



معاوضه

نوشته: ای دان فرین ۲

ترجمه*: دکتر فیروزه خلعتبری

ابزاری برای مدیران مالی

از مجله حسابدار ۲

معاوضه یک ابزار بازاری است که برای مقابله با خطرهای احتمالی غیرقابل قبول ناشی از نوسانات شدید نرخهای بهره و ارز به کار گرفته می شود. هنگامی که به دنبال لغو موافقتنامه ای برتون وودرز^۴ در سال ۱۹۷۳، دولت بریتانیا محدودیتهای ارزی وضع کرد، وامهای متقابل^۵ که بر اساس آن، به عنوان مثال، شرکت آ.ی.سی.آی. به این شرط به شرکت وابسته به بی.ام.و. در بریتانیا به لیره وام می دهد که شرکت بی.ام.و. در مقابل به شرکت وابسته به آ.ی.سی.آی. در آلمان بر حسب مارک آلمان وام بدهد محبوبیت یافت. معاوضه از وامهای متقابل متحول گشت. معاوضه ارزها در چند سال اخیر جان نشین ابزار دیگر شده است، زیرا این نوع معامله ساده تر، رزان تر و مهم تر از همه - نقل و انتقالات خارجی از تراژنایه به حساب می آید. نقل و انتقالات اولیه فقط پس از انجام

۱- Swap.

۲- Aidan Freyne.

۳- Accountancy.

۴- Bretton Woods Agreement.

۵- Parallel Loans.

دادن معامله‌ی تا مینی^۶ برای محفوظ کردن شرکت در برابر نوسانات ارزش صورت می‌گرفت.

به دنبال لغو کنترلهای ارزی بریتانیا در سال ۱۹۷۹، داشتن امکان معامله به سود^۷ در بازار سرمایه مشوق اصلی انجام دادن این نوع معامله شده است. از میان تمامی معاملات ممکن، معاوضه‌ی ارز تکامل یافت، زیرا که امکان معامله به سود در آن بیشتر است.

معامله‌ای که همگان را از وجود معاوضه باخبر کرد، معامله‌ی بین شرکت آ.ی.بی.ام. و بانک جهانی بود که در سال ۱۹۸۱ صورت گرفت. در این معامله، شرکت آ.ی.بی.ام. بدهیهای مارکو فرانک سویس خود را با بدهیهای دلاری بانک جهانی معاوضه نمود؛ هر دو طرف بر سر نرخ برابری اتفاق نظر داشتند. از آن پس بازار معاوضه به سرعت گسترش یافته است، به طوری که در حال حاضر از قسم تضمینی چند میلیون دلار در سال به حدود صد میلیارد دلار در سال رسیده است. افزایش نقدینگی در بازار به این معنی است که طرفی که میل دارد دست به یک معاوضه در مورد دلار، ین، یا هراگز عمده‌ی اروپایی بزند، تقریباً می‌تواند دست یافتن به طرف مناسب را حتمی تلقی نماید.

کاربردهای انواع معاوضه

دست اندرکاران بازار در استفاده از شیوه‌های معاوضه نوآور بوده‌اند، و امروز در بسیاری از معاملات، معاوضه فقط یک حلقه از زنجیره‌ای از معاملات است. کاربردهای اصلی معاوضه به شرح زیر است:

۱- پوشش در برابر خطر نوسانات ارزی

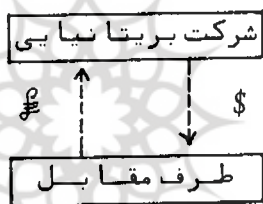
معاوضه می‌تواند طرف دست اندرکار را به تشبیت نرخ برابری

۶- Hedging.

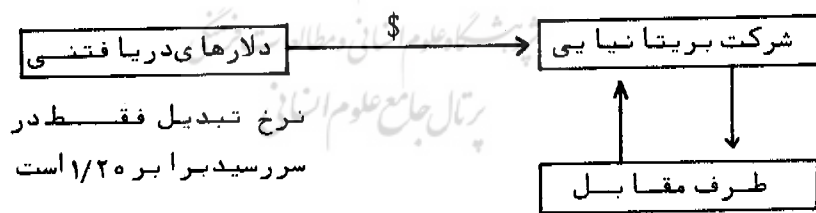
۷- Arbitrage.

