

تعزير الشفافية والنزاهة كأحد مبادئ الحوكمة في سوق الأوراق المالية الكويتي (دراسة على عقود المشتقات المالية)

د. علاء التميمي⁽¹⁾

أستاذ مساعد بكلية الحقوق
- جامعة المنصورة - مصر

الملخص:

زاد في الآونة الأخيرة الحديث عن إدارة المخاطر المالية، وأهمية حوكمة المؤسسات المالية، خاصة على صعيد تعزير قدراتها في تفعيل مبادئ الإفصاح والشفافية، بعد أن تسببت سياسات تحرير الخدمات في ابتكار أدوات مالية جديدة، عرفت باسم المشتقات المالية، ساهمت في ارتفاع حدة المخاطر غير المتوقعة للاستثمارات المتحركة عبر الدول، لسرعة التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار العملات وتقلبات الأسعار السوقية للأسهم، الأمر الذي من شأنه تهديد الكثير من المكتسبات التنموية التي تحققت أو كان من المتوقع تحقيقها. بالإضافة إلى تعريض الكثير من المشروعات التجارية للإفلاس، ما لم يكن هناك أطر قانونية وشرعية لمواجهة هذه المخاطر.

وقد حرصت دولة الكويت في الآونة الأخيرة على إصدار العديد من التشريعات في مجال المعاملات المالية، بغية الاستفادة من معطيات السياسات الدولية في مجال تحرير الخدمات. وقد عكفت هذه الدراسة على بحث أهمية حوكمة المؤسسات المالية في دولة الكويت المتعاملة في مجال المشتقات، في ضوء المخاطر والمزايا المحيطة بالتعامل فيها. كما سلط الضوء على ضوابط الإفصاح والشفافية والنزاهة في سوق المشتقات المالية الكويتي، من حيث بيان مفهوم الشفافية والنزاهة وأهميتها في سوق المشتقات الكويتي، وإبراز مدي استيعاب التشريعات الكويتية لمتطلبات الإفصاح والنزاهة في سوق المشتقات المالية، ومقترحات تعزيرها.

(1) معار بكلية الشريعة والأنظمة - جامعة تبوك - المملكة العربية السعودية.

وقد أظهرت هذه الدراسة أن دولة الكويت لا يوجد لديها الوسائل والأدوات الكافية لإدارة ومواجهة مخاطر المشتقات المالية، وهو ما يفرض عليها ضرورة تعزيز قدراتها في الاستفادة من الابتكارات المالية الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية)، التي لا غنى عنها لأي دولة حتى تحتفظ بموقعها على الخريطة الاقتصادية العالمية. ودليل ذلك، أنه على الرغم من أن اقتصاد دولة الكويت، هو أحد أهم الاقتصادات في منطقة الخليج العربي، ويلعب سوق رأس المال فيه دورًا بالغ الأهمية، إلا أنه لم يسلم من عواصف الأزمة المالية العالمية، والتي تمثلت تبعاتها في الهبوط الشديد في أسعار النفط، مما أدى إلى انخفاض حجم المعاملات في أسواق المال على أثر ذلك، وهو ما أثر بشدة على الوضع المالي للدولة.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من التوصيات، أهمها: ضرورة إصدار تشريعات خاصة تنظم الشفافية والنزاهة في مجال المشتقات المالية بقواعد تراعي خصوصيتها مقارنة بالأوراق المالية. كما يجب تخصيص أجهزة ووحدات معلوماتية متخصصة في مجال المشتقات المالية تابعة لهيئة سوق المال الكويتي، تعمل على تقديم معلومات دقيقة ومفصلة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط، مستقاة من مصادر موثوق بها، وتراعي قواعد الشريعة الإسلامية السمحاء.

مقدمة عامة:

علينا أن نسلم جميعاً بالتحول من اقتصاد يعتمد على كثافة العمل Intensive Labour Economics إلى اقتصاد يعتمد على كثافة المعرفة، وهو ما انعكس أثره بوضوح على أساليب التمويل الحكومي والمصرفي في الآونة الأخيرة، بعد أن ظل متمسكاً بأساليبه التقليدية لفترات طويلة، ولم ينخرط في موجة التطورات الهائلة في مجال تقنية المعلومات، والتي صنعت عوالم جديدة من المعاملات المالية، لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية⁽¹⁾، وإنما ثورة عارمة في أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي تستخدم في هذه الأسواق⁽²⁾.

وعلى الرغم مما حملته هذه الأدوات من مزايا للمتعاملين في أسواق المال والأعمال، إلا أنها أفرزت العديد من صور المخاطر المالية، خاصة بعد أن تسببت سياسات تحرير الخدمات في زيادة نسبة المخاطر غير المتوقعة للاستثمارات المتحركة عبر الدول، لسرعة التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار العملات وتقلبات الأسعار السوقية للأسهم. الأمر الذي شكل تهديداً لكثير من المكتسبات التنموية التي تحققت أو كان من المتوقع تحققها، مما من شأنه تعريض الكثير من المشروعات التجارية للإفلاس، ما لم يكن هناك أطر قانونية وشرعية لمواجهة هذه المخاطر. وقد بادرت العديد من المؤسسات المالية إلى ابتكار أدوات مالية جديدة لمواجهة هذه المخاطر، عرفت باسم المشتقات المالية. والتي وقفت وراءها رغبة قوية في ابتكار نظم مالية جديدة، يمكن من خلالها تفادي المخاطر المستقبلية لتقلبات الأسعار والتقلبات الاقتصادية غير المتوقعة. والغريب، أن

(1) وتنوع الأسواق المالية إلى نوعين: الأول / وهي السوق الرسمية: وتتميز بأن بها مكاناً محدداً لبيع وشراء الأوراق المالية، محكومة بإجراءات محددة لعمليات التداول. ويلاحظ أن هذه السوق تتميز بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كالشروط الخاصة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد العقود التي يمكن للعميل أن يحوزها بالنسبة لكل أصل. والثاني / وهي السوق غير الرسمية: وهي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة أو غير المسجلة في البورصة، ويتم فيها التعامل في غير الأوقات الرسمية المقررة لعمل السوق الرسمية. ويلاحظ أن هذه السوق لا تتقيد بإجراءات معينة، وتأخذ في اعتبارها مطالب العميل في المقام الأول، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين مقارنة بالسوق المنظمة، هذا وإن كان التوجه قد زاد إلى تنميط العقود المتداولة في هذه السوق، الأمر الذي قلل إلى حد كبير من قدرة هذه العقود على تلبية رغبات العملاء، الأمر الذي قلل من قدرة هذه السوق على المنافسة. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2011، ص 77.

(2) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات مصر، 1426هـ - 2005م، ص 67.

هذه المشتقات ذاتها يمكن أن تكون مصدرًا للمخاطر، بفعل المضاربيين⁽¹⁾.

والملاحظ أن غالبية الدول العربية والإسلامية لا يوجد لديها وسائل وأدوات لإدارة ومواجهة المخاطر، لكون هذه المؤسسات تميل إلى الابتعاد عن المخاطر، والأساليب الجديدة لإحاطتها بشبهات غير شرعية، تقلل إلى حد كبير للجوء إليها؛ لذلك، هي تعتمد على النظم والأدوات المعروفة، مثل المربحة والتأجير⁽²⁾.

لكن لم يعد من المقبول لبلادنا العربية أن تنظر لهذا المشهد من بعيد، بعد أن هيمنت سياسات الانفتاح الاقتصادي على معظم دول العالم، وسهلت انتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المختلفة للدول بفعل اتفاقيات تحرير التجارة العالمية تارة⁽³⁾، والتقدم الهائل لنظم الاتصالات والمعلومات تارة أخرى، وعظمت من اعتبارات المنافسة بشكل مخيف؛ حيث تتسابق الأسواق الآن في ابتكار الأشكال والنظم المالية المختلفة لجذب المستثمرين، خاصة على صعيد تمكينهم من نقل وتوزيع المخاطر، وتمكين أصحابها من إجراء المضاربات⁽⁴⁾، الأمر الذي فرض على الأسواق العربية ضرورة تعزيز قدراتها في الاستفادة من الابتكارات المالية الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية)، والتي لم تعد مجرد ترف اقتصادي يقتصر وجوده على الدول المتقدمة فقط، بل أصبح ضرورة لا غنى عنها لأي دولة حتى تحتفظ بموقعها على الخريطة

(1) د. إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، ص2، بحث منشور على شبكة الانترنت، متاح على الموقع التالي:

<http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>.

(2) المرجع السابق، ذات الموضوع.

(3) يضاف لذلك ما شهدته الأسواق المالية من عوامة في نشاطها بفعل النشاط الدولي للبنوك ورغبات المقترضين الباحثين عن أفضل طرق التمويل وبأقل تكلفة، وذلك بعد أن ظهر التباين واضحًا فيما بين الدول في معايير التقييم المحاسبي، ومعدلات الفائدة، واختلاف آجال وشروط التعامل على الأوراق المالية. فمثلاً، زادت مجموع العمليات على السندات الأمريكية في الخارج من أقل من 50 مليار دولار في عام 1983 إلى أكثر من 500 مليار دولار في 1999، واشتهرت السندات الأمريكية وتعاضم الطلب عليها مقارنة بمثيلاتها. د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص133.

(4) وعلى الرغم من الإيجابيات التي عظمها كثير من خبراء الاقتصاد في عوامة الأسواق المالية، إلا أن هذه الإيجابيات لم يتمكن من الاستفادة منها سوى الدول المتقدمة فقط، في حين أنها تسببت في كثير من الازمات بالنسبة للدول النامية، وهذا ما اعترف به وأقره خبراء صندوق النقد الدولي وهو ما حدث بالفعل في المكسيك 1994، ودول جنوب شرق آسيا 1997، والبرازيل وروسيا 1999. وتنعقد الآمال في الوقت الراهن على تحرير حساب رأس المال لتمكين الدول النامية من الاستفادة من مزايا العوامة المالية، خاصة بعد أزمة دول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) عام 1997. د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص133.

الاقتصادية العالمية، أن تعزز من قدراتها على تبني المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية الرشيدة، حتى لا تجتاحها رياح المنافسة العاتية⁽¹⁾.

ومما لا شك فيه، أن اتخاذ المستثمر لقراره بالاستثمار في أحد الأسواق المالية أصبح مرتبطاً بشدة بمناخ السوق وآلياته، والتي يأتي في مقدمتها توافر وانسيابية المعلومات الصحيحة حول الأدوات المالية المتداولة، وحجم تداولها، وطبيعة الضمانات الخاصة بها، في ظل نوع من الشفافية والإفصاح، القائم على ضوابط قانونية رشيدة، تقيم نوعاً من التوازن بين اعتبارات المنافسة (وما يقتضيه ذلك من احتفاظ كل مستثمر بسرية بعض البيانات والمعلومات المرتبطة بنشاطه) واعتبارات المكاشفة (وما يقتضيه ذلك من الإفصاح والشفافية لبعض البيانات لمصلحة الاستثمار في السوق)، حول بيانات التداول، والتي من أهمها: الأصول المالية وتوزيعات الأرباح والخسائر، والتدفقات النقدية، والإفصاح عن السياسات المحاسبية، ومخاطر المشتقات المالية وآليات مواجهتها⁽²⁾.

والملاحظ أن المشتقات المالية تعد من أكثر الأدوات المالية المبتكرة في الآونة الأخيرة، وقد شهدت زيادة ملحوظة، وتوسعت أسواقها بشكل واضح، وقد زودت هذه الأدوات الاستثمارية الجديدة أصحابها بفرص غير مسبوقه لدرء المخاطر المالية وغيرها من المخاطر الناتجة عن المعاملات الدولية⁽³⁾.

(1) فقد سعي كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير إلى فرض أيديولوجيات تسعى إلى إعادة صياغة القرار الاقتصادي، بغية اختراق الأسواق المالية للدول، وفرض سياسات التحرير الاقتصادي Deregulation of Capital markets، وتحرير سعر الفائدة، وسعر الصرف، وإلغاء الحواجز الجمركية، والقيود الحمائية، تحت مزاعم زيادة التعاون والتبادل المالي والتجاري. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 5.

(2) معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) الأدوات المالية: الإفصاح والعرض، ص 2، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.incometax.gov.eg/tdr/Stand/a21/a211.doc>.

(3) وقد تسببت العوامل السابقة في زيادة الإقبال على تدويل التعامل على الأوراق المالية ومشتقاتها، وعلى أثر ذلك تم انشاء سوق الأورو أسهم للتعامل بالأوراق المالية على مستوى دولي. وعلى صعيد متصل، ساعد استخدام التكنولوجيا الحديثة ووسائل الاتصال في مجال بورصات الأوراق المالية. أيضاً انتشار نشاط الشركات متعددة الجنسيات زاد من نشاط تداول الأوراق المالية والابتكارات المالية المرتبطة باستخدامها. أيضاً ساعد إلغاء القيود على تجارة الخدمات على المستوى الدولي بفعل اتفاقيات GATS، فترتب على ذلك إنشاء ما يسمى بالأوراق المالية الناشئة، حيث فتحت الأخيرة أبوابها على مصراعها واستطاعت جذب الكثير من التدفقات النقدية، كما سعت بفعل تحرير الخدمات الى الشراكة والاندماج مع الأسواق المالية الأخرى، بهدف زيادة معدلات الاستثمار فيها، كما ساعد على تطوير الأدوات المالية التقليدية، وابتكار أخرى جديدة (كالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة)، مما أزال أمام =

وعلى الرغم مما حققته المشتقات بأدواتها المختلفة من تلبية احتياجات العديد من المؤسسات المالية في مواجهة المخاطر المالية والسيطرة عليها، إلا أنها استحدثت مخاطر أخرى، تسببت في انحسار الربحية وتدهور نوعية المنتجات المالية⁽¹⁾، بل وحدثت الأزمات المالية العالمية⁽²⁾. وقد دعا هذا الأمر إلى ضرورة أن يكون هناك أدوات جديدة لمواجهة المخاطر المستحدثة. لكن رغم ذلك، رأى الكثير أن هذه الأدوات المستحدثة تحولت لأدوات قمار⁽³⁾، بل ووصفها البعض بأنها أدوات للدمار الشامل، أو قنابل موقوتة قابلة للانفجار في أي وقت⁽⁴⁾.

ولعل جزءاً كبيراً من إضعاف فاعلية المشتقات المالية في أداء دورها والاستفادة من مزاياها، يعود في الأساس إلى العديد من الأسباب، أهمها: زيادة العقود الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية، والتصرفات غير القانونية، والهروب المفاجئ لرؤوس

=المستثمر الكثير من عوائق التعامل في الأسواق المالية. لكن لا يخفى مال هذا الترابط من مخاطر تتعلق بسرعة انتقال عدوى الأزمات والاضطرابات فيما بين هذه الأسواق حال حدوثها.

John Andrew Lindholm, Financial Innovation and Derivatives Regulation - inimizng Swap Credit Risk under Title V of the Futures Trading Practices Act of 1992, 1994, COLUM. Bus. L. Rev. 73, 77 (1994), p1; Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments, 25 SETON HALL L. Rev. 1 (1994), p1.

د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 132.

(1) وقد كان لهذه العوامل تأثيرات سلبية في غاية الخطورة على كثير من الدول، ظهر أثره في إفلاس العديد من الشركات التجارية، وخسارة العديد من الشركات لاحتياطياتها، بالإضافة إلى فقدان جزء كبير من الادخار المحلي الذي كان يحتفظ به الأفراد والشركات. راجع: بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (تخصص مالية الأسواق)، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة -كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011-2012، ص 106.

(2) وقد تأكد هذا الأمر بحدوث الأزمة المالية العالمية، حيث تسببت أزمة الرهون العقارية التي حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية، والتوسع المفرط في التعامل على المشتقات المالية المرتبطة بها، وما صاحب ذلك من انعدام الرقابة عليها، وعدم وجود آلية واضحة للإفصاح والشفافية عن البيانات المرتبطة بتداولها إلى إقبال الأفراد عليها دون وعي، الأمر الذي أدى إلى وجود تعثر شديد في السداد، أسفر عن حدوث كارثة مالية في البنوك الأمريكية، انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية الأمريكية، ومنها إلى باقي الأسواق في العالم. المرجع السابق، ص 133.

(3) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 81.

(4) راجع: بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2010، مرجع سابق، ص 133.

الأموال، وضعف معايير الإفصاح والشفافية في التعامل مع هذه المشتقات⁽¹⁾.

وقد دفعت المخاطر السابقة بالعديد من الدول إلى وضع التشريعات القانونية الكفيلة بمواجهة هذه المخاطر⁽²⁾. وقد كانت البداية عند القضاء الأمريكي، الذي اعترف صراحة بمشروعية هذه العقود⁽³⁾. ولكن هذا لم يحل دون حدوث اختلاف شديد حول الأحكام الخاصة بتنظيم كثير من التفاصيل الخاصة بهذه العقود. وعلى أثر ذلك بدأت بعض المحاولات التشريعية تتبادر، كان أهمها قانون التجارة في المستقبلات Derivatives trading act 1928⁽⁴⁾ وقانون الإشراف على المشتقات 1994⁽⁵⁾ من ناحية أخرى، حرص الكونجرس الأمريكي على أن يولى اهتمامًا خاصًا لبحث موضوع حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة في المشتقات المالية والرقابة على معاملاتها⁽⁶⁾. وقد ظهر من هذا النقاش أن البعض رأى أن التشريعات القائمة كافية لمواجهة مخاطر المشتقات المالية⁽⁷⁾.

وعلى صعيد الوضع في فرنسا، يلاحظ أنها كانت في طليعة الدول التي حرصت

(1) د. راند نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، (الجهات المنظمة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية - مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية - كلية الدراسات الإسلامية في قطر بجامعة حمد بن خليفة - الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي)، إسطنبول - تركيا، في الفترة 9-11 سبتمبر 2013، ص 1.

(2) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, Fordham International Law Journal, Volume 18, Issue 4, 1994, Article 12, p1398.

(3) راجع:

Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co., 198 U.S. 236 (1905), available at: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/198/236/>

(4) راجع:

Future Trading Act of 1921.

(5) راجع:

H.R.3748 - Derivatives Supervision Act of 1994.

(6) راجع:

Christian O. Nagler, Derivatives Disclosure Requirements: Here We Go Again, Cornell Journal of Law and Public Policy, Volume 6, Issue 2 Winter 1997, p442.

(7) راجع:

Olaf De Senerpont Domis, D'Amato: No Need for Derivatives Legislation AM. BANKER, Jan. 6, 1995, at 1.

