المحاضرة 7: المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة

تلعب المشتقات المالية دورًا جوهريًا في استقرار الأسواق المالية، وذلك بفضل قدرتها على توفير أدوات فعالة للتحوط ضد مختلف أنواع المخاطر، وعلى رأسها مخاطر أسعار الفائدة. في الأسواق غير المنظمة، يُتاح للمؤسسات المرونة اللازمة لتصميم أدوات مشتقة حسب احتياجاتها الخاصة، ومن بين هذه الأدوات نجد مبادلات معدل الفائدة، العقود الآجلة على الفائدة، وخيارات الفائدة .(CAP/FLOOR) وتكمن أهمية دراسة هذه الأدوات في فهم آليات اشتغالها وتطبيقاتها العملية، وكذلك التحديات المرتبطة بها من حيث التسعير، التقييم، وإدارة المخاطر.

أولاً: مبادلات معدل الفائدة (Interest Rate Swaps - IRS)

تُعد مبادلات معدل الفائدة من بين أكثر أدوات المشتقات استخدامًا في الأسواق المالية غير المنظمة. وهي ترتكز على مبدأ تبادل التدفقات النقدية المستقبلية بين طرفين، حيث يدفع أحدهما معدل فائدة ثابت بينما يدفع الآخر معدلًا متغيرًا، وذلك على مبلغ اسمي متفق عليه لا يتم تبادله فعليًا.

1. **تعريف مبادلة معدل الفائدة** هي عقد مشتق يتم فيه الاتفاق بين طرفين على تبادل مدفوعات فائدة دورية على مبلغ اسمي معين، بحيث يدفع أحد الطرفين فائدة ثابتة ويتلقى الأخرى فائدة متغيرة أو العكس. وبتعبير اخر طرف عنده قرض بفائدة متغيرة، لا تعجبه فكرة التقلب، فيتفق مع طرف آخر على أن "يستبدل" هذه الفائدة المتغيرة بأخرى ثابتة، والعكس.
2. **أهداف استخدام:IRS**
   - التحوط من تقلبات أسعار الفائدة.
   - تحسين هيكل التكاليف المالية للشركات.
   - التكيّف مع متطلبات التدفقات النقدية.
3. **أنواع المبادلات:**
   - **مبادلة ثابت مقابل متغير (Plain Vanilla Swap):** أكثر الأنواع شيوعًا.
   - **مبادلات مع هيكلة سداد (Amortizing/Accreting Swaps):** حيث يتغير المبلغ الاسمي حسب خطة معينة.
4. **آلية عمل المبادلة :**يتم تحديد تواريخ الدفع، نوعي معدلات الفائدة، والمؤشر المرجعي (مثل الليبور أو السايبور). غالبًا ما تتم المقاصة عبر طرف مركزي أو يتم احتساب الفروقات فقط.

مثال

الأطراف:

- **شركة A** لديها قرض بـ **معدل متغير** (مثلاً: ليبور + 2%).
- **بنك B** مستعد لعقد مبادلة معها.

الاتفاق:

- تتفق الشركة مع البنك على ما يلي:
  - الشركة A ستدفع للبنك فائدة **ثابتة 5 %** على مبلغ اسمي قدره 10 مليون دينار.
  - البنك B سيدفع للشركة فائدة **متغيرة (ليبور + 2%)** على نفس المبلغ الاسمي.

ملاحظة :**المبلغ الاسمي لا يُدفع فعليًا**، فقط يتم تبادل الفوائد بين الطرفين على أساسه.

لماذا تفعل الشركة A هذا؟

- الشركة لديها **قرض بفائدة متغيرة**، وتخشى أن ترتفع أسعار الفائدة.
- من خلال هذه المبادلة، **حولت دينها إلى دين بفائدة ثابتة** الأن:
  - هي تدفع الآن فائدة ثابتة للبنك.
  - وتستلم من البنك نفس الفائدة المتغيرة التي كانت ستدفعها للمصرف الأصلي للقرض.

النتيجة :الشركة تدفع فائدة ثابتة فعليًا (تسدد للمصرف ما استلمته من البنك، وتدفع للبنك الفائدة الثابتة).

هل البنك خسر؟ من يستفيد؟

ليس بالضرورة، لأن:

- البنك قد يتوقع أن أسعار الفائدة **ستنخفض**، لذا سيربح عندما يدفع فائدة منخفضة (ليبور+2%) بينما يستلم فائدة ثابتة.(5%)
- البنك غالبًا **يتحوط** هو الآخر أو يأخذ عمولة.

