

## بررسی سیر تحول مقررات گذاری ابزارهای مشتقه با تأکید بر معاملات انرژی و نفت در ایالات متحده آمریکا

محمد مهدی حاجیان\*

استادیار گروه حقوق خصوصی و اقتصادی دانشکده حقوق و علوم سیاسی

دانشگاه علامه طباطبائی

محمد امین ایمانی

دانشجوی دکتری مدیریت قراردادهای بین الملل نفت و گاز دانشگاه علامه طباطبائی

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۴/۱۹ - تاریخ تصویب: ۱۳۹۹/۲/۲۹)

### چکیده

ایالات متحده آمریکا یکی از خاستگاه‌های مهم ابزارها و بازارهای مشتقه در معاملات انرژی و دارای تجربیات مقررات گذاری و قانون گذاری آموزنده برای دیگر کشورها در این زمینه است. در این مقاله، پیشینه و سیر تحول هشت قانون مصوب برای مقررات گذاری بر مشتقات در این کشور از بیش از ۱۵۰ سال گذشته، در دو دوره زمانی پیش و پس از ظهور مشتقات نفت و انرژی مورد بررسی قرار گرفته است. چهار قانون نخست، مصوب پیش از پیدایش مشتقات انرژی و عمدتاً مربوط به معاملات کشاورزی است که نیا و سنگ بنای قوانین دوره دوم به‌شمار می‌آیند؛ در حالی که چهار قانون اخیر مربوط به پس از پیدایش و کاربرد ابزارهای مشتقه در معاملات نفت و گاز و انرژی در پنج دهه اخیر است. در این نوشتار، سیر تحول، انگیزه‌های وضع هر یک از این قوانین و سازوکارهای مقررات گذاری و مفاد آن‌ها بحث و بررسی شده و سرانجام، درس‌آموخته‌ها برای مقررات گذاری معاملات مشتقات انرژی در ایران و جهان ارائه شده است.

### واژگان کلیدی

ابزارهای مشتقه، انرژی، ایالات متحده آمریکا، مقررات گذاری، نفت و گاز.

### مقدمه

در دو دهه اخیر همراه با تصویب قوانین و مقرراتی در زمینه بازارها و ابزارهای مالی در ایران، تلاش‌هایی از جمله تأسیس بورس انرژی و معرفی ابزارهای معاملاتی مانند اوراق سلف نفت خام برای توسعه این بازارها در معاملات انرژی انجام شده است. این بازارها می‌تواند فرصت‌های چشمگیری برای توسعه معاملات در بخش انرژی کشور، به‌ویژه معاملات نفتی ایجاد کند. از این رو، مطالعه تجربیات بین‌المللی آموزنده در زمینه وضع قوانین و مقررات برای این بازارها ضروری است.

در دهه‌های اخیر، در کشورهای پیشرفته صنعتی، به‌ویژه ایالات متحده، مطالعات درباره مقررات‌گذاری بر انواع ابزارهای مشتقه (Markham, 2015b; 2011; Acharya & Richardson, 2009; Johnson, 2004)، از جمله در معاملات انرژی و نفت (Cooper, 2006; Jickling, 2008c)، دغدغه دولت‌ها و دانشگاهیان بوده و ادبیات چشمگیری در این زمینه شکل گرفته است.

هدف این نوشتار، بررسی سیر تحول تلاش‌ها برای مقررات‌گذاری بازارهای مشتقات مالی با تأکید بر بازارهای نفت و انرژی در ایالات متحده و شناسایی درس‌آموخته‌های آن است. آنچه امروزه به‌عنوان مجموعه قوانین و تشکیلات مقررات‌گذاری بر مشتقات شناخته می‌شود، میراث تصویب دست‌کم هشت قانون در کنگره در بیش از ۱۵۰ سال تلاش پرفرازونشیب است. پیشینه قانون‌گذاری برای ابزارهای مشتقه در ایالات متحده به سال ۱۸۶۴ برمی‌گردد. البته این قوانین تا سال ۱۹۷۴ درباره عموم مشتقات بود و قانونی در خصوص مشتقات در بازار معاملات نفت و انرژی وضع نشده بود؛ زیرا معامله مشتقات هنوز در زمینه نفت و انرژی رواج نیافته بود. با این حال، قوانین وضع شده در زمینه یا شامل مشتقات نفت و انرژی، خود ریشه در قوانین پیشین وضع شده برای عموم مشتقات دارند. بنابراین، مطالعه پیشینه عمومی‌تر قوانین مشتقات، به درک قوانین متأخر در زمینه مشتقات انرژی کمک می‌کند. از این رو، در این نوشتار وضع قوانین و مقررات‌گذاری مشتقات را در دو دوره زمانی پیش و پس از ظهور مشتقات نفت و انرژی بررسی می‌کنیم. هر یک از این قوانین از نظر زمینه‌های منجر به پیشنهاد وضع قانون، ویژگی‌ها و مفاد مهم آن‌ها و نیز کیفیت مقررات‌گذاری بر ابزارهای مشتقه در معاملات نفت و گاز و انرژی (در صورت وجود) بررسی خواهند شد.

### ۱. مشتقات مالی و کاربرد آن‌ها در معاملات انرژی و نفت

مشتقات انواعی از اوراق بهادار هستند که ارزش آن‌ها برگرفته از ارزش یک (یا چند) دارایی پایه (مانند کالا، سهام، اوراق قرضه، ارز) یا رفتار یک (یا چند) موجودیت پایه (مانند یک

شاخص بازار یا نرخ بهره) است. پایه مشتقات<sup>۱</sup> لزوماً یک دارایی نیست و می‌تواند دارایی یا موجودیتی غیردارایی مانند شاخص باشد. این ابزارهای مالی برای دو منظور عمده (افزون بر سایر اهداف) مورد استفاده‌اند: پوشش ریسک ناشی از نوسانات قیمت، و سوداگری (یا سودجویی) از نوسانات قیمت. انواع شناخته‌شده و رایج قراردادهای مشتقه عبارت‌اند از فاروهای<sup>۲</sup>، قراردادهای آتی<sup>۳</sup>، اختیارات<sup>۴</sup> و تاخت‌زنی‌ها<sup>۵</sup>. به‌جز این انواع شناخته‌شده، انواع مختلف غیررایج از مشتقات برای تأمین نیازهای خاص معامله‌گران به وجود آمده است یا می‌تواند به وجود آید (رک به فصول مختلف Hull, 2012). مشتقات بسته به نوع و طراحی‌شان اهداف و کاربردهای متنوعی دارند. محافظت در برابر نوسانات نامطلوب قیمتی، امکان فعالیت سوداگرانه برای بهره‌مندی از سودهایی که در سرمایه‌گذاری‌های معمول ممکن نیستند، شفافیت و کشف قیمت، افزایش روانی و کارایی بازار، دسترسی به اعتبار و امکان اهرم مالی و مزایای دیگر، از جمله فواید اولیه بهره‌گیری از ابزارهای مشتقه در بازارهای پیشرفته امروزی است (Acharya & Brenner, et al, 2009: 233-235). افزون بر این‌ها، می‌توان امکان نظارت بر معاملات را از جمله مزایای بازارهای متشکل مشتقات در بورس‌ها (و نه بازارهای خارج‌ازبورس) برشمرد. درهرحال، باید توجه داشت که لزوماً همه انواع ابزارها و بازارهای مشتقه دارای این ویژگی‌ها نیستند و حتی گاهی برخلاف آن هستند.

فاروهای<sup>۲</sup> انواعی از قراردادهای مشتقه میان دو طرف برای خرید یا فروش یک دارایی مشخص به قیمت توافق‌شده در زمان عقد قرارداد، و پرداخت و تحویل در زمان توافق‌شده‌ای در آینده هستند. فاروهای قراردادهایی غیراستاندارد هستند؛ یعنی شرایط و جزئیات آن‌ها براساس نیاز طرفین معامله تعیین می‌شود و نه براساس ضوابط سازمانی مانند بورس؛ فاروهای در بازارهای خارج‌ازبورس معامله می‌شوند (Hull, 2012: 5). فاروهای درواقع ابزاری هستند که قیمت فروش یا قیمت خرید یک دارایی در یک معامله منعقدشده برای آینده را برای یک معامله‌گر (به ترتیب فروشنده و خریدار) تثبیت می‌کنند. یک ویژگی مهم دیگر فاروهای این است که تعهدات ایجادشده برای طرفین حالت متقارن و متقابل دارد؛ یعنی برای یک طرف، تعهد خرید و برای طرف دیگر، تعهد فروش دارایی مشخصی را با قیمتی مشخص و در تاریخی مشخص در آینده ایجاد می‌کند. این تعهدات کاملاً متفاوت از حق یا اختیار معامله

1. Underlying
2. Forwards
3. Futures
4. Options
5. Swaps

۶. برخی نویسندگان استفاده از واژه فاروهای را به‌جای فوروادرز پیشنهاد داده‌اند «که ضمن هماهنگی آوایی با اصل واژه، از حیث معنایی نیز گویاست» (حاجیان، ۱۳۹۰). در این متن، این پیشنهاد را به‌کار بسته‌ایم.