على تنظيم عقود المشتقات، خاصة العقود الآجلة، فقد سنت في عام 1885 قانون الصفقات الآجلة Français opérations à terme de droit⁽¹⁾. وفي عام 1996 حرص المشرع الفرنسي على أن يطور بعض الأحكام الخاصة بعقود المبادلات⁽²⁾. وقد واصل المشرع الفرنسي حرصه واهتمامه بهذه المشتقات، فأصدر القانون النقدي والمالي عام 2000⁽³⁾، وأخيراً قانون التنظيمات الاقتصادية الجديدة في عام 2001⁽⁴⁾.

وفي المملكة المتحدة، كانت عقود المشتقات تخضع للقواعد العامة في القانون، وقد استمر هذا الوضع حتى صدور قانون الخدمات والأسواق المالية عام 2000⁽⁵⁾.

وفي مصر، يلاحظ أن البنوك سعت منذ فترة إلى استخدام بعض أنواع عقود المشتقات بهدف التحوط ضد ارتفاع أسعار الصرف. وقد قام البنك المركزي منذ خمسة أعوام بإصدار ضوابط للبنوك بشأن إبرامها عقود الصرف الآجلة، كان أهمها التزام البنوك بإرسال تلك العقود إلى البنك المركزي في كل مرة يتم فيها التعاقد كي يبيت في إمكانية تنفيذها من عدمه في ضوء المخاطر المحيطة بتنفيذها⁽⁶⁾.

(1) راجع:

Alessandro Stanziani, Rules of Exchange: French Capitalism in Comparative Perspective, Eighteenth to Early Twentieth Centuries, Cambridge University Press, Rab. I 21, 1433 AH - Business & Economics, p261.

(2) راجع:

Jean-Luc Bailly, Collectif, Économie monétaire et financière, Editions Bréal, Raj. 7, AH - Finance - 383, 1427, p 187.

(3) راجع:

Présentation des dispositions de l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie législative du code monétaire et financier CRIM 2001-08 G3/22-05-2001 NOR : JUSD0130068C, Code monétaire et financier – Euro, Bulletin officiel du ministère de la justice n° 82 (1er avril - 30 juin 2001).

(4) راجع:

Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, Est disponible sur le site:

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114>

(5) راجع:

Financial Services and Markets Act 2000, Chapter 8, available at:
www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf

(6) وفي الآونة الأخيرة قامت البنوك المصرية بإبرام عقود التحوط بالعملة الأجنبية، خاصة لعملاء الاعتمادات المستندية وخطابات الضمان؛ بغرض تحفيزهم على الاستفادة من الأسعار المنخفضة للدولار مع توقعات بحدوث ارتفاعات، بالإضافة إلى تسهيل توفير العملات لهم، كما سعت البنوك إلى طمأنة الطرف الآخر، من خلال ضمان =

وعن دولة الكويت، يلاحظ أن اقتصادها هو أحد أهم الاقتصادات في منطقة الخليج العربي، ويلعب سوق رأس المال فيه دورًا بالغ الأهمية. فقد عرفت الكويت التعامل في الأسهم منذ عام 1952 (تاريخ طرح أول شركة كويتية أسهمها للاكتتاب، وهي بنك الكويت الوطني)، وتوالي بعد ذلك إنشاء العديد من شركات المساهمة، خاصة بعد اكتشاف النفط. وفي عام 1971 صدر قرار وزير التجارة والصناعة بخصوص تنظيم تداول الأوراق المالية، وبعدها بعام واحد تم افتتاح بورصة الأوراق المالية، والتي أطلق عليها «سوق الكويت للأوراق المالية». تضم بورصة الأوراق المالية الكويتية العديد من الأجهزة المتخصصة؛ أهمها: جهاز مراقبة البيع الآجل (ويتولى هذا الجهاز حركة البيع بالآجل، واقتراح الأسس والقواعد المناسبة لترشيد عمليات البيع بالآجل من حيث حجم المعاملات وأجلها وأسعارها واتجاهاتها وتباينها مقارنة بالأسعار الفورية) وجهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات (يقوم بالإضافة إلى مهمة جمع وتحليل ونشر المعلومات بإعداد الدراسات وإصدار النشرات اليومية والدورية، كما يقوم كذلك بنشر المؤشرات المالية للشركات والمعبرة عن الوضعية المالية لها) ⁽¹⁾.

ولم تسلم دولة الكويت من عواصف الأزمة المالية العالمية، وليس أدل على ذلك من الانخفاض الشديد في أسعار النفط، وهو ما أثر بشدة على الوضع المالي للدولة. فقد انخفض حجم المعاملات في أسواق المال على أثر ذلك، وتفاقم الأمر سوءًا، بسبب عدة عوامل أخرى، أهمها: ضعف الانضباط الائتماني، والتراخي في شروط منح الائتمان، والإفراط في إصدار المنتجات المبتكرة ذات المخاطر العالية، مع عدم وجود نوع من الإفصاح والشفافية حول كثير من البيانات المرتبطة بالتعامل على الأدوات المالية المختلفة، وما يجري عليها من مضاربات، الأمر الذي أدى إلى صعوبة في إحكام الرقابة والإشراف على كثير من هذه المضاربات ⁽²⁾.

=مصادر السداد وضمان توظيفات لحافظ العملات الأجنبية بالبنوك. وفي سبيل ذلك وضع البنك بعض الضوابط: مثل ربط سعر الدولار عند قيمة محددة في ضوء عدة أمور: مثل أجل السداد، وإجمالي قيمة العقد، وتوقعات السوق. والملاحظ أن البورصة المصرية لم تسمح بعد بتداول هذه العقود إلا بخصوص الأسهم والسندات، وذلك على الرغم من أن المادة (46) من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999 قد سمحت بالتعامل في العقود الآجلة شريطة أن تعقد في سوق الأوراق المالية، وأن يكون محل هذه العقود صكوكًا مدرجة في جدول أسعار هذه السوق، وأن يصدر بتنظيم هذه العمليات قرار من الوزير المختص. البنوك تتجنب «العقود الآجلة» للدولار بعد التغيرات الدراماتيكية في السوق، مقالة منشورة في جريدة البورصة، الأربعاء 27 يناير 2016.

(1) راجع: بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2010، مرجع سابق، ص 150.

(2) المرجع السابق، ص 145.

وقد حرصت دولة الكويت على التصدي الجاد لمثل هذه الممارسات؛ حيث صدر في يونيو عام 2015 دليل حوكمة الشركات، وقد اشتمل على العديد من التعليمات الخاصة بتطوير معايير الحوكمة، مع مراعاة الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية الأخيرة، كما تمت مراعاة ما صدر من معايير حديثة في مجال الحوكمة، والتي كان من أهمها: الورقة الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية في شهر أكتوبر 2010 حول «مبادئ تعزيز حوكمة الشركات»، والمبادئ الصادرة عن مجلس الاستقرار المالي بشأن نظم المكافآت، وما جاء من توصيات في تقرير فريق عمل البنك الدولي بشأن تقييم معايير الحوكمة في البنوك الكويتية الصادرة في أواخر عام 2010، بالإضافة إلى ما هو مطبق من معايير في بعض دول المنطقة⁽¹⁾.

- أهمية موضوع الدراسة:

يكتسب الحديث عن تعزيز مبادئ الإفصاح والشفافية في مجال المشتقات المالية أهمية خاصة، وذلك للأسباب الآتية:

1 - كثرة المعاملات على المشتقات المالية في الآونة الأخيرة، وذلك على الرغم من أنها كانت سبباً قوياً في حدوث الأزمة المالية العالمية، إلا أن المضاربين لا يزالون يعتمدون عليها بشكل كبير في تحقيق الكثير من الأرباح. كما أن العديد من المستثمرين يحتاجون إليها في مواجهة المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار، وغيرها من المتغيرات الشديدة التأثير بالتقلبات الاقتصادية⁽²⁾.

(1) راجع: دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، يونيو 2015، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.kfh.com/pdf/Corporate_Governance.pdf.

(2) «وقد صدر تقرير عن مكتب رقابة العملة في الولايات المتحدة، أشار إلى أن المشتقات المالية هي من أسرع أشكال المعاملات المالية نمواً، وأن المشتقات المالية استمرت في نموها السريع حتى في ظل ظروف الأزمة المالية العالمية، وأن الجانب الأكبر من المشتقات المالية في الولايات المتحدة يتم بواسطة عدد محدود جداً من البنوك الأمريكية الكبرى والشركات التي تتبعها، ووفقاً للتقرير فإنه في عام 1995 كانت المشتقات المالية في الولايات المتحدة لا تزيد على 20 تريليون دولار، وفي الربع الثالث من العالم الماضي قفزت المشتقات إلى 248 تريليون دولار (لاحظ الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة نحو 15 تريليون دولار)، أي أن قيمة المشتقات المالية تبلغ نحو 17 ضعف قيمة الناتج. بالنسبة لتوزيع هذه المشتقات فإن نحو 82 في المائة منها تمثل عقود فائدة، ونحو 11 في المائة عقود نقد أجنبي، ونحو 6 في المائة مشتقات ائتمان، والباقي عقود مشتقات أسهم وسلع وغيرها. من ناحية أخرى؛ فإن توزيع المشتقات حسب طبيعة المنتج المالي تشمل عقود المشتقات في عقود المستقبلات والعقود الآجلة بنسبة 16 في المائة، وعقود الترتيبات المتبادلة Swaps بنسبة 63 في المائة، وعقود الخيارات بنسبة 15 في المائة، ومشتقات الائتمان بنسبة 6 في المائة، ومن بين الـ 248 تريليون دولار تعد الخمسة بنوك الرئيسة في الولايات المتحدة مسؤولة عن نحو 221.5 تريليون من المشتقات، وهذه البنوك هي بنك جي بي مورجان تشيز، وسيتي بنك، وبنك أوف أمريكا، وبنك جولدمان ساكس، وبنك إنش إس بي سي». مقالة بعنوان «المخاطر الحقيقية وراء المشتقات المالية»، منشورة بجريدة البوابة - أعمال، العدد: 2 مايو 2012.

2 - تحتاج مجتمعاتنا العربية في الوقت الراهن إلى استيعاب مستجدات التعامل في المشتقات المالية، وذلك لتلبية تطلعات المستثمرين الوطنيين في هذا المجال، تجنباً لتدويل مدخراتهم في أسواق المال الأجنبية، أي لتجنب هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج باحثة عن الربح في أسواق أجنبية، وأيضاً لتلبية رغبات المستثمرين الأجانب في الاستفادة من الأدوات الاستثمارية التي قد يحتاجون إليها بمناسبة ممارسة استثماراتهم في الدول العربية.

3 - إن التعامل في المشتقات ينطوي على الكثير من المخاطر، ومن ثم تبدو أهمية توفير الضمانات الكافية بالحد منها، والتي من أهمها اعتبارات المكاشفة والإفصاح والشفافية، لتمكين المستثمرين من تكوين البصيرة المستنيرة حول طبيعة هذه الأدوات، لاتخاذ قراره بالاستثمار عن وعي وإدراك حقيقي لطبيعة المخاطر.

4 - ضرورة الوقوف على الإطار القانوني والشرعي لإدارة مخاطر المشتقات المالية وحوكمة التعامل فيها، لتجنب اقتصاداتنا العربية مخاطرها، وتحقيق الاستفادة منها قدر الإمكان.

- إشكالية الدراسة:

تتركز إشكالية هذه الدراسة في غياب التنظيم القانوني الكافي والملائم لمواجهة الغش في الإفصاح عن حقيقة المعاملات المرتبطة بالمشتقات المالية؛ حيث يعتمد المتعاملون في هذه المشتقات التغاضي عن الأخطاء التي تقع في التعامل معها، وتضخيم الإنجازات والمكاسب الناجمة عنها بتقديم أرقام وهمية عن الأرباح، وتواطؤ شركات المحاسبة والتدقيق مع المسؤولين عن هذه الشركات، الأمر الذي يعظم من أهمية معايير الإفصاح والشفافية حول استخدام هذه المشتقات. من ناحية أخرى زادت في مجال عقود المشتقات كثير من الممارسات غير المشروعة، خاصة وأن غالبية هذه العقود تتم في الأسواق غير الرسمية، الأمر الذي عظم من أهمية تعزيز اعتبارات النزاهة في التعامل مع هذه العقود.

خطة الدراسة:

الفصل الأول: ماهية عقود المشتقات المالية وجدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة فيها.

الفصل الثاني: ضوابط الإفصاح والشفافية والنزاهة في سوق المشتقات المالية الكويتي.

الفصل الأول

ماهية عقود المشتقات المالية

وجدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة فيها

تبدو أهمية الوقوف على تعريف محدد للمقصود بعقود المشتقات المالية، لإبراز أهم خصائصها القانونية، ومن ثم تمييزها عن غيرها من العقود المشابهة لها، وبيان مدى جدوى حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة فيها، خاصة في ظل كثرة وتنوع المخاطر الناشئة عن التعامل في هذه العقود، وذلك على التفصيل التالي:

المبحث الأول

ماهية عقود المشتقات (1) المالية (2)

تعددت صور عقود المشتقات المالية، وأثارت العديد من الاختلافات حول طبيعتها، الأمر الذي يبدو معه أهمية استعراض هذه التعريفات، والوقوف على أهم ما تثيره من خصائص قانونية، وذلك على النحو التالي:

(1) يعرف الاشتقاق بأنه عبارة عن «توليد الألفاظ بعضها من بعض، ولا يتسنى ذلك إلا من الألفاظ التي بينها لفظ واحد ترجع إليه وتتولد منه، فهو في الألفاظ أشبه ما يكون بالرابطة النسبية بين الناس». وتطبيق ذلك على العقود، يلاحظ أن العقد المشتق هو عقد متولد عن عقد آخر ومشتق عنه، وليس له قيمة في ذاته إذا ما انفك عن العقد المشتق منه، وهذه العقود اشتقت قيمتها وتولدت من قيمة الأصول محل التعاقد. ويلاحظ أن مفهوم العقد المشتق في الفقه الإسلامي يختلف عما سبق، فمثلاً يقول الفقهاء في أن لفظ البيع هو المشتق وليس العقد نفسه. ولفظ السلم مشتق من استلام رأس المال أي تجليله، فلفظ السلم هو المشتق وليس العقد. وبناء عليه ليس هناك ما يسمى بالعقد المشتق في الفقه الإسلامي. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 52-55.

- والملاحظ أن المشتقات المالية ليست جزءاً من الأشياء التي اشتقت منها (كمشتقات المعادن والألبان)، لكنها التزامات ينشئها المتعاقدان على أشياء ذات قيمة سوقية؛ مثل السلع، ليصبح الاتجار فيها مثل الاتجار في السلع ذاتها. ومثال على ذلك لو قام مالك سلعة محددة لها سعر محدد وتاريخ تسليم محدد، حق شراء هذه السلعة بسعر السوق. د. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز «الاقتصاد الإسلامي»، م 27-ع 2014م / 1435هـ، ص 3-44.

(2) يجب لفت الانتباه إلى أن عقود المشتقات المالية ليست أدوات حديثة العهد، فقد كانت أسواق الأرز في أوساكا قديماً سوقاً للبيوع الآجلة. بالإضافة لذلك، كانت هناك أسواق آجلة في القرن السابع عشر، كما كانت هناك أسواق للعقود المستقبلية في القرن الثامن عشر. كما أن أسواق العقود المستقبلية في فرنكفورت أنشئت عام 1867 وفي لندن 1877. وفي نيويورك أنشئت سوق للقطن عام 1872، وبدأ التعامل في العقود الآجلة في مصر عام 1907. ومع بداية السبعينات شهدت الأسواق المالية تطورات هيكيلية كان أهمها ظاهرة (Décloisonnement Désintermédiation, Déréglementation)، وهي مصطلحات تعني رفع القيود والحواجز، أو اللواصطة، وتشير إلى إلغاء فكرة الوساطة في التعامل، لإزالة الحواجز بين الأسواق المالية لرفع كفاءتها، بغرض التعامل في الأسواق المالية بعيداً عن البنوك التجارية، وذلك بعد أن زادت أهمية هذه الأسواق مقارنة بالبنوك. فهذه الأسواق أصبح لها دور فائق في تمويل الوحدات الاقتصادية، لم تتمكن البنوك من القيام به لتقيدها بقيود الميزانية، بل العجيب أن البنوك بدأت تتوجه نحو الاستثمار في هذه الأسواق بقوة، الأمر الذي لوح بالعديد من المخاطر، واستدعى ضرورة وجود التشريعات القانونية التي تراعي التغييرات التي وقعت، وتقلل من المخاطر المصاحبة لهذه العمليات قدر الإمكان، كما ظهرت أهمية وجود القوانين المرنة تجنباً للالتفاف عليها من قبل المتعاملين في هذه الأسواق. ويشير مصطلح رفع الحواجز في الأسواق المالية أيضاً إلى إلغاء التخصص في الأنشطة المالية، وفتح العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (السوق النقدي والسوق الرأسمالي)، والسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة نشاطها في السوق المحلي. وكذلك السماح للمؤسسات المحلية أن تباشر نشاطها خارج النطاق الإقليمي. وقد تسببت هذه الظواهر في توسيع حجم النشاط في الأسواق المالية، وتنوع وتعدد المنتجات المالية بداخلها. وقد صاحب هذه الأمر العديد من المخاطر نتيجة زيادة تحرر هذه الأسواق، كان من أهمها: خطر عدم الدفع، وخطر سعر الفائدة، والتقلبات الحادة في أسعار المواد الأولية، الأمر الذي دعا إلى ضرورة ابتكار أدوات مالية لتغطية هذه المخاطر، الأمر الذي أدى إلى ظهور المشتقات المالية. راجع لمزيد من التفصيل: د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 5؛ سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري قسنطينة - الجزائر، 2012، ص 2.

المطلب الأول تعريف المشتقات المالية

تعددت التعريفات التي قيلت لإبراز مفهوم المشتقات المالية، بتعدد زوايا النظر إليها وتناولها. فعرفت هذه المشتقات بأنها عبارة عن نوع من العقود المالية التي تشتق قيمة محلها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع. ومن أبرز أشكالها؛ عقود المستقبلات والعقود الآجلة وعقود المقايضات وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁽¹⁾. عرفت أيضاً بأنها «عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع....) وتكون لتلك العقود مدة زمنية محددة، بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها بين طرفي العقد عند تحريره»⁽²⁾.

عرفت هذه المشتقات أيضاً بأنها عبارة عن عقود مالية متعلقة بفقرات خارج الميزانية، ترتبط قيمتها بقيمة أحد الموجودات أو الأصول المالية⁽³⁾.

وقد حرص صندوق النقد الدولي على أن يدلوا بدلوهم في هذا الصدد، فعرّفها بأنها عبارة عن «عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري»⁽⁴⁾.

(1) راجع في هذا المعنى: د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص58.

(2) د. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق، ص3-44.