كلا الطرفين يمكن أن يستفيدا حسب توقعاتهم للسوق.

هل هناك قرضان في المبادلة؟

لا، يوجد **قرض واحد فقط** (عند أحد الطرفين، غالبًا الشركة)، والمبادلة هي مجرد **اتفاقية لتغيير نمط الفائدة** وليس القرض نفسه.

ما تستفيده كل جهة:

الطرف	ما لديه أصلاً	ما يحصل عليه من المبادلة	النتيجة النهائية
شركة A	قرض بفائدة متغيرة	فائدة متغيرة من البنك، وتدفع ثابتة	فعليًا دفعت فائدة ثابتة بدل متغيرة
بنكB	لا قرض، لكن لديه توقعات	فائدة ثابتة من الشركة، ويدفع متغيرة	إذا انخفضت الفائدة، يربح من الفرق

5. **تمرين تطبيقي :**افترض أن شركة A وقّعت مبادلة مع بنكB ، حيث تدفع A معدل فائدة ثابت قدره 5% وتتلقى معدل فائدة متغير مرتبط بليبور[1] (حاليًا 4.2%) على مبلغ اسمي قدره 10 ملايين دينار لمدة 3 سنوات. احسب التدفقات النقدية الصافية التي ستدفعها أو تتلقاها الشركة في السنة الأولى إذا لم يتغير الليبور.

الحل:

- الفائدة الثابتة: 10,000,000 × 5% = 500,000 دج
- الفائدة المتغيرة: 10,000,000 × 4.2% = 420,000 دج
- صافي التدفق: الشركة تدفع 500,000 - 420,000 = 80,000 دج

[1] LIBOR اختصار لـ : London Interbank Offered Rate أي: "سعر الفائدة المعروض بين البنوك في لندن". هو معدل الفائدة المرجعي الذي تقوم البنوك الكبرى بتقديمه لبعضها البعض عندما تقرض إحداها الأخرى لأجل قصير (من يوم إلى سنة). يُستخدم كمؤشر عالمي لتحديد أسعار الفائدة في:

- القروض المتغيرة.
- أدوات المشتقات المالية (مثل IRS و FRA وCaps).
- التمويلات بين المؤسسات

ثانياً: العقود الآجلة على معدل الفائدة(Forward Rate Agreements - FRA)

تعتبر FRA من أدوات المشتقات التي تسمح للمؤسسات المالية بالتحوط ضد تقلبات معدلات الفائدة القصيرة الأجل، وهي من العقود التي تتم خارج الأسواق المنظمة على نطاق واسع.

1. **تعريف** FRA **:** هو عقد يتم فيه الاتفاق بين طرفين على معدل فائدة يتم تطبيقه على مبلغ اسمي خلال فترة مستقبلية محددة، دون تبادل أصل المبلغ.

FRA ليس قرضًا فعليًا. هو فقط وسيلة للتحوّط ضد تغيّر الفائدة. المستفيد هو من يتوقع أن تتغير الفائدة ضد مصلحته، فيتفق مسبقًا على نسبة ثابتة لتفادي الخسارة.

2. **الهدف من:FRA**
   - تجنب الخسائر الناتجة عن تغير أسعار الفائدة المستقبلية.
   - تثبيت التكلفة التمويلية لفترة مستقبلية محددة.
3. **خصائص:FRA**
   - يتم تسويته نقدًا عند بداية الفترة وليس نهايتها.
   - العقد لا يتضمن تبادلًا فعليًا للمبلغ الاسمي.
   - يستخدم غالبًا في أسواق ما بين البنوك.
4. **ألية عمله**

يتفق الطرفان على:

- **المبلغ الاسمي** (لا يتم تبادله).
- **تاريخ بداية ونهاية الفترة المغطاة**.
- **سعر الفائدة المتفق عليه** .(Forward Rate)

عند بداية الفترة، تتم مقارنة هذا السعر مع السعر الفعلي في السوق:

- إذا كان السعر السوقي أعلى ← **يستفيد المشتري (يحصل على تعويض)**.
- إذا كان السعر السوقي أقل ← **يخسر المشتري (يدفع الفرق)**.

مثال: شركة X تتوقع ارتفاع الفائدة بعد 3 أشهر.

تتفق اليوم على FRA مع بنك، على مبلغ 10 مليون دينار، بسعر فائدة 5% لمدة 3 أشهر، تبدأ بعد 90 يومًا.

بعد مرور 3 أشهر، أصبحت الفائدة السوقية = 6%.