در سطحی مطلوب قادر سازد. یک شرکت بریتانیایی در بریتانیا خودرومی سازد و بخش عمده ای از آن را به ایالات متحد آمریکا صادر می کند. شرکت انتظار دارد ظرف مدت دو سال، ۲۰ میلیون دلار به دست آورد، و این دریا فتی را به لیره ای استرلینگ تبدیل کند. اگر نرخ تبدیل امروزه ۱/۲۰ باشد و ظرف مدت دو سال به ۱/۳۰ برسد، و شرکت بریتانیایی هیچ اقدامی برای حفاظت خود به عمل نیاورد، به دلیل نوسان نرخ برابری، وقتی که دلارهای خود را به بریتانیا برمی گرداند، معادل ۱/۲۸ میلیون لیره زیان می بیند. شرکت بریتانیایی می تواند معاضه ای به شرح زیر انجام دهد که بر اساس آن نرخ برابری را در زمان تبدیل دلارهای خود در سطح ۱/۲۰ ثابت نگاه دارد:

الف - گردش بهره



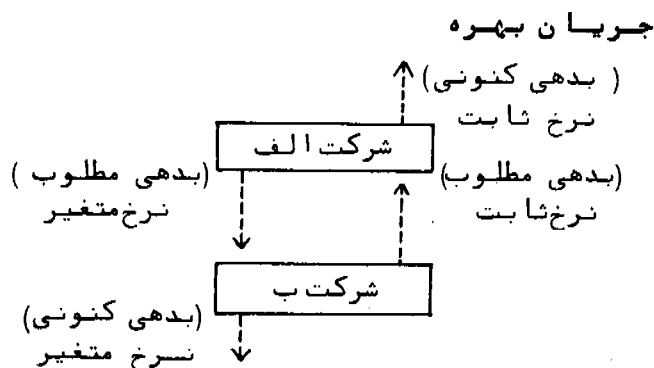
ب - گردش اصل



۲- پوشش در برابر نوسانات نرخ ارز

فرض کنید، شرکت الف مقادیر قابل ملاحظه ای را در آمریکا به بهره ای ثابت دارد. مدیران شرکت عقیده دارند که نرخ بهره کاهش خواهد یافت، و شرکت مایل است بدون آن که تعهدی به بار آورد، منابعی

با بهره‌ی متغیر داشته باشد. بنا براین شرکت در موافقتنامه‌ای وارد می‌شود که بر اساس آن به طرف معاوضه بهره‌ای متغیر می‌پردازد، و در مقابل بهره‌ای ثابت دریافت می‌دارد.



۳- دسترسی به بازارهای محدود

فرض کنید، شرکت X از لحاظ طبقه‌بندی شرکتها در رده‌ی BBB قرار دارد. این شرکت نمی‌تواند ناشر اوراق قرضه باشد، و مناسب‌ترین منبع مالی به نرخ ثابت که به شرکت پیشنهاد شده، $12/5$ درصد بهره دارد. به تسهیلات مالی دریافتی شرکت به نرخ متغیر بهره‌ای برابر لیبور^۹ به اضافه‌ی $5/5$ درصد تعلق می‌گیرد. شرکت Y از لحاظ رده‌بندی شرکتها در رده‌ی AAA قرار دارد. به شرکت منابع مالی با بهره‌ی لیبور پیشنهاد شده است، ولی شرکت به انتشار اوراق قرضه با بهره‌ی ثابت به نرخ 11 درصد مبادرت می‌ورزد. دو شرکت وارد معاوضه‌ای می‌شوند که طی آن شرکت Y به شرکت X بهره‌ای ثابت معادل $11/5$ درصد در سال می‌پردازد، و در مقابل شرکت Y به شرکت X بهره‌ای برابر لیبور پرداخت می‌کند.