(3) بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحقة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، في الفترة من 20 إلى 21 أكتوبر 2009، ص2. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص66.

Don M. Chance, Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, 9th Edition, chapter 1, South-Western, Cengage Learning, 2013, p1.

(4) راجع: International Monetary Fund, Financial Derivatives, available at: <http://www.imf.org/external/np/sta/fd/>

من جانبه حرص مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته السابعة عام 1992 على تعريف عقود الخيارات (كأحد صور المشتقات) بأنها عبارة عن «الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين»⁽¹⁾.

ولم يغفل المشرع الكويتي بدوره عن تعريف المشتقات المالية؛ حيث عرفها في المادة الأولى من القانون رقم (7) لسنة 2010 بأنه عبارة عن «أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعينة، مثل الأسهم والسندات والسلع والعملات، ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى».

المطلب الثاني

أهم الخصائص القانونية لعقود المشتقات المالية

في ضوء التعريفات التي سبق طرحها، يمكن إبراز أهم ما تتمتع به عقود المشتقات المالية من خصائص، وذلك على التفصيل التالي:

عبارة عن اتفاق تعاقدية: المشتقات المالية ليست أصولاً مالية أو أصولاً عينية، وإنما هي عقود أو اتفاقيات تجارية تهدف إلى تنفيذ عملية تجارية في وقت لاحق، وفقاً للمواعيد المتفق عليها⁽²⁾.

تنشأ بموجب اتفاق تبادلي: تتكون المشتقات المالية بموجب اتفاق تعاقدية بين اثنين أو أكثر، يلزمهما بتبادل مدفوعات نقدية ذات قيمة مستقلة في السوق المفتوح⁽³⁾. وعلى الرغم من أنها تحمل منفعة مالية لمستخدميها، إلا أنهم ملزمون أيضاً بتحمل المخاطر المترتبة على استخدامها⁽⁴⁾.

(1) مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع، جدة المملكة العربية السعودية، مجلة المجمع، قرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية.

(2) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 56. (3) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), p 28, available at:

<https://math.illinoisstate.edu/krzysio/MAT483/Derivatives-PracticesPrinciples.pdf>

(4) راجع:

Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss, the American university Law review, Vol. 43:1023, (No publication date), p1029.

وتتوقف قيمة هذا الاتفاق على حركة السوق المفتوح، التي تعتمد على قيمة الدفعات الأساسية⁽¹⁾.

محل هذه العقود فروق الأسعار: كشفت بعض التعريفات السابقة عن صورية معظم عقود المشتقات المالية؛ حيث إن محل هذه العقود فرق الأسعار. فالعقد لا يهدف إلى تملك أو تملك، ولا يهدف إلى تسليم أو تسلّم، وإنما هو مجرد رهان على اتجاهات الأسعار⁽²⁾.

تستخدم لإدارة المخاطر: فهذه العقود تتم في الأساس لتبادل المخاطر بين أطرافها، فالمتعاقدان أحدهما بائع للمخاطر والآخر مشتر لها، أحدهما يسعى إلى التخلص من المخاطر، والآخر يقبلها نظير مكافأة (Reward)⁽³⁾.

لا ينتج عن هذه العقود أي تدفق مبدئي: يلاحظ أن عقود المشتقات وإن كانت تنشئ التزاماً تبادلياً مشروطاً، إلا أنه لا ينتج عنها أي تدفق مبدئي، وذلك على خلاف الأدوات المالية الأصلية (المقابلة للمشتقات) حيث ينتج عنها تدفق نقدي مبدئي، يظهر في صورة مدفوعات نقدية، وهي تشتمل على الأدوات التي تظهر في صلب الميزانية، والتي يترتب على الحصول عليها تدفق نقدي يظهر في صورة مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملكها يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من بيعها؛ وهي مثل الأسهم والسندات وأدوات الدين وأدوات الملكية⁽⁴⁾.

وتظهر المشتقات المالية في عدة صور وأشكال، مثل عقود الخيارات⁽⁵⁾ والعقود المستقبلية⁽⁶⁾ والمبادلات⁽⁷⁾. وفي الولايات المتحدة يختلف النظام القانوني المطبق على

(1) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p28.

(2) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 60.
(3) المرجع السابق، ص 61.

(4) د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 54.
(5) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p28.

Ibid. p28.

(6) راجع:

(7) وقد عرف القانون الأمريكي لتبادل الأوراق المالية لسنة 1934 مصطلح التبادل «Exchange» بأنه معنى يشير إلى أي منظمة أو جمعية أو مجموعة من الأشخاص، سواء تمتعت بالشخصية الاعتبارية أم لا والذي يوفر مكاناً ومرافق وسوقاً لجلب بائعي ومشتري الأوراق المالية لممارسة المعاملات المختلفة المتعلقة بهذه الأوراق، خاصة فيما يتعلق بتبادلها.

SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, AS AMENDED THROUGH P.L. 112-158, APPROVED AUGUST 10, 2012, Sec 3.(a).(1).

المشتقات ومتطلبات كل منها بحسب نوع الأداة المالية، وهذه المتطلبات لا يمكن لها رغم ذلك أن تمنع المخاطر الكبيرة المرتبطة بالمشتقات⁽¹⁾.

ويوجد الآن طائفة عريضة من الأفراد المتعاملين في المشتقات، وهم ينقسمون إلى متعاملين ومستخدمين نهائيين، والمستخدم النهائي هو غالباً من يسعى إلى الدخول في العقد ويلتزم ببيع أو شراء الأصول المتعاقد عليها، وأما المتعامل The dealer فهو على النقيض من ذلك مجرد وسيط (سمسار) يعمل على تسهيل الصفقات في مقابل تحقيق بعض المكاسب المادية⁽²⁾.

وتتكون طبقة المستهلكين النهائيين من الهيئات والمؤسسات الحكومية والمستثمرين والمؤسسات المالية⁽³⁾. ويقوم هؤلاء عادة بالدخول في هذه الصفقات إذا كانت تتم في الأسواق الدولية (وإن كان هناك بعض الحذر من قبل صناديق الاستثمار المشترك وشركات التأمين وصناديق التقاعد والجهات الحكومية من التعامل في المشتقات المالية)⁽⁴⁾. يضاف لذلك أن هذه العقود يتعامل فيها أيضاً طبقة التجار، مثل: البنوك وشركات الأوراق المالية، بهدف بيعها للمستهلك النهائي⁽⁵⁾.

ويسعى التاجر التقليدي للحفاظ على محفظة المشتقات ليس بغرض تسويتها لحسابه، ولكن لإعادة بيعها إلى العملاء المختلفين⁽⁶⁾.

(1) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer a Viable Alternative to Congressional Action?, op. cit, p1402.

(2) راجع:

Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss, op. cit, p1403.

(3) راجع:

Ibid p1435..

(4) راجع:

Ibid, p1404.

(5) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. 34.

(6) راجع:

Daniel P. Cunningham et al., an Introduction to OTC Derivatives, in SWAPS AND OTHER DERIVATIVES IN 1994, at 154-70.

المبحث الثاني

جدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود المشتقات المالية

حظي التعامل على المشتقات المالية بكثير من الاختلافات على شتى الأصعدة (الشرعية والقانونية والاقتصادية)، ما بين مؤيد ومعارض، وما بين من يرى أنها أدوات للتحوط ضد المخاطر، وبين من يرى أنها أساس المخاطر ومصدرها. ومثل هذا الوضع الجدلي الذي لم تتوقف رحاه حتى الآن، يبرز أهمية حوكمة المؤسسات المالية المتعاملة في عقود المشتقات، لأن التسليم بوجود مزايا وعيوب في ذات الوقت، أمر يفرض ضرورة الاستعانة بضوابط الإدارة الرشيدة، التي تحرص على الاستفادة من المزايا وتعظيمها، وتجنب المخاطر وتحاشيها قدر الإمكان.

والحال على هذا النحو يفرض ضرورة استعراض مخاطر التعامل في المشتقات ومزاياها، ودور الحوكمة في إحداث التوازن بينهما، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول

عقود المشتقات المالية في ميزان المخاطر والمزايا

أولاً - مخاطر التعامل في المشتقات المالية:

يمكن إجمال أهم صور المخاطر الناجمة عن التعامل في المشتقات المالية فيما يلي⁽¹⁾:

مخاطر السوق: وتنصرف هذه المخاطر في الأساس إلى التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي تنسب في الأساس إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد. وقد يتسبب في هذه المخاطر أيضاً نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول.

المخاطر الائتمانية: وتنتج مثل هذه المخاطر في الأساس عن عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته. وينتشر هذا النوع من المخاطر في البورصات غير

(1) د. عامر يوسف العتوم، أسباب الأزمة المالية العالمية رؤية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر الرابع للبحث العلمي في الأردن، الأحد، 8 نوفمبر/ تشرين الثاني، 2009، ص5.

المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في هذه البورصات بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

مخاطر التشغيل (المخاطر الرقابية): وهي عبارة عن المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة على المؤسسات المتعاملة في عقود المشتقات، سواء على أداء العاملين أم على مستوى الإدارة.

المخاطر القانونية: وتتعلق هذه المخاطر في الأساس بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني من شأنه أن يتسبب في إبطال العقد، أو يحول دون قيام أحد أطرافه بأداء التزاماته كما تم الاتفاق عليها.

مخاطر خلق الأزمات المالية: يرى الكثير أن المشتقات المالية كانت السبب الأقوى في انهيار العديد من الأسواق المالية خاصة ما حدث في 19 أكتوبر 1987. وفي عام 1994، وما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة⁽¹⁾. وقد أعلن جورج سوروس في لجنة البنوك الأمريكية أن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها في الأساس بغرض تمكين بعض المؤسسات من المقامرة، وأنه لم يكن يسمح لهذه المؤسسات أن تمارس مثل هذا العمل من قبل⁽²⁾. فالممارسات العملية قد كشفت عن قصور هذه الأدوات في مواجهة المخاطر الحديثة، وتسببت في انحسار الربحية وتدهور نوعية المنتجات المالية، خاصة وأن هذه الأدوات المستحدثة تحولت لأدوات قمار⁽³⁾.

وقد قدرت الخسائر التي منيت بها الشركات الأمريكية بمئات الملايين من الدولارات، فيما بلغت خسائر المستثمرين اليابانيين ما يقرب من 1.59 بليون دولار. وفي بريطانيا وصلت الخسائر إلى ما يقرب من 2 مليار في مشتقات النفط والعملة. وفي الآونة الأخيرة خسرت شركة استثمار بريطانية قديمة ما يقرب من مليار دولار في

(1) ويستدل البعض على ما أحدثته المشتقات المالية بانخفاض مؤشر داو جونز «Dow Jones» عام 1929، حيث هبط بمقدار 28 نقطة بنسبة 13%، وقد استمر هذا الانخفاض في اليوم التالي بمقدار 30 نقطة بنسبة 12%. وفي 19 أكتوبر 1987 تسببت المشتقات في حدوث آثار أكثر تدميراً، حيث انخفض مؤشر «Dow Jones» بمقدار 508 نقطة، لتصل نسبة الخسائر 22%. وعلى أثر هذه الأحداث تم إغلاق معظم البورصات العالمية في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية وهونج كونج. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 65.

(2) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating Derivatives: Does Transnational Regulatory Cooperation Offer a Viable Alternative to Congressional Action?, op. cit, p1434.

(3) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 81.

مجال المشتقات⁽¹⁾. ولم تتوقف الخسائر والمشاكل عند هذا الحد، بل وصلت إلى حد الإضرار بصناديق الاستثمار (Orange County California) فقد خسر هذا الصندوق ما يقرب من 2 بليون دولار، وقد فشل هذا الصندوق فيما بعد في الحصول على صلح واق من الإفلاس⁽²⁾.

ثانياً - مزايا التعامل في المشتقات المالية:

رغم كل المخاطر المحيطة بالمشتقات والتعامل عليها، إلا أن لها العديد من المزايا التي دفعت بالكثيرين إلى التعامل فيها، أهمها ما يلي:

1- المشتقات كأداة للتحوط ضد المخاطر⁽³⁾:

تستمد المشتقات شعبيتها وانتشارها كأداة للتحوط، في أن المستخدم النهائي يستطيع الحصول على التدفقات النقدية التي يحتاج إليها على مدى قصير، ويمكنه التحكم في أسعار الفائدة⁽⁴⁾. فالاستخدامات التحوطية بهذا المعنى أنقذت كثيراً من

(1) وفي بيان لأهم صور الخسائر التي تعرضت لها الشركات الكبرى على أثر المضاربة في المشتقات المالية، نذكر ما يلي:

1/ بلغت خسائر شركة Procter&Gamble الأمريكية المتخصصة في السلع الاستهلاكية نحو 102 مليون دولار في أبريل 1994 بسبب دخولها مراهنة كبيرة على أسعار الفائدة. 2/ وصلت خسائر كاشيما أويل اليابانية نحو 1.5 مليار دولار بسبب المتاجرة في عقود سعر الصرف. 3/ وصلت نسبة خسائر الشركة الألمانية Metallgesellschaft ما يزيد على 1.4 مليار دولار بسبب المضاربة. 4/ بلغت الخسائر التي منيت بها شركة paine Webber المتخصصة في إدارة الأوراق المالية نحو 268 مليون دولار بين شهري يونيو وسبتمبر 1994. 5/ تجاوزت خسائر أحد بنوك الاستثمار الأمريكية Kidder Peabody ما يقرب من 4 مليارات دولار بسبب المتاجرة في المشتقات خلال أغسطس 1994. 6/ تعرض بنك بارينجز الإنجليزي الشهير إلى الإفلاس بسبب تعامله بالمشتقات، وهو ما تسبب في إحداث هزة عنيفة لأسواق المال البريطانية والأسوية. ولم تتمكن البنوك البريطانية من إنقاذه بسبب صعوبة الوقوف على حجم الخسائر الخاصة بالعقود الأجلة المعلقة. كما قدرت قيمة الخسائر على أثر هبوط أسعار الأسهم والسندات في طوكيو ما يزيد عن 800 جنية إسترليني. 7/ أصيبت شركة Air products and Chemicals بخسائر بلغت 60 مليون دولار بسبب المضاربة على أسعار الفائدة. 8/ تعرض بنك هانج لانج للإفلاس وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماته بسبب المضاربات، وقامت الحكومة بالتدخل لإنقاذه. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 47.

(2) راجع:

John Greenwald, the Devil's in the Derivatives; Exotic Securities Spread Financial Wreckage across the Country in the Wake of Interest-Rate Hikes, TIME, Oct. 10, 1994, p 54.

(3) ومن التعريفات التي قيلت أيضاً في هذا الخصوص إن التحوط هو عبارة عن (فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات). وقد عرف أيضاً بأنه عبارة عن (شراء أو بيع عقد أجل في مقابل شراء أو بيع سابق لكمية متساوية لنفس السلعة أو كمية معادلة لسلعة أخرى والتي تتحرك أسعاره في اتجاه مواز. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 82. د. نصه مسعودة، التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوط لها بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2016، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://giem.kantakji.com/article/details/ID/312/print/yes/>

(4) راجع:

Global derivatives study group, Derivatives: practices and principles 28 (Group of Thirty eds. 1993), op. cit. p36. Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, op. cit, p1029.

الشركات من خسارة مبالغ كبيرة⁽¹⁾. وقد ساعد على اللجوء للمشتقات بهذا الهدف انهيار اتفاقية بريتون وودز Bretton woods وما تبع ذلك من تقلبات شديدة في أسعار الصرف، دفعت للبحث عن أدوات مالية جديدة تهدف إلى التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف. بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية، وما سببته من انهيارات، انساق المستثمرون نحو حماية أصولهم المالية من خلال المشتقات⁽²⁾.

2- الاستفادة من المضاربة⁽³⁾ على الأرباح:

يسعى البعض من وراء استخدام المشتقات إلى المضاربة على الأرباح (speculation)، وذلك من خلال المجازفة أو المخاطرة في السوق المفتوحة⁽⁴⁾، حيث يسعى مشتري حق الشراء ليس في شراء السلعة ذاتها، وإنما في الاستفادة من بيع حق شرائها في المستقبل، فيستفيد من فرق السعر من وقت الشراء لوقت البيع. وفي نهاية الأمر، يتوقف الربح أو الخسارة على حسب تحركات السوق. والفرق الأساسي بين الحد من المخاطر والمضاربات، أن الأولى تقلل من مخاطر السوق بينما الأخيرة تزيد منها⁽⁵⁾. وقد أكد هذا الأمر مكتب الرقابة على النقد الأمريكي (OCC)؛ حيث ذهب إلى أن نسبة عمليات المشتقات المالية التي انتهت بإتمام البيع الفعلي (2.7) من إجمالي عمليات المشتقات المالية جميعها، أما نسبة العمليات التي تمت بغرض المضاربة فقد وصلت نسبتها إلى (97.3)⁽⁶⁾.

(1) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op . cit, p1409.

(2) وفي الفقه الإسلامي، يلاحظ أنه لم يتعرض لبيان المخاطرة، ولكنه تعرض للحديث عن الضمان ضد المخاطر، كقوله: -صلى الله عليه وسلم- (الخراج بالضمان) صدق رسول الله -صلى عليه وسلم-. وقد ذكر سبب هذا الحديث، أن رجلاً اشترى عبداً وأقامه عنده، ثم وجد فيه عيباً، فخاصمه إلى النبي صلى الله عليه وسلم، فقال له رده عليه. فقال الرجل، يا رسول الله لقد استعمل غلامي. فقال صلى الله عليه وسلم «الخراج بالضمان». ويقصد بالخراج الذي يخرج من ملك الإنسان. والمقصود أن الشخص لا يبيع إلا المال الذي يضمن المسؤولية عن هلاكه أو تلفه. فالمسؤولية ملازمة للملكية. فالضمان يعني تحمل مسؤولية هلاك المال أو تلفه. ويترتب على هذا الفهم، تحريم التعامل بالقمار وكل المعاملات التي تنطوي على غرر، لغياب فكرة الضمان، فهي معاملات تنطوي على مخاطرة مجردة من الضمان. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 80.

(3) يقصد بالمضاربة بصورة عامة، بأنها عبارة عن شراء شيء بسعر منخفض في وقت ما، بقصد إعادة بيعه بسعر أعلى في وقت آخر. المرجع السابق، ص 86.

(4) راجع:

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op, cit, p1411.

(5) راجع:

Ibid, p1410.

(6) راجع:

Sami Al suwailam, Heeding in Islamic Finance, Occasional paper No 10, (No publication date), p42.