الشركة "كأنها اقترضت" بفائدة 5% بدل 6%

تحصل على تعويض مالي يساوي الفرق

5. **تمرين تطبيقي :**اتفقت شركة X على FRA بقيمة 5 ملايين دينار، بمعدل 4.5%، لمدة 90 يومًا بعد 60 يومًا من تاريخ العقد. إذا بلغ معدل الفائدة الفعلي 5%، احسب المبلغ الذي ستتلقاه الشركة في بداية الفترة المغطاة.

الحل:

- الفرق في الفائدة: (5% - 4.5%) × 5,000,000 × (360/90) = 6,250 دج
- الخصم إلى القيمة الحالية باستخدام 5%: 6,250 / (1 ≈ (0.05 × 90/360)) + 6,171دج

ثالثاً: خيارات معدل الفائدة(Interest Rate Options: Caps and Floors)

تمنح خيارات الفائدة للمستثمرين المرونة في إدارة تقلبات السوق بطريقة أكثر تخصيصًا. وهي عقود مشتقة تُستخدم غالبًا في سياق القروض ذات المعدلات المتغيرة.

1. **تعريف:**
   - **Cap:**عقد يمنح المشتري الحق في الاستفادة إذا ارتفع سعر الفائدة فوق سقف معين.
   - **Floor:**عقد يمنح المشتري حماية إذا انخفض سعر الفائدة تحت حد معين.
2. **الهدف:**
   - التحوط من مخاطر ارتفاع/انخفاض أسعار الفائدة على القروض المتغيرة.
   - تحديد حدود عليا أو دنيا للمخاطر المالية.
3. **التركيبة:**
   - **Cap**يتكون من سلسلة من خيارات شراء (Calls) على سعر الفائدة.

- **Floor** يتكون من سلسلة من خيارات بيع (Puts) على سعر الفائدة.

4. **مثال :** مؤسسة تقترض بسعر فائدة متغير، وتخشى ارتفاعه فوق 6%. تشتري Cap بسقف 6%. إذا تجاوز السعر هذا الحد، تتلقى تعويضًا يغطي الفارق.
5. **تمرين تطبيقي :** اشترت شركة Y خيار Cap على قرض بقيمة 8 ملايين دينار، بسقف فائدة 5%، وتحقق سعر الفائدة في السوق بنسبة 6.2%. ما هو مقدار التعويض الذي تحصل عليه الشركة عن فترة 6 أشهر؟

الحل:

- الفارق في الفائدة: (6.2% - 5%) = 1.2%
- التعويض: 8,000,000 × 1.2% × (360/180) = 48,000 دج.

رابعاً: توحيد الأصل الضمني للمقارنة بين الأدوات

يمكن تحليل الأدوات الثلاث السابقة ضمن إطار مقارن موحّد من حيث الأصل الضمني، وهو **التوقعات المستقبلية حول معدلات الفائدة** .هذه الأدوات، رغم اختلاف بنيتها، تخدم هدفًا مشتركًا: إدارة مخاطر تغيرات سعر الفائدة. الجدول التالي يوضح أوجه التشابه والاختلاف:

الأداة	نوع العقد	فترة التغطية	أسلوب التصفية	آلية الحماية
IRS	عقد تبادلي	طويلة الأجل	تبادل التدفقات	تحويل معدل الفائدة
FRA	عقد آجل	قصيرة الأجل	تسوية نقدية	تثبيت معدل الفائدة
Cap/Floor	عقد اختياري	متوسطة الأجل	فروقات نقدية	تحديد سقف/أرضية للمعدلات

من خلال تناول مبادلات معدل الفائدة، FRA، وخيارات الفائدة، نلحظ كيف تسهم المشتقات المالية في تقديم حلول متقدمة للتحوط المالي. غير أن هذه الأدوات، وإن كانت توفر آليات فعالة، إلا أنها تتطلب فهماً عميقًا ودراية فنية لضمان حسن استخدامها. كما أن تنامي استخدامها في الأسواق غير المنظمة يزيد من أهمية الرقابة الداخلية والحوكمة المالية.

المراجع

1. عمر، محمد عبد العزيز .(2019) *الأسواق المالية والمشتقات* .دار الفكر.

2. عادل، سليم .(2021) *إدارة الخطر المالي باستخدام المشتقات* .جامعة القاهرة.

1. Hull, J. (2022). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Pearson.
2. Fabozzi, F. (2015). *Bond Markets, Analysis and Strategies*. Pearson.
3. Sundaram, R., & Das, S. (2016). *Derivatives: Principles and Practice*. McGraw-Hill.