

**التنظيم القانوني للمشتقات المالية
وأثرها على أسعار النفط**

**Regulation of the legal framework of
derivatives and its effects on the
price of oil**

**La réglementation du cadre juridique
des produits dérivés et ses effets sur le
prix du pétrole**

المقدمة

شهد العالم في العقود الاخيرة تطورا هائلا في التعامل بالبورصات و اسواق المال ، وظهرت مفاهيم جديدة خالفت الفهم التقليدي للكثير من النظريات و المصطلحات والعقود التقليدية ان صح التعبير . مما أستخدم دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة للحاق بركب هذه التغيرات . وشهدت تغييرات على مستوى البنى التشريعية والمالية ومن ضمن هذه المفاهيم الجديدة ما يسمى بالمشتقات المالية . التي انبثقت عن تطور الهندسة المالية والتي تعني باختصار توظيف مفاهيم علوم اخرى كالرياضيات والاقتصاد والمالية لدراسة المعلومات بطريقة علمية عميقة تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية دون المغامرة والتعرض لأخطار تقلبات الأسواق في البورصة باستعمال طرق جديدة لتفادي الخسائر وتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح بتحوط وضمن عال .والحقيقة ان المشتقات المالية نمط جديد من التعاملات وجدت مجالها الرحب في الاسواق المالية وحقت تقدما كبيرة في التداول من قبل طيف كبير من المتعاملين الراغبين بتحقيق

أ.م.د. احمد سامي مرهون
المعموري



نبذة عن الباحث :
استاذ القانون التجاري
المساعد . تدريسي في
كلية القانون / جامعة
الكوفة

أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي



نبذة عن الباحث :
تدريسي في كلية
القانون جامعة الكوفة

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

ارباح كبيرة باقل قدر من الخسائر . ورغم المميزات و الاهمية الكبيرة لها فإنها كانت ولا تزال محل جدل بين الاقتصاديين والقانونيين نتيجة التباين في الفهم لها بين من يراها نوع من المقامرة والتلاعب بالأسواق لغرض المضاربة وبين من يرى فيها وسيلة للضمان و تطمين المخاطر و التحوط .

اهمية البحث. هذه الدراسة جاءت لبحث المشتقات المالية نظرا لأهميتها من الناحية القانونية وتسلط الضوء عليها وعرض هذا المفهوم الغريب عن البيئة القانونية على النصوص او النظريات القانونية حتى تخرج بنتيجة هل المشتقات المالية كائن غريب عن القانون ام انها موجودة في البيئة القانونية لكن بمسميات اخرى وبفهم اخر . رغم ان الدخول بهكذا موضوع ليس بالسهولة اذ ان المشتقات المالية تقع في ما يسمى (حافات العلوم) فهي من المواضيع التي تتكئ على اكثر من علم من العلوم فعلم الاقتصاد والمالية من جهة والقانون من جهة اخرى والرياضيات من جهة ثالثة . ونظرا لخصوصية التعامل بالمشتقات المالية في السوق النفطية لهذا ركزنا في البحث على اثر المشتقات على اسعار النفط الخام انخفاضاً وارتفاعاً وعلى انواع السعر النفطي المختلف (الفوري والاجل) .

مشكلة البحث .ان البحث جاء للإجابة على اسئلة مهمة تتمثل بما هي المشتقات المالية ؟ وكيف يمكن تعريفها ؟ وما هي طبيعتها هل هي عقد ام اداة مالية ام ورقة مالية ؟ وما هي خصائصها وانواعها ؟ وما اثر المشتقات المالية على اسعار النفط الخام في الاسواق العالمية للنفط ؟

منهجية البحث. لكن رغم الصعوبات المذكورة حاولنا ان نبحت الموضوع بطريقة وافية وجامعة لكل ثناياه مستخدمين بذلك المصادر المختصة مستعينين بالأسلوب الاستقرائي تارة والاستنباطي في بعض الحالات ومعتمدين اسلوب المقارنة مع القوانين ذات الصلة بالموضوع كلما وجدنا الى ذلك سبيلا .

هيكلية البحث. قسمنا البحث الى مبحثين عاجلنا في الاول مفهوم المشتقات المالية من حيث النشأة و التعريف والخصائص والطبيعة القانونية و الانواع وفي المبحث الثاني اثر التعامل بالمشتقات المالية على اسعار النفط من حيث اثر التعامل بها على السعر الفوري والسعر الاجل وذلك في الاسواق الآجلة والفورية وختمنا البحث بخاتمة دونا فيها نتائج وتوصيات البحث.

المبحث الاول: مفهوم المشتقات المالية

سوف نعالج في هذا المبحث التطور التاريخي للمشتقات المالية ثم التعريف بالمشتقات المالية ثم طبيعتها القانونية وخصصنا لكل من هذه المواضيع مطلباً.

المطلب الاول : التطور التاريخي للمشتقات المالية

تعددت الآراء بخصوص النشأة الحقيقية والانطلاقة الفعلية لظاهرة او عملية الاشتقاق المالي . اذ يرجعها البعض الى فترات زمنية بعيدة القدم في تاريخ الانسانية فيرى أن أقدم أنواع عقود المشتقات هي عقود الخيارات التي ترجع البداية الأولى للتعامل بها إلى الإغريق القدماء(٥٥٠ سنة قبل الميلاد) . وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي

طاليس (أحد الحكماء السبعة عند اليونان) ، و تبدو فكرة عقود الخيارات ونشوءها من تنبأ الحكيم والفيلسوف طاليس بأن بلاده ستشهد ندرة في ثمار الزيتون ، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء الزيتون في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقاً^(١) . وهو الأمر الذي ترتب عليه الاستحواذ على السوق . كما أن الفينيقيين والرومانيين قد تعاملوا بعقود ذات شروط متشابهة إلى حد كبير لعقود الخيارات وتطور هذا الأمر في السنوات اللاحقة حيث إذا ما كان مزارعي المحاصيل كالزيتون أو الحبوب أو الخضروات يعانوا أو يتوقعون حدوث مخاطر انخفاض السعر لمحاصيلهم في وقت الحصاد أو الجني لذلك لجأوا إلى الدخول في اتفاقيات آجله تمكنهم من الحصول على سعر محدد . وهذه الفكرة رغم قدمها إلا أنها من البساطة ان تطلق عليها مشتقات مالية بالمعنى الذي نعرفه اليوم . كما ان المزارعين القدماء للأرز في اليابان وهم مالكي الاراضي (الاقطاعيين) نظموا عقود آجلة يتم تداولها في اسواق غير منتظمة أي اتخذوا اسلوبا يسمح بموجبها بتداول ايصالات انتاجهم من الارز وفق مواعيد مستقبلية .

في حين يرى اخرون على خلاف الاعتقاد السائد . بان أول مشتق كعقد ظهر قبل بضعة قرون في إنجلترا و هولندا . و كان معظمها عقود آجلة^(٢) و قد نشأت أسواق العقود الآجلة بعد الانتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقويم . بهدف التحوط من مخاطر تغير أسعار العملات الأجنبية^(٣) وقيل أن العقود الآجلة كانت معروفة في مصر منذ القرن التاسع عشر حيث كانت تتم المتاجرة بعقود القطن الآجلة في بورصة القطن الشهيرة بالإسكندرية وتعد المبادلات من أقدم العمليات التجارية . إذ كانت منذ القدم تستخدم لمبادلة سلعة معينة بسلعة أخرى^(٤).

و استعملت عقود الخيارات في القرن السادس عشر في هولندا . حيث إتصفت تجارة بصيالات شجرة التوليب (التي يستخرج منها ألواح الخشب لصناعة خزانات الملابس) بالمخاطرة المرتفعة . فعندما كان المزارع يرسل شحنة من هذه الأشجار . فإنه يبرم في ذات الوقت عقد خيار مع مزارع آخر لشراء هذا النوع من الأشجار . فإشتعلت حمى المضاربة على الشجيرات . فأنشئت بسببها سوقاً ثانوية نشطة لعقود الخيارات في هولندا عام (١٦٣٤) ثم بعد مائة عام من العزوف عن المشتقات المالية . بدأت عقود الخيارات بالظهور في الولايات المتحدة الأمريكية قبل القرن الثامن عشر بقليل بعد عقد اتفاقية شجرة الدلب . وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين بعقود الإمتياز . الا ان القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية للعقود الآجلة بشكل منتظم أي ظهرت عندما انشأت مجموعة من رجال الاعمال بورصة شيكاغو للتجارة وكان ذلك عام (١٨٤٨م) قامت هذه المجموعة من رجال الأعمال بالخطوة الاولى و لاحقاً طور أول عقد آجل . حيث يشترط على أن يوافق المزارع على تسليم الحبوب في المستقبل و بسعر متفق عليه مسبقاً . وهذا يعني بأن المزارع لا يشحن الحبوب إلى شيكاغو في وقت الحصاد . وإنما في التاريخ المتفق عليه في العقد . و نظراً لتزايد ظاهرة تراجع أحد الأطراف على تنفيذ هذه العقود . و سببه إختلاف السعر في العقد عن السعر في السوق الحاضر . لأجل هذا وضع قانون مؤداه أن يودع كل طرف مبلغ من المال لدى طرف ثالث لإثبات حسن النية . و أطلق

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

عليه أموال الهامش . والتي كانت نواة لنظام الهامش المعمول به في أسواق العقود المستقبلية . وهذا التطور في تنميط العقود قد وجده المضاربون فرصة لهم . فبدلاً من بيع وشراء المحاصيل الزراعية فإنهم أصبحوا يقومون ببيع و شراء العقود وفقاً لتوقعاتهم بشأن الأسعار المستقبلية . وهكذا وفر المضاربون السيولة لسوق العقود . ومكنوا المزارعين والصناع من تغطية مراكزهم ضد التغيرات السعرية . وهكذا إنتقلت مخاطر السعر من طرفي العقد . وهما المزارع و الصانع إلى المضاربين^(٥) . اذ تمت صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل لأجل مع مزارعي الحبوب واستمرت من ستينات القرن العشرين أي ان المواد الاولية للزراعة وحدها كانت موضوع الصفقات الآجلة على مستوى مختلف البورصات في شيكاغو ونيويورك ولندن .

ومع نهاية القرن التاسع عشر قام (راسيل ساح) المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للخيارات . وأصبح التعامل بالخيارات على نطاق واسع وأواخر العشرينات من القرن العشرين في أمريكا و منحصرأً فيما بين المتخصصين . ثم توسع التعامل في عقود الخيارات وسائر العقود الاخرى من أنواع المشتقات المالية . في حين تذهب اراء فقهاء اخرى الى ان العالم لم يعرف المشتقات المالية بشكلها الحالي . الا في سبعينيات القرن المنصرم . حيث اقامت بورصة شيكاغو التي تعد اقدم بورصة في العالم في العقود المستقبلية . بتأسيس سوق للتعامل بعقود الخيارات . حيث اقرت خيار البيع عام ١٩٧٣ وخيار الشراء عام ١٩٧٨ . وذلك على الأسهم دون باقي الأموال^(٦) .

وفي فرنسا لم يكن هناك تنظيم واضح للمشتقات المالية بل كان هناك العقود الآجلة والتعامل بها بوصفها اقدم و اوضح صور المشتقات المالية فقد كان التعامل بالعمليات الآجلة ممنوعا وفق العديد من الاوامر الملكية التي صدرت بداية القرن التاسع عشر باعتبار ان القانون المدني يرفض كل دعوى يكون موضوعها دين ناشئ عن قمار . الا ان الامر تطور فيما بعد فاخذ يتم التمييز بين العمليات الجادة التي يوجد فيها تنفيذ حقيقي للعقد الاجل واعتبرت صحيحة بينما العقود الصورية التي لا يتم تنفيذها فعلا بل مجرد دفع الفرق بين سعري الشراء وسعر التنفيذ^(٧) . و قد تم ادخال المشتقات المالية في القانون الفرنسي عن طريق عدة قرارات قضائية في القرن التاسع عشر . ثم اخيرا اجاز المشرع الفرنسي التعامل بالقانون الصادر في ٢٨ اذار ١٨٨٥^(٨) . اما القانون الصادر في ١١ تموز ١٩٨٥ قد عدل القانون الصادر في ١٨٨٥ بتنظيمه السوق الآجلة للأدوات المالية (Marché à Terme des Instruments Financiers) النسخة الفرنسية للسوق المستقبلية^(٩) . اما المرسوم الصادر في ١٨ حزيران سنة ١٩٨٧ فهو النواة لخلق سوق عقود الخيارات في باريس في حين ان القانون الصادر في ٢ تموز ١٩٩٦ قد اقر بصحة العقود المالية الآجلة^(١٠) . فالتشريعات الفرنسية المتعلقة بأسواق المال في فرنسا ترتبط بعلاقة وثيقة بالقانون الاوربي بهدف تأسيس سوق اوربية مشتركة . و من الجدير بالملاحظة ان سوق فرنسا للمشتقات المالية هو اوسع نطاق ما عليه الحال في الولايات المتحدة الامريكية .

التنظيم القانوني للمستشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

اما نشأت عقود المبادلات فترجع الى عام ١٩٧٠ حيث طورها تجار العملة للتهرب من الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية . وبدأ التعامل الجدي فيه عام ١٩٨٠. حتى بلغ في تسعينيات القرن الماضي ٨ ترليون دولار.

أما العقود المستقبلية فإنه مع نهاية القرن الثامن عشر كانت تتم عملية تبادل السلع الزراعية من خلال الأسواق الحاضرة . بدايةً من أوروبا ثم الولايات المتحدة الأمريكية. وبالتحديد في مدينة نيويورك وبعض المدن الاخرى ومع مرور الزمن . وبالتحديد سنة (١٨٤٠) أصبحت شيكاغو مركزاً للمواصلات والتوزيع . حيث إجه المزارعون إلى نقل محاصيلهم إلى تلك المدينة بغرض بيعها وتوزيعها . وبسبب الطبيعة الموسمية للإنتاج الزراعي خاصة الحبوب . فإن كميات كبيرة كانت تشحن إلى مدينة شيكاغو في الصيف وبسبب نقص وسائل التخزين في المدينة أدى ذلك إلى الزيادة في العرض مؤقتاً و انخفاض الأسعار وقت الحصار . و كان هذا الإخفاض حاداً بالنسبة للمزارعين الذين يتأخرون في نقل محاصيلهم إلى المدينة . إذ تصل منتجاتهم بعد أن تكون السوق قد تشبعت . بالإضافة إلى ذلك عدم وجود سوق مركزي يتقابل فيه البائعون والمشترون . فقد كان البيع والشراء يتم من خلال تجار مبعثرين . و غياب سبل الإتصال بين الأطراف . و لعله قد فاتنا أن نشير إلى أن بعض الكتاب الغربيين يرون أن العقود الآجلة قديمة . وشائعة في حياة كل فرد في مختلف الشعوب والبلدان . بما يوحي بأن ما من أحد إلا وهو يمارس هذه النوعية من العقود الآجلة . وقد ساقوا للتدليل على ذلك . بعض الأمثلة من حياتنا اليومية البعيدة عن الأسواق كعقود الطاقة والحبوب و العملات و المعادن النفيسة كالذهب والفضة و الماس . يمارس فيها هذا النوع . فهم يرون أن من يوقع عقد إستئجار شقة لمدة عام فإن ذلك يعني موافقة المستأجر على شراء خدمة إستعمال الشقة لمدة إثني عشر شهراً بسعر يجري تحديده مسبقاً عند إنشاء العقد . و حينئذ تكون بصدد عقد أجل لشراء خدمة آجلة . و بسعر متفق عليه مسبقاً^(١).