3- المراجعة Arbitrage⁽¹⁾:

تلعب المشتقات المالية دورًا كبيرًا في عمليات المراجعة، حيث تساعد المستثمرين على استغلال فرص اختلاف الأسعار بين الأسواق المختلفة، والاستفادة من الربح. وتساهم عمليات المراجعة بهذا المعنى في توحيد الأسعار في الأسواق المختلفة، حيث يؤدي كثرة الشراء رغم انخفاض الأسعار إلى ارتفاعها. كما يؤدي كثرة البيع رغم ارتفاع الأسعار إلى انخفاضها، الأمر الذي يؤدي إلى توحيد الأسعار⁽²⁾.

مواجهة مخاطر نقص السيولة وتجنب الإفلاس:

ويمكن بيان دور المشتقات في مواجهة مخاطر نقص السيولة وتجنب الإفلاس، من خلال استعراض دور التوريق (كأحد صور مشتقات الديون)، وذلك في النقاط الآتية⁽³⁾:

أ- يساعد على إعادة تدفق الأموال السائلة لإعادة توظيفها في توسعة المشروع، دون حاجة إلى توسعة نطاق الملكية.

ب- تسهيل تدفق التمويلات بضمان رهون العقارية، وبشروط وأسعار وشروط سداد أفضل.

ج- تنشيط إصدار السندات، وهو ما يؤدي إلى زيادة حركة الإصدار والتداول، وتوفير السيولة المطلوبة.

د- تنشيط عمل البنوك، من خلال ابتكار أدوات مصرفية جديدة، مما يزيد من قدرتها على التمويل، ومن ثم زيادة قدرتها على المنافسة.

هـ- تقليل مخاطر الائتمان، من خلال توزيع هذه المخاطر على قطاعات مختلفة.

و- التخفيف من وطأة المديونية، من خلال تمديد آجال الاستحقاق، وتحسين شروط السداد.

ويلاحظ أن التوريق يعد من قبيل الأدوات المالية التي تسببت في وقوع الأزمة المالية العالمية.

(1) تعرف المراجعة بأنها عبارة عن انتهاز أو تصيد فرصة اختلاف أسعار الأوراق المالية من سوق لآخر في ذات الوقت، من خلال شرائها بسعر منخفض لإعادة بيعها على المكشوف بسعر أعلى في سوق آخر. د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، مرجع سابق، ص 89.

(2) المرجع سابق، ص 89.

(3) سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية، مرجع سابق، ص 2.

المطلب الثاني

ضرورة حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود المشتقات المالية

وعلى الرغم مما يحيط التعامل في عقود المشتقات المالية من معوقات ومخاطر، إلا أنه يصعب منع التعامل فيها من الناحية العملية، وذلك للأسباب الآتية:

1- إن السياسات الإجبارية لتحرير الخدمات المالية التي يحيا عالمنا المعاصر في كنفها، لم تمكن الكثير من الدول أن تمنع كثيرا من الأنشطة غير المرغوبة لديها، ليس من باب الانصياع لرغبات المجتمع الدولي فحسب، ولكن أيضاً لحرصها على الاستفادة من المعطيات الحديثة للهندسة المالية، لتمكن من التفاعل بإيجابية مع تحديات المنافسة العالمية.

2- إن منع التعامل في هذه العقود قد يؤدي إلى نتائج سيئة على الاقتصاد الوطني لأي دولة، تتمثل أهمها، في عزوف المستثمرين الوطنيين عن الاستثمار داخل أوطانهم لافتقارها إلى الأدوات المالية الحديثة التي تلبى تطلعاتهم، ومن ثم اللجوء لتهجير أموالهم إلى الأسواق الأجنبية، وهو ما يضر وبشدة الاقتصاد الوطني.

3- العزوف عن التعامل بالمشتقات قد يتسبب في إضعاف قدرة الأسواق الوطنية على جذب الاستثمارات الأجنبية، التي قد تجد في المشتقات غايتها في الحد من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والعملة (وهي من أكثر الأمور التي يخشاها المستثمر الأجنبي).

ومن ثم كان من الأسلم محاولة تبني هذه العقود، ولكن وفق ضوابط محددة، تضمن قدر الإمكان تقليل مخاطرها الشرعية والاقتصادية، والتي من أهمها تعزيز ضوابط الحوكمة أو الإدارة الرشيدة، خاصة على صعيد الشفافية والافصاح. وقد كانت الولايات المتحدة الأمريكية في مقدمة الدول التي سعت إلى حوكمة المؤسسات المتعاملة مع المشتقات، بغية الاستفادة منها وتقليل مخاطرها قدر الإمكان⁽¹⁾.

(1) راجع:

Steven Brostoff, Markey Bill Would Regulate Derivatives Dealers, National UNDERWRITER, and July 25, 1994, p 5.

وقد كان من أبرز المحاولات في هذا الصدد، ما صدر عن الكونجرس من قانون الرقابة وإدارة المخاطر وتحسين المشتقات عام 1995 (20 House bill)⁽¹⁾. وقد زاد هذا القانون من فاعلية سوق المشتقات. وقد وضع هذا القانون المبادئ التالية:

الأول - أنشأ القانون لجنة المشتقات الاتحادية Federal Derivative Commission (FDC) لوضع مبادئ اتحادية تهدف إلى وضع مبادئ اتحادية للإشراف وللرقابة على المؤسسات المالية المشاركة في معاملات المشتقات. وقد قامت هذه اللجنة أيضاً بتقديم العديد من التوصيات لتعزيز إدارة المخاطر، خاصة المخاطر القانونية والمخاطر التشغيلية. وتسعى هذه اللجنة لتوحيد المبادئ الرقابية على كافة المؤسسات المالية.

الثاني - تطلب القانون وجود نوع من الرقابة الصارمة على البنوك العاملة في مجال المشتقات. وقد وضعت لجنة المشتقات الاتحادية لهذا الغرض العديد من المبادئ التوجيهية للتأكد من أن المعاملات تتم بطريقة آمنة وسليمة. وقد استهدفت هذه المعايير أيضاً الرقابة على الأعمال المصرفية غير الآمنة وغير السليمة، وقررت أنه إذا تم اكتشاف أن البنك ليس لديه خبرة فنية كافية فيما يتعلق بالمشتقات المالية، فإنه سوف يتم إلغاء التأمين الاتحادي المقرر له⁽²⁾. يضاف لذلك، أن البنوك غير الأمريكية المشاركة في أنشطة المشتقات المالية سوف تخضع لمزيد من التدقيق بعد أن يرخص لها المجلس الاحتياطي الفيدرالي المشاركة في الأسواق الأمريكية.

الثالث - وقد حرص الباب الرابع من هذا القانون والذي حمل عنوان «التنظيم الذاتي للمتعاملين في المشتقات المالية لسنة 1995 The Derivatives Dealer 1995 Self-Regulation Act of»، على منح مجلس الاحتياطي الفيدرالي السلطة للإشراف الذاتي على المتعاملين في مجال المشتقات. وفي هذا الصدد منحه سلطة الرقابة على المخاطر ذات الصلة، وتوحيد التشريعات ومنع الغش والتلاعب في أسواق المشتقات والإشراف على أسواق المشتقات، وتعزيز الشفافية والافصاح.

(1) راجع:

Congressional Record, proceedings and debates of the 114 th CONGRESS, FIRST SESSION, Vol. 161 WASHINGTON, THURSDAY, DECEMBER 31, 2015, No. 186, available at: <https://www.congress.gov/crec/2015/12/31/CREC-2015-12-31.pdf>

(2) راجع:

12 U.S. Code § 1818 - Termination of status as insured depository institution, available at: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1818>

الفصل الثاني ضوابط الشفافية والنزاهة في سوق المشتقات المالية الكويتي

يعكس سوق المال الكويتي إلى حد كبير سمات الاقتصاد الكويتي في مجموعه، من كونه اقتصاداً ريعياً يعتمد في المقام الأول على عائدات النفط، وانتشار المضاربات على السوق العقاري. ورغم ما يتسم به هذا السوق من حداثة نسبية، إلا أنه يتسم بالنشاط والقدرة على استيعاب المستجدات وتوظيفها بشكل جيد. فسوق المال الكويتي شأنه شأن غيره من الأسواق المالية يسعى إلى توفير الأموال التي تحتاج إليها المشروعات الاستثمارية في دولة الكويت، سواء على صعيد تلبية احتياجات الشركات للأموال عبر ما تصدره من أسهم أو سندات، أو على صعيد تلبية تطلعات المستثمرين من وراء ما يتم من مضاربات على الأوراق المالية المتداولة.

وقد عظم من أهمية سوق رأس المال في الكويت، ما قامت به الحكومة مؤخراً من بيع جزء كبير من أسهمها للقطاع الخاص، وما ترتب على ذلك من توسيع قاعدة الملكية، ومن ثم زيادة أعداد المستثمرين في سوق رأس المال الكويتي. وعلى الرغم من قلة عدد الشركات المسجلة في سوق المال مقارنة بدول أخرى، إلا أنها تتمتع بقيمة رأسمالية كبيرة مقارنة بمثيلاتها⁽¹⁾.

(1) راجع: المذكرة الايضاحية للقانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية - الكويت.

وقد دفعت هذه الاعتبارات المؤسسات المالية الكويتية في الآونة الأخيرة إلى الانشغال بتطبيق معايير الحوكمة⁽¹⁾ على مختلف مؤسسات المال والأعمال، بغية الاستفادة من المعطيات المعلوماتية، وبغية تفادي الأزمات المالية التي عصفت بالكثير من اقتصاديات الدول في الآونة الأخيرة⁽²⁾، خاصة بعد أن دخلت عقود المشتقات المالية إلى مارثون السباق والمنافسة، حيث تم اللجوء إليها بغية تجنب مخاطر التقلبات المفاجئة وغير المتوقعة للمعاملات المالية، فكانت بمثابة من استغاث بالرمضاء من النار، حيث حملت هذه المشتقات مخاطر جديدة، زادت الأمر سوءاً، خاصة وأن معظم المعاملات على هذه المشتقات تتم في الأسواق غير الرسمية، الأمر الذي عزز من دور الحوكمة ومبادئها على هذه المعاملات، خاصة على صعيد مبادئ الإفصاح والشفافية⁽³⁾.

(1) ولا يوجد إجماع حقيقي على تعريف الحوكمة في مجال الشركات التجارية وأسواق المال، فقد عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بأنها عبارة عن «مجموعة من العلاقات التي تربط بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح». عرفت أيضاً مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بأنها عبارة عن «النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها». راجع

The OECD principles of cooperate Governance, available at :

www.ejournal.unam.mx/rca/216/RCA21609.pdf;

International finance corporation (IFC), World Bank group, Corporate Governance, available at:

http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG

(2) وتهدف حوكمة الأسواق المالية فيما يتعلق بالمشتقات المالية إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء للوصول إلى الاستغلال الأمثل لهذه الأدوات بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة. وهي بذلك تسعى إلى منع التلاعب والتحريف والخداع وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال آليات إحكام الرقابة وتحقيق مصالح كافة الأطراف، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على وضع الإطار القانوني والتنظيمي الملزم الذي يضمن تحقق المنفعة لكافة الأطراف المتعاملين في المشتقات المالية.

(3) ويحظى الحديث عن الأبعاد القانونية لحوكمة الشركات والأسواق المالية بأهمية خاصة في الآونة الأخيرة، لما تعود به من نفع على المشتغلين بالتجارة والمستفيدين منها. وقد تسببت الأزمة المالية العالمية الأخيرة في تعظيم قيمة مبادئ الحوكمة، لظهورها بمظهر الضمانات للحيلولة دون تكرار وقوع مثل هذه الأزمات مرة أخرى. يضاف لذلك، ما تسببت فيه العولمة الرأسمالية من تحول معظم دول العالم إلى الفكر الرأسمالي، الذي يعتمد في الأساس على الشركات التجارية (خاصة شركة المساهمة) في إدارة النشاط الاقتصادي، وهذه الشركات بدورها تسعى باستمرار إلى البحث عن المصادر المختلفة للتمويل بعيداً عن البنوك (لقصر مدة القروض الممنوحة، وارتفاع معدلات الفائدة)، وهو ما دفعها إلى الاتجاه نحو أسواق المال. وقد شجعها على هذا ما شهدته الأخيرة من تحرير لخدماتها، ودخولها في شراكات مع الأسواق المالية العالمية الأخرى، فتزايدت حركة انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق. والمشكلة الحقيقية في هذا الأمر، تمثلت في ضعف الرقابة على نشاط هذه الشركات، خاصة داخل الأسواق المالية، نتيجة انفصال ملكية هذه الشركات عن إدارتها، الأمر الذي أدى إلى كثير من التصرفات غير الرشيدة، المنطوية على غش وضرر للمتعاملين في الأسواق المالية، والمستفيدين من خدماتها. راجع: أساسيات الحوكمة (مصطلحات ومفاهيم)، سلسلة المنشورات التحقيقية لمركز أبو ظبي للحوكمة، غرفة أبو ظبي، (بدون تاريخ نشر)، ص4. متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.adccg.ae/Publications/Doc-30-7-2013-12729.pdf>

المبحث الأول

مدى استيعاب التشريعات الكويتية الحديثة

لقواعد الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية

حرص المشرع الكويتي في الآونة الأخيرة على إصدار العديد من التشريعات المنظمة للمعاملات المالية، الأمر الذي تبدو معه أهمية بيان مفهوم الشفافية والنزاهة، وما تحظى به من أهمية في سوق المشتقات على وجه التحديد، ومدى استيعاب هذه التشريعات لمبادئ الشفافية والنزاهة، وذلك على التفصيل التالي:

المطلب الأول

مفهوم الشفافية والنزاهة وأهميتها في سوق المشتقات الكويتي

يعد الإفصاح الجيد والشفافية والنزاهة في تحصيل وعرض المعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بالتعامل في المشتقات المالية أحد العوامل التي تقوم عليها حوكمة الأسواق المالية في التعامل في هذه المشتقات وإدارتها في دولة الكويت. ودليل ذلك أنه لم يخلُ أي تقرير صادر عن منظمة أو مؤسسة علمية من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية، على النحو الذي يقلص إلى حد كبير من المخاطر⁽¹⁾.

وتُعرف الشفافية بأنها عبارة عن توفير البيانات والمعلومات والتقارير للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية، على نحو يعكس المركز المالي الحقيقي، بما يمكنهم من إجراء تقييم واقعي للنشاط المالي، وإجراء التوقعات والتنبؤات بشكل علمي صحيح، مع تقديم كافة الإيضاحات اللازمة لهذه المعلومات والبيانات والتقارير، وفقاً لمعايير محاسبية سليمة معترف بها⁽²⁾.

(1) لذلك حرصت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OECD على التأكيد على أهمية الحوكمة، خاصة على صعيد الإفصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالوحدات الاقتصادية وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والأداء المالي والتشغيلي والنقدي لها والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العالية. من ناحية أخرى، أكدت إحدى الدراسات التي قام بها بنك كريدي ليونيه Credit Lydnnaï S. A. عام 2002م، أن هناك علاقة قوية بين مستويات الحوكمة في الدول المختلفة من ناحية وبين درجة نمو وتطور أسواقها المالية وأداء الأسهم بها من ناحية أخرى. د. محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية - دراسة نظرية تطبيقية، ص8، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.kantakji.com/media/1412/919.doc>

(2) د. أحمد باز متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 2012، ص99.

ويعرف الإفصاح بأنه عبارة عن اتباع سياسة إتاحة المعلومات وإيضاحها بشكل كامل، وإظهار كافة الحقائق المالية التي يعتمد عليها المتعاملون في مجال المشتقات المالية. ويعكس الإفصاح بهذا المعنى طابعاً إيجابياً؛ حيث لا يقتصر أمره على مجرد توفير المعلومات وإتاحتها (كما في الشفافية)، ولكن أيضاً تقديم المعلومات وتوصيلها للمستفيدين منها⁽¹⁾.

وتعرف النزاهة بأنها عبارة عن مجموعة القيم الأخلاقية والمعايير المهنية والمؤسسية التي تضمن منع استغلال مخصصات النفع العام لتحقيق مصالح شخصية⁽²⁾.

وتمثل قواعد الشفافية والنزاهة بالمعنى السابق أهمية كبرى بالنسبة لمعاملات المشتقات في السوق الكويتي، وذلك بالنظر إلى أهمية المعلومات والبيانات الخاصة بهذه المشتقات، للاعتماد عليها في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بقرارات الاستثمار، مما يوسع حجم المعاملات الاقتصادية، من خلال حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية ويعظم من الاستفادة منها، ومن ثم التنمية الاقتصادية، بل إن كفاءة هذه السوق تقاس بقدرتها على توفير المعلومات، وتدفعها من مصادرها الحقيقية، وما تحظى به من مصداقية وعدالة في فرص الاستفادة منها وثقة المتعاملين فيها، وذلك لتأثير هذه المعلومات بشكل مباشر وقوي في القيمة السوقية للأصل المالي والعقود المشتقة عنه⁽³⁾. وتساعد قواعد الشفافية والنزاهة بشكل مباشر على تمكين المتعاملين من تجنب مخاطر هذه العقود، سواء ما يتعلق بالمخاطر المرتبطة بتغير الأسعار أو مخاطر تداول عقود المشتقات، أو مخاطر جدية ضمانات تسوية التزامات الأطراف المتعاملة بها، وأيضاً المعلومات المتعلقة بحجم الأرباح المتوقعة لها.

(1) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان «أسواق الأوراق المالية والبورصات»، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من 6-8 مارس 2007م، ص5.

(2) دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، يونيو 2015، ص11.

(3) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق، ص2.

المطلب الثاني

موقف التشريعات الكويتية من الإفصاح

والنزاهة في سوق المشتقات المالية

من خلال مطالعة حال سوق المشتقات المالية الكويتي، يلاحظ أن هناك ثلاثة فئات من المستثمرين يقبلون على التعامل فيه، وهم⁽¹⁾:

1- **المتحوظون**: وتلجأ هذه الفئة من المستثمرين إلى اتخاذ مركز معاكس إذا ما غير السوق من اتجاهاته المتوقعة، وذلك بهدف تخفيض سقف الخسائر المتوقعة.

2- **المضاربون**: وهذه الفئة تقبل المغامرة بقبول المخاطر، نظير الحصول على أرباح غير عادية.

3- **المراجحون**: وهذه الفئة تسعى إلى الاستفادة من فروق الأسعار، والحصول على الربح منخفض المخاطر.

وقد حرص المشرع الكويتي في الآونة الأخيرة على استيعاب الكثير من قواعد الشفافية والنزاهة في المعاملات المصرفية⁽²⁾ وفي معاملات الأوراق المالية بصورة

(1) المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر 2009-يناير 2010.