وضع شده در برخی دیگر از مشتقات (مانند اختیارات) است. در فراروها تا تاریخ سررسید یا تحویل، هیچ‌گونه دارایی یا وجه نقدی مبادله نمی‌شود. این ابزارها برای معامله انواع مختلفی از پایه‌ها، مانند ارزهای خارجی، نرخ بهره، اوراق بهادار و انواع کالاها مانند محصولات کشاورزی و نفت خام به کار برده می‌شوند. بی‌گمان پیدایش آغازین قراردادهای فرارو، به شکل قراردادهای شخصی و خصوصی و مطابق با سلیقه و نیازهای طرفین بوده است. امروزه هم خصوصی بودن، خارج از بورس بودن، منحصربه‌فرد بودن (در مقابل ویژگی استاندارد بودن)، وجود ریسک نکول قرارداد به دلیل عدم سپرده‌گذاری در اتاق تسویه، و نیز عدم شمول مقررات‌گذاری و نظارت، ویژگی‌های بارز قراردادهای فراروی متداول معاصر است. نفت خام و فرآورده‌های آن به‌عنوان دارایی پایه قراردادهای فرارو مطرح بوده و هستند. استفاده از قراردادهای فرارو در معاملات نفتی قدمت بیشتری از قراردادهای آتی نفتی رایج در بورس‌ها دارد و در واقع، فراروهای نفتی زمینه ایجاد و گسترش قراردادهای آتی نفتی بوده است.

قراردادهای آتی نوعی از قراردادهای معامله‌شده در بورس‌ها برای خرید یا فروش یک دارایی با کمیت و کیفیت استاندارد (مشخص شده توسط بورس) به قیمت توافق‌شده در زمان عقد قرارداد، و پرداخت و تحویل در زمانی توافقی در آینده هستند. به لحاظ نظری، قراردادهای آتی حالت خاصی از قراردادهای فرارو (به معنای عام) هستند که ویژگی‌های استاندارد شده دارند و در بورس‌ها معامله می‌شوند؛ درحالی‌حال در بیان متعارف، فراروها و قراردادهای آتی دو دسته متمایز از مشتقات هستند. بورس به‌عنوان بازارگاه، واسطه، ناظر و تضمین‌کننده طرفین قرارداد آتی عمل می‌کند (Hull, 2012: 7). گذشته از ماهیت ابتدایی قراردادهای آتی به‌عنوان قراردادی برای ایجاد تعهد خرید و فروش یک دارایی مشخص به قیمتی مشخص در آینده (که آن‌ها را نوع خاص و تکامل‌یافته‌ای از قراردادهای مبتنی بر فرارو جای می‌دهد)، قراردادهای آتی تمایزات متعددی نسبت به فراروها دارند. اولین تمایز قراردادهای آتی نسبت به فراروها این است که معاملات قراردادهای آتی در بورس‌های رسمی انجام می‌شود. معامله در بورس، چندین نتیجه و ویژگی را در پی دارد؛ از جمله این‌که شرایط و مفاد این قراردادها به‌جز درباره قیمت، اساساً به‌صورت دقیق و استاندارد توسط بورس‌ها تعریف می‌شود. تعریف مفاد قرارداد آتی با هدف تسهیل، رونق و روانی معاملات انجام می‌شود. ویژگی متمایزکننده مهم دیگر قراردادهای آتی، این است که هر معامله قراردادهای آتی توسط طرف ثالثی به‌جز طرفین اولیه معامله که اتاق پایاپای نام دارد، ضمانت می‌شود و در نتیجه، طرفین قرارداد آتی از ریسک اعتباری در امان هستند. اتاق پایاپای از طریق سازوکار دریافت ودیعه، معامله‌گران را ملزم به رعایت تعهدات‌شان می‌کند. افزون بر این، معامله‌گران

قراردادهای آتی با ورود به بازار بورس و پذیرش شرایط آن، در معرض مقررات‌گذاری و نظارت رسمی قرار می‌گیرند.

اختیارات، انواعی از قراردادهای مشتقه هستند که به خریدار (دارنده) حق (و نه وظیفه) خرید یا فروش دارایی یا ابزار مالی دیگری را به قیمت توافقی مشخص شده در و یا قبل از یک زمان مشخص در آینده می‌دهد. در این نوع قرارداد در صورت اعمال اختیار توسط خریدار، فروشنده اختیار، موظف به انجام معامله است. به‌جز اختیارات استاندارد مبادله‌شده در بورس‌ها، انواع متنوع اختیارات متناسب با نیازهای طرفین، در بازارهای خارج از بورس نیز معامله می‌شود (Hull, 2012: 7). در این معاملات، خریدار وجهی را به‌عنوان حق اختیار به فروشنده اختیار می‌دهد. اگر قرارداد اختیار دربردارنده معامله حق خرید باشد، اختیار خرید و اگر دربردارنده معامله حق فروش باشد، اختیار فروش نام دارد. به‌جز اختیارات استاندارد مبادله‌شده در بورس‌ها، انواع متنوع اختیارات متناسب با نیازهای طرفین، در بازارهای خارج از بورس نیز معامله می‌شود. اختیارات می‌توانند برای پایه‌های مختلفی مانند انواع سهام، اوراق قرضه، قراردادهای آتی، شاخص‌ها، ارزها و نیز کالاها (از جمله نفت خام) تعریف شوند. مزیت این نوع قرارداد نسبت به انواعی مانند فاروها و قراردادهای آتی، وجود حق و نه الزام برای دارنده آن است. طبیعی است که دارنده حق، فقط در صورتی آن را اعمال می‌کند که برای او به‌صرفه باشد.

تاخت‌زنی‌ها (یا معاوضات)<sup>۱</sup> در معنای کلی، نوعی از قراردادهای مشتقه هستند که در آن‌ها طرفین قرارداد، ابزارهای مالی را با یکدیگر مبادله می‌کنند و در معنای خاص و رایج، قراردادی است که طرفین، جریان‌های نقدی (مربوط به یک ابزار مالی) را باهم مبادله می‌کنند. معمولاً در تاخت‌زنی‌ها یک قیمت شناور (یا قیمت بازار) با یک قیمت ثابت برای یک یا چند دوره زمانی مبادله می‌شود (Hull, 2012: 148). هریک از این دو جریان نقدی مورد مبادله را یک رکن یا پای تاخت‌زنی می‌گویند. غالباً یکی از دو جریان مالی ثابت و دیگری تحت تأثیر متغیری غیرقطعی مانند نرخ بهره شناور، نرخ ارز خارجی، قیمت سهام یا کالا است. طبیعی است که برای رعایت بی‌طرفی، اعلام رسمی این متغیر باید توسط طرف سوم غیر از طرفین قرارداد تاخت‌زنی

۱. این قراردادها از آن رو تاخت‌زنی نامیده می‌شوند که در آن‌ها طرفین معامله، جریان‌های نقدی مشخصی را باهم تاخت می‌زنند یا مبادله می‌کنند. در برخی از تألیفات و ترجمه‌های فارسی (مانند ترجمه سیاح و صالح‌آبادی از سال ۱۳۸۴) واژگان دیگری مانند «تاخت» و «تهاتر» برای این نوع قراردادها به‌کار رفته است. بنابراین قواعد معنایی و زبان‌شناسی فارسی، واژه «تاخت» (اسم) به معنای دویدن و هجوم و نوعی راندن اسب است و به معنای معاوضه نیست؛ پس «تاخت» به عنوان نوعی قرارداد متضمن معاوضه دارایی‌های طرفین مناسب نیست. براساس لغت‌نامه دهخدا و فرهنگ فارسی معین، مصدر تاخت زدن به معنای عوض کردن است. بنابراین، اسم مصدر تاخت‌زنی توسط نویسنده به عنوان معادل Swap پیشنهاد و استفاده شده است.

