متعكسة حول تغير المعدلات والأسعار مستقبلاً (الصرف، الفائدة، الأسعار).

وبالتالي فالمبادلات هي مشتقات مالية، حيث يمكن أن تكون الأصول الضمنية المكونة لها معدل فائدة، عملة، أسهم، أو منتجات أساسية، يتم التفاوض عليها في سوق التراضي، حيث تعني كلمة "Swap" مقايضة.

2- خصائص المبادلات

- أهم الخصائص المميزة لها كمجموعة أساسية من مجموعات المشتقات المالية في النقاط التالية:
- تمثل البنوك والمؤسسات المالية المتدخل الأساسي على هذه الأدوات المالية،
 - لا يتطلب أخذ مركز على المبادلات دفع أية هوامش مبدئية أو علاوات أو ضمانات محددة،
 - ينصرف الأمر في أغلب الأوقات إلى التسوية بفارق المعدلات أو مبادلة التدفقات عن الفوائد، وقد تكون هناك مبادلة للأصول في بعض الأحيان،

¹ Bellalah, M. (2005). Op. Cit, P. 275.

- تعتبر المبادلات كالعقود الآجلة والمستقبلية إلزامية التنفيذ، ومجرد الدخول فيها يعني الموافقة والالتزام على تسديد التدفقات النقدية في تواريخها بغض النظر عن حركة الأسعار والمعدلات، وبالتالي فهي أقل مرونة من الخيارات المالية، إلا أنّ المستثمر يملك حولا أخرى لتصفية مركزه.
- مثل غيرها من المشتقات المالية تعتبر المبادلات أداة للتغطية وإدارة المخاطر والمضاربة أيضا.

3- أهمية المبادلات في الأسواق المالية

يمكن ذكر بعضا من دور المبادلات في الأسواق المالية فيما يلي:

إدارة المخاطر: من خلال التغطية ضد تقلبات معدل الفائدة، أسعار الصرف، التقلبات السعرية ومخاطر القرض وغيرها من المخاطر، حيث تعمل على تحويل الخطر إلى الطرف المقابل، وتدخل المؤسسات هذا النوع من المعاملات للتغطية على مخاطر ارتفاع المعدلات في حالة الائتمان، **تبادل المزايا بين المؤسسات:** من خلال تبادل الديون بمواصفاتها وشروطها المتعلقة بالعملية أو معدل الفائدة، خاصة بين المؤسسات التي يكون لديها تصنيف مختلف. تحصل تلك المؤسسات على قروض مرتبطة بالتصنيف، وهي عادة مؤسسات متباينة في حجمها وعمر نشاطها أو مختلفة من حيث التوطن الجغرافي، وكل مؤسسة يمكنها الحصول على أفضل شروط من السوق المالي المحلي **تخفيض تكلفة التمويل:** إذا ترتب على المؤسسات المتعاقدة في صفقة المبادلات ارتباطات قبلية لعمليات ائتمان (وهو الوضع غالبا، خاصة في مبادلات العملة) فالمبادلات ستسمح بانتقال كل مؤسسة إلى الاقتراض بالمعدل والعملة المرغوب فيهما تبعا للتوقعات وللاحتياجات المالية والتجارية لكليهما بمعدلات تكلفة أقل من تلك التي كانوا ليتحملوها لو لبوا رغباتهم مباشرة في الأسواق المالية ومن خلال البنوك. **الدخول في عمليات مضاربة:** خاصة إذا تعلق الأمر بمبادلة بين المؤسسة والبنك، فهذا الأخير يراهن على توقعاته حول معدل الفائدة للاستفادة من فروقات المعدلات، وسوف يكون هدفه النهائي من الصفقة المضاربة البحتة.