وفي سنة (١٩٢٠) تأسست في الولايات المتحدة دار المقاصة لتسوية العقد بين أطراف العقد . كما أضافت عدة مكونات أساسية جديدة لتنميط العقود الآجلة . لكي يتم تداولها في أسواق منظمة . وفي عام (١٩٧٢) تم تشكيل أول سوق مالي منظم . وهو سوق النقد الدولي (IMM) وهو فرع تابع لبورصة شيكاغو (CME) والتي خصصت لتداول العقود على العملات الأجنبية . وقد جرى التعامل على العقود المالية للمستقبلات لأول مرة وبشكلها الجديد . من خلال بورصة شيكاغو في عام (١٩٧٢) . وكان محل العقود عملات أجنبية . وقيل كان ذلك في عام (١٩٧٣) أطلق عليها سوق بورصة شيكاغو (CBOE) حيث عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة . وكان التعامل بها مقتصرأ على أسهم (١٧ شركة) نفط من أسهم الشركات التي تتداول في بورصة نيويورك فظهر بعدها أول عقد مستقبلي على أسعار الفائدة وكان ذلك في عام (١٩٧٥) . وفي عام (١٩٧٦) قدم سوق النقد الدولي أول عقد مستقبلي على أذونات الخزينة قصيرة المدى (٩٠ يوماً) . وحقت نشاطاً كبيراً لعدة سنوات . ولكن شعبيتها قلت بسبب النجاح الكبير الذي حققته

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

العقود المستقبلية (للأورو دولار) التي أطلقت عام (١٩٨١). وفي عام (١٩٧٧) ظهرت العقود المستقبلية لسندات الخزينة. ثم ظهرت في عام (١٩٨٠) العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم. وبعدها تطورت أسواق العقود المستقبلية بشكل لافت للنظر^(١٢). حيث ظهرت منتجات جديدة عرفت بعمليات الصرف الاجل او عقود الموافقة بالتراضي ويتم تداولها في اسواق غير منظمة. وبعدها ظهرت منتجات جديدة هي العقود المستقبلية او العقود الآجلة على العملات ويتم تداولها في الاسواق المنظمة تم ادراجها عام ١٩٧٣ في سوق شيكاغو وظهرت منتجات اخرى تتمثل في عقود المبادلة ويمكن القول ان بدء التعامل في هذه الاشكال يرجع الى السبعينات من هذا القرن ١٣. والحال أن بورصة شيكاغو لم تكن مخصصة فقط للعقود المستقبلية. بل كانت تتعامل بعقود الخيارات. فقد بدأت بخيارات الأسهم من (١٧ شركة) إلى (٢٥ شركة). ثم ما لبثت أن ازدادت إلى أكثر من (٥٠٠ شركة). و لتشتمل على أسواق الأسهم. والأوراق المالية والعملات والمعادن الثمينة و بقية السلع الرئيسية^(١٤).

أما اليوم فقد تطور التعامل بالمشتقات بشكل كبير. إذ قدرت الإحصائيات الصادرة عن البنك المركزي البريطاني حجم التعامل بالمشتقات بأنه يشكل حوالي ثلثي حجم تجارة العالم بالسلع و الأدوات المالية المتنوعة. مما يعكس الأهمية المتزايدة للمشتقات في الأسواق العالمية. حيث بدأت هذه الأدوات تحل محل الأدوات المالية الرئيسية في عقد الصفقات لغرض تقليل هامش الخطورة الذي يواجهه المتعاملون في الأسواق المالية. وقد تطورت طبيعة العمل فيها. إذ اختلفت طبيعة التعامل الحالية عن تلك التي كانت سائدة في البدايات. حيث أصبحت هناك أسواق لمشتقات المشتقات^(١٥). مما جعل التعامل في هذه الأسواق معقداً. ويحتاج إلى المزيد من الخبرة والمعرفة في فنون هذه الأسواق. وإلا يتعرض المتعاملون فيها إلى خسائر ربما تكون جسيمة. أو قد تؤدي إلى إنهيار و تصفية المؤسسات المالية أو الاقتصادية وخروجها من السوق^(١٦).

كما ان تجارة المشتقات شهدت تطورات كبيرة في الثمانينات حيث سجلت بورصات التجارة الأمريكية عام ١٩٨١ صفقات على أكثر من ١٠٠ مليون عقد في حين لم تصل عام ١٩٥٩ سوى على أربعة ملايين عقد واستمر تطور الاسواق المشتقات المالية منذ تسعينات القرن الماضي حيث ارتفع حجم التداول من ١٠١ الى ٢٠٤ تريليون خلال الفترة من ١٩٨٦ الى ١٩٨٨ وإلى ٤٥ ترليون في نهاية ١٩٩٤ أي بنحو ٤٠ ضعف خلال تسع سنوات فقط واستمر ليصل خلال ٢٠٠٣ الى ٦٣ ترليون وهذه زيادة غير مشهودة في قطاعات الاقتصاد و الاخرى. ما حدث عام ٢٠٠٨ من ازمة مالية وصل ادنى تراجع لحجم التداول في هذه المشتقات واعتبرت من اهم الاسباب التي ادت الى انتشار المخاطر وحدوث الازمة و في حسابات الإقتصاديين للمقارنة في مدى نمو وتطور أسواق المشتقات المالية وبلوغها و تزايدها بشكل ملفت للنظر. حيث وصلت في عام (٢٠٠٧) إلى تداول (٤٥٧ ترليون يورو) وهو أكثر من أربع مرات من أسواق الأسهم المالية. وأسواق السندات. في حين بلغت القيمة السوقية لبنك التسويات الدولية فقط (١٠ ترليون يورو) وبلغ حجم التداول عام (٢٠١١) حوالي (١٤١١ ترليون دولار أمريكي)^(١٧).

المطلب الثاني: ماهية المشتقات المالية

سوف نعالج في هذا الطلب فرعين الاول لتعريف المشتقات المالية والثاني لخصائصها القانونية.

الفرع الاول: تعريف المشتقات المالية

تعددت التعريفات و المفاهيم للمشتقات المالية ^(١٨) . و قد اختلفت تلك التعريفات فيما بينها من حيث شموليتها ووضوحها و بيان حقيقتها وحسب التوجهات الفكرية لكل من تصدى لتعريفها . اذ تعددت الإجهات في تحديد التعريف . بين من يعتبرها عقود و بين يعتبرها أدوات مالية و بين من يعتبرها أوراق مالية و ظهر إجهاد رابع خلط بين هذه الإجهات . والتي سنبينها هنا . وكما يلي:

الإجهاد الأول: يرى هذا الإجهاد بأن المشتقات المالية إنما هي عقود . ولذلك ذكروا في تعريفاتهم لها بأنها عقود لكن انصار هذا الإجهاد اختلفوا في توصيف وتوضيح المشتقات بوصفها عقود . فعرفت بانها ((عقد بين طرفين يترتب عليه دفع مبلغ بسيط عند التعاقد والباقي يتم عن طريق التسوية المستقبلية وتعتمد قيمتها على المحل الذي يتم التعاقد عليه)) ^(١٩) وذهب اخرون بانها ((عقود مالية (Financial Contract) تتعلق بفقرات خارج الميزانية . وتتحدد قيمتها بقيم واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها)) ^(٢٠) او هي ((عقود تشتق قيمتها من قيمة الموجودات المعنية (أي الموجودات التي تمثل موضوع العقد) والموجودات التي تكون موضوع العقد تنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع و العملات الأجنبية ٠٠٠ إلخ)) ^(٢١) كما قيل بانها ((عبارة عن عقود تستمد تسويتها في تاريخ مستقبلي لا تتطلب استثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد تشتق من قيمة الاصل محل العقد) ^(٢٢) . وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة . يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري) وعرفت ايضا بانها ((عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد التي ادت الى انشائها فهي مشتقة من أدوات مالية تقليدية كالأسهم والسندات . و ليست أصولاً مالية أو أصولاً عينية . و إنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها . تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري . و يترتب عليها حقاً لطرف و التزاماً على الطرف الآخر) ^(٢٣) وذهب اخرون الى تعريفها بأنها(اتفاق منمط او موحد قابل للتحويل ينص على التسليم المؤجل لمستوى او مرتبة او كمية محددة من سلعة معينة في نطاق منطقة جغرافية معينة لأداة مالية معينة مقابل قيمتها النقدية ويتحدد سعر العملية الى سيتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد) ^(٢٤) كما عرفت بانها (عقود مالية تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع موجود معين (حقيقي أو مالي أو نقدي) بسعر محدد. بكميات محددة و خلال فترة زمنية معينة) ^(٢٥) .

اما فيما يتعلق بالقانون الفرنسي فان المرسوم المرقم ٢٠٠٩-١٥ الصادر في ٨ كانون الثاني لسنة ٢٠٠٩ و الموافق للمادة 211-1 L للقانون النقدي و المالي قد حدد العقود المالية في القائمة R 211-1 A للمرسوم بما يلي :

١. المشتقات (خيارات والعقود الآجلة والمقايضات واتفاقيات الأسعار الآجلة. وما إلى ذلك) على الأدوات المالية (الأوراق المالية والعملات وأسعار الفائدة أو التدابير المالية. الخ). والأصول الأساسية التي يمكن تسليمها بالمنوالة أو نقدا.
 ٢. المشتقات (خيارات والعقود الآجلة والمقايضات واتفاقيات الأسعار الآجلة. الخ) على المواد الخام أو البضائع أو السلع باعتباره باعتبارها أصول اساسية يمكن يجب تسويتها أو يمكن تسويتها نقدا.
 ٣. المشتقات (خيارات والعقود الآجلة والمقايضات. وما إلى ذلك) على السلع الأساسية مثل الأصول الأساسية التي يمكن تسويتها عن طريق التسليم المادي. ويجري تداولها في سوق منظم أو نظام التجاري متعدد الأطراف. وهكذا. فإن العقود الآجلة (المستقبلية) على المعادن الأساسية المتداولة في بورصة لندن للمعادن والتي يمكن أن يكون التسليم الفعلي فيها هو عقد مالي.
 ٤. المشتقات (خيارات والعقود الآجلة والمقايضات والعقود الآجلة وما إلى ذلك) على السلع غير المخصصة للأغراض التجارية (تمويلية) والتي يمكن تسويتها مادياً. ويتم تسويتها عبر سلسلة تبادل المعلومات أو تخضع لتغطية حسب مدد مستقبلية
 ٥. المشتقات على نقل مخاطر الائتمان والمشتقات الائتمانية.
- من جانب اخر فان بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي (IMF) عرف المشتقات بأنها: (عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد . ولكنها لا تقتضي أو تتطلب إستثماراً لأصل المال في هذه الأصول . وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي إنتقال للملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري)^(٢١).
- والملاحظ على هذا الاتجاه ما يلي :
١. ان المتأمل للتعريف انه يوجد هناك عقدين لا عقد واحد . الاول (حسب وجهة نظر انصار هذا الاتجاه) عقد محله ورقة مالية بينما العقد الثاني يرد على الحق الذي ينشأ او يشتق من العقد الاول يلتزم البائع به ببيع ما ينشأ او يشتق من حق اخر وهو الحق الذي محله الورقة المالية .
 ٢. ان العقد يتم تنفيذه في المستقبل اذ يتعلق بواقعة احتمالية مستقبلية .
 ٣. ان تنفيذ العقد يتم على اساس دفع مبلغ معين (بسيط) يشتري به البائع حقه في انتهاء العقد او امضائه مستقبلا يسميها البعض (هامش) او (تأمينات) تعتبر جزء من الثمن .
- والواقع ان الاتجاه هذا رغم اعترافه بان المشتقات عقدا لكنه لم يوضح الى أي طائفة من طوائف العقود ينسب هذا العقد . هل هو عقدا رضائيا ام شكليا او هو عقد عينيا ام عقد احتمالي ؟ ويبدو ان انصار هذا الاتجاه كونهم اجمالا غير قانونيين فلم يتطرقوا الى توضيح هذه الجوانب المهمة .

الإجاء الثاني : يرى بأن المشتقات المالية إنما هي (أدوات مالية) لكن تعدد النظرة الى تحديد مفهوم تلك الادوات فقال البعض بان المشتقات (هي أداة مالية تشتق عن اصل نقدي يمكن شراؤها او بيعها او تداولها بطريقة ماثلة للأسهم او أي أصول مالية اخرى ويعتمد تسعير او اداء المشتقات على الاصل محل العقد)^(٢٧) كما عرفت المشتقات المالية بانها (أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة . والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية . أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على أسعار الأصول أو المؤشرات محل التعاقد)^(٢٨) كما عرفت ايضا بانها (أدوات مالية خارج الميزانية لأنها و إن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً . إلا إنها لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي) لأنها في الأغلب تسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً . يتمثل في الهامش المبدئي)^(٢٩) بينما ذهبت المجموعة الإستشارية لنظم المحاسبة القومية (SNA) لتعريف المشتقات المالية بصورة أكثر تفصيلاً بقولها (أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة . والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية . أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على أسعار الأصول أو المؤشرات محل التعاقد . وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ل يتم إسترداده . وليس هناك عائد مستحق على الإستثمار)^(٣٠) .

ويمكننا ان ندرج على هذا الاجاء الملاحظتين التاليتين :

اولا : ان وصف المشتقات المالية بانها (ادوات مالية) وصف غير واضح وهو تعبير ومصطلح مالي . موجود في كتب و ادبيات المالية العامة وبعد ان بحثنا عنه وجدنا ان المقصود بالادوات المالية هي وسيلة تستعمل من قبل المستثمرين والمتعاملين في السوق المالي تنشأ من قبل المؤسسات المالية لغرض تداول السلع والبضائع والنقود وغيرها . فهي اذن وسيلة او اداة للتداول وهذه الفكرة تتعد كثيرا ان لم تتعارض اصلا مع المشتقات المالية فهي ليست اداة بقدر ما هي اصل مالي يتم تداوله عن طريق الاداة التي هي السندات او الاسهم او الاوراق المالية الاخرى^(٣١) .

ثانيا : يمكن ان نسأل هل يمكن ان تكون هناك ادوات اخرى شبيهة للمشتقات ؟ اذا ما استعملنا صيغة الجمع لا المفرد واذا كانت المشتقات اداة فما هو الاصل الذي بواسطتها يستعمل او يتداول . وهل بإمكان الوسيلة ان تنشأ اصل جديد ؟ فالمشتقة ستكون وسيلة وعن طريقها تشتق اصل جديد وهي ليست الاصل . إن الأداة تأتي بمعنى آلة يستعان بها لاجاز غرض من الأغراض . أو هي ربط بين أمرين . و المشتقة المالية ليست كذلك . إنما هي عقد فرعي ينشأ من عقود أخرى .