باشد. عموماً در قرارداد تاخت‌زنی باید تاریخ‌های تبادل وجوه و نیز نحوه محاسبه آن‌ها تعیین شود. تاخت‌زنی‌ها همچون دیگر مشتقات، به دو منظور عمده به کار گرفته می‌شوند: پوشش ریسک و نیز سوداگری ناشی از نوسانات متغیرهای اقتصادی. تاخت‌زنی‌ها به‌عنوان ابزار مالی پیشینه چندانی ندارند و در چهار دهه اخیر معرفی و گسترش یافته‌اند. تاخت‌زنی‌ها عمدتاً به‌صورت قراردادهای طراحی‌شده، براساس نیازهای متنوع و متغیر طرفین در خارج‌ازبورس‌ها، و گاهی هم به‌صورت قراردادهای استانداردشده در بورس‌های سازمان‌یافته معامله می‌شوند. ابزارهای مشتقه ممکن است در بازارهای سازمان‌یافته بورس یا بازارهای خارج‌ازبورس معامله شوند. مشتقات معامله‌شده در بورس‌ها، استانداردشده و مشمول نظارت و مقررات بورس‌ها هستند و ریسک کمتری نسبت به مشتقات معامله‌شده در خارج‌ازبورس‌ها برای طرف‌های معامله دارند. چنانچه پایه مشتقات، دارایی باشد، آن را در اصطلاح دارایی پایه می‌نامند. در صنعت نفت و گاز کالاهایی مانند نفت خام، گاز طبیعی و انواع فرآورده‌های آن‌ها، به دلیل ویژگی مشترک تلاطم قیمت، تاکنون موضوع یا پایه قراردادهای مشتقه با هدف مدیریت ریسک و یا سوداگری بوده‌اند.

## ۲. مقررات‌گذاری مشتقات پیش از ظهور مشتقات نفت و انرژی

پیشینه قانون‌گذاری برای ابزارهای مشتقه در ایالات‌متحده به سال ۱۸۶۴ برمی‌گردد. البته این قوانین تا سال ۱۹۷۴ درباره عموم مشتقات بود و قانونی درباره و یا شامل مشتقات در بازار معاملات نفت و انرژی وضع نشده بود؛ زیرا استفاده از مشتقات در معاملات انرژی و نفت و گاز تا این زمان رایج نشده بود. با این حال، قوانین وضع‌شده در این زمینه، خود ریشه در قوانین پیشین وضع‌شده برای عموم مشتقات دارند. بنابراین، مطالعه پیشینه عمومی‌تر قوانین مشتقات، به درک قوانین متأخر در زمینه و شامل مشتقات انرژی کمک می‌کند.

### ۲. ۱. قانون ضدقراردادهای آتی طلای ۱۸۶۴

قانون ضدقراردادهای آتی طلای ۱۸۶۴ مصوب ۱۷ ژوئن ۱۸۶۴ کنگره، نخستین قانون فدرال ایالات‌متحده بود که ویژگی مهم آن، ممنوع‌سازی معامله قراردادهای آتی طلا و جرم شناختن فروش ارزهای خارجی با انگیزه پیشگیری از سقوط ارزش پول منتشره دولت بود (Greenspan, 1997; Straney, 2010: 38). وضع این قانون، پیش از ظهور مشتقات مالی در معاملات نفت و گاز و فرآورده‌های آن‌ها و اساساً پیش از تحولات شگرف بعدی در بازار مشتقات بوده است.

1. Anti-gold futures act of 1864 (An Act to Prohibit Certain Sales of Gold and Foreign Exchange).

به‌هرحال، تجربه و تلاشی اولیه برای مقررات‌گذاری بازارها و ابزارهای مشتقه است.

### ۲.۲. قانون معاملات قراردادهای آتی ۱۹۲۱

قانون معاملات قراردادهای آتی ۱۹۲۱<sup>۱</sup>، دومین قانون فدرال ایالات متحده برای مقررات‌گذاری بازار مشتقات بود که برای قراردادهای آتی غلات و بورس‌های محل معامله آن‌ها وضع شد. جلوگیری از دست‌کاری قیمت‌ها در بازارهای خارج از نظارت، به‌ویژه توسط معامله‌گران بزرگ، تفاوت بسیار زیاد مقدار اسمی معاملات قراردادهای آتی با محصول غله واقعاً موجود در بازار آمریکا، نوسانات شدید و غیرطبیعی قیمت ناشی از سوداگری‌های مفرط در معاملات، منع انتشار اطلاعات نادرست و شایعات در بازار محصولات کشاورزی، نگرانی از سرکوب قیمت ناشی از فروش استقراضی و نقض عرضه و تقاضای اقتصادی، از جمله انگیزه‌هایی است که به وضع و تصویب این قانون انجامید (Markham, 2015b: 44-47). وضع مالیات بر قراردادهای معامله‌شده در خارج از بورس‌ها برای تشویق به معامله در بورس‌ها، الزام بورس‌ها به جلوگیری از دست‌کاری قیمت‌ها، و الزام معامله‌گران بزرگ به نگهداری سوابق و افشای معاملات و توجه ویژه به مشتقات کالایی محصولات کشاورزی و غذایی، از جمله ویژگی‌های مهم این قانون است. وضع این قانون هم پیش از ظهور مشتقات مالی نفت و گاز و فرآورده‌های آن‌ها بوده است و آن‌ها را دربر نمی‌گیرد (CFTC, 2017; Markham, 2002: 101-02; Markham, 2015b: 44-50).

### ۳.۲. قانون قراردادهای آتی غلات ۱۹۲۲

قانون قراردادهای آتی غلات ۱۹۲۲<sup>۲</sup> مصوب ۲۱ سپتامبر ۱۹۲۲ در کنگره ایالات متحده و از قوانین فدرال است که لایحه آن، مدت کوتاهی پس از اعلام مغایرت قانون معاملات قراردادهای آتی ۱۹۲۱ با قانون اساسی، در کنگره ارائه شد و تلاشی است برای اصلاح و بازآفرینی قانون معاملات قراردادهای آتی ۱۹۲۱ و رفع مغایرت آن با قانون اساسی. پیشگیری از نوسانات آتی و غیرمنطقی در قیمت‌های غلات در بورس‌های قراردادهای آتی، هدف مهم این قانون است (Markham, 2015b: 50-52). وضع مقررات برای معاملات قراردادهای آتی غلات و الزام به معامله همه قراردادهای آتی غلات در بورس‌های تحت نظارت، وضع الزاماتی برای بورس‌های محل معامله قراردادهای آتی (به‌ویژه: نگهداری سوابق تفصیلی معاملات نقد و قراردادهای آتی غلات و در دسترس بودن آن برای بازرسان وزارت‌های کشاورزی و

1. Futures Trading Act of 1921.

2. Grain Futures Act of 1922.

دادگستری، ممانعت از انتشار قیمت‌های گمراه‌کننده، ممانعت از دست‌کاری قیمت‌ها و انحراف بازار)، از جمله ویژگی‌های مهم این قانون است. نگاه واضعان این قانون به قراردادهای آتی، سخت‌گیرانه است و معامله آن‌ها را جز در بورس‌های رسمی معرفی‌شده توسط دولت و تحت نظارت دولت و با رعایت شرایط و ضوابط تعیین‌شده مجاز نمی‌داند. ایجاد و تنوع‌بخشی و قانونی کردن انواع ابزارها و سازوکارهای تخصصی برای مداخلات مقررات‌گذاری دولت و ایجاد نهادهای حرفه‌ای و تخصصی برای مقررات‌گذاری مشتقات، تحولی آشکار در این نسل از قانون‌گذاری مشتقات است. افزون بر این، به جای آنکه قانون‌گذار آنچه را که نادرست و مضر برای ثبات و سلامت بازار می‌دید - یعنی معامله خارج‌ازبورس قراردادهای آتی - با ابزار مالیات تضعیف کند، آن را از اساس و یکسره ممنوع می‌کند (Peery, 2012: 262; CFTC, 2017). وضع این قانون نیز مانند دو قانون پیشین، پیش از ظهور مشتقات مالی نفت و گاز و فرآورده‌های آن‌ها بوده است، اما نقطه عطف و مقدمه‌ای برای قوانین بعدی در زمینه مشتقات است. همین ابزارها و سازوکارها در نسل‌های بعدی قانون‌گذاری برای مشتقات، رفته‌رفته متناسب با اهداف، نیازها و اوضاع و احوال جدید، تنوع و گسترش می‌یابند.