إدارة الأصول والخصوم: يمكن الاعتماد على المبادلات بين البنوك لإدارة الأصول والخصوم إدارة حذرة تجاه معدلات الفائدة المتغيرة؛ ويمكن أيضا للمؤسسات إدارة خصومها من خلال تعديل تكلفة الهيكل المالي، وذلك عندما يكون مركز المؤسسة في المبادلة صحيحا وتستطيع قبض فروقات الفائدة والصرف التي تسمح لها بتقليل تكلفة التمويل.

الربط بين الأسواق: ربما يمكن اعتبار المبادلات واحدة من أدوات الربط بين الأسواق المحلية والأجنبية، فهي في الأخير تخلق مرونة للانتقال والإحلال وبالتالي سوف تسهم في اندماج الأسواق المالية.

إدارة المحافظ المالية: المبادلات كغيرها من المشتقات المالية يمكن أن تكون مبنية على أي من الأصول الضمنية المتعارف عليها، وهذا يسمح لها بأن تكون جزءا من عدة استراتيجيات لإدارة المحفظة المالية ولإحداث التعديل داخل المحفظة، خاصة عند استخدام المبادلات المتقاطعة (على الفائدة والصرف مثلا).

4-أنواع المبادلات

أهم أنواع المبادلات نجد مبادلات معدلات الفائدة، مبادلة العملات وسعر الصرف، مبادلات الأسهم، مبادلات المنتجات الأساسية، مبادلات خطر القرض والمبادلات ذات الطابع الخياري.

4 – 1 مبادلات معدلات الفائدة

تتم مبادلات معدلات الفائدة (Interest rate Swap C.R.S) من خلال مقايضة معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير أو معوم، وهي مقايضة شكلية، تذهب نحو مبادلة المعدلات وليس أصل الدين، أهمية هذا الأخير (المبلغ الاسمي) تكمن في تسوية الصفقة حيث يعد هو بحد ذاته أي مبلغ الدين هو قيمة الصفقة الذي على أساسه تحدث التسوية.

تعد المبادلات على معدلات الفائدة بنية تقنية لإدارة مخاطر معدلات الفائدة تفسح المجال لتبادل مدفوعات الفائدة في تواريخ محددة

غالباً تسوى العمليات من خلال فارق المعدلات، المعدل الثابت مرتبط بالكوبون المطروح على السندات (حالة مبادلة على قرض سندي)، وهو معدل الفائدة الثابت الاسمي الذي طرحت به السندات عند إصدارها، والمعدل المتغير المعوم المرتبط بمعدل الفائدة المرجعي لمدة زمنية معينة تتراوح بين 3، 6 أشهر إلى السنة (يمكن الاعتماد على LIBOR أو EURIBOR).

4 – 2 مبادلات العملات

نشأت مبادلات العملة (Currency rate Swap C.R.S) عن طريق البنوك البريطانية لمساعدة كبار العملاء على تجنب قواعد الضبط والرقابة على تعاملات الصرف المعمول بها في بريطانيا في فترة السبعينيات. احتاج هؤلاء العملاء لتغطية عملياتهم التجارية والمالية إلى الدولار وكانوا مضطرين لتحمل تكاليف إضافية على القروض المحررة بالدولار مما حفز البنوك على ابتكار أدوات لمبادلة الديون المحررة بعملات مختلفة من خلال التوفيق بين العملاء البريطانيين الذين هم بحاجة إلى تمويلات بالدولار والعملاء الأمريكيين الذين يحتاجون الجنيه الاسترليني، بحيث يتم التفاوض على مبادلة ما يحصلون عليه في بيئتهم المحلية

4 – 3 مبادلات الأسهم

تكون مبادلات الأسهم شبيهة بمبادلات المعدلات، حيث يحل معدل العائد على السهم أو مؤشر السوق محل معدل الفائدة. تعد مبادلات الأسهم اتفاق لتبادل العائد الإجمالي (توزيعات الأرباح والنتيجة الرأسمالية).