- «وقد يفهم خطأ أن عقود المشتقات تستخدم فقط بواسطة المؤسسات المالية، إذ إن الواقع يشير إلى أن استخدام عقود المشتقات يتم من جانب عدد كبير من الشركات العاملة في الصناعات المختلفة، حيث يستخدمه نحو 90 في المائة من الشركات الكبرى في العالم لإدارة مخاطر الأعمال فيها، وكذلك مخاطر الاقتصاد الكلي، مثل تجنب أثر تقلبات معدل الصرف أو معدلات الفائدة على أعمالها، أو الزيادات غير المتوقعة في تكلفة المدخلات، مثل عقود مشتقات معدل الفائدة، وعقود العملات، وعقود السلع، بينما تدخل المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين في مثل هذه العقود للتعامل مع مخاطر تقلبات معدل الفائدة وتقلبات معدل الصرف، ومخاطر الائتمان الخاص بالصناعة المالية، ومخاطر تقلبات أسعار الأسهم. يمكن تداول عقود المشتقات في الأسواق العامة، على سبيل المثال أسواق المستقبلية، أو أن يتم تداولها على نحو خاص بين طرفين أو أكثر بعيداً عن الأسواق الرسمية، غير أن البيانات المتاحة تظهر أن الغالبية العظمى من هذه العقود (نحو 95 في المائة من إجمالي هذه المعاملات)، تتم بصورة خاصة ولا تسجل في الأسواق، ويقدر عدد كبير من المصادر المختلفة القيمة الإجمالية لعقود المشتقات المالية عبر العالم بنحو 700 تريليون دولار، أو ما يزيد على عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي في العالم، ووفقاً لهذه التقديرات فإن نصيب كل فرد يعيش في العالم حالياً من السبعة مليارات نسمة الذين يعيشون حالياً في العالم من إجمالي هذه المشتقات نحو 100 ألف دولار، وهو بكل المقاييس رقم ضخم جداً، ومصدر كامن لعدم الاستقرار المالي في العالم، ولذلك ينظر دائماً إلى عقود المشتقات على أنها مرشحة لأن تكون القنبلة الموقوتة المعرضة للانفجار في أي لحظة، مصيبة العالم بنتائج كارثية، ولذلك لا عجب أن يصف الملياردير الأمريكي وارن بوفيت مثل هذه العقود بأنها أسلحة دمار مالي شامل». راجع: مقالة بعنوان «المخاطر الحقيقية وراء المشتقات المالية»، منشورة بجريدة البوابة - أعمال، العدد: 2 مايو 2012.

(2) راجع: دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، المحور السادس «الإفصاح والشفافية»، يونيو 2015، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: http://www.kfh.com/pdf/Corporate_Governance.pdf

عامة⁽¹⁾، دون أن يخصص أحكاماً خاصة بالمشتقات المالية. ولعل هذا يعود إلى أنه تعامل مع هذه المشتقات على أنها من قبيل الأوراق المالية⁽²⁾. وقد ظهر تنظيم المشرع الكويتي لهذه القواعد على النحو الآتي:

1- على صعيد قواعد الشفافية والإفصاح:

ويأتي في مقدمة الإيجابيات التي تحسب للمشرع الكويتي في هذا الصدد، إصدار القانون رقم (7) لسنة 2010 الخاص بتنظيم أحكام أسواق المال وتنظيم إصدار الأوراق المالية، وما طرأ عليه من تعديلات⁽³⁾، حيث تضمن هذا القانون العديد من النصوص التي عززت من اعتبارات الإفصاح والشفافية في مجال الأوراق المالية، والتي كان من أبرزها، ما يلي:

أولاً - إنشاء هيئة سوق المال ووضع تنظيم قانوني لها بشكل مستفيض، حيث قرر أن هذه الهيئة تهدف إلى ما يلي⁽⁴⁾: 1- تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية. 2- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تنميته. 3- توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية. 4- تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية. 5- تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية. 6- العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط الأوراق المالية.

ثانياً - ألزم شركة البورصة بإخطار هيئة سوق المال على وجه السرعة بما يلي: 1- إذا تبين لها أن أحد أعضائها غير قادر على الالتزام بأي من قواعد البورصة أو ضوابط الموارد المالية. 2- إذا قدرت وجود عدم انتظام مالي أو أي أمر يمكن أن

(1) قانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: =

=<http://www.e.gov.kw/sites/kgoarabic/Forms CMA Capital Market Establishment Law.pdf>.

(2) وقد حرص المشرع الكويتي على الاعتراف الصريح بالمشتقات المالية كأحد صور الأوراق المالية، حيث نص في قانون إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم (7) لسنة 2010 في المادة رقم (1/هـ) وهو بصدد تعريف الأوراق المالية وفق مفهوم هذا القانون، بأنها عبارة عن «أي صك أيا كان شكله القانوني يثبت حصة في عملية تمويلية قابلة للتداول بترخيص من الهيئة مثل: أي حق أو خيار أو مشتقات تتعلق بأي من الأوراق المالية». قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية (7 / 2010)، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.gcc-legal.org/LawAsPDF.aspx?opt&country=1&LawID=3753>

(3) وقد كان من أهم التعديلات التي وردت على هذا القانون ما يلي: القانون رقم (108) لسنة 2014 بتعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 الخاص بأسواق المال وإصدار الأوراق المالية، والقانون رقم (22) لسنة 2015 بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

(4) المادة (3) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية (7 / 2010).

يشير إلى عدم ملاءة العضو أو عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته. 3- بأي إجراء تأديبي تتخذه ضد عضو أو عامل معه أو تابع له (1).

ثالثاً- أُلزم وكالة المقاصة بالتقيد بالالتزامات الآتية: 1- اتخاذ تدابير المقاصة والتسوية العادلة وبكل فاعلية فيما يتعلق بأي معاملات تجارية في الأوراق المالية. 2- القيام بإدارة المخاطر المتعلقة بنشاطها وعملياتها بأعلى درجات المهنية. 3- تغليب المصلحة العامة ومصلحة المتعاملين معها على مصالح الشركة. 4- أن تتولى إدارة خدماتها طبقاً للقواعد الخاصة المعتمدة من الهيئة. 5- المحافظة على سرية كل المعلومات والبيانات الموجودة في حوزتها باستثناء ما تطلبه الهيئة أو الجهات القضائية. 6- تقديم خدماتها طبقاً لأحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية بما يتوافق والمعايير الدولية المعتمدة من الهيئة أو وفق ما تطلبه أو تقرره الهيئة (2).

رابعاً- أُلزم وكالة المقاصة بإخطار هيئة أسواق المال على وجه السرعة بما يلي: 1- إذا تبين لها عدم قدرة أحد المتعاملين معها على الالتزام بأي من القواعد الخاصة بعمليات التقاص والتسوية أو الإيداع. 2- إذا قدرت بأن المركز المالي لأي من المتعاملين معها وقدرته على الوفاء بالتزاماته قد أصبحت تنذر بالاضطراب، أو أن قدرته على الوفاء بالتزاماته قد أصبحت مضطربة (3).

خامساً- أُلزم كل شخص مرخص له استخدام نظام للرقابة الداخلية أن يلتزم بالأمر الآتي: «...4- تسجيل العمليات بما يسمح بإعداد بيانات مالية تتوافق مع المعايير التي تتبناها الهيئة أو عند التدقيق على الأصول المسجلة للشركة» (4).

سادساً- أُلزم كل شخص يعمل مستشاراً لنظام استثمار جماعي التقيد بالأمر الآتي: 1- أن يكون مرخصاً له من قبل الهيئة للعمل كمستشار استثمار. 2- أن يعمل طبقاً للوائح والإجراءات المنظمة لأنظمة الاستثمار الجماعي وبما يهدف إلى تحقيق مصالح حملة الوحدات. 3- أن يبذل عناية الشخص الحريص على أمواله الخاصة عند تقديم الاستشارات الاستثمارية. 4- أن يحتفظ بدفاتر وسجلات منتظمة وفقاً للنظم المحاسبية وذلك فيما يتعلق بأنظمة الاستثمار الجماعي، وأن يقدم للهيئة تقارير دورية، وذلك بحسب ما تطلبه منه وذلك طبقاً للوائح الصادرة عنها (5).

(1) المادة (39) من القانون السابق.

(2) المادة (51) من القانون السابق.

(3) المادة (52) من القانون السابق.

(4) المادة (69) من القانون السابق.

(5) المادة (81) من القانون السابق.

سابعاً - حظر على أي شخص طرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص ما لم تقدم لهذا الاكتتاب نشرة تتفق مع البيانات والإجراءات المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية وتصادق عليها الهيئة. وتحدد اللائحة التنفيذية أي استثناءات تقررها الهيئة من تطبيق أحكام هذه المادة⁽¹⁾. وتكون نشرة الاكتتاب نافذة بعد مضي ثلاثين يوماً من تاريخ تقديمها للهيئة مكتملة المستندات والمعلومات والبيانات المطلوبة، ما لم تعلن الهيئة موافقتها أو رفضها كتابة قبل هذا التاريخ، ويمكن تمديد فترة المراجعة المذكورة بموافقة مصدر الأوراق المالية. وعلى الجهة المصدرة أن توفر النشرة للجمهور بدون مقابل وعلى عنوان واضح في دولة الكويت⁽²⁾.

ثامناً - ألزم الشركات المدرجة في البورصة بالإفصاح عن بياناتها المالية وفق اللوائح التي تصدرها البورصة وتوافق عليها الهيئة⁽³⁾.

تاسعاً - ألزم هيئة أسواق المال بالزام البورصة باتخاذ كل ما من شأنه الإسراع بالشركات المدرجة أوراقها بها للإفصاح عن أي تغييرات جوهرية قد تحدث في أي من هذه الشركات⁽⁴⁾.

عاشراً - ألزم بالسماح للجمهور مقابل رسوم تحددها الهيئة بالاطلاع لدى البورصة أو الحصول على نسخ من نشرات الإصدار والتقارير الدورية والمعلومات والبيانات المودعة لدى البورصة التي جرى الإعلان أو الإفصاح عنها⁽⁵⁾.

حادي عشر - ألزم البورصة المدرجة بها الورقة المالية أن تعلن عن المعلومات التي تلقتها بشأن الإفصاحات عن المصالح فور تلقيها المعلومات بالشكل الذي تحدده اللائحة التنفيذية⁽⁶⁾.

ثاني عشر - على كل شخص مرخص له أن يقوم بتنظيم وحفظ دفاتر وسجلات وحسابات تعكس بشكل مفصل ودقيق صفقات أو تحويلات الملكية للأصول الخاصة بهذا الشخص، وفقاً للمعايير المحاسبية المعتمدة من الهيئة. وعليه أن يحتفظ بهذه الدفاتر والسجلات والحسابات لمدة لا تقل عن خمس سنوات من تاريخ إعدادها، على

(1) المادة (93) من القانون السابق.

(2) المادة (94) من القانون السابق.

(3) المادة (97) من القانون السابق.

(4) المادة (98) من القانون السابق.

(5) المادة (99) من القانون السابق.

(6) المادة (106) من القانون السابق.

أن تبقى خلالها صالحة للاطلاع عند الطلب، وتبقى خاضعة لعملية الفحص والتدقيق في جميع الأوقات من قبل الهيئة أو من تعينه لهذا الغرض⁽¹⁾.

وعلى الرغم من دقة المعايير السابقة، إلا أنها جاءت تتسم بالعمومية الشديدة للتعامل مع كافة صور الأدوات المالية التي يتم التعامل عليها في الأسواق المالية، دون أن تراعي خصوصية عقود المشتقات المالية، وذلك على الرغم من تمييزها بأحكام وقواعد شديدة الخصوصية من حيث تحريرها أو تداولها أو تسوية المعاملات الناشئة عنها.

2- على صعيد قواعد النزاهة:

وعلى صعيد متصل، حرص المشرع الكويتي في القانون رقم (7) لسنة 2010 الخاص بالأسواق المالية على إقرار العديد من القواعد الخاصة بنزاهة المعاملات الخاصة بالأوراق المالية بصورة عامة، كان من أهمها ما يلي:

أولاً- أسند الاختصاص لمجلس مفوضي هيئة أسواق المال بوضع قواعد الالتزام بأخلاقيات المهنة والكفاءة والنزاهة لدى الأشخاص المرخص لهم واعتمادها، بالإضافة إلى الاختصاص بتوفير النظم الملائمة لحماية المتعاملين والعمل على الحد من الممارسات غير الملائمة وغير القانونية وغير العادلة في نشاط الأوراق المالية⁽²⁾ مع الالتزام بأن تكون كل قواعدها متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية⁽³⁾.

ثانياً- حظر على المفوضين والموظفين أثناء توليهم العمل في هيئة أسواق المال القيام بأي عمل تجاري عن نفسه أو بصفته وكيلًا أو وليًا أو وصيًا، كما لا يجوز له ممارسة أي وظيفة أو مهنة أو عمل آخر في القطاع العام أو الخاص، أو تقديم أي خدمات أو استشارات بشكل مباشر أو غير مباشر أو المشاركة في عضوية مجلس إدارة أي جهة تخضع لرقابة الهيئة أو أي جهة ذات صلة بها⁽⁴⁾.

ثالثاً- إلزام كل عضو من أعضاء مجلس مفوضي الهيئة والموظفين بالتصريح خطياً لدى الهيئة فور استلام مهامه عن الأوراق المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية التي يملكها وزوجه وأولاده القصر كما يلتزم بالإفصاح خطياً عن أي تغيير يطرأ على ذلك وفقاً للنظام الذي يضعه مجلس المفوضين⁽⁵⁾.

(1) المادة (68) من القانون السابق.

(2) المادة (4/ 9-10) القانون السابق.

(3) المادة (4/ 14) من القانون السابق.

(4) المادة (27) من القانون السابق.

(5) المادة (28) من القانون السابق.

رابعاً - ألزم أي مفوض أو موظف أو أي شخص يعمل في لجان الهيئة أو معها بمقابل أو دون مقابل، أن يحافظ على سرية المعلومات التي وصلت إليه بحكم مركزه هذا، وأن يحافظ على ما تحت يده من مستندات فلا يطلع عليها سوى المختصين بالهيئة، ما لم يقض هذا القانون أو أي قانون آخر أو أن يصدر حكم أو أمر من جهة قضائية يلزمه بالإفصاح أو تقديم أي معلومات أو مستندات حصل عليها بحكم مركزه هذا⁽¹⁾.

خامساً - ألزم البورصة بما يلي: 1- أن تضمن وجود سوق أوراق مالية يتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة. 2- أن تضمن وجود إدارة واعية للمخاطر المتعلقة بأعمالها وعملياتها. 3- أن تقدم المصلحة العامة المعللة في حال تعارضها مع مصلحة البورصة أو أعضائها أو مساهميها أو إدارتها. 4- أن تلتزم بتقديم وتشغيل خدماتها وفق القواعد واللوائح التي تقرها الهيئة. 5- أن تلتزم بتنظيم عملياتها ومعايير ممارساتها وسلوك أعضائها طبقاً للقواعد والسياسات والإجراءات الخاصة بالبورصة. 6- أن تلتزم بتنظيم عمليات ومعايير ممارسات الشركات المدرجة لديها وموظفيها طبقاً للوائح المنظمة لذلك. 7- أن تلتزم بتقديم خدماتها وفق أحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية بما يتوافق والمعايير الدولية المعتمدة من الهيئة أو تلك التي تقرها. 8- أن تحافظ على سرية كل المعلومات الموجودة في حوزتها فيما يتعلق بأعضائها وعمالها باستثناء ما يوجب عليها القانون أو اللوائح نشرها أو الإفصاح عنها، ولا يجوز لها أن تفصح عن هذه المعلومات إلا للهيئة أو بأمر من القاضي. 9- الالتزام بالتعليمات التي تصدرها الهيئة⁽²⁾.

سادساً - أوصى هيئة أسواق المال أن تصدر تعليمات لوكالة المقاصة لضمان التسوية العادلة والمنظمة والملائمة للمعاملات في الأوراق المالية، وضمان تحقيق نزاهة وسلامة إدارة المخاطر الشاملة في أسواق الأوراق المالية، ولها على وجه الخصوص أن تصدر تعليمات فيما يتعلق بتسوية عقود الأوراق المالية وإجراء التعديلات بالالتزامات التعاقدية التي قد تنشأ عن عقود الأوراق المالية، أو أي أمور أخرى تراها الهيئة ضرورية من أجل تطبيق أحكام هذا القانون⁽³⁾.

(1) المادة (29) من القانون السابق.

(2) المادة (38) من القانون السابق

(3) المادة (56) من القانون السابق

علي سعيد الجزاءات المقررة على الإخلال بضوابط الشفافية والنزاهة:

ولم تكن لتكتمل منظومة الضوابط الخاصة بالشفافية والإفصاح والنزاهة لمجرد سرد المشرع الكويتي لمجموعة من الالتزامات والتوصيات، وإنما بإلحاقها الجزاءات التي تستهدف الإهمال والتقصير في إنفاذها. وقد كان من أهم هذه الجزاءات ما يلي:

أولاً- تشكل البورصة لجنة تختص بالنظر في المخالفات التي يرتكبها أحد أعضائها وللجنة أن توقع الجزاءات التالية⁽¹⁾: 1- الإنذار. 2- إصدار أمر للمخالف بالتوقف عن ارتكاب تلك المخالفة. 3- إخضاع المخالف لمزيد من الرقابة. 4- الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لمدة لا تتجاوز سنة. 5- فرض قيود على نشاط أو أنشطة المخالف. 6- إلغاء المعاملات ذات العلاقة بالمخالفة وما ترتب عليها من آثار إذا أمكن ذلك. 7- وقف تداول ورقة مالية لفترة زمنية محددة.

ثانياً- على إدارة البورصة إخطار الهيئة بأي إجراء تأديبي تتخذه تجاه أي من أعضائها وبتفاصيل المخالفة التي ارتكبها والإجراءات التي اتخذتها والجزاء الذي تم توقيعه. وللهيئة بقرار منها أو بناء على تظلم يقدمه المتظلم خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطاره كتابة بالقرار، إحالة الموضوع إلى مجلس التأديب ليتولى مراجعة الإجراء التأديبي وفق نظام المراجعة المعتمد لديه، وللمجلس التأديبي أن يؤيد قرار البورصة أو يعدله أو يلغيه وذلك بقرار مسبب⁽²⁾.

ثالثاً- في حالات الكوارث والأزمات والاضطرابات التي يمكن أن تخلق آثاراً بالغة الضرر في السوق وكذلك في حالة ممارسة بعض المتداولين إحصاءات أو إشارات مضللة، فللهيئة أوسع الصلاحيات بإصدار التعليمات التي تهدف إلى استعادة العدالة والشفافية والكفاءة للسوق ولها على وجه الخصوص اتخاذ أي من التدابير الآتية: 1- إيقاف التداول في البورصة، أو أي ورقة مالية مدرجة لفترة زمنية مؤقتة. 2- إلغاء التداول لفترة زمنية محددة أو إلغاء الصفقات على سهم معين. 3- إصدار قرارات لتصفية كل الأرصدة أو جزء منها أو تخفيضها. 4- تعديل أيام وساعات التداول. 5- تعديل أو إيقاف أي من قواعد البورصة⁽³⁾.