#### ۲.۴. قانون بورس کالای ۱۹۳۶

قانون بورس کالای ۱۹۳۶<sup>۱</sup> مصوب ۱۵ ژوئن ۱۹۳۶، قانون فدرال تصویب‌شده در کنگره ایالات متحده و جایگزین قانون قراردادهای آتی غلات ۱۹۲۲ است. این قانون، مقررات‌گذاری بر معاملات همه کالاها و قراردادهای آتی را فراهم می‌کند و به معامله تمامی قراردادهای آتی و اختیارات در بورس‌های رسمی حکم می‌کند. رکود در بخش کشاورزی ایالات متحده پس از جنگ جهانی اول و انتساب آن به سوداگری‌های مفرط در معاملات قراردادهای آتی، حضور فزاینده سرمایه‌گذاران خرد در بازار قراردادهای آتی کالایی، رونق معاملات قراردادهای آتی عموم کالاهای کشاورزی، مشکلات و بی‌ثباتی‌های ناشی از معاملات مفرط سوداگرانه آن‌ها و ناکارآمدی قوانین پیشین، روندهایی بود که موجب پیشنهاد گسترش شمول مقررات‌گذاری از غلات به عموم کالاهای کشاورزی و تلاش برای معرفی ابزارهای مقررات‌گذاری جدید در این قانون شد (Peery, 2012: 264-67). الزام به مقررات‌گذاری فدرال و معامله همه قراردادهای آتی و اختیارات کالایی در بورس‌های متشکل و تحت نظارت، ثبت کارگزاران نزد دولت فدرال و گسترش نظارت به بازار سایر کالاهای کشاورزی، از ویژگی‌های بارز این قانون است (Markham, 2015a: 648-649). این قانون در سازمان و تشکیلات اعمال نظارت قانونی در زمینه قراردادهای آتی نیز تغییراتی می‌دهد. همان‌طور که اشاره شد، حمایت از سرمایه‌گذاران خرد از

1. Commodity Exchange Act of 1936.



دغدغه‌های قانون‌گذار در وضع این قانون بود و به این منظور تمهیداتی مانند تعریف الزاماتی برای ثبت‌نام معامله‌گران قراردادهای آتی و نیز تفکیک وجوه معامله‌گران از وجوه مشتریان آنها قائل شد. اعطای اختیار به شورای بورس کالا برای تعیین سقف مواضع معاملاتی (به معنای محدودیت در تعداد قراردادهای مشتقه یک معامله‌گر)، الزام کارگزاران معامله قراردادهای آتی به نگهداری وجوه ودیعه مشتریان در حساب مستقل از وجوه خود کارگزار، منع معاملات ساختگی و فریبکارانه، منع معامله اختیارات بر کالاها به خاطر ریسک بالای این ابزارها، از دیگر تمهیدات این قانون درباره معاملات ابزارهای مشتقه است (CFTC, 2017). البته هنوز هم معاملات مشتقه در زمینه نفت و گاز، موضوع این قانون‌گذاری نیستند؛ زیرا وضع این قانون اساساً پیش از ظهور و رونق مشتقات مالی نفت و گاز و فرآورده‌های آنها بوده است. با این حال، از حیث معرفی تمهیدات نظارتی، رفع کاستی‌های پیشین و تحول سازمان نظارتی، گامی به سوی پختگی قوانین مقررات‌گذاری مشتقات است.

### ۳. مقررات‌گذاری مشتقات پس از ظهور مشتقات نفت و انرژی

موفقیت ابزارهای مشتقه، به راه‌یافتن تدریجی آنها به معاملات بازار نفت و گاز و انرژی ایالات متحده در دهه‌های اخیر و در نتیجه، توجه قانون‌گذاران به این مقوله خاص انجامیده است. چهار قانون مهم از سال ۱۹۷۴ در زمینه مقررات‌گذاری مشتقات در ایالات متحده تصویب شده که معاملات بازار نفت و انرژی در همه آنها مورد توجه قرار گرفته است.

#### ۳.۱. قانون شورای معاملات قراردادهای آتی کالا (سی‌ا‌تی‌سی) ۱۹۷۴

پس از تصویب قانون بورس کالای ۱۹۳۶، مقررات‌گذاری مالی ایالات متحده برای مدت چند دهه بدون تغییرات عمده بود تا این‌که کنگره در سال ۱۹۷۴، قانون شورای معاملات قراردادهای آتی کالا (سی‌ا‌تی‌سی) ۱۹۷۴ را تصویب کرد. یکی از تحولات مهم بازار در چند دهه بعد از تصویب قانون بورس کالای ۱۹۳۶، گسترش معاملات قراردادهای آتی در بازار از کالاهای محدود کشاورزی به کالاهایی مانند فلزات گرانبها، نفت و انرژی بود که پیش از آن، یا معامله نمی‌شدند یا معاملاتشان رونق و اهمیت چندانی نداشت. کاربرد ابزارهای مشتقه در معاملات سایر کالاها مانند فلزات و نفت و انرژی رفته‌رفته رونق می‌گرفت و بازار آنها با همان مشکلاتی روبه‌رو می‌شد که پیش‌تر معاملات کالاهای کشاورزی با آن دست‌به‌گریبان بودند. نوسانات قیمت کالاها شدیدتر از آن بود که موجودی انبارهای کالایی کشور پاسخگو باشد و این نوسانات به رشد بسیار زیاد معاملات مشتقات، به‌ویژه قراردادهای

آتی نسبت داده می‌شد. روزبه‌روز شمار بیشتری از معامله‌گران سوداگر به طمع سودهای هنگفت به این بازار جلب می‌شدند (US Congress House; Committee on Agriculture, 1974: 314). قانون سی‌اف‌تی‌سی ۱۹۷۴، اصلاحات و تغییرات گسترده‌ای را در قانون بورس کالای ۱۹۳۶ برای تقویت مقررات معامله قراردادهای آتی و اختیارات ایجاد کرد. این تغییرات شامل تحول اساسی در سازمان‌های ناظر، گسترش قلمرو مقررات‌گذاری رسمی و نیز افزایش گستره معاملات و کالاهای تحت‌نظارت قانونی بود. یکی از مفاد مهم قانون سی‌اف‌تی‌سی ۱۹۷۴، تأسیس شورای معاملات قراردادهای آتی کالا (سی‌اف‌تی‌سی) به‌عنوان یک آژانس مستقل فدرال با اختیارات ویژه است که وظیفه تنظیم بازار قراردادهای آتی کالایی و نیز اختیارات کالایی را به عهده دارد. ارتقای جایگاه سازمان دولتی ناظر بازار قراردادهای آتی از سطح زیرمجموعه وزارت کشاورزی به سازمانی با اعضای منصوب رئیس‌جمهور، بیانگر افزایش اهمیت و حساسیت کار ناظر از نگاه قانون‌گذار است (Markham, 2015a: 163; CFTC, 2017). برابر این قانون، پوشش مقررات‌گذاری کالاهای غیرکشاورزی مانند فلزات گرانبها، نفت و انرژی را هم دربر گرفت. به‌جز تعریف موسع مفهوم کالا در این قانون، تفسیر موسع از مفهوم قراردادهای آتی هم موجب گسترش پوشش نظارتی این قانون شد. منع معاملات خارج‌ازبورس قراردادهای آتی و محدودسازی به معامله در بورس که در قوانین پیشین آغاز شده بود، در این قانون گسترده‌تر می‌شود. البته این گسترش زیاد پوشش مقررات‌گذاری در برخی زمینه‌ها، محل نزاع و مخالفت قرار گرفت و سرانجام براساس اصلاحیه خزانه‌ارزهای خارجی، اوراق بهادار دولتی و برخی دیگر از ابزارهای مالی، از شمول نظارت قانونی معاف شدند.