۸- رده‌بندی از AAA شروع می‌شود که بهترین شرکت است. پس از آن به ترتیب رده‌ها AA، و A قرار دارد، و به همین ترتیب.

۹- LIBOR=London Interbank Offer Rate.

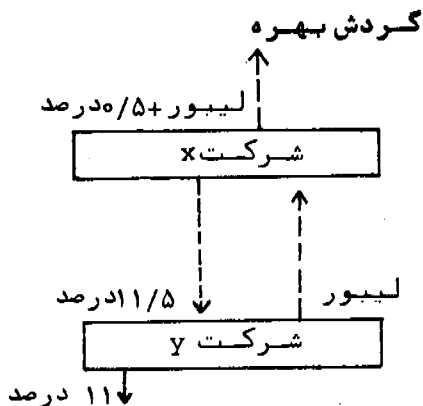
گردش وجه نقد

شرکت X: می پردازد به لیور + ۵/۵ درصد
دریافت می کند (لیور) ۱۱/۵ درصد

خالص ۱۲ درصد ثابت

شرکت Y: می پردازد به ۱۱ درصد لیور
دریافت می کند (۱۱/۵ درصد)

خالص لیور - ۵/۵ درصد

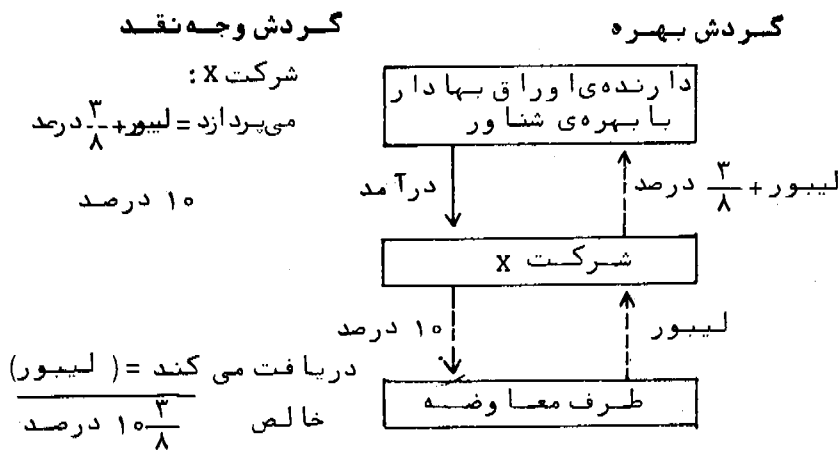


در نتیجه، منابع مالی مورد نیاز شرکت X تا حدی از طریق دریافت لیور تامین می شود. شرکت توانسته است به صورت سری نوعی بدهی به هزینه خالص ۱۲ درصد برای خود درست کند (که ۵/۵ درصد کمتر از هزینه وام گیری مستقیم است). منابع مالی مورد نیاز شرکت Y به طور کامل از طریق دریافت بهره از شرکت X تامین می شود. شرکت توانسته است به صورت سری نوعی بدهی با بهره متغیر وجود آورد که خالص هزینه آن ۵/۵ درصد کمتر از لیور است.

۴- تجدید ساخت بدهیهای موجود

فرض کنید، دو سال پیش، شرکت X مبادرت به انتشار اوراق بهادار با بهره شناور نمود که سررسید اولیه آن به هفت سال بود، و به آن بهره ای به نرخ $\frac{3}{8}$ درصد بیش از لیور تعلق می گرفت. حال که پنج سال به سررسید اوراق مانده است، شرکت X احساس می کند که نرخ بهره به اندازه کافی کم است و شرکت می تواند بدهی خود را در نرخ کنونی بهره به نرخ ثابت تبدیل کند. از طرفی، اوراق بهاداری که بهره متغیر دارد، قابل فراخواندن نیست، بنابراین، بازپرداخت زودتر از موعد و به دنبال آن انتشار اوراق بهادار جدید با بهره ثابت امکان ندارد. شرکت در معاوضه ای به شرح زیر وارد می شود که بر اساس آن منابعی را با

نرخ ثابت $10\frac{3}{8}$ درصد به صورت صوری دریافت می دارد.