4-4 مبادلات المنتجات الأساسية

تكون من خلال مبادلة مواد أولية (المواد الأولية التي تتحدد أسعارها غالباً في السوق العالمي) بسعر ثابت بأخرى بسعر متغير، السعر الثابت يتم تحديده عند التعاقد بهدف التغطية من تقلبات أسعار المواد الأولية، ويتم اللجوء إليها بهدف إدارة الخطر وعزل سعر المادة الأولية عن التقلبات.

4-5 مبادلات خطر القرض

يوجد نوعان أساسيان من المشتقات المالية على القرض: المشتقات على مخاطر التخلف عن السداد، والتي يكون الهدف منها تغطية مخاطر الطرف المقابل، والمشتقات المالية على هامش القرض، والتي يكون الهدف منها التغطية على جودة الإمضاء. تستخدم هذه المشتقات المالية على القرض من قبل المؤسسات المالية بغرض التغطية من خطر تعثر الطرف المقابل وعدم قدرته على السداد (خطر القرض).

تقييم المبادلات

تعمل البنوك التي تنظم معاملات المبادلات على الحفاظ على سيولة السوق، والسماح للمتعاملين بدخول هذه الصفقات والخروج منها في التوقيت الذي يفضلونه. في سبيل تحقيق هذا الهدف يجب تسعير المبادلات وتحديد الأسعار لفترات مختلفة للاستحقاق، كما يجب أن تفهم الشركات التي تفاوض على مقايضة خصائص الديون آليات التسعير. تبدأ عملية التفاوض مع البنك الذي يعطي الشركة المعنية سعراً ثابتاً إرشادياً أو مرجعياً يعكس معدلات الفائدة السائدة في السوق، ثم يتغير ذلك السعر حسب مدة المبادلة وظروف السوق (الهوامش). وتناقش هذه الفقرات بشكل أساسي عملية تقييم مبادلات معدلات الفائدة*.

عند بدأ سريان عقد المبادلة تقترب قيمتها من الصفر (يعني أنها تنطلق من الصفر)، وبعد مرور وقت معين يمكن لتلك القيمة أن تكون موجبة أو سالبة². هناك مدخلان لتقييم المبادلات بعد بدء تشغيلها:

المدخل الأول في عملية التقييم: من خلال فروقات أسعار السندات. فرغم أن غالبية المبادلات لا تنشأ عنها مبادلة لتدفقات الدين الأصلية إلا أنّ افتراض حدوث ذلك في نهاية الاستحقاق دون تغير القيمة ينتج عنه إمكانية اعتبار هذا الاستثمار مكافئاً لاستثمار آخر مركب من:

1- مركز طويل على السندات ذات معدل الفائدة الثابت B_{FI} ومركز قصير على السندات ذات معدل الفائدة المتغير B_{FL} ، من وجهة نظر من يقبض المعدل الثابت ويدفع المعدل المتغير. قيمة المحفظة سوف تكون:

* يمكن استخدام نفس المقاربة في تقييم المبادلات على العملات، انظر: Bellalah, M. (2005). Op. Cit, P. 263-266.

² Hull, J. (2012). Op. Cit, P. 162.

$$V_{SWAP} = B_{FI} - B_{FL}$$

2- مركز طويل على السندات ذات معدل الفائدة المتغير B_{FL} ومركز قصير على السندات ذات معدل الفائدة الثابت B_{FI} ، من وجهة نظر من يقبض المعدل المتغير ويدفع المعدل الثابت. قيمة المحفظة سوف تكون:

$$V_{SWAP} = B_{FL} - B_{FI}$$

المدخل الثاني باعتبار المبادلة أداة شبيهة بمحفظة من عقود الضمانات القابلة للتجديد (سلسلة من العقود الآجلة على معدلات الفائدة) FRA، وذلك في ظل غياب مخاطر الطرف المقابل (عدم القدرة على السداد). يمكن للطرف الذي تكون مدفوعاته بالمعدل الثابت ومقبوضاته بالمعدل المتغير أن يحصل كل 6 أشهر على

المبلغ الاسمي = المعدل المتغير - المعدل الثابت