### ۳. ۱. ۱. آغاز نظارت بر ابزارهای مشتقه در معاملات نفت و گاز و انرژی

قانون سی‌اف‌تی‌سی ۱۹۷۴ را با توجه به فراتر بردن قلمرو مقررات‌گذاری از معاملات مشتقه کشاورزی و پوشش سایر مشتقات، به‌ویژه انرژی، می‌توان سرآغاز مقررات‌گذاری و نظارت بر معاملات مشتقه انرژی و به‌طور مشخص، قراردادهای آتی انرژی در قوانین ایالات‌متحده دانست؛ زیرا تا پیش‌ازاین قانون، اساساً الزام قانونی و نظارتی در این زمینه وجود نداشت. این توجه را باید نشانه رونق آرام‌آرام و فزاینده معاملات انرژی و تعمیم و آزمایش کاربرد ابزارهای مالی جاافتاده و موفق در بازار کشاورزی، به زمینه‌های جدید مانند انرژی دانست. معامله‌گران بازار در حال رشد انرژی در پی بهره‌گیری از تجربیات موفق ابزارهای مشتقه بودند؛ این اقبال، قانون‌گذار و ناظر بازار را ناگزیر از ورود به این عرصه برای پیشگیری از شکست‌های قبلی

مشتقات کرد. در بخش‌های بعد خواهیم دید که آغاز پوشش مقررات‌گذاری معاملات انرژی، ورای سادگی و راحتی ظاهری اولیه، برای فعالان این بازار و نیز قانون‌گذاران و ناظران با چالش‌های جدی همراه بوده است.

### ۳.۲. قانون روش‌های معامله قراردادهای آتی ۱۹۹۲

قانون روش‌های معامله قراردادهای آتی ۱۹۹۲<sup>۱</sup> مصوب کنگره که در تاریخ ۲۸ اکتبر ۱۹۹۲ با امضای رئیس‌جمهور وقت نافذ شد، یکی دیگر از قوانین مهم ایالات متحده است که برای حل مشکلات ناشی از ابهام قوانین پیشین در زمینه شمول مشتقات خارج‌ازبورس، به‌ویژه تاخت‌زنی‌ها، پیشنهاد و تصویب شد. قراردادهای تاخت‌زنی به خاطر مشابهت با قراردادهای آتی معامله‌شده در بورس‌ها می‌توانستند موضوع الزامات قانونی نظارتی واقع شوند و البته در این زمینه، استنباط یکسانی وجود نداشت. نتیجه چنین وضعی، یعنی امکان قلمداد نمودن تاخت‌زنی‌ها به‌عنوان نوعی از قراردادهای آتی، احتمال ابطال تاخت‌زنی‌ها را در پی داشت؛ زیرا برخلاف الزام قانون، در بورس‌های رسمی منعقد نشده بودند. با توجه به مبلغ بسیار بالای تاخت‌زنی‌های معامله‌شده در خارج‌ازبورس‌ها، احتمال ابطال آن‌ها توسط آرای دادگاه‌ها به معنای یک بی‌ثباتی بزرگ و ناخوشایند ناشی از ابهام و عدم شفافیت قانونی برای معامله‌گران این مشتقات، یعنی شرکت‌ها و مؤسسات حرفه‌ای بود. با تصویب قانون روش‌های معامله قراردادهای آتی ۱۹۹۲، کنگره با اعطای اختیار به سی‌اف‌تی‌سی در معاف ساختن معاملات مشتقات خارج‌ازبورس، از جمله تاخت‌زنی‌ها و انرژی، از الزامات قانون بورس کالا، در واقع در جهت رفع ابهام و تقویت شفافیت قانونی گام برداشت و گروه گسترده‌ای از مشتقات خارج از بورس، به‌ویژه تاخت‌زنی‌ها و معاملات انرژی برای معامله‌گران خیره، از شمول بسیاری الزامات قانونی، از جمله الزام معامله در بورس‌های رسمی معاف شدند. افزون بر این، این قانون در زمینه محدودسازی برخی روش‌های معاملاتی، تقویت مقررات‌گذاری، و همکاری با مقامات ناظر قراردادهای آتی خارجی نیز تمهیداتی داشت (Markham, 2015b: 266; Peery, 2012: 98). تقویت مقررات‌گذاری قانونی نیز عنوان یکی از فصول (فصل دوم)، به شکل تفصیلی در این قانون پیش‌بینی شده است؛ برای مثال، الزام به نگهداری نظام‌مند برای رصد معاملات، داشتن یک نظام حسابرسی قابل ردیابی، اصلاح کاستی‌های نظام یادشده در صورت ناهم‌خوانی با معیارها، محدودسازی سفارش‌دهی شفاهی، اقدامات انضباطی علیه فریبکاری، بازتعریف شرایط ثبت‌نام معامله‌گران گود و آموزش‌های اخلاق حرفه‌ای برای آنان، جرایم نقدی برای خاطیان، تعریف قواعد شرایط اضطراری برای بازارها که به‌صورت موقت و بدون تأیید قبلی

---

1. Futures Trading Practices Act of 1992.

سی‌اف‌تی‌سی نافذ باشد، الزام سی‌اف‌تی‌سی به تهیه و ارائه گزارش‌ها و مطالعات به کمیته‌های کنگره، مسئول بودن شرکت‌های عضو سی‌اف‌تی‌سی در برابر مشتریان به خاطر ضررهای ناشی از سوءعملکرد کارگزاران گود، و جبران خسارت مشتریان. از دیگر تمهیدات این قانون در فصل سوم آن، مساعدت با مقامات مسئول قراردادهای آتی در کشورهای خارجی در زمینه‌هایی مانند احضار به محاکم، مساعدت‌های تحقیقی و مبادله اطلاعات است (Markham, 2015b: 266; Peery, 2012: 98).

### ۳.۲.۱. مقررات‌گذاری مشتقات انرژی و نفت

یکی از علل مهم طرح و تصویب این قانون، دغدغه ابهام قانون درباره شمول یا معافیت مشتقات خارج‌ازبورس در زمینه انرژی از نظارت بورس‌های رسمی بود. با وجود اعلام معافیت این معاملات توسط سی‌اف‌تی‌سی، هر آن احتمال داشت که دادگاهی با شکایت یک طرف معامله این مشتقات، به خاطر خارج‌ازبورس بودن آن‌ها رأی به بی‌اعتباری‌شان بدهد. گفتیم که با تصویب قانون روش‌های معامله قراردادهای آتی ۱۹۹۲، کنگره سی‌اف‌تی‌سی را در معاف ساختن معاملات مشتقات خارج‌ازبورس، از جمله تاخت‌زنی‌ها و معاملات انرژی، از الزام معامله در بورس‌های رسمی مختار کرد و اختیار رفع ابهام و تقویت شفافیت قانونی در زمینه این مشتقات را به این نهاد داد. با اعمال این معافیت توسط سی‌اف‌تی‌سی، معاملات خارج‌ازبورس انرژی از شمول بسیاری الزامات قانونی، به‌ویژه الزام معامله در بورس‌های رسمی معاف شدند. این تمهید، تحولی مهم در مقررات‌گذاری بازار مشتقات انرژی برای معامله‌گران خبره و شرکت‌های بزرگ است که قانون‌گذار حمایت از این معامله‌گران خبره را در برابر تقلب و دست‌کاری ضروری ندانست. این ابهام‌زدایی از قانون و معاف‌سازی معاملات مشتقات انرژی، طبعاً اثر مساعدی در رونق این معاملات داشته است. معافیت معاملات انرژی، بر معاملات نهادی برای خرید و فروش نفت خام، میعانات و گاز طبیعی به‌عنوان حامل‌های انرژی اعمال شد و بسیاری از معاملاتی که تا آن‌زمان از بیم حکم دادگاه به الغایشان، منعقد نمی‌شدند، با آسودگی خاطر از معافیت و مساعدت قانونی، منعقد شدند. می‌بینیم که با افزایش اهمیت معاملات مشتقات انرژی در بازارهای ایالات‌متحده، رفته‌رفته توجه قانون‌گذار و ناظر به آن‌ها بیشتر می‌شود. این تحولات را می‌توان ادامه توجه فزاینده قانون‌گذاران و ناظران به مقوله نظارت بر معاملات مشتقات انرژی دانست.