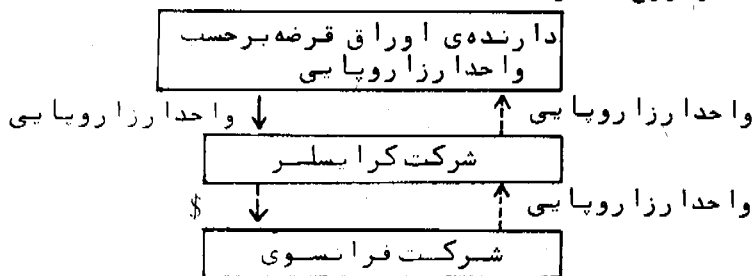
۵- نوعی منبع جدید تا مین نیازهای مالی

اخیرا شرکت کرایسلر به دلار با نرخ بهره‌ی ثابت نیاز داشت . از آن جا که شرکت در رده بندی شرکتها در گروه BBB قرار گرفته بود، انتشار اوراق قرضه در داخل با هزینه‌ای معادل $5/5$ درصد بیش از هزینه‌ی مشابه در مورد یک شرکت از گروه AAA همراه می شد. با وجود این ، تفاوت بین دو شرکت در باره اوراق قرضه بر حسب واحد از اروپایی 10 فقط $\frac{1}{4}$ درصد بود. بنا بر این ، کرایسلر به انتشار اوراق قرضه بر حسب واحد از اروپایی مبادرت ورزید ، و در آن مدت آن را با دلار معاوضه کرد ، و به این ترتیب نوعی بدهی دلاری به وجود آورد که هزینه‌ی آن کمتر از $5/5$ درصد اضافی بود که اگر کرایسلر در داخل مبادرت به انتشار اوراق قرضه می کرد ، باید پرداخت می نمود. طرف مقابل در معاوضه که یک شرکت فرانسوی از رده‌ی AAA بود ، واحد از اروپایی را با $\frac{1}{4}$ درصد کمتر از نرخ دریافت داشت که در صورتی

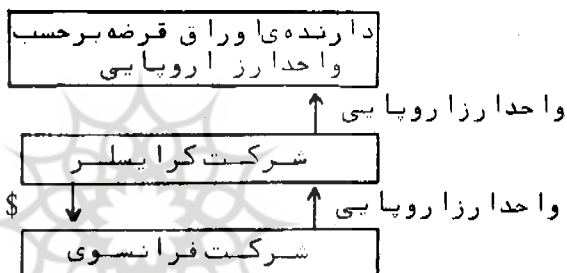
10- ECU=European Currency Unit.

که خود میا درت به انتشار اوراق می نمود، باید در مقابل می پرداخت .

در شروع معاوضه



در سررسید



مزایای معاوضه

شیوه‌های متفاوتی برای مقابله با خطرهای ارزی و بهره‌به وجود آمده است. از آن جمله می توان به حق انتخاب نرخ بهره و نوع ارز^{۱۱}، موافقتهای مختلف در مورد نرخهای سلف^{۱۲}، و قراردادهای ارزی سلف اشاره کرد. مزایای معاوضه نسبت به روشهای دیگری شرح زیر خلاصه می‌شود:

- نقدینگی بیشتر در مورد سررسیدهای طولانی‌تر از سه سال.

۱۱- Rate and Currency Options.

۱۲- Future Rates.

- انعطاف‌پذیری - معاوضه را می‌توان در مورد هر مبلغی انجام داد، هرچند که بر حسب ماهیت میزان مورد معامله بین ۵ تا ۵۰ میلیون دلار است. سررسید مبلغ معاوضه نیز می‌تواند متفاوت باشد. معاملات معاوضه قابل برگشت هم هست.
- پایین بودن هزینه‌ی نقل و انتقال - این هزینه‌ها به "مخارج حقوقی تهیه‌ی اسناد توافق"، نوعی کارمزد خلاصه می‌شود.
- نقل و انتقالات خارج از ترانزا مه معاوضه‌ی نرخ بهره و نوع ارز را لحاظ حسابداری در خارج از ترانزا مه ثبت می‌شود (زیرا، چیزی جز تعهدات سلف‌التزامی نیست). این امتیاز اغلب مطلوب‌ترین ویژگی معاوضه از دید مدیر مالی شرکت است. چه کسانی دست‌اندرکار معاوضه هستند، و آیا احتمال گسترش شراکت وجود دارد؟ از زمانی که معاوضه‌ی بین شرکت‌آی.بی.ام. و بانک جهانی به این نقل و انتقال اعتبار بخشید، معاوضه به عنوان ابزار مالی در شرکت‌هایی مانند آی.بی.ام. و شرک است ردلند ۱۳، مورد استفاده قرار گرفته است. با وجود این، در حالی که مدیران مالی شرکت‌ها در ایالات متحد آمریکا به طور کلی در مقابل این ابزار احساس راحتی می‌کنند، هنوز برای اکثریت مدیران مالی شرکت‌های بریتانیایی معاوضه در حال‌های از ابهام پوشیده شده است. آموزش دادن - از طریق انتشار مقالات و برپایی سمینار در بریتانیای سال گذشته - سبب شده که اغلب مدیران مالی آگاهی کلی از مزایای ناشی از معاوضه به دست آورند. آن‌چه بسیاری از آنان هنوز از درک آن عاجزند، انعطاف‌پذیری این ابزار است. به عنوان مثال، به نظرمی رسید که هنوز این گروه پی نبرده اند که معاوضه را می‌شود در مورد مبلغ مختلف انجام داد و به این ترتیب مدیر مالی می‌تواند به جای یک معامله بزرگ چندین معاوضه‌ی کوچک در زمان‌های مختلف و به نرخ‌های گوناگون

انجام دهد، یا آن که اگر مدیران مالی پی ببرند که از نتایج یک
معاوضه‌ی خاص رضایت ندارند، صرفاً با مبادرت به معاوضه‌ی معکوس
می‌توانند وضعیت خود را به حالت اولیه برگردانند.
بانکها و سازمانهای مالی، معاملات معاوضه را برای مشتریان
خود ترتیب می‌دهند، و برای بهبود وضعیت ترازنامه‌ی خود به این
قبیل نقل و انتقالات می‌پردازند. پاره‌ای از بانکها و سازمانها -
مانند سیتی بانک، بانک چیس منهایان و شرکت بزا در آن سالمون،
در بازار معاوضه با بهره‌ی دلاری بازار ساز شده‌اند. به همین ترتیب
بسیاری از بانکهای ژاپنی در معاوضه‌ی بین‌دلار بازاری به وجود
آورده‌اند.

دولتها و سازمانهای دولتی در شناخت مزایای حاصل از معاملات
معاوضه‌کننده بوده‌اند. تا این زمان، فقط برخی از بانکهای مرکزی
در معاوضه شرکت جسته‌اند، ولی برخی از موسسات دولتی مانند
موسسه‌ی اعتباری سوئد^{۱۴}، و سازمان بازاریابی وام
دانشجویی^{۱۵} در ایالات متحده آمریکا از دست‌اندرکاران بازار
هستند.

نتیجه‌گیری

معاوضه پا برجا خواهد ماند و همواره ابزاری برای مدیران مالی
خواهد بود که قابل به‌کارگیری در فاصله‌ی زمانی بین ۲ تا ۱۰ سال
است. برای معاوضه به عنوان پوششی در برابر نوسانات نرخ ارز و
بهره و معامله به سود نمی‌شود توان رقیبی یافت. تحول در حق انتخاب
و بازارهای سلف - که هر دو در سررسیدهای بیش از دو سال از نقدینگی
اندک برخوردارند - به پای تحول در کاربردهای جدید معاوضه
نمی‌رسد.