الإجاء الثالث: يرى بأن المشتقات المالية إنما هي أوراق مالية فعرفت بأنها (ورقة مالية تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية اخرى محددة مثل السهم العادي أو السند . فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على موجودات حقيقية)^(٣٢) والحقيقة ان وصف المشتقات المالية بانها ورقة مالية وصف غير دقيق . فالمشتقات ليست اوراق مالية بل هي تشتق من الحق الذي تمنحه الورقة المالية لتنشأ ورقة مالية اخرى او حق مالي جديد . ثم ان الاوراق المالية معروفة في الاسواق المالية وهي

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

الأسهم والسندات و الاذونات وصناديق الاستثمار ... الخ . وليس من بينها المشتقات المالية . صحيح ان البعض قد يطلق عليها تسمية الاوراق المالية الحديثة في البورصات لكنها ليست تسمية صحيحة بل جاءت كي تعطي معنى غير المعنى الحقيقي لها .
الإجاء الرابع : ويذهب انصاره الى الخلط بين الإتجاهات أو الآراء السابقة . فإنهم يرون أن المشتقات المالية تمثل عقوداً ، و إتفاقيات و أدوات مالية تستمد قيمتها من أصول حقيقية . مثل السلع كالبن والسكر والقطن و النفط . أو المعادن الثمينة كالذهب و الفضة . أو أصول مالية مثل الأسهم والسندات و العملات . أو مؤشرات الأسواق المالية مثل (Donjons , Nikkei) أو مؤشرات التدفقات النقدية . كأسعار الفائدة . أو أسعار الصرف . و على هذا الاساس عرفت المشتقات المالية هي ((عقود فرعية تنشأ أو تشتق من عقود أساسية وأدوات مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية . و أدوات إستثمارية مشتقة من تلك الأصول . تتحد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات . أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة . وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية)^(٣٣) بينما ذهب البعض الى الخلط الواضح بين الأدوات والعقود حيث عرف المشتقات المالية بأنها : (هي أدوات مالية (وهي عقود) قيمتها تعتمد أساساً على أصول قد تكون عملات . أسعار الأسهم والسندات . سعر الفضة و الذهب . وحتى ظروف الطقس في بعض الأحيان)^(٣٤) .
من جانب اخر لم تحض المشتقات المالية بالاهتمام ذاته من التنظيم القانوني في كل الدول على المستوى ذاته . فهناك بعض التشريعات من لم يتطرق لتحديد مفهومها بل لم يحز التعامل بها اصلا وهي غالبية التشريعات . وبين من يحيز التعامل المشروط بها . فالدول الصناعية الكبرى او الدول الرأسمالية (ان صح التعبير) وفي مقدمتها الولايات المتحدة قيدت استعمال المشتقات المالية لا سيما بعد الازمات المالية المتلاحقة واخرها الازمة المالية ٢٠٠٨ اذ صدر قانون ((دود - فرانك))^(٣٥) عام ٢٠١٤ الذي قيد من المشتقات المالية كثيراً .

اما النظام التشريعي العراقي فلا يعرف مثل هكذا عمليات او عقود بصورتها الحديثة (المشتقات المالية) لكنه نظم العقود الاجلة في الفصل السابع منه الذي خصصه لسوق المضاربة (البورصة) المادة ٧٩ من قانون التجارة الملغى رقم ١٤٩ لسنة ١٩٧٠ التي نصت ((العمليات المضافة إلى اجل تعتبر مشروعة ولو كان قصد المتعاقدين منها أن تؤول إلى مجرد التزام بدفع فرق الاسعار بشرط أن تعقد العملية في سوق للمضاربة وأن تتعلق بسلع أو صكوك مدرجة في جداول اسعار هذه السوق)) ولم تتصدى التشريعات اللاحقة لتنظيم هكذا نوع من العمليات فلا قانون التجارة النافذ رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ ولا امر سلطة الائتلاف المدني المؤقتة المنحلة رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ عالج ذلك الموضوع . ومن الجدير بالإشارة ان الفصل الاول من النظام الداخلي لسوق بغداد للاوراق المالية لسنة ١٩٩٦ عالج قواعد و احكام تنظيم تسجيل وقبول الاوراق المالية وقصر الاوراق المالية التي يتم تداولها وليس من ضمنها المشتقات المالية او أي

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

نوع من انواعها اذا نصت المادة ١ منه على انه ((يقتصر التداول في سوق بغداد للاوراق المالية، ويسمى فيما بعد السوق، على الاوراق المالية الآتية :

١- حوالات الخزينة وجميع السندات الصادرة عن حكومة العراق او دوائرها والقطاع الاشتراكي والمضمونة من قبل وزارة المالية وفق شروط اصدارها وتعليمات الجهات المصدرة لها .

٢- الاوراق المالية غير العراقية بقرار من مجلس الوزراء، بناء على توصية من مجلس ادارة السوق. ويسمى فيما بعد المجلس وموافقة وزير المالية ويسمى فيما بعد الوزير.

٣ - اسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية التي يقرر المجلس قبول تداولها في السوق.

٤ - يجري تداول اسهم وسندات الشركات المساهمة في سوق بغداد للاوراق المالية على مستويين هما: -

أ - السوق الموازي ويختص بتداول اسهم الشركات حديثة التأسيس واسهم وسندات الشركات التي لا تتوفر فيها شروط التداول في السوق النظامي .

ب - السوق النظامي ويختص بتداول سندات الحكومة العراقية ودوائرها والقطاع الاشتراكي وحوالات الخزينة والاسهم والسندات التي تتوفر فيها الشروط المبينة في هذا النظام))

بينما يذهب القانون الكويتي بحظر البيوع الآجلة وفق قانون تنظيم تداول الاوراق المالية رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٠ الا ان قرارات صدرت من وزارة التجارة والصناعة هي القرار رقم ٣١ لسنة ١٩٧٧ تبعه القرار رقم ٩٠ لسنة ١٩٨١ اطلقت التعامل بالبيوع الآجلة بشروط . ثم صدر القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن انشاء سوق المال وتنظيم نشاط الاوراق المالية عندما اجاز استعمال المشتقات المالية حيث نصت المادة الاولى منه على تعريف الورقة المالية بانها ((أي صك أيا كان شكله القانوني يثبت حصة في عملية تمويلية قابلة للتداول بترخيص من الهيئة مثل: أ- الأسهم الصادرة أو المقترح إصدارها في رأسمال شركة. ب- أي أداة تنشئ أو تقرر مديونية تم أو سيتم إصدارها بواسطة شركة. ج- القروض والسندات والأدوات الأخرى القابلة للتحويل إلى أسهم في رأسمال شركة. د- جميع أدوات الدين العام القابلة للتداول والصادرة عن الهيئات الحكومية المختلفة أو الهيئات والمؤسسات العامة. هـ- أي حق أو خيار أو مشتقات تتعلق بأي من الأوراق المالية)) كما عرف عقد الخيار في المادة ١ / منه بالقول هو ((عقد او اتفاق يعطي شخصا ما الحق بشراء او بيع ورقة مالية او مجموعة اوراق مالية او مؤشر في سوق الاوراق المالية لشخص اخر ولكن لا يحمل حق تملك تلك الاوراق)) لكن صدر قرار من هيئة أسواق المال الكويتية رقم (٧٦) لسنة ٢٠١٦ قضى بإيقاف التداول بالمشتقات المالية (الخيارات والبيوع المستقبلية والآجل) .

اما القانون المصري فان قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ النافذ يقرر في المادة / ٤٦ بصحة التعامل بالعمليات الآجلة ولو قصد المتعاقدون أن تؤول إلى مجرد دفع فرق

الاسعار ولا يوجد أي نص اخر يجيز التعامل بالمشتقات المالية لا في قانون سوق راس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولا أي تشريع اخر غيره .

والواقع ان المشتقات المالية اقرب ما تكون الى كونها عقود وليست أدوات أو أوراق مالية . كما تصور البعض لان العقد يعبر عن ارادتين وطرفين في العقد تنشأ بينهما إلتزامات . و يترتب عليها حقاً لطرف و إلتزاماً على الطرف الآخر. الا ان لهذا العقد خصوصية انه ينشأ حق او اصل مالي جديد ينشأ مستقبلاً و يشتق من اصل موجود . بالاضافة الى انه عند ذكر أنواع المشتقات المالية . تذكر الأنواع على أنها عقود . كعقود المستقبلات والعقود الآجلة . وعقود الخيارات . وعقود المبادلات . و سائر الأنواع الاخرى . فتفريع هذه العقود- الأنواع - من أصلها الذي هو لا بد وأن يكون عقداً . ويمكن ان نميز هذا العقد بخصائص معينة منها انه عقد رضائي كونه لا يستلزم شكلية معينة طالما ان الاصل الرضائية في العقود كما انه عقد عيني لأنه يستلزم القبض والتسليم وهو ملزم لجانبين لأنه يترتب التزامات متقابلة على كل من طرفيه وهو عقد من العقود الاحتمالية لأنه يعلق على واقعة مستقبلية غير مؤكدة الوقوع .

الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها وهذه الخصائص متنوعة فبعضها تختص بنوع من أنواع المشتقات دون غيره . وبعضها تشمل كل أنواع المشتقات . ولذلك سنبرز أهم تلك الخصائص والسمات و كما يلي :

١. المشتقات المالية تختلف باختلاف الحاجة او الغاية التي يرغب المتعاقدون الحصول عليها . لهذا تتنوع صورها وانواعها بين مستقبلات وخيارات ومبادلات وآجلة . وهذه الامر نتيجة ما أحدثته الهندسة المالية من افكار وفرضيات في التعامل خرجت عن الاطار التقليدي الكلاسيكي للتعامل العادية نتيجة تطور الحياة والتعاملات .

٢. إن المشتقات المالية عقود تؤدي إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما . و إلتزام مالي أو أداة حق ملكية لمنشأة أخرى . فهي عقود إلزامية أو غير إلزامية . وهي إما مرتبطة بالتدفقات النقدية الإلزامية في تاريخ مستقبلي (الإلزامية) مثل العقود الآجلة . (عقود الصرف الأجنبي) والعقود المستقبلية (عقد مستقبلي لشراء سلعة مثل النفط) و المبادلات . أو تملك خصائص الإختيار حيث يكون لأحد الأطراف الحق وليس الإلزام في المطالب بأن يقوم طرف آخر بتسليمه البند الضمني (غير إلزامي) ^(٣٦) .

٣. تتميز الأدوات المالية المشتقة بالتعقيد من ناحية الصياغة . نظراً لأن معظم عقود المشتقات تتم صياغتها طبقاً لحاجة المتعاملين بها . حيث أن تنوع تلك المشتقات المالية و إختلاف أساليب تقييمها وإمكانية تحقيق الأهداف المرجوة منها . هذه جميعها تحمل في طياتها صعوبة في فهم تلك العقود أو إتقان العمليات الحسابية وعمليات المراجعة الخاصة بها . عَمَّا هو الحال في العمليات التقليدية ^(٣٧) فالتعقيد نابع من أن التقليل من ذوي العلاقة يفهم طبيعة هذه الأنشطة المعقدة بشكل كامل . إذ يستلزم الإلمام بهدف التعاقد وظروف السوق ^(٣٨) .

٤. تعد المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية ، لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً ، إلا إنها تسبب تدفقاً نقدياً مبدئياً ، أو إنها تتطلب تدفقاً نقدياً ضئيلاً . يتمثل بالهامش المبدئي . وهذا ما دعى أن يطلق عليها بالإستثمارات الصفريّة . (ومعنى الإستثمارات الصفريّة :هي أنه هناك مكاسب وخسائر تتولد عند التعامل مع الأدوات المالية المشتقة والتي تخص المتعاملين بها ، فإنه حينما يخسر طرف معين فسوف يحمي الطرف الآخر الخسارة على أنها مكسباً له . لذا توصف الأدوات المالية المشتقة على أنها مبادلات صفريّة . أو أنها اللعبة ذات المجموع الصفري (Zero Sum Game) لكون الطرفان يتعاقدان على مستقبل غير معلوم ، مما يجعل أي تغيير في الأسعار المتفق عليها مستقبلاً ، خسارة لأحد الطرفين ، و مكسباً للطرف الآخر^(٣٩) . إذن فمن خصائص المشتقات أن طبيعة العمليات تكون خارج الميزانية ، حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية ، كالأسهم والسندات داخل الميزانية ، كخصوم أو أصول ، مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كاملة . (ورغم هذا فلا يمكن القول بأن الأدوات المالية المشتقة تكون جميعها خارج الميزانية ، وإنما يمكن إثبات أنها في أغلب الأحيان تكون خارج الميزانية العمومية ، و بحيث لا تظهر ضمن فقراتها الأساسية مما يجعلها غير ملزمة بإعادة هيكليّة الميزانية عند إبرام العقد ، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها^(٤٠) . ويلاحظ على أن التدفقات النقدية سواء إلى الخارج أو الداخل عند الإبتداء ضئيلة أو معدومة ، ولا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو إستلامه . إذ تعد المشتقات من الصفقات المالية الأقل كلفة والتي تعد السبب الأول في وجودها والتعامل بها . إذ تكاليف مشتقات مؤشر الأسهم تقريباً تكاليفها أقل من ٩٥ ٪ من مؤشر الأسهم بذاته . وهذا ما يجده واضحاً في عقود المستقبلات والعقود الآجلة . وجدير بالذكر ان هذه الميزة هي مكمّن خطورة التعامل بالمشتقات المالية واثرها الخطير في تحقيق مكاسب او خسائر كون الطرفين يتعاقدان على شيء مستقبلي غير معلوم المقدار وقت العقد مما يجعل تغيير الاسعار خسارة لاحد طرفيه وخسارة للآخر او بالعكس .