### ۳.۳. قانون نوسازی قراردادهای آتی کالای ۲۰۰۰

قانون نوسازی قراردادهای آتی کالای ۲۰۰۰، مصوب ۱۵ دسامبر ۲۰۰۰ در کنگره و نافذ در ۲۱ دسامبر ۲۰۰۰، از قوانین فدرال ایالات متحده دربارهٔ مقررات‌گذاری ابزارهای مشتقه خارج‌ازبورس است. تا پیش از تصویب قانون نوسازی قراردادهای آتی کالایی ۲۰۰۰، شمول قوانین مشتقات کالایی بر انواع معاملات انجام‌شده در بازارهای غیربورسی، موضوع اختلاف در تفسیر و در نتیجه، زمینه‌ساز ابهام در صحت این معاملات بود. با در نظر گرفتن حجم زیاد چنین معاملاتی، چنین ابهامی در قانون حاکم بر این معاملات پذیرفتنی نبود و تعیین تکلیف صحت قانونی آن‌ها به‌عنوان ضرورتی جدی مطرح شد. شمول قوانین مصوب قبل، به طور مشخص، قانون بورس کالا بر معاملات ابزارهای مشتقه در بازارهای خارج‌ازبورس، به دو دلیل مهم مورد انتقاد بود و غیرضروری قلمداد می‌شد. دلیل نخست این‌که، ادعا می‌شد غالب این ابزارها در معرض دست‌کاری و تقلب نیستند و سوءاستفاده از آن‌ها برای منحرف یا بی‌ثبات کردن بازار بسیار بعید است؛ زیرا اساساً معاملات پرتلاطم و احساسی بورس‌ها در چنین بازارهایی وجود ندارد و در این بازارها، معاملاتی آرام، عمیق و حساب‌شده جریان دارد که انحراف، دست‌کاری و بی‌ثبات‌سازی آن‌ها کار آسانی نیست. دلیل دوم براساس توسل به تفاوت در میزان خبرگی طرف‌های قراردادی در مشتقات بورسی و غیربورسی بود. مخالفان نظارت بر مشتقات غیربورسی مدعی بودند که طرف‌های قراردادی در این معاملات، در کار خود خیره، کارآزموده و بی‌نیاز از حمایت‌هایی هستند که سرمایه‌گذاران و معامله‌گران خرد و متکی به واسطه‌ها در انجام معاملات به آن‌ها نیاز دارند (Peery, 2012: 98 & 286; Markham, 2015a: 286). یکی از تحولات مهم در قانون نوسازی قراردادهای آتی کالایی ۲۰۰۰، بازنگری در قانون بورس کالا و ایجاد ساختاری منعطف برای نظارت بر معاملات قراردادهای آتی و اختیارات است. قانون نوسازی قراردادهای آتی کالایی ۲۰۰۰، سی‌اف‌تی‌سی و هر ناظر فدرال دیگری را از نظارت بر ابزارهای مشتقه خارج‌ازبورس منع کرد و در نتیجه، برای معاملات طرف‌های قراردادی مانند بانک‌ها، شرکت‌های بزرگ، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های بازنشستگی، و نیز اشخاص ثروتمند، شفافیت و اطمینان قانونی فراهم کرد. این قانون، بسیاری از معاملات مشتقات را از شمول قانون بورس کالا خارج و از ممنوعیت معاملات خارج‌ازبورس توسط این قانون، معاف کرد. معافیت معامله ابزارهای مشتقه خارج‌ازبورس‌های رسمی بین معامله‌گران خیره، به‌ویژه برای کالاهای غیرمالی و غیرکشاورزی از جمله انرژی و نفت، از ویژگی‌های برجستهٔ این قانون است. سابق بر این قانون، احتمال آن بود که مشتقات یادشده تحت عنوان قراردادهای آتی، در معرض نظارت قانون بورس کالا

باشد. خروج از پوشش نظارت قانونی و معافیت از نظارت برای تاخت‌زنی‌ها، محصولات بانکی و قراردادهای مشتقه خارج‌ازبورس بین معامله‌گران خبره، موجب افزایش شفافیت و اطمینان قانونی<sup>۱</sup> شده و به رشد نمایی در بازار مشتقات خارج‌ازبورس انجامید.

این قانون، سه دسته از کالاها را از هم متمایز کرد. نخست، متغیرهای مالی (نرخ بهره، شاخص سهام، ارزها و مانند آنها) که کالاها<sup>۲</sup> غیرمشمول<sup>۳</sup> تعریف می‌شوند و قراردادهای خارج‌ازبورس بر پایه این کالاها مشمول قانون بورس کالا نیستند (مشروط بر آن‌که معامله محدود به طرف‌های دارای صلاحیت قراردادی باشد؛ یعنی سرمایه‌گذاران خرد مخاطب معامله قرار نگیرند)؛ دوم، قراردادهای مشتقه بر پایه کالاهای کشاورزی که نمی‌توانند خارج از بورس‌های قراردادهای آتی معامله شوند و تحت نظارت سی‌اف‌تی‌سی می‌مانند؛ دسته سوم، دربردارنده همه انواع دیگر کالاها، از جمله محصولات انرژی است که کالاها<sup>۴</sup> معاف‌اند. قراردادهای دربرگیرنده کالاهای معاف را می‌توان در بازارهای خارج‌ازبورس و بدون نظارت سی‌اف‌تی‌سی معامله کرد؛ مشروط بر آن‌که سرمایه‌گذاران خرد در آن دخیل نباشند. در عین حال، همچنان تمهیدات مشخصی علیه تقلب و دست‌کاری اعمال خواهند شد. در صورت ایجاد یک بازار معاملاتی خارج از بورس‌های رسمی (به‌عنوان تسهیلات معامله الکترونیک<sup>۵</sup>)، سی‌اف‌تی‌سی دارای حدی از اختیار نظارتی خواهد بود و می‌تواند افشای اطلاعات خاصی از بازار را الزام کند.

از جمله ویژگی‌های این قانون، تعریف انواع متفاوت بازارها با انواع و درجات متفاوت نظارت متناسب با ماهیت محصولات معامله‌شده در آنها، نوع معاملات آنها و مشارکت‌کنندگان آن بازارهاست. براساس این قانون، انواع بازارهای مشمول و معاف از نظارت قانونی تعریف می‌شود؛ بورس‌های قرارداد تعیین‌شده<sup>۶</sup> و تسهیلات ثبت‌شده اجرای معاملات مشتقات<sup>۷</sup>، انواع بازارهای موضوع نظارت اجباری قانونی هستند و بورس‌های معاف<sup>۸</sup> و بازارهای تجاری معاف<sup>۹</sup>، براساس این قانون از نظارت سی‌اف‌تی‌سی معاف هستند. این انواع بازارهای تعریف‌شده در قانون، از جنبه‌های مختلف مانند ویژگی‌های اقتصادی و اهمیت کالاهای معامله‌شده در آنها، ویژگی‌های معامله‌گران آنها، و نیز درجه و کیفیت الزامات و

۱. براساس اصل شفافیت یا اطمینان قانونی (Legal Certainty)، قانون باید روشن، دقیق و قابل پیش‌بینی باشد تا به افراد موضوع آن برای تطبیق رفتارشان با قانون کمک کند.

2. Excluded Commodities
3. Electronic Trading Facility
4. Designated Contract Markets
5. Registered Derivatives Transaction Execution Facilities
6. Exempt Boards of Trade
7. Exempt Commercial Markets

نظارت‌های قانونی با هم متفاوت‌اند (Peery, 2012: 98 & 286; Markham, 2015a: 286).

### ۳.۳.۱. مقررات‌گذاری مشتقات انرژی و نفت

گفتیم که یکی از اهداف قانون‌نوسازی قراردادهای آتی انرژی ۲۰۰۰، رفع ابهام قانونی از ابزارهای مشتقه خارج‌ازبورس بود. ازجمله پایه‌های مهم این ابزارها، انرژی و نفت بود. ابهام در قانون بورس کالا و وجود تفسیری مبتنی بر ضرورت معامله در بورس‌ها موجب تردید در صحت قانونی مشتقات انرژی غیربورسی شده بود و رأی دادگاه می‌توانست این معاملات را باطل کند و انگیزه معاملات بعدی را از بین ببرد. با توجه به اهمیت معاملات انرژی و نفت، چنین ابهامی تحمل‌پذیر نبود. براساس قانون‌نوسازی قراردادهای آتی ۲۰۰۰، محصولات انرژی (مانند نفت خام، گاز طبیعی و محصولات آنها)، ازجمله کالاهای معاف تلقی شدند که می‌توان آنها را در بازارهای خارج‌ازبورس و بدون نظارت سی‌اف‌تی‌سی معامله کرد؛ مشروط بر آن‌که سرمایه‌گذاران خرد در آن دخیل نباشند. بدیهی است که ابزارهای مشتقه با پایه انرژی که ابهامی از نظر شمول قانون بر آنها نباشد و طبق قانون لازم باشد در بورس‌های رسمی معامله شوند، همچنان به همان روش سابق معامله و نظارت خواهند شد؛ برای مثال، این قانون اثری بر لزوم معامله بر بورس‌های رسمی برای معاملات قراردادهای آتی نفت خام ندارد و آن‌ها را از شمول نظارت قانونی نهاد ناظر خارج نمی‌کند.