(1) المادة (42) من القانون السابق.

(2) المادة (43) من القانون السابق.

(3) المادة (44) من القانون السابق.

رابعاً - في حال عدم التزام البورصة بقرارات أو تعليمات هيئة أسواق المال الصادرة بموجب سلطتها المقررة لها في المادة السابقة يجوز للهيئة اتخاذ ما تراه مناسباً من إجراء لتحقيق التداول المنتظم أو تصفية أي مركز يتعلق بالأوراق المالية⁽¹⁾.

خامساً - يجوز لهيئة سوق المال بموجب إخطار كتابي للبورصة إلغاء الترخيص الممنوح لها اعتباراً من اليوم المحدد بقرار الهيئة، وذلك في الحالات التالية: 1- إذا فقدت الشركة أحد الشروط التي أهلتها للحصول على الترخيص. 2- إذا توقف العمل في البورصة لمدة تزيد على خمسة أيام عمل. 3- إذا تم إقفالها. 4- إذا لم تلتزم بتعليمات الهيئة رغم تنبيه الهيئة لها. 5- إذا لم تقدم للهيئة المعلومات التي طلبتها أو قدمت معلومات غير صحيحة أو مضللة. وعلى الهيئة نشر قرار إلغاء الترخيص وأسبابه في الجريدة الرسمية⁽²⁾.

سادساً - في حال عدم التزام وكالة المقاصة بقرارات أو تعليمات هيئة سوق المال الصادرة بموجب سلطتها المقررة لها في المادة السابقة جاز للهيئة اتخاذ أية إجراءات تراها ضرورية للاحتفاظ بتسوية عادلة وتحقيق الفاعلية للمعاملات التجارية في الأوراق المالية أو أي فئة منها⁽³⁾.

سابعاً - يجوز لهيئة أسواق المال بموجب إخطار كتابي إلغاء ترخيص وكالة المقاصة الممنوح لها وفقاً لأحكام هذا القانون اعتباراً من اليوم المحدد بقرار الهيئة، وذلك في أي من الحالات الآتية: 1- فقدان الوكالة أحد الشروط التي أهلتها للحصول على الترخيص. 2- إذا توقفت الوكالة عن أداء المهام الموكلة إليها أو المرخص لها إدارتها. 3- تصفية الوكالة. 4- التخلف عن تنفيذ أي التزام يفرضه عليها هذا القانون. 5- التقاعس عن تقديم المعلومات التي طلبها الهيئة أو تقديم معلومات غير صحيحة أو مضللة. 6- إجراء الوكالة أي تعديلات على أغراضها في عقد تأسيسها أو نظامها الأساسي دون أخذ موافقة مسبقة من الهيئة. 7- إذا طلبت الوكالة إلغاء الترخيص الممنوح لها. وعلى الهيئة نشر قرار إلغاء الترخيص وأسبابه في الجريدة الرسمية⁽⁴⁾.

(1) المادة (45) من القانون السابق.

(2) المادة (45) من القانون السابق.

(3) المادة (59) من القانون السابق.

(4) المادة (58) من القانون السابق.

ثامناً - لهيئة سوق المال رفض أو وقف أو إلغاء رخصة أو تقييد نشاط أي شخص مرخص له بالعمل في إدارة أنشطة الأوراق المالية، أو أي شخص ذي علاقة تابع له إذا ثبت لها إتيانه أحد الأمور الآتية: 1- ارتكابه خطأ جسيماً أو إعطائه بيانات مضللة أو إغفاله ذكر حقيقة جوهرية عند تقديم طلب الترخيص الخاص به أو إغفاله ذكر أي معلومات أخرى يتوجب تقديمها للهيئة. 2- عدم استيفائه للمعايير المطبقة بموجب أحكام هذا الفصل أو أي نظام أو لائحة تصدر بناء عليه. 3- خالف أي حكم أو قاعدة أو نظام أو لائحة صدرت بموجب هذا القانون، أو قانون أوراق مالية آخر أو قاعدة أو لائحة لدولة أخرى. 4- إهماله في مراقبة أحد تابعيه لمنعه عن كل ما من شأنه مخالفة أحكام هذا القانون أو لائحته التنفيذية⁽¹⁾.

ويلاحظ على الضوابط السابقة ما سبق أن لوحظ بخصوص معايير الشفافية، من اتسامها بالعمومية في التعامل مع كافة صور الأدوات المالية، دون مراعاة لخصوصية التعامل في المشتقات المالية.

المبحث الثاني

تقييم استيعاب التشريعات الكويتية لمتطلبات الشفافية والنزاهة في المشتقات المالية ومقترحات تعزيزها

مما لا شك فيه، أن المشرع الكويتي بإصداره للتشريعات المالية الأخيرة قد خطا خطوات متقدمة على طريق تفعيل قواعد حوكمة المؤسسات المالية، وهو ما ظهر أثره واضحاً في استقرار المعاملات، وجاذبية أسواق المال للاستثمارات الوطنية والأجنبية. لكن بخصوص المشتقات المالية، هناك بعض المعوقات التي لا تزال تعترض المؤسسات والشركات المالية الكويتية في تحقيق التطبيق الأمثل لقواعد الشفافية والنزاهة في مجال معاملات المشتقات المالية. والأمر على هذا النحو، يقتضي الوقوف على هذه المعوقات، ومحاولة تقديم مقترحات للتغلب عليها، بغرض تعزيز متطلبات الشفافية والنزاهة لدى المؤسسات المالية الكويتية، وذلك على التفصيل التالي:

(1) المادة (76) من القانون السابق.

المطلب الأول

معوقات الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية

تبدو أهمية التعرض لمعوقات الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية، وذلك على التفصيل الآتي:

أولاً- معوقات الشفافية والإفصاح في عقود المشتقات المالية:

في ضوء استقرار ما جاء في قانون أسواق المال الكويتي بخصوص قواعد الشفافية والإفصاح فيما يتعلق بعقود المشتقات المالية، فإنه يمكن سرد مجموعة من المعوقات، أهمها⁽¹⁾:

1- صعوبة الوصول إلى المعلومات والبيانات الكافية حول عقود المشتقات، بل حتى لو تم الوصول إلى المعلومات المطلوبة، يكون من الصعب التأكد من صحتها ودقتها، وذلك لأن معظم المعاملات الخاصة بهذه العقود تتم في الأسواق غير الرسمية.

2- صعوبة التوقع والتنبؤ واستشراف المستقبل بخصوص حركة أسعار عقود المشتقات، لأن هذه الأمور لا تعتمد فقط على مهبة المتعاملين، وإنما ترتكز بشكل أساسي على وجود نوع من المصادقية في الشفافية والإفصاح عن البيانات والمعلومات الصحيحة الخاصة بها، لتسهيل تحليلها وتقييمها (أي التوقع بأسلوب علمي سليم)، وهي أمور قد يصعب تحققها في ظل انتشار الشائعات والأكاذيب حول هذه المعاملات.

3- عدم وجود تشريعات قانونية كافية لمعالجة الالتزام بالشفافية والإفصاح في عقود المشتقات تحديداً بشكل يحقق التوازن بين المصالح المختلفة. فالاستثمار والتجارة واعتبارات المنافسة تفرض على المستثمر في عقود المشتقات الاحتفاظ ببعض المعلومات السرية لخدمة تجارته وخطته المستقبلية. وفي ذات الوقت هو ملزم بالإفصاح والشفافية، الأمر الذي يجب معه مراعاة التوازن بين المصالح المختلفة قدر الإمكان.

4- وجود صعوبة في فهم وتحليل المعلومات الخاصة بعقود المشتقات من قبل المتعامل العادي، خاصة وأنها بيانات ذات طبيعة محاسبية وإحصائية، ومن ثم يصعب عليه اتخاذ قراره بالبيع أو بالشراء عن فهم ووعي كامل.

(1) د. أحمد باز متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 113.

- 5- التعامل على المشتقات ذات أبعاد دولية، يحتاج إلى وجود آلية لربط الأسواق المالية المتعاملة فيها على مستوى العالم، للوقوف بدقة على حركة الأسعار الدولية وتقلباتها، والمتوقع لها في المستقبل، لتحقيق الشفافية والإفصاح بخصوص معاملاتها على الوجه الأمثل، وهذا ما لم يظهر أثره بوضوح في القانون الكويتي.
- 6- عدم توافر الأجهزة المعلوماتية المتخصصة في مجال المشتقات المالية، التي من شأنها تقديم معلومات دقيقة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط، الأمر الذي يؤدي إلى وجود تضارب في البيانات المعلن عنها، مما يتسبب في عشوائية اتخاذ القرار.
- 7- اعتماد هيئة سوق المال المتزايدة على المعلومات الواردة من السماسرة، رغم أنهم لا يعينهم إلا خدمة عملائهم، ولا يبالون كثيراً بالمصلحة العامة لحركة التداول في سوق المال.

ثانياً- معوقات النزاهة في عقود المشتقات المالية:

وعلى صعيد آخر، هناك العديد من المعوقات الماسة بنزاهة التعامل في المشتقات المالية، أهمها⁽¹⁾:

- 1- غاب عن هذا القانون أحكام تراعي خصوصية عقود المشتقات المالية، فعلى الرغم من أنه عالج أحكام الشفافية والنزاهة بخصوص الأوراق المالية بصورة عامة، كما أنه اعتبر المشتقات من قبيل هذه الأوراق، إلا أنه لم يراع أن هناك بعض الفوارق بين آلية التعامل على هذه المشتقات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى (مثل الأسهم والسندات)، خاصة وأن المشتقات لا تشكل قيمة حقيقية في حد ذاتها، وإنما هي قيمة مشتقة من أصل مالي معين، كوسيلة لمواجهة مخاطر تقلب الأسعار، يحيطها الكثير من الجهالة في قيمتها سواء الاسمية أم المستقبلية.
- 2- لم يرد في هذا القانون ما يلزم التعامل على عقود المشتقات المالية داخل الأسواق المالية الرسمية، وذلك لمواجهة هروبها إلى الأسواق غير الرسمية التي تفتقر إلى إعمال قواعد الشفافية والنزاهة، وتضع الآليات المناسبة للرقابة على تطبيقها.
- 3- تلعب شركات السمسرة دوراً كبيراً في إبرام وتسوية عقود المشتقات المالية، ورغم ذلك لم يتضمن القانون الكويتي أحكاماً خاصة بالنزاهة في مجال عمل هذه الشركات، وهذا الأمر يشكل خطورة كبيرة.

(1) د/ مفتاح صالح - أ/ معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 7/2009-2010، ص186.

زيادة تكلفة الإعلان عن المعلومات والبيانات والتقارير الخاصة بعقود المشتقات، وذلك لغياب الإدارات المتخصصة بذلك في الأسواق المالية. كما أن تكليف الوسطاء بهذا الأمر، سيجعلهم يحملون أطراف العقد هذه الأعباء، مما يمثل إرهاقا لهم.

إن التعامل على عقود المشتقات المالية محاط بالعديد من الشبهات الشرعية، التي يجب معها ربط تحقق النزاهة في هذه العقود بوجود رقابة شرعية من قبل جهات متخصصة في أسواق المال على المؤسسات والشركات المتعاملة في هذه العقود، وهو ما لم يظهر بالقدر الكافي في القانون الكويتي.

عدم وجود عدالة بين المستفيدين في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية، نتيجة حرص البعض على احتكارها، لأغراض المنافسة غير المشروعة «من يعلم قبل الآخرين يستطيع أن يحقق أرباحاً غير عادية»⁽¹⁾.

المطلب الثاني

آليات تعزيز الشفافية والنزاهة في سوق المشتقات الكويتي

تظهر آليات تعزيز الشفافية والنزاهة في سوق المشتقات المالية الكويتي في مواجهة مؤسستين تمارسان الدور الأكبر في إبرام عقود المشتقات وتداولها، وذلك على التوضيح الآتي:

أولاً- التزام شركات السمسرة⁽²⁾ بالشفافية والإفصاح في عقود المشتقات المالية:

تلعب السمسرة دوراً في غاية الأهمية في عقود المشتقات المالية⁽³⁾، حيث يغيب عن هذه العقود الحضور المادي للأطراف، لينوب عنهم السمسار في إتمامه وتنفيذه.

(1) د. صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان «أسواق الأوراق المالية والبورصات»، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من 6-8 مارس 2007م، ص4.

(2) وهم عبارة عن الوسطاء الذين تتم بواسطتهم عمليات البيع والشراء بين المتعاملين مقابل عمولة بصفتهم وكلاء عنهم وهم أعضاء أساسيون في البورصة. وجزير بالنكر أن التعامل في البورصة يتم من خلال السماسرة، فيما عدا أعضاء البورصة، حيث يمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة، أي لا يحتاجون إلى السماسرة ليتعاقدوا بصفتهم وكلاء بآجر. وليس هناك ما يمنع من أن يكون السمسار وكيلاً عن كل من البائع والمشتري في ذات الصفقة. كما يمكن أن يكون أصيلاً عن نفسه بائعاً أو مشترياً وكيلاً عن الطرف الآخر. د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضاوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، 9-14/4/2005م، ص7-8.

(3) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، 2003، ص53.

ليس هذا فحسب، بل امتد دوره ليصبح بمثابة مستشار للعملاء وذلك لمراقبته الدائمة لمجريات الأمور في البورصة⁽¹⁾. ويظهر التزام شركة السمسرة بالإفصاح والشفافية بخصوص عقود المشتقات المالية على محورين، وذلك على التفصيل التالي:

1- التزام شركات السمسرة بالشفافية والإفصاح تجاه هيئة سوق المال وإدارتها المختلفة:

يكتسب التزام شركة السمسرة بالإفصاح والشفافية في مواجهة سوق رأس المال أهمية خاصة، بالنظر إلى أن هذا هو الرافد الأول والرئيس لتغذية السوق ومن بعده المستثمرين بكافة المعلومات الخاصة بعقود المشتقات⁽²⁾. ويفرض هذا الالتزام بدوره على شركات السمسرة الإبلاغ عن أي معلومات قد تتوفر لديها، تتعلق بهذه العقود. ويجب على شركة السمسرة تحري الدقة قدر الإمكان في كل ما تدلي به من بيانات، وذلك للاعتبارات التالية⁽³⁾:

(1) يلعب السماسرة دوراً بالغ الأهمية في عقود المشتقات المالية، تتمثل في قيام البائع بفتح حساب خاص لدى السمسار يسمى حساب المتاجرة، يودع فيه العميل الهامش المبدئي المحدد، وبموجبه يصبح العميل قادراً على إصدار أوامر الشراء والبيع. ويفتح العميل حساباً خاصاً لكل سلعة يريد التعامل عليها. ويتبع هذه المرحلة سلسلة من الإجراءات التنفيذية، تسير على النحو التالي: 1/ يصدر العميل أمراً إلى الممثل المسجل لدي بيت السمسرة (قد يكون أمراً بالشراء) ويطلق على صاحبه صاحب المركز الطويل، وقد يكون أمراً بالبيع، ويطلق على صاحبه صاحب المركز القصير). 2/ يقوم الممثل المسجل بإبلاغ هذا الأمر للقسم المسؤول عن العقود المستقبلية في بيت السمسرة، لتوصيله إلى سمسار الصالة بالبورصة. 3/ ويتوجه سمسار الصالة إلى حلبة التعامل، الذي يلتقي مع أقرانه المتعاملين في نفس السلعة بائعين ومشترين. 4/ يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء فيما بينهم بالإعلان عنها وذلك للأوامر التي تحمل ذات التاريخ. 5/ يقوم سمسار الصالة بتأكيد تنفيذ الأمر إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة، ليقوم الأخير بإخطار بيت السمسرة، لإخطار العميل بتنفيذ الأمر. 6/ يقوم كتابة الصالة بتجميع أوراق الصفقات لتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، ليقوم الأخير بوضع كل عقد بيع أمام عقد شراء لعقود السلعة التي لها ذات تاريخ التنفيذ. 7/ يعلن مندوب بيت التسوية عن ميلاد عقد جديد على ذلك الأصل، ويعلن عنه في لوحة الإعلانات. 8/ يخطر المندوب مركز الخدمة الإعلامية ليثبت ميلاد هذا العقد محلياً ودولياً. 9/ يحول بيت التسوية هذا العقد الشخصي إلى عقدين، حيث يقف كبائع أمام المشتري، ويقف كمشترت أمام البائع. ويمكن لأي من الطرفين أن يقلف مركزه دون أن يتأثر الطرف الآخر. راجع: د. أحمد محمد خليل الإسلامبولي، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، حوار الأربعاء، 16/3/1428هـ/4/2007م، ص 107.

(2) وحرصاً على مزيد من الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بمعاملات المشتقات المالية أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية FASB بياناً برقم 119. وقد حمل هذا البيان اسم الإفصاح عن الأدوات والمشتقات المالية والقيمة العادلة للأدوات المالية، والتي لم تكن فقط مجرد معايير للإفصاح والشفافية في مجال المشتقات، ولكن أيضاً للكشف والإفصاح العام في الاستخدام العادل للأدوات المالية. وفي أكتوبر عام 1994 صدر بيان ساعد على تحقيق الهدفين في الوقت المناسب في نهاية العام. ويجب أن يتضمن تقرير الإفصاح مخاطر الائتمان ومخاطر السوق الخاصة بالأدوات المالية والمتطلبات النقدية الخاصة بالصكوك، والسياسات المحاسبية. كما يجب التمييز بين أنواع المشتقات المختلفة. وكذلك نشر البيانات التي تعكس التناقضات بين النتائج الفعلية. وقد هدفت هذه الإصدارات لتسهيل المفاوضات بين أنواع المنتجات المختلفة وتوثيق العديد من معاملات المشتقات المختلفة بموجب اتفاق واحد. وقد ساعد كل هذا على تخفيض نسبة المخاطر المرتبطة بالمشتقات من خلال تعزيز اليقين القانوني وتخفيض مخاطر الائتمان.

Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, op. cit, p1432. Richard W. Stevenson, Markets Shaken As British Bank Takes Big Loss, N.Y. TIME.S, Feb. 27, 1995, available at: <http://www.nytimes.com/1995/02/27/business/markets-shaken-as-a-british-bank-takes-a-big-loss.html?pagewanted=all>

(3) د. محمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية -دراسة نظرية تطبيقية، مرجع سابق، ص 15.

أن قدرة الوحدات الاقتصادية المتعاملة في سوق الأوراق المالية على التنافس تعتمد بشكل كبير على المعلومات المتوافرة في هذا السوق حول عقود المشتقات. ترتبط فعالية الرقابة على تداول عقود المشتقات المالية بشكل أساسي بمدى وفرة ومصداقية المعلومات المتاحة عنها.

يلعب عنصر التوقع في تداول عقود المشتقات دورا كبيرا في نجاحها، بالنظر إلى أن غالبيتها عقود آجلة، يعتمد عليها الأطراف لمواجهة مخاطر تغير الأسعار وفق توقعاتهم، ومن ثم تتوقف القدرة على التوقع بتوافر المعلومات ودقتها.

تحاط عقود المشتقات بكثير من المخاطر، التي من شأنها أن تسبب عزوف الأفراد عن التعامل فيها، لذلك يعتمدون على المعلومات المتاحة في سوق رأس المال بشكل كبير في اتخاذ قرارهم بالتعامل في هذه العقود من عدمه.

2- التزام شركات السمسرة بالإفصاح تجاه العملاء:

يأتي في مقدمة ما تلتزم به شركة السمسرة بخصوص إبرام عقود المشتقات، إحاطة العميل علماً بطبيعة الصفقة وبكافة ما يحيط بها من مخاطر. ويعد هذا الالتزام من مقتضيات العقد، وفقاً لما تقضي به الأعراف التجارية، وما يفرضه مبدأ حسن النية، خاصة وأن السمسار هنا يعد وكيلًا بالعمولة. ويعد هذا الالتزام من الأمور المسلم بها، سواء في النظم اللاتينية أم في النظم الانجلوسكسونية، حيث تفرض هذه الأنظمة على الوكيل مجموعة من الالتزامات المبنية على علاقة الثقة التي تجمعها بالعميل، أهمها الالتزام بحسن النية، وعدم السماح بتعارض مصالح النائب مع مصالح موكله. كما تفرض هذه العلاقة أيضاً بذل العناية الكافية في إعلام الموكل بكافة التفاصيل اللازمة⁽¹⁾.

ويتمحور التزام السمسار بالشفافية والإفصاح في مواجهة العميل على محورين: الأول يسمى بالالتزام بالاستعلام، والثاني يسمى بالالتزام بالإعلام. ويشير الالتزام الأول إلى التزام شركة السمسرة بالإحاطة التامة بالمركز المالي للعميل، وما يتمتع به من خبرة في مجال المعاملات المالية، وتطلعاته من وراء المعاملة التي يسعى إليها⁽²⁾. وتبدو أهمية هذا الالتزام في الوقوف على ظروف العميل، ومن ثم اختيار أفضل

(1) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص 62.

(2) د. حاج بن علي محمد، تمييز الالتزام بالإعلام عن الالتزام بالنصيحة لضمان الصفة الخيرة للشيء المبوع - دراسة مقارنة، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 2011، ص 75.

العقود والمعاملات التي تتناسب مع ظروفه. أما عن الالتزام الثاني (الالتزام بالإعلام)، فهو ينطوي على تعريف العميل بنوع المعاملة، وبيان مزايا وعيوب كل نوع (خيار - مبادلة - آجلة)، بالإضافة لبيان طبيعة الأصل المالي المتعاقد عليه (عملات - بضائع - أسهم)⁽¹⁾.

ويمكن تصنيف درجة التزام شركة السمسرة بالشفافية والإفصاح تجاه العميل على ثلاثة مستويات، وهي:

المستوى الأول - الالتزام بالإعلام العام: وهو يعالج التزام شركة السمسرة بإعلام العميل بالمعلومات العامة عن الصفقة المراد إبرامها.

المستوى الثاني - الالتزام بالإعلام الخاص: ويفرض هذا المستوي على شركة السمسرة مراعاة الظروف الخاصة بكل عميل، وتزويده بالبيانات التي تساعد على الاختيار بما يحقق مصلحته.

المستوى الثالث - الالتزام بالنصح والمشورة: ويعد هذا أكثر مستوى يزيد من مسؤولية شركة السمسرة، حيث ينصرف التزامه ليس فقط عند تزويد العميل بالبيانات، ولكن تقديم النصح والإرشاد بإجراء المعاملة أو العزوف عنها⁽²⁾.

وفي كافة الأحوال يجب على السمسار مراعاة الأمور الآتية وهو بصدد تنفيذ التزامه بالشفافية والإفصاح بخصوص عقود المشتقات المالية، وهي⁽³⁾:

أ - كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: يجب على السمسار تقدير حاجة العميل للمعلومات، فلا يعطيه كمًّا قليلاً على النحو الذي يتسبب في الجهالة، ولا يسرف عن الحد المطلوب على نحو يضر باعتبارات المنافسة.

ب - نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها: وتتحكم القواعد المحاسبية في طبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية التي يجب علم العميل بها، كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت، والموضوعية... وغيرها.

ج - زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح ذا جدوى وفائدة، يجب مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، وهو الوقت الذي يساعد العميل على

(1) د. أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، مرجع سابق، ص 62.

(2) المرجع السابق، ص 64.

(3) د / مفتاح صالح - أ / معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سابق، ص 184.

اتخاذ قراره المناسب. وفي كافة الأحوال يجب أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعاً بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات لمستخدميها.

وفي المقابل يمتنع على السماسر نشر وترويج الشائعات بين العملاء، كما يجب عليه الامتناع عن التدخل في عمليات مشبوهة أو يعتقد أن أموالها تم الحصول عليها من عمليات غسل أموال⁽¹⁾.

ثانياً- هيئة سوق المال الكويتي وتعزيز الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية:

يظهر دور سوق المال الكويتي في تعزيز الشفافية والنزاهة في هذه العقود، وذلك على محورين:

1- هيئة سوق المال الكويتي وتعزيز الشفافية والإفصاح:

تلعب هيئة سوق المال دوراً كبيراً في الشفافية والإفصاح في عقود المشتقات المالية، خاصة وأنها مصدر المستثمرين والمضاربين في الوصول إلى المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ قرارهم بالتعامل في المشتقات من عدمه. ويجب عليها مراعاة الضوابط التالية⁽²⁾:

أ- تخصيص أجهزة ووحدات معلوماتية متخصصة في مجال المشتقات المالية لدى أسواق المال، تعمل على تقديم معلومات دقيقة ومفصلة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط، مستقاة من مصادر موثوق بها.

ب- يجب أن تتضمن القوائم المالية الصادرة عن سوق المال بخصوص عقود المشتقات على معلومات معدة وفق معايير محاسبية دولية متعارف عليها، وأن تعرض هذه القوائم بشفافية مطلقة مؤسسة على تقارير معتمدة وأسس سليمة وواقعية لرغبي التعامل في عقود المشتقات، الأمر الذي يمكنهم من القيام باستثمارات فعالة مبنية على قرار صائب ورؤية مستنيرة.

ت- ضرورة إيجاد آلية مناسبة لربط الأسواق المالية على نحو يسمح بتبادل المعلومات والاستشارات والخبرات فيما يتعلق بتجارة المشتقات، لمحاولة توحيد الرؤى قدر الإمكان حول القضايا التي تثير إشكاليات معقدة.

(1) د. أحمد باز متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ص 153.

(2) د. أحمد باز متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ص 153.

ث- عدم التسليم المطلق بصحة البيانات المقدمة من السماسرة بخصوص المشتقات المالية إلا بعد مراجعتها والتأكد منها بشكل كاف، والتشديد على مسؤوليتهم في حالة ثبوت غش أو تحايل في البيانات المقدمة منهم.

ج- إنشاء إدارات متخصصة في دراسة آليات تطوير سبل الشفافية والافصاح عن البيانات الخاصة بالمشتقات المالية، يكون لديها القدرة على الاستفادة من معطيات التقدم التكنولوجي، وأفضل ما توصلت إليه أسواق المال الأجنبية، مع مراعاة ما تتمتع به الأسواق العربية من خصوصية.

ح- يجب توفير بيئة تشريعية خاصة بمعالجة الالتزام بالشفافية والإفصاح في مجال المشتقات المالية في أقرب وقت ممكن، تعمل على إقامة نوع من التوازن بين ضرورة وجود قواعد صارمة تلزم المتعاملين بالإدلاء بالبيانات والمعلومات، وبين حقهم في الاحتفاظ ببعض البيانات السرية المرتبطة برغبتهم في التنافس التجاري المشروع.

خ- لا يمكن أن تكون أسواقنا المالية مرآة صماء تعكس ما يحدث في الأسواق الأجنبية، دون مراعاة لضوابطنا الشرعية المستمدة من أحكام شريعتنا السمحاء، وذلك من خلال نشر ثقافة التوعية السليمة الكفيلة بإزالة الشبهات الشرعية المحيطة بمعاملات المشتقات المالية.

د- يجب مراعاة إقامة نوع من العدالة بين المستفيدين من خدمات سوق الأوراق المالية في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية، والقضاء على كافة أشكال المعاملة التمييزية لتجنب الاحتكار، وضمان إتمام التعامل في جو من المنافسة غير المشروعة.

ذ- يجب أن تعكس القوائم المالية والتقارير المركز المالي الحقيقي للمتعاملين في المشتقات بشكل واضح، على نحو يعكس مصداقية التزاماتهم، ويبث الثقة في نفوس المتعاملين معهم. وإذا كان أحد المتعاملين في المشتقات أو كلاهما من الشركات، فيجب بيان المركز المالي للشركة تحت رقابة مجلس إدارة الشركة والتأكد من قيام المراجعين وإدارة الشركة بأداء أعمالهم والمهام الموكلة إليهم بطريقة سليمة صحيحة، وأن يتم ذلك وفقاً للقواعد القانونية الموضوعية في هذا الشأن، مع العلم أن المسؤولية مشتركة بين إدارة الشركة والإدارة المالية التي تقوم بإعداد القوائم والتقارير المالية، وكذلك مسؤولية المراجعة الداخلية التي من أهم واجباتها التأكد من سلامة النظام المحاسبي للشركة، والتأكد من صحة القوائم المالية والمعايير المستخدمة في إعدادها.

ر- يجب الإفصاح بوضوح عن طبيعة المسؤوليات الناشئة عن الغش أو الخداع في البيانات الخاصة بعقود المشتقات لجميع أطرافها؛ سواء على صعيد المتعاقدين أو هيئة سوق رأس المال والجهات الرقابية العاملة فيها.

ز- يجب إلزام الوسطاء الماليين (السماسرة) بكافة ضوابط الإفصاح والشفافية، بالنظر لدورهم المحوري في عقود المشتقات المالية، حيث يغيب الحضور المادي المباشر بين أطراف هذه العقود، ويحل السماسرة محلهم في التعاقد والتنفيذ. ولما كانت عقود المشتقات عبارة عن قيم منقولة غير مادية، يتم تداولها وتصفية الالتزامات الناشئة عنها بطريقة محاسبية، يصعب على أطراف هذه العقود تحقيق فكرة المعاينة النافية للجهالة لمحل العقد، فكان من اللازم الاستعاضة عن ذلك بتوفير مجموعة من البيانات المتعلقة بكل معاملة بدقة وأمانة، ابتداءً من الشركات المصدرة للأصل المالي (كالسهم) وانتهاءً بسوق الأوراق المالية وهيئة الرقابة التي تشرف على هذه المعلومات والبيانات.

س- يجب على الجهات الرقابية في السوق المالية الإعلان بشفافية عن البيانات والمعلومات والإجراءات التي تتم داخل السوق في توقيت مناسب، وإتاحة الاستفادة من هذه البيانات لكافة المتعاملين.

ش- توحيد مصدر المعلومات والبيانات والتقارير والقوائم المتعلقة بالمشتقات والجهات المتعاملة فيها، وذلك بهدف القضاء على الشائعات والممارسات الضارة التي تؤثر على حركة التعامل.

ص- القيام بحملة توعوية وتعليمية للمتعاملين في عقود المشتقات، لتعريفهم بأهمية البيانات والمعلومات المالية والأحداث الجوهرية قبل وأثناء التعامل في المشتقات، مع وضع دراسة لهم تمكنهم من قراءة وتحليل البيانات المالية، لمعرفة الأسباب الحقيقية وراء ارتفاع أو انخفاض قيمة عقودهم.

2- هيئة سوق المال الكويتي وتعزيز اعتبارات النزاهة:

يرتبط تحقق النزاهة في مجال المشتقات المالية بعدة أمور: أهمها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية، ومنها ما يتعلق بأخلاق العمل وثقافته، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تضطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال

السوق المالية الإسلامية. ويقصد بهذا الشرط في مجال المشتقات المالية، ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون معاملات المشتقات في السوق المالية أن تكون سلوكياتهم متفقة مع احكام الشريعة الإسلامية والقوانين السارية⁽¹⁾.

ويرتبط تحقيق شرط الضبط في سوق الأوراق المالية بالمفهوم السابق بالعديد من الالتزامات، أهمها⁽²⁾:

تعزير اعتبارات الثقة في التعامل بالمشتقات المالية: تحاط عقود المشتقات المالية بالعديد من المخاطر، لارتباطها في الغالب بأمر مستقبلية، الأمر الذي يعزز من دور الضمانات إلى يجب أن يتم تحصين هذه العقود بها، خاصة على صعيد ضمانات الإفصاح والشفافية.

مراعاة البعد الاجتماعي في عقود المشتقات المالية: إذا كان الأصل في العقود الرضائية، والتي تتجسد في أن الأطراف لهم أن ينظموا عقودهم بما يحقق مصالحهم المطلقة، ما دامت لا تتضمن شروطاً تخالف النظام العام، إلا أن عقود المشتقات تكتسب بعداً اجتماعياً يجب معه فرض نوع من الرقابة على ممارسة الأطراف لسلطاتهم التعاقدية، بحيث لا تتجاهل تحقيق مصالح المجتمع أيضاً. فالأزمة المالية العالمية الأخيرة كان لعقود المشتقات اليد الطولي في الكثير من سيناريواتها، الأمر الذي يفرض على أطراف عقود المشتقات نوع من المسؤولية الاجتماعية من شأنها أن تحد من حرية المتعاقدين في وضع ما يحلو لهم من شروط. كما يفرض على الجهات الرقابية داخل الأسواق المالية إخضاع هذه المعاملات للرقابة، والتأكد من وجود نوع من التوازن بين مصالح الافراد ومصالح المجتمع.

الالتزام بالضوابط الشرعية: يحيط التعامل بالمشتقات المالية العديد من الشبهات الشرعية، التي أثارَت المخاوف والحذر في نفوس الكثيرين⁽³⁾. وقد فرض هذا الأمر بطبيعة الحال ضرورة التقيد بالضوابط الشرعية المستمدة من أرجح الأقوال الفقهية. ولعل إلباس مفهوم الحوكمة بلباس شرعي له دور كبير في كسب ثقة المتعاملين في المشتقات المالية، ومن ثم تشجيعهم على المبادرة في الاستفادة من معطياتها المختلفة. لذلك يجب إلزام جميع أجهزة السوق المالية بإخضاع عقود المشتقات المالية من حيث

(1) د. رائد نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 13.

(2) المرجع السابق، ذات الموضوع.

(3) النظام المالي الإسلامي - المبادئ والممارسات، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، 1435 هـ، ص 71.

إبرامها وتسوية الالتزامات الناشئة عنها للضوابط الشرعية، ولا يتوقف الأمر على استعارة النماذج الغربية لهذه المعاملات بشكل مطلق، دون مراعاة الضوابط الشرعية لها. فعلى الرغم من وجود من يدافع عن المشتقات وعن دورها في مساعدة الشركات في التخلص من المخاطر ونقلها إلى الأسواق المالية وبيوت المقاصة (تحت ما يسمى بالتحوط)، إلا أن الرأي الغالب يري أنها أدوات للرهان والمقامرة على تقلبات الأسعار (حيث تبلغ نسبة عقود المشتقات التي تهدف إلى المجازفة حوالي 97% من إجمالي هذه العقود). من ناحية أخرى، هذه العقود لا تهدف إلى انتقال الملكية بين الطرفين، ولكن تهدف إلى تبادل المخاطر فيما بينهما، الأمر الذي من شأنه أن يجعل المبادلات فيها توصف بأنها صفرية، لأنه إذا ربح طرف، خسر الطرف الآخر⁽¹⁾.

ويحتاج هذا الأمر إلى مزيد من التفصيل، من خلال تسليط الضوء على أهم المقومات الشرعية الحاكمة لعقود المشتقات المالية، وذلك على التفصيل التالي:

أ- انتفاء الغرر⁽²⁾ في عقود المشتقات المالية:

يجب احاطة المضاربات على عقود المشتقات بإطار رشيد، يتيح الفرصة للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن التعامل فيها، بعيداً عن المضاربات الوهمية، المؤسسة على الغش والخداع للتأثير على الأسعار، مثل الإشاعات وعقد الصفقات الوهمية. ويتحقق الغرر في كثير من عقود المشتقات المالية، خاصة عقود المستقبلات وعقود البيع على المكشوف، لأن هذه العقود يمكن أن تنتهي دون تسليم حقيقي لما تم الاتفاق عليه. كما قد تكون هناك جهالة حول الثمن أو الكمية. ويمكن الوقوف على بعض الشروط والضوابط التي من شأنها ضمان خلو عقود المشتقات المالية من المضاربة غير المشروعة، وهي⁽³⁾:

– أن تتم عمليات البيع أو الشراء المتعلقة بعقود المشتقات بسعر معروف مسبقاً.

(1) المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر 2009 – يناير 2010.

(2) الغرر في اللغة: «هو اسم مصدر من التفرير، هو الخطر والخذعة». وفي الاصطلاح الشرعي: بيع الغرر: «هو بيع مجهول العاقبة – هو الذي يكون فيه جهالة». يعرف الغرر بأنه عبارة عن بيع أصول مالية غير مملوكة للبائع (البيع على المكشوف). وتتمثل علة النهي عنه في «العجز عن التسليم»، ومن ثم تعد المعاملة من قبيل المضاربة غير المشروعة، التي تدور في محيط البيع والشراء للأداة المالية بقصد تحقيق الربح من فروق الأسعار، وليس الربح الدوري لامتلاك الأداة المالية (كالسهم). ومن ثم إذا ما أنتقى الغرر في المضاربة، فلا بأس منها كطريقة مشروعة للاستثمار، فالمضاربة على الفروق السعرية بسبب نجاح الأداة المالية أو نجاح مصدرها، أمر مشروع. راجع: د. عبد الودود مصطفى مرسي، أحكام الغرر في عقود التبرعات: دراسة فقهية مقارنة، (ISLAMIIYAT) 36 (2014): 103 – 111، ص 104.

(3) د. راند نصري أبو مؤنس – أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 17.

- ألا تخرج المضاربة على فروق الأسعار في عقود المشتقات عن حدود المخاطرة المقبولة، المؤسسة على أسس منطقية ومسببة للاستفادة من الفروق الطبيعية للأسعار.
- الابتعاد عن الممارسات غير الأخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضللة بخصوص هذه العقود، سواء عند إبرامها أو أثناء تداولها.
- يجب الابتعاد عن الممارسات غير المشروعة عند إبرام هذه العقود، مثل البيع الصوري، أو بيع الشخص ما لا يملك.
- ألا تشتمل المضاربة على عقود المشتقات على أي محظور شرعي؛ كالربا أو الغرر أو الغبن أو الاحتكار، أو غيرها من المحظورات المنهي عنها.
- ب- خلو التعامل في المشتقات المالية من الجهالة⁽¹⁾:**

وتتحقق الجهالة في عقود المشتقات المالية في حالة عدم علم أطراف العقد بطبيعة الأصل المالي محل العقد، من حيث جنسه أو صفته أو مقداره. وتقتضي حوكمة هذه العقود، التخلص من هذه الجهالة بتحقيق شروط الإفصاح والشفافية، حول بيان الأسعار ووضوحها، وإمكانية التأكد منها، وطبيعة الضمانات الخاصة بتنفيذ العقد، وغيرها من البيانات التي توضح العقود عليه بشكل نافٍ للجهالة.

ت- خلو عقود المشتقات المالية من الربا⁽²⁾:

تزداد فرصة وقوع الربا في عقود المشتقات المالية، فهي عقود آجلة ترد الأصول المالية المختلفة، ويحصل المتعاملون فيه عن مقابل نظير ذلك. ويشترط لخلو عقود المشتقات من الربا أن تتم وفقاً للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، بحيث تتم خالية من كل أنواع الربا. ويجب على هيئات الرقابة في الأسواق المالية التأكد من خلوها من الربا، كأن يتم التقابض قبل تفرق العاقدين سواء أكان القبض حقيقياً أم حكماً، وأن يتم التماثل في البدلين اللذين هما من جنس واحد ولو كان أحدهما عملة ورقية والآخر عملة معدنية⁽³⁾.

(1) الجهالة لغة مأخوذة من الجهل، وهو ضد العلم ونقيضه عدم معرفة الشيء. والفرق بينه وبين الغرر، أن الأخير عنصر الاحتمال فيه قائم، أي يمكن أن يحدث أو لا. أما الجهالة، فهي مؤكدة الحدوث، لكن الجهل وقع في ذات أو جنس أو نوع أو صفة أو مقدار العقود عليه.

(2) يعرف الربا لغة: بأنه عبارة عن الزيادة. ويعرف شرعاً بأنه عبارة عن: الزيادة في الدين مقابل الأجل مطلقاً. د. سعيد بن علي بن وهف القحطاني، الربا أضراره وآثاره في ضوء الكتاب والسنة، سلسلة مؤلفات سعيد بن علي بن وهف القحطاني (60)، 1431 هـ، ص 10.

(3) د. رائد نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 15.

3- مراقبة ضوابط التعاقد في المشتقات المالية:

- يتوجب على هيئة سوق المال أن تلزم السماسرة والوسطاء بمجموعة من الضوابط عند التعاقد، وممارسة نوع من الرقابة عليها، وذلك على التفصيل الآتي:
- يجب تنميط كافة عقود المشتقات المالية، من خلال وضع نماذج تحوي شروطاً موحدة تسري على كافة المعاملات.
 - يجب توضيح طبيعة التزامات ومسؤوليات المتعاقدين بشكل واضح وصريح، ومن شأنه إغلاق باب الشك والتأويل.
 - يجب ترشيد سلوكيات الوسطاء الماليين، من خلال إلزامهم بمجموعة من المعايير التي تفرض عليهم مراعاة الضوابط القانونية لإبرام عقود المشتقات، وضرورة الالتزام بمعايير الإفصاح والشفافية حول هذه العقود.

الخاتمة:

أظهرت هذه الدراسة أن عقود المشتقات المالية تحمل بعض المزايا للمتعاملين في أسواق المال والأعمال، إلا أنها رغم ذلك أفرزت العديد من المخاطر المالية، خاصة بعد أن تسببت سياسات تحرير الخدمات في زيادة نسبة المخاطر غير المتوقعة للاستثمارات الدولية. وقد شكل هذا الأمر تهديداً لكثير من المكتسبات التنموية التي تحققت أو كان من المتوقع تحقيقها، مما عرض الكثير من المشروعات التجارية للإفلاس، وفرض ضرورة تبني أطر قانونية وشرعية لمواجهة هذه المخاطر، خاصة ما يتعلق بحوكمة المؤسسات المالية المتعاملة فيها.

وقد كشفت هذه الدراسة عن ضعف فاعلية المشتقات المالية في أداء دورها والاستفادة من مزاياها، إلى العديد من الأسباب، أهمها: زيادة العقود الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية، والتصرفات غير القانونية، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال، وضعف معايير الإفصاح والشفافية في التعامل على هذه المشتقات. كما أظهرت أيضاً أن غالبية الدول العربية والإسلامية لا يوجد لديها وسائل وأدوات لإدارة ومواجهة مخاطر المشتقات المالية، وهو ما يفرض عليها ضرورة تعزيز قدراتها في الاستفادة من الابتكارات المالية الجديدة (بما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية)، التي لا غنى عنها لأي دولة حتى تحتفظ بموقعها على الخريطة الاقتصادية العالمية، وأن تعزز من قدراتها لتبنى المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية الرشيدة، حتى لا تجتاحها رياح المنافسة العاتية. ودليل ذلك، أنه على الرغم من أن اقتصاد دولة الكويت، هو أحد أهم الاقتصادات في منطقة الخليج العربي، ويلعب سوق رأس المال فيه دوراً بالغ الأهمية، إلا أنه لم يسلم من عواصف الأزمة المالية العالمية، والتي تمثلت تبعاتها في الهبوط الشديد في أسعار النفط، مما أدى إلى انخفاض حجم المعاملات في أسواق المال على أثر ذلك، وهو ما أثر بشدة على الوضع المالي للدولة.

من ناحية أخرى، يصعب على أي دولة في الوقت الراهن العزوف عن التعامل في المشتقات المالية للعديد من الأسباب، أهمها: السياسات الإيجابية لتحرير الخدمات المالية التي يحيا عالمنا المعاصر في كنفها. بالإضافة إلى أن هذه الأدوات أحد ابتكارات الهندسة المالية الحديثة، ومن ثم عدم وجود آلية للتعامل فيها سوف يضعف قدرة الأسواق الوطنية على جذب الاستثمارات الأجنبية؛ ولذلك كان من الأسلم محاولة تبني هذه العقود، ولكن وفق ضوابط محددة، تضمن قدر الإمكان تقليص مخاطرها الشرعية والاقتصادية، والتي من أهمها تعزيز ضوابط الحوكمة أو الإدارة الرشيدة، خاصة على صعيد الشفافية والإفصاح.

التوصيات

وعلى صعيد آخر، خرجت هذه الدراسة بمجموعة من التوصيات، وذلك على النحو التالي:

- 1- ضرورة إصدار تشريع خاص ينظم الشفافية والنزاهة في مجال المشتقات المالية بقواعد تراعي خصوصيتها مقارنة بالأوراق المالية، سواء من حيث كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، ونوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، وزمن الإفصاح.
- 2- يجب تخصيص أجهزة و وحدات معلوماتية متخصصة في مجال المشتقات المالية تابعة لهيئة سوق المال الكويتي، تعمل على تقديم معلومات دقيقة ومفصلة، مؤسسة على تحليل محاسبي وإحصائي منضبط، مستقاة من مصادر موثوق بها.
- 3- يجب أن تتضمن القوائم المالية الصادرة عن هيئة سوق المال بخصوص عقود المشتقات على معلومات معدة وفق معايير محاسبية دولية متعارف عليها، وأن تعرض هذه القوائم بشفافية مطلقة مؤسسة على تقارير معتمدة وأسس سليمة وواقعية لراغبي التعامل في عقود المشتقات.
- 4- ضرورة إيجاد آلية مناسبة لربط الأسواق المالية على نحو يسمح بتبادل المعلومات والاستشارات والخبرات فيما يتعلق بتجارة المشتقات، لمحاولة توحيد الرؤى قدر الإمكان حول القضايا التي تثير إشكاليات معقدة.
- 5- عدم التسليم المطلق بصحة البيانات المقدمة من السماسرة بخصوص المشتقات المالية إلا بعد مراجعتها والتأكد منها بشكل كاف، والتشديد على مسؤوليتهم في حالة ثبوت غش أو تحايل في البيانات المقدمة منهم.
- 6- يجب إقامة نوع من التوازن بين ضرورة وجود قواعد صارمة تلزم المتعاملين بالإدلاء بالبيانات والمعلومات، وبين حقهم في الاحتفاظ ببعض البيانات السرية المرتبطة برغبتهم في التنافس التجاري المشروع.
- 7- يجب مراعاة إقامة نوع من العدالة بين المستفيدين من خدمات سوق الأوراق المالية في الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمشتقات المالية، والقضاء على كافة أشكال المعاملة التمييزية لتجنب الاحتكار، وضمان إتمام التعامل في جو من المنافسة غير المشروعة.
- 8- يجب مراعاة الضوابط الشرعية المستمدة من أحكام شريعتنا السمحاء، وذلك من خلال نشر الثقافة التوعوية السليمة الكفيلة بإزالة الشبهات الشرعية المحيطة بمعاملات المشتقات المالية.

قائمة المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية:

- 1- د. إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، ص2، بحث منشور على شبكة الانترنت، متاح على الموقع التالي:
<http://conference.qfis.edu.qa/app/media/335>
- 2- د. أحمد باز متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 2012، مصر.
- 3- د. أحمد محمد خليل الاسلامبولي، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، حوار الأربعاء، 16/3/1428هـ/4/4/2007 م.
- 4- د.آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية المنقولة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، 2003، مصر.
- 5- د.بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، في الفترة من 20 إلى 21 أكتوبر 2009، مصر.
- 6- د.بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (تخصص مالية الأسواق)، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011-2012، الجزائر.
- 7- د. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 8- د. حاج بن علي محمد، تمييز الالتزام بالإعلام عن الالتزام بالنصيحة لضمان الصفة الخطرة للشيء المبيع-دراسة مقارنة، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 2011.

- 9- د. رائد نصري أبو مؤنس - أ. خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، (الجهات المنظمة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية - ومركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية - كلية الدراسات الإسلامية في قطر بجامعة حمد بن خليفة - الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي)، إسطنبول - تركيا، في الفترة 9-11 سبتمبر 2013.
- 10- د. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة منتوري قسنطينة - الجزائر، 2012.
- 11- د. سعيد بن علي بن وهف القحطاني، الربا أضراره وآثاره في ضوء الكتاب والسنة، سلسلة مؤلفات سعيد بن علي بن وهف القحطاني (60)، 1431 هـ.
- 12- د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 1426 هـ - 2005 م.
- 13- د. صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان « أسواق الأوراق المالية والبورصات»، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من 6-8 مارس 2007 م.
- 14- د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الخامس عشر بعنوان « أسواق الأوراق المالية والبورصات»، كلية القانون - جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، من 6-8 مارس 2007 م.
- 15- د. عامر يوسف العتوم، أسباب الأزمة المالية العالمية رؤية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر الرابع للبحث العلمي في الأردن، الأحد، 8 نوفمبر/ تشرين الثاني،

.2009

- 16- د. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز «الاقتصاد الإسلامي»، م 27-ع 2014م / 1435هـ.
- 17- د. عبد الودود مصطفى مرسي، أحكام الغرر في عقود التبرعات: دراسة فقهية مقارنة، (ISLAMIIYAT) 36 (2014): 103 - 111.
- 18- د. محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي بالإمارات العربية المتحدة، 9 - 14 / 4 / 2005م.
- 19- د. مفتاح صالح -أ / معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 7 / 2009-2010.
- 20- د. نصح مسعودة، التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2016، متاح على الموقع الإلكتروني التالي: <http://giem.com/print/yes/312/kantakji.com/article/details/ID>
- 21- د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2011.

ثانياً - المراجع باللغة الأجنبية:

- Adam R. Waldman, OTC, Derivatives & systemic risk: innovative finance or the dance into the abyss?, the American university Law review, Vol. 43:1023, (No publication date)
- Alessandro Stanziani, Rules of Exchange: French Capitalism in Comparative Perspective, Eighteenth to Early Twentieth Centuries, Cambridge University Press, Rab. I 21, 1433 AH - Business & Economics.

- Christian O. Nagler, Derivatives Disclosure Requirements: Here We Go Again, Cornell Journal of Law and Public Policy, Volume 6, Issue 2 Winter 1997.
- Congressional Record, proceedings and debates of the 114 th CONGRESS, FIRST SESSION, Vol. 161 WASHINGTON, THURSDAY, DECEMBER 31, 2015, No. 186, available at: <https://www.congress.gov/crec/2015/12/31/CREC-2015-12-31.pdf>
- Daniel P. Cunningham et al., an Introduction to OTC Derivatives, in SWAPS AND OTHER DERIVATIVES IN 1994.
- Don M. Chance, Robert Brooks, an Introduction to Derivatives and Risk Management, 9th Edition, chapter 1, South-Western, Cengage Learning, 2013.
- Jean-Luc Bailly, Collectif, Économie monétaire et financière, Editions Bréal, Raj. 7, AH - Finance, 1427.
- Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments, 25 SETON HALL L. Rev. 1 (1994).
- John Andrew Lindholm, Financial Innovation and Derivatives Regulation - inimizing Swap Credit Risk under Title V of the Futures Trading Practices Act of 1992, 1994, COLUM. Bus. L. Rev. 73, 77 (1994).
- John Greenwald, the Devil's in the Derivatives; Exotic Securities Spread Financial Wreckage across the Country in the Wake of Interest-Rate Hikes, TIME, Oct. 10, 1994.

- Olaf De Senerpont Domis, D'Amato: No Need for Derivatives Legislation AM. BANKER, Jan. 6, 1995.
- Présentation des dispositions de l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie législative du code monétaire et financier CRIM 2001-08 G3/22-05-2001 NOR : JUSD0130068C, Code monétaire et financier – Euro, Bulletin officiel du ministère de la justice n° 82 (1er avril - 30 juin 2001).
- Richard W. Stevenson, Markets Shaken As British Bank Takes Big Loss, N.Y. TIME.S, Feb. 27, 1995, available at:<http://www.nytimes.com/1995/02/27/business/markets-shaken-as-a-british-bank-takes-a-big-loss.html?pagewanted=all>
- Sami Al suwailem, Heeding in Islamic Finance, Occasional paper No 10, (No publication date)
- Steven Brostoff, Markey Bill Would Regulate Derivatives Dealers, National UNDERWRITER, and July 25, 1994.
- Thomas C. Singher, Regulating derivatives: does transnational regulatory cooperation offer a viable alternative to congressional action?, Fordham International Law Journal, Volume 18, Issue 4, 1994, Article 12.

ثالثاً - أهم القوانين:

القوانين باللغة العربية:

1/ قانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

2/ صدور المرسوم بقانون رقم 25 لسنة 2012 بشأن قانون الشركات التجارية الجديد، والذي شهد تعديلات في بعض أحكامه بموجب القانون رقم 97 لسنة 2013.

3/ قرار رقم 72 لسنة 2015 بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال.

القوانين الأجنبية:

- Future Trading Act of 1921.
- H.R.3748 - Derivatives Supervision Act of 1994.
- 12 U.S. Code § 1818 - Termination of status as insured depository institution, available at: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/1818>
- SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, AS AMENDED THROUGH P.L. 112-158, APPROVED AUGUST 10, 2012, Sec 3.(a).(1)
- Financial Services and Markets Act 2000, Chapter 8, available at:
- www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf

رابعاً - الأحكام القضائية:

- Board of Trade v. Christie Grain & Stock Co., 198 U.S. 236 (1905), available at: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/198/236/>

خامساً - المقالات والتقارير:

1/ أساسيات الحوكمة (مصطلحات ومفاهيم)، سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبو ظبي للحوكمة، غرفة أبو ظبي، (بدون تاريخ نشر)، ص4. متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.adccg.ae/Publications/Doc-30-7-2013-12729.pdf>

2/ النظام المالي الإسلامي - المبادئ والممارسات، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 1435 هـ.

3/ المشتقات المالية، مقالة منشورة بمجلة إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، دولة الكويت، ديسمبر 2009-يناير 2010.

4/ دليل حوكمة الشركات، بيت التمويل الكويتي، يونيو 2015، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

http://www.kfh.com/pdf/Corporate_Governance.pdf

5/ معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) الأدوات المالية: الإفصاح والعرض، ص2، متاح على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.incometax.gov.eg/tdr/Stand/a21/a211.doc>

6/ International Monetary Fund, Financial Derivatives, available at: <http://www.imf.org/external/np/sta/fd/>

7/ International finance corporation (IFC), World Bank group, Corporate Governance, available at: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG

8/ The OECD principles of cooperate Governance, available at: www.ejournal.unam.mx/rca/216/RCA21609.pdf

9/ مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع، جدة المملكة العربية السعودية، مجلة المجمع، قرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية.

الصفحة	الموضوع
345	الملخص
347	مقدمة عامة
356	الفصل الأول: ماهية عقود المشتقات المالية وجدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة فيها
357	المبحث الأول: ماهية عقود المشتقات المالية
358	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية
359	المطلب الثاني: أهم الخصائص القانونية لعقود المشتقات المالية
362	المبحث الثاني: جدوى حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود المشتقات المالية
362	المطلب الأول: عقود المشتقات المالية في ميزان المخاطر والمزايا
367	المطلب الثاني: ضرورة حوكمة المؤسسات المتعاملة في عقود المشتقات المالية
369	الفصل الثاني: ضوابط الشفافية والنزاهة في سوق المشتقات المالية الكويتي
371	المبحث الأول: مدى استيعاب التشريعات الكويتية الحديثة لقواعد الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية
371	المطلب الأول: مفهوم الشفافية والنزاهة وأهميتها في سوق المشتقات الكويتي
373	المطلب الثاني: موقف التشريعات الكويتية من الإفصاح والنزاهة في سوق المشتقات المالية
381	المبحث الثاني: تقييم استيعاب التشريعات الكويتية لمتطلبات الشفافية والنزاهة
382	المطلب الأول: معوقات الشفافية والنزاهة في عقود المشتقات المالية
384	المطلب الثاني: آليات تعزيز الشفافية والنزاهة في سوق المشتقات الكويتي
395	الخاتمة
397	قائمة المراجع