٥. سمة الرفع وهو إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل إستخدام مبالغ محدودة . بالرغم من أننا أشرنا في الفقرة السابقة إلى أن التدفقات إبتداءً تكون ضئيلة أو معدومة ، لكن من الممكن رفعها بإستخدام المشتقات المالية ، لأن مفهوم الرفع يرتبط بإستخدام المشتقات المالية إرتباطاً وثيقاً ، بحيث يمكن لمن يستخدم المشتقات المالية أن يحقق أرباحاً عالية مقابل إستخدام مبالغ محدودة. إلا أنه لا بد من الإشارة إلى أن هنالك جانباً سلبياً للرفع والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها

- عقود المشتقات المالية^(٤١) . وقد أثبتت الكثير من الدراسات من أن الإستثمار في العقود المشتقة (المشتقات المالية) ينطوي على قدر كبير من المخاطر . وذلك بسبب خاصية الرفع التي تتميز بها المشتقات المالية . وما يؤدي إلى زيادة المخاطرة وصعوبة تقدير قيمة الأدوات المالية المشتقة المعقدة هو عند إستعمال أداتين ماليتين مشتقتين أو أكثر في صورة مدمجة فيما تسمى بـ (مشتقات المشتقات)أو(المشتقات الهجينة)^(٤٢).
٦. وتنسم الأدوات المالية بالمرونة في تحويل التدفقات النقدية بين الأسواق المالية المختلفة من الشركات والمصارف و المؤسسات المالية بغض النظر عن تصنيفها أو مركزها الإئتماني . فالمرونة في التعامل تعتبر سمة مميزة ومشاركة للمشتقات المالية. لأن معظم هذه الأدوات تقع تحت مظلة وسائل إدارة المخاطر . الأمر الذي يدعو إلى تطويرها وتقديم منتجات جديدة لإدارة المخاطر للتمكن من تسويق هذه الأدوات بشكل دائم ومستمر^(٤٣).
٧. تتسم بعض عقود المشتقات المالية بدرجة عالية من السيولة حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الإستحقاق المحدد أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية . إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات المالية . مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها و المراكز المرتبطة بها^(٤٤).
٨. إن الميزة الرئيسية للمشتقات المالية هي أنها يمكنها نقل المخاطر من مستثمر إلى آخر. والحقيقة أن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموماً لا يتم توزيعها وفقاً لتوقعات المشاركين . مثل المستثمر الذي حينما يرغب في حماية محافظته ضد انخفاض في الأسعار . بينما مستثمر آخر لن يتردد في إتخاذ مخاطر إضافية لزيادة فرصه في الفوز إذا كان السوق يتحرك وفقاً لتوقعاته^(٤٥) . فالمشتقات المالية لها دور أساسي في نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى طرف آخر أو من مجموعة من المستثمرين إلى مجموعة أخرى. دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد . ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون إستثمارات معينة . أو يقومون بتصفية إستثمار ما. بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق وإزعاج للمستثمرين . أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة . فإنهم قد يلجأون إلى إستخدام أدوات المشتقات المالية كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الإستثمار الشامل^(٤٦).
٩. ان المشتقات المالية لا يتم تداولها في سوق الاصدار الاولي لانها لا تؤدي الى نشوء تدفقات جديدة . لهذا يتم تداولها في سوق التداول (السوق الثانوية) وهي تلك السوق التي يتم بها تداول الاوراق المالية التي سبق اصدارها في سوق الاصدار الاولي . كما ان مجالها الرحب هي الاسواق الآجلة أي تلك الاسواق التي يتم تنفيذ الصفقات فيها بسعر معين بتاريخ لاحق للتعاقد من جهة . ومن جهة اخرى مجالها الرحب ايضا الاسواق غير المنتظمة وهو سوق يفقد بوجه عام الى التنظيم

من حيث تحديد مكان وزمان و الأشخاص و الآلية المتبعة للتداول ويتم تداول اوراق مالية غير مسجلة بالسوق كالشركات التي يقل رأسمالها عن الحد الأدنى للدخول في الاسواق المنتظمة^(٤٧). ويعتبر مثلاً سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤ سوقاً منتظمة وكذلك قانون سوق بغداد للأوراق المالية الملغى رقم ٢٤ لسنة ١٩٩١ .

١٠. ان التعامل بالمشتقات المالية يعد عملاً تجارياً يخضع لأحكام قانون التجارة . والدليل ان قوانين التجارة المقارنة كقانون التجارة المصري والكويتي واللبناني وقانون التجارة العراقي رقم ١٩٤ لسنة ١٩٧٠ الملغى اعتبرت العمليات المضافة إلى أجل تعتبر عمل تجاري يتسم بالصفة الشرعية . لا بل ان التشريع الكويتي نص في قوانينه الخاصة بتداول الاوراق المالية وتنظيم الاسواق المالية على تجارة المشتقات المالية صراحة كما مر علينا . ولكن امام عدم نص المشرع التجاري العراقي على تلك الاعمال صراحة يمكننا القول ان المادة / ٥ من قانون التجارة النافذ اعتبرت التعامل باسهم الشركات وسنداتهما عملاً تجارياً كما ان المادة / ٦ منه اعتبرت التعامل بالأوراق التجارية عملاً تجارياً بصرف النظر عن صفة القائم بها ونيته . لهذا يمكن القول ان التعامل بالمشتقات المالية بصورها المختلفة تعد عملاً تجارياً قياساً على ذلك .

الفرع الثالث: الطبيعة القانونية للمشتقات المالية

وجدنا خلال البحث ان المشتقات المالية يمكن ان تقترب من بعض الاوصاف القانونية وبالتالي توصف بوصف او تكييف قانوني معين يجمع صورها كلها . حيث يمكن ان تعد المشتقات المالية عقداً غير مسمى او يمكن ان تكون وعداً بالتعاقد او يمكن ان توصف بكونها بيع العربون وسنعرض هذه الفرضيات مع الترجيح .

اولاً : مناط اعتبار المشتقات المالية عقد

فاذا ما ذهبنا للفرضية الاولى التي تعد المشتقات عقداً اذ يذهب غالبية الفقه كما راينا الى ان المشتقات المالية هي عقود . فاذا اعتبرناها عقد بيع فهو بيع لا ينبغي عليه تسليم أو نقل ملكية الأصل (محل الإشتقاق) وإنما كل ما يحدث هو تسوية فروقات الأسعار المستقبلية . وفقاً لرهان كل طرف عليها في نهاية العقد . وهو ما يعرف ويعني ببيع بنود العقد الذي ينظم عملية بيع الأصل و ليس بيع الأصل محل العقد^(٤٨) . وقد تكون مقايضة سلعة بسلعة او عملة بعملة اخرى بوجود طرفين كل منهما لديه الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر^(٤٩) ام عقد مقامرة ورهان لأنها مبادلة صفرية . أي أن ما يربحه طرف هو ما يخسره طرف آخر و بنفس المقدار . و لذلك وصفوه كالمقامرة^(٥٠) في حين يمكن ان تكون عقود ثانوية مستندة الى العقود الأساسية مشتقة من أوراق مالية لذلك يجب ان تتخذ الشكل الذي تطلبه القانون لأحكام الاوراق المالية^(٥١).

ثانياً مناط اعتبار المشتقات المالية وعداً بالتعاقد .

الوعد بالتعاقد قد يكون متبادلاً من كلا طرفيه وهنا يمكن ان تعد المشتقات المالية وعد بالتعاقد لكل طرفيه . أي وعداً متبادلاً وهو وعد بالشراء والبيع من كل من الطرفين يعد كل منها الآخر بان يبيع و الآخر يشتري مالا معيناً بثمن او قابل للتعيين

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

خلال مدة زمنية معينة^(٥٢). وعلى هذا الاساس ستكون المشتقات المالية وعدا بالتعاقد لأنها من حيث الانشاء تشابه الوعد بالتعاقد ويبقى مالك الشيء الواعد محتفظا بالملكية خلال فترة الزمنية التي تسبق تنفيذ العقد ولو ان البيع المستقبلي كصورة من صور المشتقات يتم التنازل عن ملكية الشيء بمجرد التعاقد . عليه فان الوعد بالتعاقد يشابه المشتقات المالية من حيث الانشاء لكنها يختلف عنها من حيث بعض الآثار لإحدى صورها وهي بيوع المستقبلات .

ثالثا : مناط اعتبار المشتقات بيع بالعربون

البيع بالعربون هو بيع يكون بمبلغ من النقود يدفعه احد المتعاقدين للآخر عند ابرام العقد وذلك للدلالة اما على ان العقد اصبح باتاً لا يجوز الرجوع فيه و اما على ان لكل منهما حق العدول عن العقد مقابل خسارة قيمة العربون^(٥٣). ويكون في عدة عقود لا سيما البيع الإيجار والعبارة في معرفة طبيعة العربون بحقيقة ما أجهت اليه ارادة العاقدين عند دفعه فالمحكمة تستخلص النية الحقيقية للمتعاقدين في هذا الشأن من ظروف التعاقد اذا لم تكن هذه النية واضحة في شروط العقد . وعلى هذا الاساس يمكن ان تكون المشتقات بيع بالعربون فالمبلغ الذي يدفعه المتعاقد كعربون يكون جزء من الثمن وهذا ما يحصل في المشتقات وان الدفع يعلق على ارادة المتعاقد فان شاء امضى العقد وان شاء لم يرضه وهذا يحصل ايضا في المشتقات فالمضارب يرى الظرف المناسب لتحقيق الربح له فان كان امضائه مرجحاً له قام بذلك و الا فلا يرضيه بالإضافة الى ان العربون يخسره المتعاقد اذا لم ينفذ العقد وبمضيه وهذا يحصل في المشتقة اذ يدفع المضارب الهامش جزاء انتهاء العقد^(٥٤).

لكن المشتقات المالية تبتعد عن البيع بالعربون ان العربون يدفعه احد المتعاقدين بينما في البيع المستقبلي في المشتقات المالية يمكن ان يكون من كلا المتعاقدين . كما ان تنفيذ العقد في البيع بالعربون قد لا يحصل وبالتالي يخسر المتعاقد مبلغ العربون او يرده مضاعفا بينما في العقود المستقبلية في المشتقات المالية ليس هناك مجالا لعدم التنفيذ لان الحق انتقل لفترة زمنية معينة فنفذ العقد ولا يوجد الا انتهاء العقد او عدم استعمال الحق وهنا تقوم غرفة المقاصة بالتنفيذ بمجرد حلول الاجل المعين كما في عقد الخيار الاوربي^(٥٥).

اخيرا نرى ان المشتقات المالية هي صورة معقدة ومطورة من العقد الذي جتمع فيه احكام و آثار كانت غريبة عن المفهوم والمعنى التقليدي للعقد . ولكن اصبح له مفهوم جديد - ان صح التعبير - هذا المفهوم الجديد قد يصطدم بنظريات ومفاهيم راسخة من زمن وبالتالي فلا يمكننا ان نوقف عجلة التطور لكن يجب ان نتفاد الآثار الخطيرة والضارة لمثل هكذا عقود وهم ما سنبحثه عن الحديث عن اثر المشتقات المالية .

المطلب الثالث: أنواع المشتقات المالية

تداول أدوات المشتقات المالية في الاسواق المالية غير المنتظمة ويستخدمها العديد من المستثمرين و ذلك حسب إحتياجاتهم وإستراتيجياتهم المتعددة التي تعتمد على المضاربة والمراجعة و التحوط إن أدوات السوق المالية كثيرة ومتنوعة . وربما يصعب

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

حصرها و خصوصاً بعد ظهور ما يسمى بـ (مشتقات المشتقات) أو (المشتقات الهجينة) ، التي تجمع أكثر من شكل واحد ، غير أن من أهم هذه الأدوات التي تناولتها بكثرة اغلب المصادر هي عقود المستقبلات (العقود الآجلة) ، وعقود الخيارات ، و عقود المبادلة ، وكما يلي:

الفرع الأول : العقود الآجلة

وتعد من أهم أنواع المشتقات المالية ، حيث نشأت في تعامل الشركات ضد مخاطر ارتفاع أسعار المواد الخام ، أو مدخلات الإنتاج خلال التعامل مع الموردين ، ويتم تداول هذه الأدوات المالية في تاريخ محدد مستقبلاً وبسعر محدد يسمى بـ (سعر التنفيذ) ، وتستخدم كوسيلة للحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الأدوات المالية ووجدنا ان اغلبية الكتاب تساوي في المفهوم بين المستقبلات والعقود الآجلة ولا خلاف بينها الا من حيث التسمية كما سنرى .

ولعرض مفهوم تلك العقود ظهر لنا من خلال البحث تباين الكتاب في تحديد مفهوم دقيق لتلك العقود واختلاف النظرة لها ، فهناك من تصدى لها بالتعريف والتوضيح بالقول (هي التزام تعاقدى نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين بسعر محدد متفق عليه يسمى السعر المستقبلي (سعر التنفيذ) على أن يتم الإستلام أو التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل)^(٥٦) وذهب البعض انها (عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما (أسهم وسندات وعقارات وعمليات أجنبية والذهب والسلع) على أساس سعري يحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، ولكن يتم تداول المستقبلات والتعامل بها في أسواق العقود المستقبلية ، ويتم تسويتها بشكل دائم وفق إجراءات معينة تحدها هذه الأسواق)^(٥٧) والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والموجود والكمية ، يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد ، بينما يتم دفع الثمن المتفق عليه في المستقبل ، ومن هنا جاء تعبير (المستقبلي) لوصف العقد)^(٥٨) .

بينما ذهب البعض الى تعريف المستقبلات او العقود الآجلة بنظرة محاسبية مالية بالقول (هو عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة ، و هو أيضاً إتفاق بين مشتري و بائع الآن (أوفي زمن Zero) لتبادل موجود مقابل نقد وذلك في تاريخ لاحق وبسعر يحدد الآن)^(٥٩) . وذهب اخرون الى اعتبار تلك العقود التزاماً قانونياً بالقول (هو إلتزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) و بواسطة طرف ثالث (الوسيط) ، كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد)^(٦٠) والواقع ان الإلتزام القانوني هو اثر من اثار العقد او غيره من مصادر الإلتزام الاخرى أي ان العقد شيء والإلتزام قد يكون اثر من اثاره بينما ذهب البعض الى تعريف المستقبلات بانها (عقود آجلة قابلة للتداول تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سلفاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق)^(٦١) أي انه يعرف المستقبلات باسمها الاخر وهي العقود الآجلة . ونحن نرجح تسميتها بالعقود الآجلة لأنها تعبر اكثر استعمالاً كما انه يعبر

عن المعنى الحقيقي لتلك العقود بالإضافة لكون اغلب التشريعات تستعمل وتنظم تلك العقود وقليل منها من يستعمل او ينظم مفهوم العقد المستقبلي .

وتحقق العقود الآجلة ميزات عديدة للمتعاملين بها كالمضاربة وذلك عن طريق استخدام ما يُسمى بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي . إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود . سواء أكان مشترياً أم بائعاً قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل السوق كمضارب يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية عالية بسبب التقلبات السوقية يُقصد بالهامش في العقود الآجلة المبلغ الذي يجب على المستثمر في العقود المستقبلية دفعه للمتعاقد الآخر ويكون مقابل امضاء العقد أو الغائه . والذي يتراوح بين ٥ - ١٠٪ أو ١٥ من القيمة الإجمالية للعقد والغرض الأساسي للهامش هو تحقيق مبدأ الإلزام . حيث أن إيداع المبلغ يُعبر عن حسن نية المستثمر . ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد . سواء أكان المستثمر مشترياً أم بائعاً ويوجد نوعان من الهامش . الهامش المبدئي وهو مبلغ منخفض نسبياً بالقياس إلى حجم العقد . حيث أنه وكما ذكرنا سابقاً يتراوح بين ٥ - ١٠٪ من حجم العقد وهامش الوقاية وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش . فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد . فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي . بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي^(١٢) .

جدير بالذكر هنا ان هناك تشابه كبير بين العقود الآجلة والمستقبليات حيث ان في الاولى يظل السعر ثابتاً خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الاجمالي في نهاية مدة العقد بينما في المستقبلات تتم مراقبة الاسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد و عادة ما ترم العقود الآجلة بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية أو احد عملائها ولا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه بينما تتولى غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له وكل بائع تكون غرفة المقاصة هي المشتري منه . كما يتم انتهاء العقد الاجل بالتسليم عادة بينما لا ينتهي العقد المستقبلي بالتسليم الفعلي فأغلب حاملي العقد يغلقون مراكزهم قبل الاستحقاق و يتم تداول العقود الآجلة في الأسواق غير المنظمة في حين يتم تداول العقود المستقبلية في الاسواق المنظمة . لكن رغم هذا التشابه فنحن قد صنفناها في مرتبة ونوع واحد لان كلا العقدين يجمعهما فكرة اساسية قانونية واحدة هي ان العقدين يعلقان على واقعة مستقبلية يرتبط تنفيذ العقد وكل اثره تعلق على تلك الواقعة سلباً و ايجاباً وجوداً وعدماً .

الفرع الثاني: عقود الخيارات

تعد الخيارات من أهم الوسائل التي يمكن من خلالها السيطرة على المخاطر المترتبة على تغير أسعار الأوراق المالية التي يملكها المستثمر أو يرغب بشرائها أو بيعها . وترتب التعاقدات محل حقوق الاختيار حقاً لمشتري حق الاختيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العملية موضوع التعاقد . وذلك مقابل مبلغ يدفع بواسطة المشتري لمن باعه هذا الحق .

التنظيم القانوني للمستشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

وتتعلق العمليات محل عقود الإختيار بشراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو غيرها من السلع^(١٣)

وعقود الخيارات هي واحدة من عقود المشتقات المالية وهي من الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للتغطية ضد مخاطر تغير الأسعار في غير صالحهم . كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح) وقد إنتشر هذا النوع من العقود في أسواق العملات الأجنبية وأسواق الذهب والبتروول ولعقود الخيارات تعريفات كثيرة وعديدة . سنسلط الضوء على أهمها اذ عرفت بانها (عقد يبرم بين طرفين يخول البائع بموجبه المشتري الحق في ان يشتري اذا رغب اصلا معيناً بسعر في تاريخ معين مقابل اداء مالي يقدمه المشتري للبائع غير قابل للرد او النقص)^(١٤) او هو (اتفاق يمنح الحامل حق شراء مال معين او بيعه بسعر متفق عليه في تاريخ معين او خلال مدة زمنية معينة لقاء مقابل لذلك الحق يدفع لمحرر العقد ويكون قابلاً للتداول في سوق الأوراق المالية على شكل ورقة مالية)^(١٥) او هو (حق شراء أو بيع بسعر محدد مسبقاً لأصل معين خلال فترة زمنية معينة)^(١٦) . كما عرف بانه (عقد بين طرفين بائع ومشتري يعطي هذا العقد مشتري حق الخيار الحق في بيع أو شراء أصل ما في وقت لاحق بسعر محدد مسبقاً عند التعاقد. ويقوم مشتري حق الخيار بدفع مبلغ من المال يمثل قيمة الخيار لبائع حق الخيار وهو غير قابل للرد أي أن مشتري العقد سيدفع قيمة الخيار سواء نفذ العقد أو لم ينفذه . مقابل ذلك يكون بائع الحق مستعداً لتنفيذ هذا العقد عندما يرغب مشتري حق الخيار بذلك . والخيار الذي يعطي مشتري حق الخيار الحق بشراء الأصل المتضمن يسمى خيار الشراء (Call option) أما الخيار الذي يعطي مشتري حق الخيار الحق ببيع الأصل المتضمن يدعى خيار البيع (Put option)^(١٧) .

كما عرف عقد الخيار قانون انشاء هيئة اسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ في المادة ١ منه بالقول هو ((عقد او اتفاق يعطي شخصاً ما الحق بشراء او بيع ورقة مالية او مجموعة أوراق مالية او مؤشراً في سوق الأوراق المالية لشخص اخر ولكن لا يحمل حق تملك تلك الأوراق)) .

وتصنيف الخيارات عدة تصنيفات ووفقاً لمعايير متعددة فتصنف حسب الطرف الذي يملك الخيار الى خيار الشراء بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يشتري عدد معين من أصل معين في تاريخ معين مقابل التزامه باداء ثمن الخيار في حال توقع ارتفاع سعر السهم او الورقة في سوق ما فإذا اختار التنفيذ مارس حقه في الشراء و اذا انخفضت الاسعار خلافا لتوقعه سوف يختار عدم التنفيذ وخيار البيع يحدث فيه العكس وبموجب هذا العقد يمنح للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين (أوراق مالية او سلع او عملة) عندما يتوقع انخفاض الاسعار فإذا ارتفعت الاسعار سيختار عدم التنفيذ و اذا انخفضت سيختار عدم التنفيذ ويخسر المبلغ الذي دفعه . اما الخيار المركب فيعطي للمشتري حق ابرام اكثر من عقد ضمن صفقة واحدة يمثلها العقد الاصلي ويلجئ اليه في حال توقع حصول حركة في الاسعار لكن غير واضح هل هو انخفاض ام ارتفاع فيشتري الحق مع حقه اما البيع او الشراء حسب مصلحته

لغرض المضاربة . من جهة اخرى الخيارات حسب تاريخ تنفيذ العقد الى عقود الخيار الأمريكية وعقود الخيار الأوروبية اما عقود الخيار الأمريكية عبارة عن عقود يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال سريان العقد اما عقود الخيار الأوروبية عبارة عن عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد) ومن الجدير ذكره في هذا السياق . بأن هذه العقود لا تدل مسمياتها على مكان التداول . بل تدل على خاصية تاريخ التنفيذ. ويلاحظ أن معظم حقوق الخيارات تكون أمريكية وعلى الرغم من أن الخيار الأمريكي قابل للتنفيذ في وقت . فقد تبين من خلال الواقع العملي أن مشتري الخيار نادراً ما يقوم بتنفيذ الخيار قبل التاريخ المحدد على اعتبار أنه بإمكانه بيعه في السوق لطرف ثالث ومن هنا غالباً ما تكون قيمة الخيار الأمريكي أعلى من قيمة الخيار الأوروبي^(١٨).

الفرع الثالث : عقود المبادلات

تعود نشأة المبادلات المعروفة حالياً إلى نهاية السبعينات من القرن الماضي . وذلك في سوق العملات عام ١٩٨١ وذلك بموجب شراكة بين شركتي IBM و Bank World وذلك لغرض الحد من سيطرة الشركات البريطانية على سوق العملات ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بشكل سريع حيث بلغ حجم التداول بها عام ١٩٨٧- ما يقارب ١٨٢ مليار دولار . لتصل في سنة ٢٠٠٠ إلى ٤٨ ترليون دولار نظراً للميزات التي توفرها والتي تتمثل بمرونة كبيرة للمتعاملين بحيث تسمح لهم بإبرام عقود تناسب الطرفين دون التزام بشروط محددة من ادارة الاسواق المنتظمة تكفل السرية المطلوبة لأطراف العقد كما انها لا تخضع لرقابة حكومية مباشرة مثل بقية انواع الاسواق كسوق الخيارات و الآجلة . كما ان اطراف العقد هم من يكونون ضامنين لعملية المبادلة وليس جهة اخرى كبيوت المقاصة^(١٩).

والمبادلات عرفت بتعريفات كثيرة فقليل بأنها (إلزام تعاقد يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق أو موجود آخر وبموجب شروط متفق عليها عند التعاقد)^(٢٠) . فمثلاً مبادلة سعر الفائدة بالعقد بين طرفين مبادلة مدفوعات فائدة ثابتة خلال وقت معين مقابل مدفوعات فائدة متغيرة أو صرفة أو هو عقد بين طرفين لمبادلة أصلاً وتدافق نقدي معين مقابل أصلاً وتدافق نقدي آخر. وذلك لتحقيق الربح أو مواجهة الالتزامات المستقبلية أو توفير السيولة أو إيجاد وضع أجل مقابل وضع أجل . كبيع (دولار مقابل ين)^(٢١).

وتلعب المضاربة وتغيير الاسعار دوراً مهماً في عملية المبادلة . اذ ان المبادل ان كان يتوقع انخفاض او ارتفاع سعر سلعة معينة فانه سوف يقدم على ابرام عقد المبادلة لسلعته مع السلعة الاخرى لتحقيق ربح او لتفادي خسائر او توخي ارتفاع سعر فائدة معينة .

خلاصة القول اذن ان المبادلة هي عقد يوافق طرفاه على تبادل اموال او سلع او عملة معينة في أوقات معينة خلال فترة العقد . وعليه ستكون المبادلة هي صورة تجمع

عقدي المقايضة والصرف لانها تتم بمبادلة عين بعين او بمبادلة نقد بنقد وهما عقدي المقايضة والصرف المعروفان في القوانين المدنية .

المبحث الثاني: اثر المشتقات المالية على اسعار النفط

ان موضوع سعر النفط وتأرجح الاسعار صعودا وهبوطا والتنبؤ بهذا الامر كان محل الكثير من الدراسات الاقتصادية وارتبط بهذا الامر الكثير من المؤثرات مثل العرض والطلب والعوامل السياسية من حروب واضطرابات وعمول الانتاج و الامداد وعوامل مناخية (مثلا زيادة الطلب بسبب الشتاء البارد في شمال الكرة الارضية) وعوامل فنية (تكاليف الانتاج مثلا) وعوامل اقتصادية واخيرا المضاربات والتوقعات^(٧٢) . لكننا سنركز هنا على الاثر الاخير وهو اثر المضاربات والتعامل بالأدوات المالية الحديثة المتمثلة بالمشتقات المالية على اسعار النفط ومن الناحية القانونية حصرا .

ان للمشتقات المالية اثار قانونية كبيرة على النشاطات الاقتصادية المتنوعة . لكننا وجدنا ان هناك اثر مهم لم يتناوله اغلب الباحثين بالتصدي بالبحث والدراسة وهو اثر المشتقات على اسعار النفط وان هذا الاثر يكون اما على اسعار النفط الفورية او الاسعار الآجلة . وسوف نخصص لكل من هذه المواضيع مطلباً خاصاً .

المطلب الاول: اثر التعامل بالمشتقات المالية على الاسعار الفورية

منذ نهاية الستينات من القرن الماضي وبعد انتهاء هيمنة الشركات النفطية الاحتكارية للنفط لصالح البلدان المنتجة شهدت السوق النفطية تحديات كبيرة على مستوى الاسعار والإنتاج فظهر منتجون جدد بعد ان تم اكتشاف حقول جديدة نتيجة التقنيات المتطورة في الاستخراج والانتاج كما سعت الدول المستهلكة الى إيجاد مصادر طاقة بديلة اخرى . ومع تنامي اسواق النفط اصبح لسوق المستقبلات وخياراتها اهمية كبيرة وجزء اساس من مكونات المحفظة الاستثمارية و ادوات الاستثمار المالي مما ولد عوامل جديدة تؤثر على اسعار النفط بتقلبات الاسواق المالية والسيولة والائتمان . والملاحظ ان التداولات في السوق الفورية لم تكن تتجاوز ١٠ - ١٥ ٪ من حجم التجارة العالمية لكن الخلل الذي طرأ على الاقتصاد العالمي في ثمانينات القرن الماضي ادى الى وجود فائض كبير في العرض العالمي للنفط الخام واشتداد المنافسة بين المنتجين خارج وداخل الاوبك . فأصبحت الاسعار الفورية اساس التعامل في السوق النفطية العالمية وتجري تسمية النفط الخام في هذا السوق عادة بعد تحديد الموقع الجغرافي الذي استخرج منه وكثافته ومحتوى الكبريت فيه مثل نفط وسط غرب تكساس الخفق الحلو او نفط منحدر الاسكا الحامض^(٧٣) .

كما مر سابقا العامل الاساس الذي يؤثر على هذه السوق هو العرض والطلب بالإضافة إلى عوامل اقتصادية تحكم السوق مثل كلفة الانتاج ومخزونات الدول المنتجة وحاجة الدول المستهلكة وعوامل أخرى كالعوامل السياسية والعسكرية والمناخية وتضارب المصالح بين المستهلكين والمنتجين والشركات النفطية وتعلب الصراعات وتضارب المصالح بين تلك الدول عامل مهم جدا اذ ان التنامي الصراع المحموم بينهم يؤدي الى تأثير كبير بين تلك الدول على الاسواق النفطية والسعر النفطي خصوصا^(٧٤) .

جدير بالذكر قبل البحث بموضوع اثر المشتقات المالية على السعر الفوري ان السوق النفطية تكون اما بصورة سوق احتكار القلة يحتكر السوق عدد قليل من الشركات المنتجة (والتي هي تابعة لدول الاستهلاك الكبرى لكنها تعمل في اغلب الدول المنتجة) وهو نوع من الاحتكار الجزئي . وتعمل هذه القلة من الشركات على التركيز على عدد قليل من المشروعات الضخمة تؤثر بصورة مباشرة على العرض الكلي للنفط . واما سوق الاتجاه نحو التكامل الرأسي أي ان منتجي القلة يتحكمون في إنتاج النفط من حيث نقله وتكريره وتسويقه فيربط التكامل الرأسي كل هذه العمليات من اكتشاف واستخراج النفط حتى تسويقه على شكل منتجات مختلفة و اما سوق الاتجاه نحو التكتل اذ تعمل شركات النفط على الاتفاقات المسبقة فيما بينها على الخطوات التي تتبعها كل منها حتى وصول النفط ومشتقاته إلى الاسواق مما يجعلها تتجه نحو التكامل الكامل^(٧٥) . وان لنوعية السوق اثر كبير في مدى تأثير ذلك على التداولات و الاسعار بصورة واضحة اذ ان سوق احتكار القلة يجعل فئة قليلة من المتداولين يتحكمون بالأسعار بصورة فاعلة على عكس السوق التنافسية او سوق المنافسة^(٧٦).

يعرف السعر الفوري بأنه سعر الوحدة البترولية المتبادلة أنيا أو فوريا وفي السوق البترولية الحرة ويكون معبر أو مجسد لقيمة السلعة البترولية نقديا في السوق الحرة للبترول المتبادل بين الأطراف العارضة والمشتري وبصورة فورية أو أنية^(٧٧) . لقد برزت هذه الأسعار في سوق النفط العالمية مع أواخر عام ١٩٧٨ . بعد أن توقفت صادرات النفط الإيرانية عن البلدان المستهلكة (المتعاقدة معها) مما اضطر هذه الأخيرة إلى البحث عن نفوط بديلة بسبب زيادة الطلب العالمي تجاه المعروض منه . لذلك قامت شركات النفط الكبرى والشركات النفطية المستقلة ببيع كميات من النفط الخام والذي تحصل عليه بطريقة أو بأخرى وبذلك تقوم هذه السوق بإعادة توزيع (sport market) وفق حسومات معينة في السوق الآنية للنفط أو السوق الفورية قسم من الإمدادات النفطية على البلدان المستهلكة للنفط . ولكن بكميات قليلة وأفضل مثال للسوق الآنية للنفط سوق روتردام وانضمت بعض دول الأوبك إلى الشركات التي تبيع النفط في السوق الآنية مثل إيران . الكويت . قطر فتزويلا وإندونيسيا.

ان اسعار النفط الفورية ترتبط ارتباطا مباشرا بالتعاملات المستقبلية التي تتم عن طريق المشتقات المالية ذلك ان سلوك كل من المنتج والمستهلك للنفط يتأثر بتلك التعاملات . فعلى مستوى سلوك المنتجين ان قراراتهم حول كميات الإنتاج والبيع للسوق العالمية والسعر الذي يقبلون البيع به تخضع لعوامل عدة منها مثلاً رغبتهم في حماية حصصهم في السوق العالمية أمام منافسيهم ومنها التعاملات المستقبلية الآجلة اذا لو كانت هناك زيادة في بيع النفط الآجلة عن طريق المشتقات المالية (العقود المستقبلية و عقود الخيارات) اي ان المشتريين للنفط او المستهلكين للنفط لا يقصدون من الشراء سوى المضاربة وليس الحصول حقيقة على سلعة النفط . فان ذلك سوف يؤدي الى زيادة سريعة بأسعاره . وعندما تتجه الاسعار المستقبلية نحو الارتفاع اعلى من السعر الفوري فان شركات المنتجة ستحقق ارباحا اضافية بخزن السلع وبيعها

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

بالمستقبل في وقت لاحق مما يؤدي الى تخفيض المعروض الفوري في الزمن الحاضر فيؤدي ذلك الى ارتفاع الاسعار الفورية ورواج التوقعات بزيادة العروض المستقبلية فتنعكس الدورة وهكذا كلما ازدادت الفروقات بين الاسعار الفورية و الاسعار المستقبلية كلما زادت التذبذبات السعرية^(٧٨) . بمعنى ان تدخلات المضاربين أدت إلى تضخيم في المعاملات في الأسواق الآجلة وبالتالي التأثير على تغيرات الأسعار الفورية مما جعل لأسعار سوق الأجل أن تؤثر في السوق الفورية وذلك عندما يقوم المتعاملين بوضع تخمينات للتطور الذي يمكن أن تسلكه السوق في المستقبل وهذا ما حدث كانون الاول عام ٢٠٠٨ حيث صعد سعر النفط المستقبلي في بورصات - (Nymex سوق نيويورك للتبادل التجاري (IPS) وسوق المبادلات النفطية العالمية بلندن - (Simex) وسوق سنغافورة النقدي العالمي فوق السعر الفوري بعد ان ساد الانهيار في الاسعار السوق النفطية رغم سياسية اوبك التي حاولت زيادة الاسعار .

من جهة اخرى لا يتفق اغلب الكتاب لا سيما الاقتصاديون منهم على وجود تأثير للأسعار المستقبلية على السعر الفوري وبينون خليلهم هذا على ادلة منها ان بعض الدراسات ترى عدم تأثير للسعر المستقبلي الناتج عن التعاملات المالية بوسائل المشتقات المالية على السعر الفوري اذ يشير احد الباحثين ان دراسة اعدتها لجنة مشتركة لعدد من المؤسسات المالية ذات العلاقة بالأسواق المستقبلية استنتجت ان المضاربة التي تحصل من قبل المتعاملين بالمشتقات المالية و ادواتها المختلفة لم تكن هي السبب الحقيقي في تغيير اسعار النفط بل كانت تلك التغيرات نتيجة لعوامل العرض والطلب ليس الا وهذا ما ورد في تقرير هيئة المتاجرة المستقبلية بالسلع الامريكية المسماة (CFTC)^(٧٩) . ومن ادلة انصار هذا الرأي ايضا ان شراء العقود المستقبلية لا يعني شراء فعلي لسلة النفط حقيقيا . فعندما يخصص مبلغ لشراء عقد مستقبلي ويحل اجل التنفيذ فعلى البائع ان يبيع النفط الى احد يستخدمه او يستهلكه وهكذا لا بد ان تنتقل الكمية المشتراة بعقد مستقبلي الى السوق مجددا فالشركة التي اشترت نفطا في شباط بسعر ٥٠ دولار واصبح السعر في نيسان بـ ٤٠ دولار عليها ان تشتري النفط فعلا بالسعر المتفق عليه وهو ٥٠ دولار وتبيعه بالسعر السائد في وقت وهو ٤٠ دولار فلا يوجد أي شكل من اشكال الاكتناز او الخزن للنفط وبالتالي سيكون هناك تداول وبيع حقيقي للنفط وعليه لن يؤثر هذا على اسعار النفط حسب وجهة النظر هذه^(٨٠) .

والحقيقة ان هذه الراي لم يستقيم امام واقع السوق النفطية والأسس التي تقوم عليها تلك السوق فمن حيث الدليل الثاني الذي قال انصاره انه لا يوجد هناك اكتناز او خزن حقيقي للنفط يمكن الرد على ذلك بالقول ان عقود بيع النفط يمكن ان يدرج فيها شرط يسمى (التحكيم الخاص بالتخزين شرط التحكيم) ويعني أنه عندما يتوقع ارتفاع الأسعار في المستقبل . سيتكون حافز لدى المشاركين في السوق الذين يمتلكون قدرت تخزينية لشراء النفط اليوم وبيعه بسعر أعلى في غضون الأشهر القادمة بهذه الطريقة تصبح عملية التنبؤات بحركة الأسعار المستقبلية تميل لتصبح

عملية أوتوماتيكية بحيث تعمل على تنمية نفسها ذاتيا دون تدخل عوامل السوق الحقيقية. ومن ثم يتجه المشتركون في السوق إلى تخزين كميات النفط المتوفرة في السوق الفورية ليتم بهذه العملية تقليص العرض المتاحة بسبب زيادة الطلب على النفط بغرض التخزين ، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى ممارسة ضغط على الأسعار في السوق الفورية يدفعها للارتفاع وبالمثل في حالة توقع انخفاض الأسعار في المستقبل قد يؤدي بالمشاركين في السوق ذو القدرات التخزينية إلى البيع ، ومنه زيادة العرض بحيث تتجه الأسعار في السوق الفورية إلى الهبوط. أما في حالة السوق الذي لا يوجد فيه فائض في العرض أو الطلب فإن المشاركين في السوق يمكنهم إرسال إشارات مهمة حول تحركات الأسعار في المستقبل في حال توفرهم على بيانات دقيقة حول حالة العوامل المؤثرة على حالة المخزون كتوقعات النمو الاقتصادية مثلا كل هذه الخصائص التي تنفرد بها في السوق النفطية جعلت أسعار النفط تاريخيا متقلبة وذات طبيعة دورية^(٨١).

لكن الذين يدافعون عن اطروحة تأثير المضاربة المستقبلية على الاسعار الفورية ينطلقون من زاوية اخرى اذ يرون ان مستخدمى النفط الخام اذا لاحظوا ارتفاع الاسعار المستقبلية عن الفورية فسوف يتوقعون ارتفاع الاسعار الفورية في المستقبل وهذا سيؤثر على توقعاتهم وآرائهم وخياراتهم بالشراء فيعمدون الى شراء كميات تفوق حاجتهم العادية وتخزينها لزيادة هامش ارباحهم وبذلك سوف يزداد الطلب على النفط في الحاضر ويؤثر على سعره الفوري^(٨٢) وهذا ما تقوم به الكثير من الدول ومنها الولايات المتحدة الامريكية اذا لجئت في الكثير من هكذا ظروف الى شراء النفط عند ارتفاع الاسعار المستقبلية وتوقع ارتفاع اسعاره الفورية على شراء كميات كبيرة من النفط وتخزينه في الابار النفطية.

كما ان هناك علاقة بين الاسعار الفورية والآجلة من خلال استناد تجار الأسواق الفورية على تحركات أسعار العقود في الأسواق الآجلة بحيث يقل عدد المشترين في الأسواق الفورية إذا ما انخفضت الأسعار في الأسواق الآجلة توقعنا لانخفاض أكبر . أما إذا ارتفعت الأسعار فان عدد البائعين في الأسواق الفورية يقل انتظارا لارتفاعات أكبر في الأسعار^(٨٣).

عليه وخلاصة القول كما تذهب الدراسات ان هناك ترابط بين الاسعار الفورية والآجلة على نحو متزايد ، بل وأكثر من ذلك اذا أصبحت حركة أسعار العقود الآجلة والفورية تتجه نحو الانسجام أكثر بسبب عدم استقرار المرتبط بسوق العقود الآجلة ففي عام ٢٠٠٨ مثلا فان الزيادة بـ ١٪ في أسعار السوق الفورية قابلتها زيادة بـ ٠.٦٥ ٪ في أسعار سوق العقود الآجلة^(٨٤) عليه فان سعر النفط الاجل يعتبر سعر مرجعي لسعر النفط الفوري لان السعر الاجل يعكس توقعات حول الظروف الخاصة بالسوق من عرض وطلب والعوامل الاخرى سالفة الذكر .

المطلب الثاني: اثر التعامل بالمشتقات المالية على الاسعار الآجلة

في العقد الاجل يتم تحديد يوم محدد لتسليم النفط الخام وكذلك تتم تسوية الارباح والخسائر عند تنفيذ العقد وربما لا يطلب من اي من الطرفين تقديم ضمانات وفي

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

هذه الحالة سيكون من لكل طرف القابلية للنيكول عن التنفيذ خلال فترة العقد ونتيجة لكون العقد الاجل يتم تنفيذه مستقبلا فانه سيكون عرضة لمخاطر عدم السداد بصورة كبيرة جدا فان الغالب ان يتم كفالة تنفيذ تلك العقود من قبل مؤسسات او جهات ذات تصنيف ائتماني عال مثل المصارف وصناديق الاستثمار ويتضمن العقد على شروط متنوعة تحدد التزامات كل طرف وفق ظروف التنفيذ او عدم التنفيذ اذ قد يعجز احد الاطراف عن التسليم او يسلم بوقت متأخر او يسلم النفط بجودة اقل ... الخ ولهذا تكون تلك العقود من المرونة بمكان بحيث تلبى حاجات كل طرف وحاجات التبادل التجاري^(٨٥).

ان التعامل بالمشتقات المالية بعقودها المختلفة بقصد المضاربة لا بقصد التعامل الحقيقي كانت في بادئ الامر محل خلاف بين الكتاب حول اثرها على الاسعار الآجلة المستقبلية ، اذا كانت بعض الدراسات ترى مستندة بأدلة ضعيفة ان لا يوجد ما يشير الى ضلوع للمتعاملين غير المستهلكين للنفط في عملية تداول النفط بهدف التأثير على اسعار النفط بالارتفاع او الانخفاض كما ذكر ذلك في مؤتمر جدة للطاقة المنعقد عام ٢٠٠٨ اذا جاء في التحقيق المقدم من اللجنة الامريكية للتداول في البضائع الآجلة (U S Commodities Futures Trading Commission)

المقدم للمؤتمر انه لا يوجد هناك دليل على تغير مواقع مختلف المجموعات التجارية في الاسواق بما في ذلك صناديق الاستثمار وتجارة المبادلة سبقت اي تغيير بالأسعار^(٨٦).

لكن هذا الامر يفتقر الى الدليل العلمي وليس المصالح السياسية والاستعمارية للدول الكبرى بعبء عن مثل هكذا اراء ، لهذا جاء بمؤتمر لندن للطاقة بأنه على الرغم من عدم وجود أدلة على أن المتعاملين الماليين تلاعبوا بالأسعار إلا أن مجال الشك مازال مفتوحا لإمكانية أن يكون سلوك المتعاملين في السوق قد أفرز ضغوطات على أسعار النفط دفعتها نحو الارتفاع والسبب في ذلك يمكن إيجاده في الفرق بين المستثمرين الماليين والمستثمرين التقليديين ، علاوة على ذلك فمنذ أن استحوذ المستثمرين الماليين على حوالي ثلث عدد العقود المفتوحة في بورصة نايمكس أصبحت لقراراتهم إمكانية التأثير المباشر على اتجاهات الأسعار في السوق^(٨٧).

والحقيقة ان الاسواق النفطية هي ميدان خصب للمضاربين والمتعاملين بأدوات المشتقات المالية لما تتمتع به من خصائص السيولة العالية والضمان والشفافية في الاسعار والتداول بكميات صغيرة لا تكون مدعاة للخسائر الكبيرة تساوي ما يقارب ١٠٠٠ برميل لكل عقد كما ان الاسواق هذه تتسم بسمة نمطية العقود بجعل عناصر العقد تخضع لمعايير محددة سلفا بين المتعاملين لا حاجة للتفاوض عليها كل عقد^(٨٨).

وهذه الظروف توفر فرصة للمضاربين لتحقيق الأرباح كما تسهل الاستثمار بصورة كبيرة حيث يقل بكثير ما يدفعه المستثمرون في الأوراق المالية ، ويحرص المعنيون بالأمر على مراقبة ومتابعة تحركات الأسعار في الأسواق الآجلة مؤشرا هاما لتوقعات الأسعار ويوجد فرعان لهذا الشكل من الاسواق:

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

1- الأسواق النفطية المادية الآجلة : تعمل مثل الأسواق النفطية الفورية ولكن بأجل أطول من 15 يوم . وتتم العمليات بالتراضي لسعر معين مع تسليم لأجل لاحقة . يعرف بداية على أنه شهر لكن يمكن أن يتجاوز ذلك . وهذا النوع من الأسواق تلزم المشتري بتحديد حجم الشحنة التي لا يجب أن تقل عن 500000 برميل والبائع بتحديد تاريخ توفرها . ولا تكون هذه الأسواق إلا بعدد محدود من النفط الخام والمنتجات النفطية الأخرى . وهذه الأسواق غير منظمة في الغالب.

2- الأسواق البترولية المالية الآجلة (البورصات) : ظهرت لأول مرة بعد الأزمة النفطية الأولى 1973 في نيويورك . وعرفت تطورا كبيرا في ظل التقلبات الشديدة لأسعار النفط التي عرفت الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي . ويتم التعامل فيها بالعقود الآجلة وليس بشحنات النفط الخام وهذه العقود لها طابع السندات المالية . وهي بمثابة تعهد بالبيع أو الشراء لكمية محددة من النفط الخام أو من المشتقات النفطية من نوع محدد . وتوجد ثلاث بورصات نفطية كبرى منظمة في العالم هي:

- (Nymex) سوق نيويورك للتبادل التجاري

- (IPS) سوق المبادلات النفطية العالمية بلندن

- (Simex) سوق سنغافورة النقدي العالمي

ويتوفر عنصر الشفافية في هذا النوع من الأسواق النفطية . كم هو الحال في البورصة العادية . حيث في مكان محدد يمر المتعاملون أوامرهم بناء على الأسعار المطبقة في الأسواق التي تظهرها لوحة المعلومات في كل وقت . كما تتوفر هذه الأسواق على سماسرة يسهلون الالتقاء بين البائع والمشتري وكذلك على غرفة المقاصة التي تضمن التنظيم والتسيير الحسن للسوق . ومعظم المتعاملين في هذه السوق هم من المضاربين الذين يهدفون إلى تحقيق الأرباح والاستفادة من تقلبات الأسعار . وغالبا ليس لهم نشاط صناعي ولا مضافي تكرير ولا يمتلكون أي إنتاج ولكنهم يؤثرون على السوق النفطية وعلى الأسعار أيضا^(٨٩) . وهذا الموضوع بعيد الذاكرة بنا الى فضيحة كوبونات النفط التي شهدها العراق ابان حكم النظام السابق نهاية التسعينات في برنامج النفط مقابل الغذاء اذا كانت سندات او اوراق بيع النفط التي قدمها النظام السابق كرشى للمتعاملين معه ومع البرنامج تباع وتشتري لغرض المضاربة من قبل اشخاص لا علاقة لهم لا من قريب ولا من بعيد بالسوق النفطية والاستهلاك او الانتاج النفطي بل كانت تتداول من يد لأخرى لغرض الحصول على الاموال فقط^(٩٠) .