زمانی که مدیران مالی شرکت‌های متوسط با سهولت بیشتر

۱۴ - Swedish Export Credit Agency.

۱۵ - Student Marketing Loan Association.

بتوانند از معاوضه استفاده کنند، و به این نکته وقوف یا بندگانه بهره‌گیری از مزایای ناشی از معاوضه به همقطاران آنان در شرکت‌های بزرگ محدود نمی‌شود، یکی از بزرگ‌ترین گام‌ها در جهت رشد برداشته خواهد شد.

چه‌گونه‌ی معاوضه

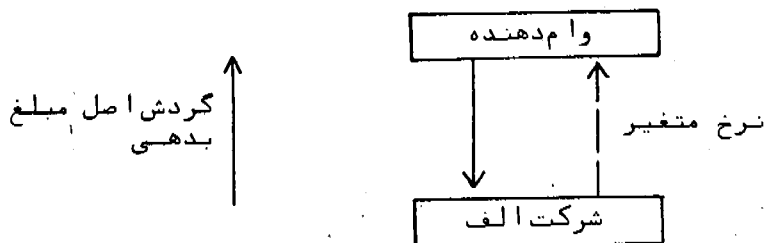
معاوضه در اصل شامل موافقتنامه‌ای بین دو یا چند طرف در مورد مبادله‌ی دریافتیهای مربوط به تعهداتی خاص است. معاوضه از امتیازات نسبی و ام‌گیرندگان مختلف در بازارهای متفاوت بهره‌برداری می‌کند، و مزایایی که از معاوضه می‌توان به دست آورد، تابعی از این امتیازات نسبی است. معاوضه به دو گونه است:

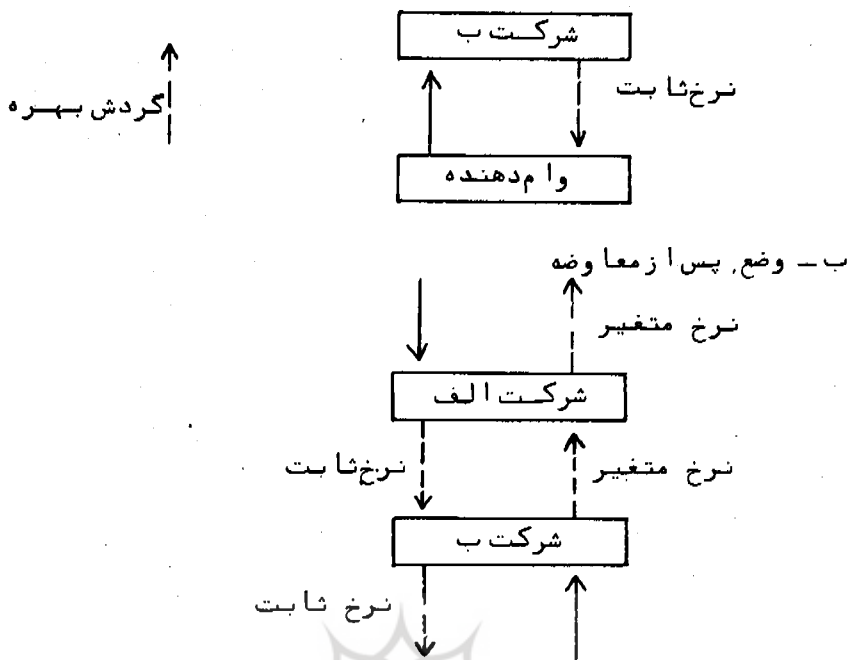
معاوضه‌ی نرخ بهره، و معاوضه‌ی ارز.