### ۳.۳.۴. قانون اصلاح وال‌استریت و حفاظت از مصرف‌کننده داد-فرانک

قانون اصلاح وال‌استریت و حفاظت از مصرف‌کننده داد-فرانک<sup>۱</sup>، نامبردار به قانون داد-فرانک به‌عنوان قانون فدرال در ۲۱ جولای ۲۰۱۰ به امضای رئیس‌جمهور رسید. طرح و تصویب این قانون واکنشی به بحران مالی سال ۲۰۰۸ و دربردارنده تغییراتی چشمگیر و گسترده در بخش‌های مختلف بازار مالی ایالات متحده بود. این قانون، جدیدترین قانون در زمینه مقررات‌گذاری مشتقات مالی و حاوی گسترده‌ترین و مهم‌ترین تغییرات در این باره است.

بحران مالی سال ۲۰۰۸، به درخواست عمومی گسترده و بی‌سابقه برای اصلاح نظام مقررات‌گذاری مالی ایالات متحده انجامید. این بحران به علل متفاوتی نسبت داده شد. در زمینه نحوه استفاده از ابزارهای مشتقه، می‌توان شفاف نبودن عملکرد کاربران ابزارهای مشتقه، به‌ویژه شرکت‌های بزرگ، عدم الزام به ودیعه‌گذاری نزد اتاق پایاپای در مشتقات خارج‌ازبورس، ازجمله برای تاخت‌زنی‌های معامله‌شده توسط شرکت‌های بزرگ را، از عوامل مهم ایجاد و تشدید بحران مالی ۲۰۰۸ دانست. در این بحران، انگشت اتهام به‌سوی شرکت‌های بزرگ و

1. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

خبیره در معاملات مشتقات، به ویژه معاملات انرژی دراز شد؛ همان‌هایی که در وضع و تصویب قوانین پیشین مورد اعتماد قانون‌گذار قرار گرفتند و از بسیاری از نظارت‌ها و الزامات قانونی معاف شدند. طبیعی است که ابزارهای مورد استفاده این گروه، عمدتاً مشتقات غیربورسی بود. به عبارتی، معامله‌گرانی که زمانی مورد اعتماد قانون‌گذار بودند و بی‌نیاز از نظارت و حمایت قلمداد می‌شدند، به دلیل رفتارهای مالی غیرمسئولانه و زیاده‌روی در معاملات پرخطر، مشکلی بزرگ برای خود و نظام اقتصادی ملی آفریدند و معاملاتی که زمانی با آرامش خاطر قانون‌گذار، بی‌نیاز از مقررات‌گذاری رونق داشتند، اساس اقتصاد ملی را به خطر انداختند. از این رو، در قانون داد-فرانک، تغییرات سخت‌گیرانه بسیار گسترده‌ای در نحوه نظارت بر بخش مالی اعمال و معافیت‌ها و آسان‌گیری‌های قوانین پیشین به کلی وانهاده شد. ارتقای ثبات مالی ایالات متحده از طریق بهبود مسئولیت‌پذیری و شفافیت در نظام مالی، پایان دادن به نظریه شکست‌ناپذیری بنگاه‌های بزرگ (به علت حمایت بی‌چون‌وچرای دولت)، حمایت از مالیات‌دهندگان آمریکایی از طریق پایان دادن به حمایت‌های مالی دولتی از بنگاه‌ها، و محافظت از مصرف‌کنندگان از روش‌های سوء و نامطلوب خدمات مالی، به عنوان اهداف قانون داد-فرانک بیان شده است. برای تحقق این اهداف، قانون داد-فرانک در شانزده فصل، تغییرات بسیار گسترده‌ای را در نحوه نظارت بر بخش مالی اعمال کرده است (Markham, 2015b: 313-361). براساس قانون داد-فرانک، تغییراتی در سازمان‌های نظارتی موجود برای تقویت نظام نظارتی اعمال شد و سازمان‌های نظارتی جدیدی<sup>۱</sup> ایجاد شدند. براساس این قانون، مسئولیت سی‌اف‌تی‌سی در نظارت بر بازار مشتقات مبتنی بر کالا در کنار شورای بورس و اوراق بهادار<sup>۲</sup> که ناظر بر مشتقات مبتنی بر اوراق بهادار است، ادامه خواهد داشت. به عبارتی، جایگاه سی‌اف‌تی‌سی به عنوان بخشی از یک سامانه کلان و قوی نظارتی تثبیت می‌شود. افزایش دامنه نظارت در جاهایی که احتمال ریسک نظام‌مند وجود دارد، ارتقای شفافیت در بنگاه‌های مالی، ارائه معیارها و ضوابط دقیق برای محافظت از اقتصاد ملی و مصرف‌کنندگان، سرمایه‌گذاران و بنگاه‌های آمریکایی، محدود کردن و خاتمه دادن به کمک‌های مالی به بنگاه‌های مالی با هزینه مالیات‌دهندگان آمریکایی، استقرار سامانه هشدار مناسب برای اطلاع و پیشگیری از بحران‌های مالی، وضع قواعد جدید درباره نحوه جبران خدمات مالی مدیران ارشد، رفع کاستی‌های قانونی و نظارتی بحران‌ساز، الزام نهادهای نظارتی به گزارش‌دهی دوره‌ای به کنگره، از دیگر ویژگی‌ها و تمهیدات مهم این قانون است. افزون بر این‌ها، گسترش الزامات احراز صلاحیت و ثبت‌نام نزد نهاد ناظر برای انواع فعالان مالی، و نیز

1. Financial Stability Oversight Council; Office of Financial Research; Bureau of Consumer Financial Protection.

2. Security and Exchange Commission (SEC)



شناسایی بنگاه‌های مالی و بانک‌های بزرگ مستعد ریسک نظام‌مند و اعمال نظارت‌های پیشگیرانه، از دیگر ویژگی‌های قانون داد-فرانک است. در این قانون، برای کاهش احتمال و شدت ریسک نظام‌مند مؤسسات مالی، الزامات متعددی در زمینه‌هایی مانند گزارش‌دهی، احراز صلاحیت، افشای اطلاعات، نظام جبران خدمات مدیران، روش‌های اوراق بهادارسازی، و منع معاملات پرریسک سوداگرانه با سپرده‌های مشتریان مقرر شد.<sup>۱</sup> در زمینه نظارت بر بازار مشتقات غیربورسی، به‌ویژه تاخت‌زنی‌ها و اصلاح عملکرد زیان‌بار و خطرناک آن‌ها نیز در این قانون تمهیداتی وضع شد، مانند الزام به معامله در بورس‌های رسمی تحت نظارت، تسویه متمرکز، کفایت سرمایه، گزارش‌دهی و نام‌نویسی نزد ناظران. دامنه معافیت‌های نظارتی در این قانون بسیار محدود و سنجیده است و ناظران در تعیین مصادیق انواع مشتقات مشمول نظارت، آزادی عمل فراوان دارند (Webel, 2017: 19-20).

#### ۳.۴.۱. مقررات‌گذاری ابزارهای مشتقه انرژی در قانون داد-فرانک

تا پیش از تصویب قانون داد-فرانک، ابزارهای مشتقه، از جمله در معاملات انرژی و نفت خام، عموماً از نظارت قانونی معاف بودند؛ زیرا قانون‌گذار معامله‌گران این ابزارها را افرادی خبیره و بی‌نیاز از حمایت و نظارت قانون می‌دانست؛ اما در قانون داد-فرانک، معاملات خارج‌ازبورس ابزارهای مشتقه، به‌ویژه تاخت‌زنی‌ها و اختیارات به‌صورت گسترده در معرض الزامات مقررات‌گذاری سخت‌گیرانه قرار داده شده است. بدیهی است که معاملات انرژی، اعم از نفت خام، گاز طبیعی و سایر موارد به‌عنوان یکی از پررونق‌ترین معاملات کالایی در بازار مشتقه، مشمول این قانون و الزامات نظارتی آن قرار گیرند.