ومن الجدير بالذكر أن الاثر المهم للمضاربة يتمثل في زيادةذبذبة الاسعار بين الارتفاع والهبوط . أي عندما يقل المعروض من النفط في الاسواق يتجه السعر نحو الارتفاع الى مستويات أعلى مما يمكن تبلغه فيما لو لم تنشط عمليات المتاجرة بقصد المضاربة . كما انه حين يزداد المعروض من النفط يميل السعر نحو الانخفاض الى مستويات أقل مما كان تنخفض اليه من دون تدخل المضاربين .

جدير بالإشارة هنا أن أسعار النفط أصبحت أشد تقلبا في أعقاب المضاربة في حجم المعاملات المالية في البترول . والسبب في ذلك أن المضاربين الذين يشترون

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

المشتقات المالية وبيعوها لا يلتزمون بتسليم النفط كما يلتزم التجار في سوق البيع الفوري . كما ان بعض المشتقات التجارية المالية المعروضة باسم الخيارات تتيح للمضارب الحق في شراء كميات كبيرة من النفط أو بيعها على الورق مقابل التزام مالي بسيط نسبيا . ووجد معظم المعاملات التجارية في المشتقات المالية للنفط تتم في أسواق متخصصة من قبيل سوق النفط الدولية بلندن . وهذه المعاملات متاحة أمام الجميع وتباشرها المؤسسات المنتجة والمستهلكة للنفط معا مثلما يباشرها المضاربون أيضا . ان الخوف من انقطاع إمدادات البترول بسبب الاضطرابات وعدم الاستقرار الذي يسود بعض مناطق إنتاج النفط تسبب في إرتفاع الاسعار بمقدار ما يسمى " هامش الخوف " فقد استغل المضاربون في السوق النفطية حالة القلق هذه لتحقيق أعلى الأرباح الممكنة . هناك ما يسمى بـ " بيسكولوجية الخوف " التي تهيمن على المضاربين في السوق النفطية . خوفا من انقطاع الامدادات اذ أن ما يدفع الاسعار الى الصعود هو الخوف فقط من حدوث نقص في الامدادات لعوامل سياسية . وهذا الخوف لا يخضع لموازين العرض و الطلب . فهناك مجموعة من المضاربين في السوق النفطية تحاول ان تحقق أرباحا على حساب عدم استقرار السوق النفطية ويتفق المحللون على ان الزيادة تقدر بحدود دولار للبرميل واحد بسبب ما يسمى " علاوة الخوف " من انقطاع امدادات النفط وخاصة ذلك القادم من منطقة الخليج العربي . ففي البورصات يضاربون على ما يسمى بـ " برميل ورقية " . أي أن المتداول سندات نفط . وحجم هذه العمليات المتداولة تساوي خمسة أضعاف المتداول في السوق الحقيقية . ولكن حقيقة هو السعر التي تحصل عليه الدول المصدرة للنفط وتتعامل على أساسه . فالمضاربين المتعاملين في المراهانات عادة يحققوا أرباحا . والمتعاملون في السوق الحقيقية أي المصدرون يبيعون بأسعار أقل مما هو سائد في سوق المضاربة . لأنهم اتفقوا مسبقا على مدة التسليم . و خلالها تكون الأسعار قد ارتفعت وحصل المضاربون على الفروقات في ارتفاعات الأسعار^(٩١).

وقدر تعلق الأمر بالنفط العراقي فان العراق باعتباره بلدا منتجا للنفط الخام وهو مالك لهذه الثروة فان التقلب المستمر في اسعار النفط الفورية يؤدي الى التقلب في الأرباح التي من المؤمل الحصول عليها بل قد يترتب على ذلك خسائر كبيرة له . اذ ان انخفاض الاسعار الفورية لنفط العراق لن يكون في مصلحته وعليه من الافضل له لو اراد التحوط وتفادي الخسائر ان يعمل على الدخول والتعامل بالعقود الآجلة من اجل التخلص من المخاطر السعرية وذلك بتثبيت سعر النفط بالبيع بالأجل بسعر محدد وقت العقد مستخدما استراتيجية ما تسمى بالمركز القصير . ويقصد بالتغطية بمركز قصير أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه . اي ان العراق يقوم بتثبيت سعر النفط الخام عن طريق اتخاذ مركز قصير في السوق الاجل على اساس شهري اي لمدة شهر واحد فلو تعاقد على بيع نفط في شهر كانون الثاني فسيتم التحوط للمخاطر السعرية على اساس سعر شهر شباط فلو انخفضت الاسعار فان العراق سوف يحقق ارباحا اضافية عن السعر المتفق عليه في العقد الاجل اما في حال ارتفاع الاسعار فانه اذا استمر في تنفيذ العقد

سيحقق خسائر لهذا من الممكن استخدام وسيلة عدم التنفيذ وخسارة الهامش الذي تم دفعه فقط دون الخسارة الكلية^(٩٢)

الختام

ظهر لنا خلال البحث ان هناك تعاملات جديدة طرأت على الاسواق العالمية انتجت المشتقات المالية نتيجة لحاجات المتعاملين المختلفة ، وساعد على ذلك التنظيم القانوني و الاداري الجيد لتلك الاسواق وهذا ما تفتقر له الدول العربية ومن ضمنها العراق مما يتطلب سن حزمة من التشريعات القانونية او تعديل بعضها لا سيما في قوانين الشركات والمصارف و الاسواق المالية كي تهيأ المناخات المناسبة في أسواق الأوراق المالية لاستيعاب المشتقات المالية او غيرها من التداولات الحديثة للأوراق المالية . حيث ان الاسواق العالمية و العربية متباينة من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط لهذه التداولات مع مواجهة المعوقات التي تعترض سبيل النهوض بتلك الاسواق .

لهذا فان المشتقات المالية توفر الكثير من المزايا للمتعاملين معها لكنها مع ذلك لا تخلو من المخاطر والعيوب التي قد تكون بعضها كارثيا ، مما حدى بأحد الاقتصاديين بتشبيه المشتقات بكارثة مفاعل فوكوشيما بالدور الذي لعبته المشتقات المالية في الانهيار المالي العام ٢٠٠٨ والواقع أن التشابه كما يقول الكاتب واضح جدا وهو ان كل نشاط يعود بفوائد كبيرة وينطوي على مخاطر صغيرة ولكنها متفجرة . فبالنسبة لمحة توليد الطاقة النووية في فوكوشيما . اجتمعت ألف سنة من الفيضان وعيوب التصميم الحميدة عادة لكي تحرم المفاعلات من التبريد بالمياه الجارية وتتسبب في تسريبات إشعاعية خطيرة . وفي الأسواق المالية اجتمع الانهيار غير المتوقع لسوق الأوراق المالية العقارية مع عيوب التصميم التي شابت المشتقات المالية وأسواق إعادة الشراء لإلحاق الضرر بالقدرة الأساسية للمؤسسات المالية على الوفاء بالتزامات السداد لهذا يجب التعامل وتبني العمل بالمشتقات المالية بحذر شديد وتفادي كل عيوبها واختلالات التعامل بها فمثلا في الولايات المتحدة تكمن عيوب التعامل بالمشتقات المالية في اعفاء قانون الإفلاس المشتقات المالية وعقود إعادة الشراء من أغلب القيود التي تحكم الإفلاس والأسوأ من ذلك ان المتعاملون بالمشتقات المالية يقفون في مقدمة من يسترد الأموال كونهم مشمولين بالإعفاءات من قانون الإفلاس . لذا يجب علينا أن ندرس كيفية الزام المستثمرين في المشتقات المالية كل المسؤولية عن التعامل وهكذا تعاملات خطيرة مع احتفاظ الحق لهم بالتمتع بمزايا وارباح قراراتهم عندما يتعاملون مع المؤسسات المالية المختلفة .

من جانب اخر ان الية أسعار النفط العالمي هي عملية معقدة وشائكة . ويتداخل في تحديدها عدة عوامل متباينة في الاتجاه والأثر . والثقل . لكن ثبت خلال الدراسة ان التعامل بالمشتقات المالية له نصيب وفير في التأثير على أسعار النفط المختلفة سواء ا كان السعر الفوري الرسمي ام السعر الاجل المستقبلي . مما ينبغي على الدول المنتجة للنفط في منظمة الأوبك او خارجها إعادة النظر في اليات تسويقها و انتاجها والانتباه وهكذا تعاملات وتداولات قد تكون مشبوهة وغير حقيقة والقصد

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

منها المضاربة والتلاعب بأسعار النفط اضرار بتلك الدول وان تداعيات تقلبات اسعار النفط العالمية على الدول المنتجة لا تقتصر على الجانب الاقتصادي بل تشمل تداعيات سياسية واجتماعية و امنية قد تلقي بظلالها على مستقبل تلك البلدان خاصة اما الصراع المحموم والملتهب الذي نشهده اليوم في المنطقة والعالم .
الهوامش:

- ١ - ينظر موقع ويكيبيديا على شبكة الانترنت <https://ar.wikipedia.org/wiki> تاريخ الزيارة ١٢ / ٢ / ٢٠١٦.
- ٢ - د سهام عيساوي ، دور تداول المشتقات المالية في تمويل اسواق راس المال ، دراسة حالة سوق راس المال الفرنسي ، اطروحة دكتوراه ، مقدمة الى جامعة محمد خيضر بسكرة ، كلية العلوم الاقتصادية ، الجزائر ، ٢٠١٥ ، ص ٣٧ . و د. سعد عبد الحميد مطاوع ، الاسواق المالية المعاصرة ، مكتبة ام القرى للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ ، ص ٣٩٣ .
- ٣ - د. شعبان صدام الامارة ، اسواق المشتقات المالية ودورها في العولمة المالية ، بحث منشور في مجلة الاقتصادي الخليجي ، جامعة البصرة ، المجلد ٥ ، العدد ١٨ سنة ٢٠١٠ ، ص ٧ . و د ناظم محمد و د طاهر فاضل ، اساسيات الاستثمار العيني والمالي ، الطبعة الاولى ، الاردن ، عمان ، ١٩٩٩ ، ص ٢٥٢ .
- ٤ - د. شعبان صدام الامارة ، المصدر السابق ، ص ٣٢ .
- ٥ - د منير ابراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، منشأة المعارف ، مصر ، الإسكندرية ، سنة ١٩٩٩ ، ص ٥١٥ .
- ٦ - د. عيساوي سهام ، المصدر السابق ، ص ١١٤ .
- ٧ - T. Bonneau et F. Drummondm , Droit des marchés financiers , 3 ème edition , économe , 2010 , p. 53.
- ٨ - لمزيد من التفصيل ينظر د فاروق ابراهيم جاسم ، الاطر القانونية لاسواق الاوراق المالية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الاولى ، بيروت ، ٢٠١٦ ، ص ٣٧ وما بعدها .
- ٩ - P. Wood , Set off and netting , dérivativesm , clearing system Philip R Wood , Sweet & Maxwell , 2nd édition , 2007 , p. 212.
- ١٠ - A. Couret , H. Le Nabasque , Droit financier , Précis , 1re édition , Dalloz , 2008 , p. 9 ets.
- ١١ - سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ، الطبعة الاولى ، القاهرة ، سنة ٢٠٠٥ ، ص ٢٠٥ .
- ١٢ - لمزيد من التفصيل ينظر د. كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مالية إسلامية ، جامعة اليرموك ، الأردن ، أربد ، بلا سنة ، ص ٦ و د. سهام عيساوي ، المصدر السابق ، ص ٨٤ . و د منير ابراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، منشأة المعارف ، مصر ، الإسكندرية ، سنة ١٩٩٩ م ، ص ٥١٥ .
- ١٣ - إسماعيل عبد العال السيد ، الأدوات والسياسات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية. أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الحقوق جامعة القاهرة ، ٢٠٠٧ ، ص ٣٦٦ .
- ١٤ - د. كمال توفيق حطاب ، المصدر السابق ، ص ٥ .
- ١٥ - د محمد فاضل نعمة الياسري و د علي حسين الدوغجي ، آلية مقترحة لتدقيق الأوراق المالية المشتقة تعزز من مستوى الثقة لدى المتعاملين ، بحث منشور في مجلة جامعة كربلاء العلمية ، المجلد التاسع ، العدد الأول ، إنساني ، سنة ٢٠١١ م ، ص ١١٠ .

١٦ - ٤٦ - د. شعبان صدام الإمارة، المصدر السابق، ص ١٤

- ١٧ - لمزيد من التفصيل دسهم عيساوي، المصدر السابق، ص ٥٤ إلى ٥٦.
- ١٨ - المشتقات في اللغة: (جمع مفردهما مشتق)، وقد أخذ من (الاشتقاق) والاشتقاق لغة هو أخذ شيء، وإشتق الشيء، أي أخذ شقه، وإشتق الكلمة من الكلمة: أي أخرجها منها نحو: اشتق ضرب من الضرب والشتيق: نصف الشيء إذا شق نصفين فكل منهما شقيق الآخر.
- أي أخوه، ومنه قيل: فلان شقيق فلان: أي أخوه وقال ابن منظور في لسان العرب: اشتقاق الشيء: بنيانه من المرجح واشتقاق الكلام: الأخذ به يميناً وشمالاً، وإشتقاق الحرف من الحرف: أخذه منه أما في اصطلاح النحاة (علماء اللغة العربية) فإن له عدة تعريفات منها:
- أ- الاشتقاق: هو أخذ صيغة من أخرى مع اتفاقهما معنى ومادة أصلية ب- الاشتقاق: هو عملية استخراج لفظاً من لفظ آخر متفق معه في المعنى والحروف الأصلية، ج- الاشتقاق: هو نزع لفظاً من لفظ آخر أصل له، بشرط اشتراكهما في المعنى والأحرف الأصول وترتيبها.
- د- الاشتقاق: هو توليد الألفاظ بعضها من
- ونرى من خلال استعراض المعاني اللغوية أنها تشير إلى أخذ (اشتقاق) شيء من شيء كأنه كلمة من كلمة، أو لفظاً من أخرى، وعبر عن هذا المصطلح (الاشتقاق) بمعان عديدة: كالأخذ والاستخراج والنزع والصوغ والتوليد، وكلها تشير إلى الأخذ والاشتقاق
- لمزيد من التفصيل ينظر:
- لويس معلوف اليسوعي، المنجد في اللغة، المطبعة الكاثوليكية، الطبعة السابعة عشر، لبنان - بيروت، سنة ١٩٦٣ م، ص ٣٩٦ و إبراهيم مصطفى و آخرون، المعجم الوسيط، إصدار مجمع اللغة العربية، المكتبة الإسلامية للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، مصر، القاهرة، ١٩٧٢، ص ٥١١ و ابن منظور، لسان العرب، تصحيح أمين محمد عبد الوهاب و محمد الصادق العبيدي، دار إحياء التراث العربي للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزء الخامس، لبنان - بيروت، ٢٠١٠، ص (١١٦ - ١١٧).
- وصلاح الدين المهداوي، المعجم الوسيط، دار البحار، الطبعة الأولى، بيروت، ٢٠١٤، ص ٤٢٩.
- ١٩ - سطم صالح حسين، معالجة مشاكل المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبة الدولية وفقاً للشريعة الإسلامية، بحث منشور في مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد الخامس، العدد ١٣، ٢٠٠٩، ص ١٥٩.
- ٢٠ - د. قاسم هادي موسى و محمد عبد اللطيف خطاب، السيطرة على عوائد ومخاطر المشتقات المالية، بحث منشور في مجلة كلية التربية الأساسية - الجامعة المستنصرية، المجلد ٢١، العدد ٨٨، سنة ٢٠١٥ م، ص ١١٥.
- ٢١ - بابان إبراهيم عليوي الجبوري، الإفصاح الكامل عن المشتقات المالية كأحد أدوات الإستثمار وأثره على ثقة التعاملات مع الشركات، بحث منشور في مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، المجلد الثامن، العدد ٢٤، سنة ٢٠١٢ م، ص ٢٧٦.
- ٢٢ - د طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠١، ص ١٣١.
- ٢٣ - محمد فاضل نعمة الياسري و د. علي حسين الدوغجي، المصدر السابق، ص ١٠٧.
- ٢٤ - د. موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الاسواق المالية، دار الحلبي، بيروت ٢٠١٤، ص ٨٣ و د عادل رزاق، دعائم الادارة الاستراتيجية للاستثمار، بيروت، ٢٠٠٦، ص ٧٤.
- ٢٥ - عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية - أسبابه و انعكاساته على الإقتصاد العالمي، بيت الحكمة، الطبعة الأولى، العراق، بغداد، سنة ٢٠٠٢، ص ٢٠٩.
- ٢٦ - نقلا عن سطم صالح حسين، المصدر السابق، ص ١٥٨.
- ٢٧ - ينظر د. اسماعيل عبد العال السيد، المصدر السابق، ص ٣٥٢.

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. أحمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

٢٨- د. عبد الستار عبد الجبار عيدان الكبيسي، المشتقات المالية في إطار معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية الحالية، بحث منشور في مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، المجلد ١٧، العدد ١، كانون الثاني، سنة ٢٠١٠ م، ص ٢٤٦.

٢٩- ينظر د. محمد مطر، إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة ٢٠٠٤ م، ص ٢٩٦.

٣٠- نقلا عن بابان إبراهيم عليوي الجبوري، مصدر سابق، ص ٢٧٧، و إنظر أيضاً: عيساوي سهام، المصدر السابق، ص ٣٧.

1. G. Walker, Mastering finance-linked swaps, Financial Times, Prentice Hall, 2003, p. 31.

٣٢- بابان إبراهيم عليوي الجبوري، المصدر السابق، ص ٢٧٦.

٣٣- د. علي حاتم القريشي، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الإقتصاد الكلي، بحث منشور في مجلة كلية الإدارة والإقتصاد للدراسات الإقتصادية، جامعة بابل، المجلد ٢٠٨، الإصدار ١٣، سنة ٢٠١٤ م، ص ٩٢.

٣٤- د. سهام عيساوي، المصدر السابق، ص ٣٧.

٣٥- «قدم مشروع هذا القانون عام ٢٠١٠ من قبل الرئيس أوباما نتيجة الأزمة المالية عام ٢٠٠٨. الهدف من هذا القانون هو حماية المستهلك من التصرفات الخطرة والاستغلال والخسارة المالية من أجل خفض المخاطرة ودعم الشفافية وحماية أموال دافعي الضرائب» وأطلق اسم "دود-فرانك" على هذا القانون نسباً إلى السيناتور الأمريكي "كريستينفور جي. دود" والنائب الأمريكي "بارني فرانك" اللذان عملا بشكل حثيث لوضع هذا القانون.

قانون دود - فرانك منشور على الموقع - <https://legcounsel.house.gov/Comps/Dodd-Frank%20Wall%20Street%20Reform%20and%20Consumer%20Protection%20Act.pdf> تاريخ

الزيارة ٢٣ / ٩ / ٢٠١٥

٣٦- محمد فاضل الياسري ود. علي حسين الدوغجي، المصدر السابق، ص ١١٣.

٣٧- سعد عبد الحميد مطاوع، المصدر السابق، ص ٣٩٣.

٣٨- محمد فاضل الياسري ود. علي حسين الدوغجي، المصدر السابق، ص ١١٣، وأيضاً: د. شعبان صدام الإمارة، المصدر السابق، ص ١٨.

٣٩- لمزيد من التفصيل انظر د. محمد فاضل الياسري ود. علي حسين الدوغجي، مصدر سابق، ص ١١٣ ود. محمد مطر، المصدر السابق، ص ٢٩٦.

٤٠- د. سهام عيساوي، المصدر السابق، ص ٣٨.

٤١- د. سهام عيسوي، المصدر السابق، ص ٣٩. و سعد عبد الحميد مطاوع، المصدر السابق، ص ٣٩٣.

٤٢- أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، سنة ٢٠٠٣ م، ص ٢١٦.

٤٣- لمزيد من التفصيل ينظر: اتحاد المصارف العربية، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعات المصرفية العربية، لبنان- بيروت، سنة ٢٠٠١ م، ص ١٦٣.

٤٤- أحمد صلاح عطية، المصدر السابق، ص ٢١٦.

٤٥- د. سهام عيساوي، المصدر السابق، ص ٣٨.

٤٦- د. محمد فاضل الياسري ود. علي حسين الدوغجي، المصدر السابق، ص ١١٤.

٤٧- لمزيد من التفصيل بخصوص أنواع وخصائص كل سوق ينظر د. فاروق إبراهيم جاسم، المصدر السابق، ص ٢٦ وما بعدها.

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

- ٤٨- د. عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، المصدر السابق، ص ٢٠٩ و د. عبدالفتاح صلاح، بحث (المشتقات وحش المالية المفترس) ص ٢٣ .
- منشور على الموقع الإلكتروني www.Alfabeta.com تاريخ الزيارة ٢٠١٦ / ٤ / ٢
- ٤٩- د. محمد فاضل الياسري و د. علي حسين الدوغجي، المصدر السابق، ص ١٠٩.
- ٥٠- لمزيد من التفصيل د. عبد العزيز خليفة القصار، الاختيارات في اسواق الاوراق المالية، بحث منشور في مجلة الشريعة والدراسات الاسلامية، جامعة الكويت، السنة ١٨ العدد ٥٣، ٢٠٠٣، ص ٢٥٣ وما بعدها.
- ٥١- د. علي حاتم القرشي، المصدر السابق، ص ٩٦. و سطم صالح حسين، مصدر سابق، ص ١٥٩.
- ٥٢- لمزيد من التفصيل ينظر د. سعيد كامل مبارك، الوجيز في العقود المسماة- دار الحكمة، بغداد، ١٩٩٣، ص ٤٦. و د. موفق خالد ابراهيم، المصدر السابق، ص ٩٨.
- ٥٣- المادة ٩٢ من القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١.
- ٥٤- لمزيد من التفصيل ينظر د. موفق خالد ابراهيم، المصدر السابق، ص ٩٥.
- ⁵⁵ -Sousi -Roubi , *Droit bancaire européen* , Dalloz , 1995 , n° 148 et s. , p.73. Voir aussi P.-E. Partsch , *Droit bancaire et financier européen* , Larcier , 2009 , p. 209.
- ٥٦- د. عدنان الهندي، المشتقات المالية و ماهيتها و أنواعها و طرق إدارة مخاطرها في الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، إتحاد المصارف العربية، لبنان - بيروت، سنة ١٩٩٩ م، ص ١٧.
- ٥٧- بحث بعنوان: (المخاطرة و أنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية) وزارة المالية السورية، منشور على موقع وزارة المالية السورية الإلكترونية
[http:// www. Syrian finance . gov . sylassets / files /2003/2.doc](http://www.Syrian finance . gov . sylassets / files /2003/2.doc)
تاريخ الزيارة ٢٠١٦ / ٣ / ٤
- ٥٨- بابان إبراهيم الجبوري، مصدر سابق، ص ٢٧٩.
- ٥٩- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، الجزء الثالث، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، مصر، سنة ٢٠٠٤ م، ص ٢٧.
- ٦٠- د. مبارك بن سليمان الفوز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، مطبعة جامعة الملك عبدالعزيز، الطبعة الاولى، السعودية - الرياض، (١٤٣١ هـ - ٢٠١٠ م)، ص ٨٥.
- ٦١- بحث بعنوان: (مفهوم أسواق رأس المال) منشور على الموقع الإلكتروني (منتديات ستار تايمز - إرشيف الاقتصاد و الأعمال)، ص ١٤.
- ٦٢- لمزيد من التفصيل ينظر د. موفق خالد ابراهيم، المصدر السابق، ص ٨٣ وما بعدها.
- ٦٣- عبدالوهاب نصر علي و أحمد محمد كامل سالم، المحاسبة على الأدوات و المشتقات المالية و عمليات الشركات متعددة الجنسية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، الدار الجامعية، مصر، سنة ٢٠٠٥ م، ص (٣٠٠ - ٣٠١).
- ٦٤- د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لاسواق المال، الطبعة الثانية، الكويت، ٢٠١٢، ص ١٤٥.
- ٦٥- لمزيد من التفصيل ينظر: د. اسراء فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق الصادرة عن كلية القانون جامعة كربلاء، سنة ٥، العدد ١، ٢٠١٣، ص ١٥٣.
- ٦٦- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الطبعة الاولى، الجزائر، سنة ٢٠٠٢ م، ص (٩٠ - ١٠٥).
- ٦٧- لمزيد من تفصيل ينظر: د. رشاد العصار و عليان شريف، المالية الدولية، دار المسيرة للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الاولى، الأردن - عمان، سنة ٢٠٠٠ م، ص ١١٨.

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

- ٦٨- لمزيد من التفصيل ينظر سماح حسين علي ، التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه كلية القانون جامعة كربلاء ، العراق ، ٢٠١٥ ، ص ٣٨ وما بعدها .
- ٦٩- لمزيد من التفصيل ينظر مريم سرارمة ، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة ٢٠٠٨ ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري ، الجزائر ، ٢٠١٢ ، ص ٦٠ .
- ٧٠- د. زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل للطباعة و النشر و التوزيع ، الطبعة الثانية ، الأردن - عمان ، سنة ٢٠٠٢ م ، ص ١٠٧ .
- ٧١- د. عبد الستار عبد الجبار الكبيسي ، المصدر السابق ، ص ٢٤٨ .
- ٧٢- حسان خضر ، ، اسواق النفط العالمية ، المعهد لعربي للتخطيط بالكويت ، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الدول العربية ، العدد ٥٧ ، السنة ٥ ، ص ١٢ .
- ٧٣- تحسين عاصي جاسم ، استخدام بعض ادوات الهندسة المالية في تحويط المخاطر السعرية في اسواق النفط العالمية ، رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية ، العراق ، ٢٠١١ ، ص ٧ .
- ٧٤- ينظر قويدري قوشيج بوجمة ، انعكاسات تقلبات اسعار البترول في الجزائر على المتوازنات الكلية ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة حسيبة بو علي ، الجزائر ، ٢٠٠٩ ، ص ٥٤ .
- ٧٥- وذان بشير وخويلدت محمد مجاهد ، أثر تقلبات أسعار النفط العالمية على معدلات النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر - الامارات العربية المتحدة) رسالة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية ، ٢٠١٣ ، ص ٧ .
- ٧٦- هناك الكثير من المفاهيم لتحديد اثر الاسواق على اسعار النفط كمفهوم الندرة الحدي باعتبار النفط كأي مورد طبيعي قابل للنضوب وان أي زيادة بالطلب لابد ان تؤدي الى زيادة السعر وكلا زاد الاستهلاك تقترب من نقطة نضوب هذا المورد ، وهناك مفهوم المنافسة أي ان السوق تعتمد على التنافس بين الدول المنتجة والمستهلكة ، وهناك مفهوم احتكار القلة .
- لمزيد من التفصيل ينظر : د. احمد بريهي علي ، اقتصاد النفط والاستثمار النفطي في العراق ، منشورات بيت الحكمة ، بغداد ، ٢٠١١ ، ص ١٨٧ .
- ٧٧- د. عماد الدين محمد المزيبي ، العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية ، بحث منشور في مجلة جامعة الزهر بغزة ، سلسلة العلوم الانسانية ، ٢٠١٣ ، المجلد ١٥ ، العدد ١ ص ٣٣٠ .
- ٧٨- د. احمد بريهي علي ، المصدر السابق ، ص ٢٢٣ .
- ٧٩- لمزيد من التفصيل ينظر المصدر السابق ، ص ١٨٧ .
- ٨٠- د. عماد الدين محمد المزيبي ، المصدر السابق ، ص ٢٣٥ .
- 81 Wilson , Simon ;Labuzan , Ingrid « Le peak oil , une théorie sur le déclin », Money week , 5 août 2010 , n°94 , p. 21.
- ولمزيد من التفصيل ينظر داود سعد الله ، أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر 3 ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، ٢٠١٠ ، ص ٧٠ .
- ٨٢- د. احمد بريهي علي ، المصدر السابق ، ص ٢٢٤ .
- ٨٣- وذان بشير وخويلدت محمد مجاهد ، المصدر السابق ، ص 11 .
- ٨٤- هذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة حديثة قامت بها وكالة الطاقة الدولية سنة ٢٠٠٩
- لمزيد من التفصيل ينظر
- UK Cabinet Office (2008) ، “The rise and fall in oil prices: analysis of fundamental and financial drivers” ، P.27
- ٨٥- تحسين عاصي جاسم ، المصدر السابق ، ص ٨ .

التنظيم القانوني للمشتقات المالية وأثرها على أسعار النفط * أ.م.د. احمد سامي مرهون المعموري * أ.م.د. عمار كريم الفتلاوي

- ٨٦- تقرير مؤتمر جدة للطاقة ٢٠٠٨ لمزيد من التفصيل ينظر : سعد الله داوود ، تشخيص المتغيرات الجديدة في سوق النفط وأثرها على استقرار الاسعار ، بحث منشور في مجلة الباحث ، الجزائر ، العدد ٩ ، سنة ٢٠١١ ، ص ٢١٦ .
- ٨٧- المصدر السابق ، ص ٢١٧ .
- ٨٨- لمزيد من التفصيل ينظر : تحسين عاصي جاسم ، المصدر السابق ، ص ١٠
- ٨٩- وذان بشير وخويلدت محمد مجاهد ، المصدر السابق ص ١٢
- ٩٠- لمزيد من التفاصيل بخصوص ذلك ينظر د كامل علاوي الفتلاوي و د حسن لطيف الزبيدي ، الصناعة النفطية في العراق التحديات والافاق ، مركز العراق للدراسات ، الطبعة الاولى ، بغداد ، ٢٠١٥ ، ص ٤٢ .
- ٩١- وذان بشير وخويلدت محمد مجاهد ، المصدر السابق ص ١٩
- ٩٢ - لمزيد من التفصيل بخصوص هذه الاستراتيجيات والخسائر التي لحقت العراق جراء عدم استعمال وسائل واستراتيجية صحيحة ينظر : تحسين عاصي جاسم ، المصدر السابق ، ص ٦٥ وما بعدها .