معاوضه‌ی نرخ بهره

طرفین در یک معاوضه‌ی نرخ بهره موافقت می‌کنند که بر اساس تعهداتشان به یک دیگر بهره‌پردازند، (حال چه این تعهدات صورتی باشد، و چه واقعی). نظریه این که تعهدات دو طرف بر حسب یک ارز خاص است، معاوضه‌ی اصل مبلغ تعهد ضرورت ندارد. تاثیر معاوضه این است که هر طرف به صورت صوری و ام‌طرف دیگر را به خود اختصاص می‌دهد. نمودار زیر این نوع معاوضه را به معرض نمایش می‌گذارد.

الف - وضع موجود





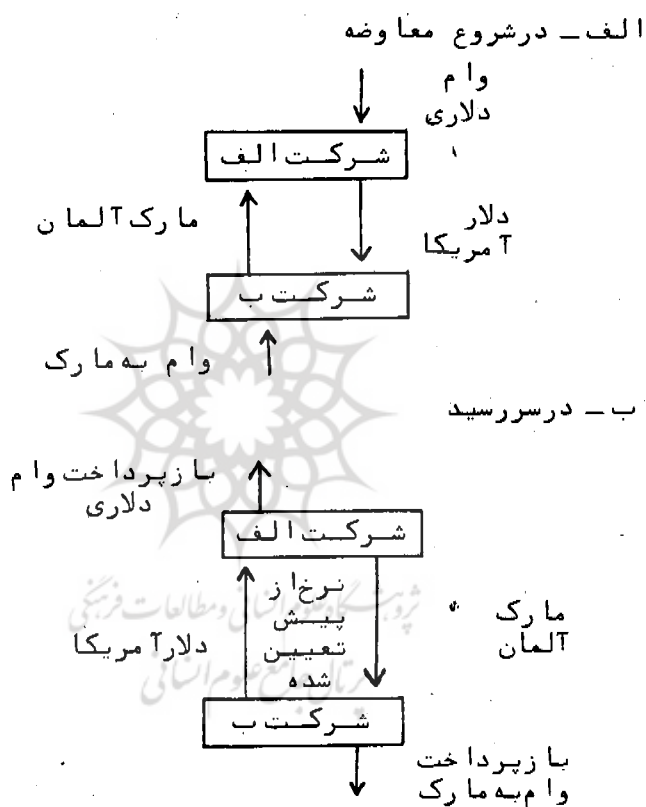
نتیجه: هر یک از دو طرف تعهدات موجود خود را برای پرداخت بهره از طریق دریافت بهره از طرف دیگر انجام داده است. شرکت الف بدون ایجاد کردن تعهدی جدید، به صورت صوری وامی با نرخ ثابت به دست آورده است، و شرکت ب با روش مشابه وامی با نرخ متغیر را به صورت صوری اخذ کرده است. مطالعات فرسنگی

رتال جامع علوم انسانی

معاوضه ارزی

معاوضه ارزی ارزش مشابه معاوضه نرخ بهره است، به جز آن که تعهد مزبور به آن برای طرفهای معامله به ارزهای مشابه است. بنا بر این به همراه مبادله بهره‌های پرداختنی، مبادله‌ی ارزش نیز ضرورت دارد تا از در معرض خطر قرار گرفتن هر یک از طرفین به دلیل نوسانات حمایت‌ناپذیر ارزی جلوگیری شود. گردش بهره درست مانند مثال معاوضه نرخ بهره در بالا است. گردش اصل می‌تواند به یکی از دو حالت زیر باشد:

- الف - دو طرفه اصل مبلغ را در شروع معاوضه و با نرخ نقد با زار معاوضه می کنند ، و در سر رسید دوباره آن را با نرخ از پیش تعیین شده مبادله می نمایند .
- ب - دو طرفه اصل مبلغ را فقط در سر رسید مبادله می کنند ، و نرخ تبدیل از پیش تعیین می شود . (جریان پرداخت اصل در این حالت مانند طرح ب در زیر است) .



نتیجه: (الف) در مدت دوام معاوضه ، شرکت الف به صورت صوری وامی به مارک آلمان غربی به دست آورده است ، در حالی که بدهی اضافی به مارک ایجاد نشده است . شرکت ب نیز به گونه ای مشابه وامی به دلار به صورت صوری به دست آورده است .