براساس این قانون، شرکت‌هایی که با اهداف مختلف تجاری (مانند انواع تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان انرژی) یا مالی (مانند انواع معامله‌گران سوداگر بدون نیاز واقعی به انرژی) اقدام به معامله ابزارهای مشتقه انرژی می‌کنند، در معرض نظارت گسترده سی‌اف‌تی‌سی قرار دارند و باید الزامات متعددی را رعایت کنند. میزان پوشش نظارتی بسته به عواملی، از جمله هدف معاملات و حجم معاملات دارد و شرکت‌ها قبل از ورود به هر معامله باید شمول احتمالی پوشش نظارتی و جزئیات الزامات قانونی برای آن معامله را بررسی کنند. طبیعی است که رعایت این الزامات گسترده و پیچیده، دربردارنده پذیرش هزینه‌های جدید توسط این شرکت‌ها و چالشی مهم و تخصصی است. معامله‌گران تاخت‌زنی‌ها در صنعت انرژی براساس قانون داد-فرانک ملزم به ثبت نزد سی‌اف‌تی‌سی و رعایت ضوابط ثبت و ضبط معاملات و

۱. گزارش مرکز تحقیقات کنگره (Webel, 2017)، خلاصه‌ای از قانون داد-فرانک و زمینه طرح آن را ارائه می‌کند.

گزارش دهی به آن هستند.

## نتیجه

ایالات متحده خاستگاه ابزارها و بازارهای مشتقه، به‌ویژه در معاملات انرژی و دارای تجربیات مقررات‌گذاری و قانون‌گذاری آموزنده در این زمینه است. بررسی سیر این قوانین در ۱۵۰ سال گذشته، نشان می‌دهد که جهت‌گیری یکسانی بر آن‌ها حاکم نبوده و وضع و اعمال آن‌ها در دوره‌های مختلف متأثر از انگیزه‌ها و علل متنوع و گاه متضادی بوده است؛ در دوره‌ای گرایش بسیاری به سمت مقررات‌زدایی و اعتماد محض به نیروهای بازار آزاد مالی بوده است و در دوره‌هایی مقررات‌گذاری بیشینه و بی‌اعتمادی به بازیگران برای دوری از دست‌کاری و ایجاد بی‌ثباتی در بازار. بازیگران دارای نفوذ پیگیر وضع و اصلاح این قوانین نیز مختلف‌اند. در دوره‌هایی معامله‌گران عمده انرژی و غیر آن، در پی وضع معافیت‌های قانونی از نظارت دولت‌اند و در دوره‌هایی هم سیاست‌مداران کشوری تحت تأثیر فشار افکار عمومی داخلی و بین‌المللی برای مهار روش‌های سوءاستفاده از معافیت‌ها و گریزگاه‌های قانونی، به‌ویژه در بازار انرژی تلاش می‌کنند. یک‌ونیم قرن قانون‌گذاری مشتقات و پنج دهه قانون‌گذاری مشتقات انرژی، شاهد فرازونشیب‌های متعددی مانند گسترش یا کاهش قلمرو پوشش مقررات‌گذاری بر انواع خاصی از بازارها و ابزارها، اعمال ملاحظات قانون اساسی، رفع ابهام و شفاف‌سازی قوانین، تلاش برای پیشگیری از نوسانات و بی‌ثباتی بازار، عمل به تعهدات بین‌المللی و واکنش به بحران‌های مالی بوده است. پیامد این انباشت درازمدت قوانین مؤثر بر مشتقات انرژی در ایالات متحده، شکل‌گیری پیکره‌ای پیچیده از قوانین است که موجب می‌شود ورود به چنین معاملاتی همراه با دشواری فزاینده و نیازمند احتیاط و دانش تخصصی باشد. درس‌آموخته این بررسی برای سایر کشورها، از جمله ایران که در حال توسعه بازارهای مالی و مشتقات برای معاملات انرژی هستند، ضرورت مطالعه شکست‌های تجربه‌شده این بازارها و ابزارها در ایالات متحده و پرهیز از آن‌ها در قانون‌گذاری و نظارت بر این بخش تخصصی، حساس و در حال رشد است. در این خصوص، مطالعات آینده‌پژوهانه برای شناسایی ابعاد و پیامدهای توسعه این بخش در معاملات انرژی ایران، با هدف وضع قوانین و طراحی نظام نظارتی و مقررات‌گذاری مناسب، لازم است.

## منابع

### الف) فارسی

۱. حاجیان، محمدمهدی (۱۳۹۰). «وضعیت حقوقی قراردادهای آتی در حوزه نفت و گاز». رساله دکتری حقوق خصوصی، دانشگاه تربیت مدرس.
۲. هال، جان (۱۳۸۴). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک. ترجمه سجاد سیاح و علی صالح‌آبادی، تهران، شرکت کارگزاری مفید.

### ب) خارجی

#### Books

3. Acharya, Viral V; Matthew, P. Richardson (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. New Jersey, Wiley.
4. Hull, John (2012). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Edinburgh Gate, Prentice Hall.
5. Jickling, Mark (2008a). *The Enron Loophole*. Washington D. C, Congressional Research Service, Library of Congress.
6. \_\_\_\_ (2008b). *Primer on Energy Derivatives and Their Regulation*. Washington D. C, Congressional Research Service, Library of Congress.
7. \_\_\_\_ (2008c). *Regulation of Energy Derivatives*. Washington D. C, Congressional Research Service, Library of Congress.
8. Jickling, Mark; Lynn, J. Cunningham (2008). *Speculation and Energy Prices: Legislative Responses*. Washington D. C, Library of Congress, Congressional Research Service.
9. Johnson, Philip McBride (2004). *Derivatives Regulation*. United State, Wolters Kluwer Law & Business.
10. Markham, Jerry W (2015a). *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*. London and New York, Taylor & Francis.
11. \_\_\_\_ (2015b). *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*. London and New York, Taylor & Francis.
12. \_\_\_\_ (2002). *A Financial History of the United States: From Christopher Columbus to the Robber Barons (1492-1900)*. New York, M.E. Sharpe.
13. \_\_\_\_ (2011). *A Financial History of the United States: From Enron-era Scandals to the Subprime Crisis (2004-2006)*. New York, M.E. Sharpe.
14. Peery, Gordon F (2012). *The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures*. New Jersey, Wiley.
15. Straney, Louis L (2010). *Securities Fraud: Detection, Prevention, and Control*. New Jersey, Wiley.
16. US Congress House; Committee on Agriculture (1974). *Commodity Futures Trading Commission Act of 1974: Hearings, Ninety-third Congress, Second Session, on H.R. 11955*. Washington, U.S. Government Printing Office.
17. Webel, Baird (2017). *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Background and Summary*. Washington D.C. Congressional Research Service.

#### Articles

18. Acharya, V; Brenner, M; Engle, R. F; Lynch, A. W; Richardson, M (2009). "Derivatives: the ultimate financial innovation". *Restoring financial stability: How to repair a failed system*, pp 233- 241.
19. Cooper, Mark N (2006). "Failure of Federal Authorities to Protect American Energy Consumers from Market Power and Other Abusive Practices". *Loyola Consumer Law Review*, 19: 315.
20. Crotty, James (2009). "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment

- of the 'new financial architecture'". *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp 563-580.
21. Du, Hong-wen, Lu Zhou; Zhi-feng Zhang (2009). "Review on Financial Derivatives Regulation of International Institutions and Major Developed Countries [J]". *Journal of Hangzhou Dianzi University (Social Sciences)*, 2: 008.
22. Hentschel, Ludger; Clifford W Smith (1997). "Derivatives regulation: Implications for central banks". *Journal of Monetary Economics*, 40, pp 305-346.
23. Saunders, Benjamin (2010). "Has the Financial Services Reform Act fixed the problems with the regulation of securities and derivatives?". *Journal of Banking and Finance*, 21.
24. Yunnian, Zhang (2009). "On the Legal Regulation of Financial Derivatives Market Objectives and Implementation Mechanism [J]". *Science Mosaic*, 10: 050.

### Web Pages

25. CFTC. 2017. "History of the CFTC", CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission), Accessed 2017 June 2.  
<http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>.

### Conference Proceedings

26. Greenspan, Alan (1997). "Government regulation and derivative contracts". In *speech to the Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, Coral Gables, Florida*.

### Legal Documents, Laws & Regulations

27. Anti-gold futures act of 1864 (An Act to Prohibit Certain Sales of Gold and Foreign Exchange).
28. Commodity Exchange Act of 1936.
29. Commodity Futures Modernization Act of 2000.
30. Commodity Futures Trading Commission Act of 1974.
31. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.
32. Futures Trading Act of 1921.
33. Futures Trading Practices Act of 1992.
34. Grain Futures Act of 1922.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی