



تداول العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

د. صابر محمد خضر
قسم القانون، كلية القانون، جامعة صلاح الدين- أربيل، أربيل، العراق
البريد الإلكتروني: Saber.khudhur@su.edu.krd

ID No. 5610	Received: 11/01/2026	الكلمات المفتاحية:
(PP 265 - 294)	Accepted: 25/01/2026	العقود المستقبلية، سوق الأوراق
https://doi.org/10.21271/zjlp.24.42.11	Published: 07/06/2026	المالية، المضاربة، القانون العراقي، التشريعات المقارنة

ملخص

يبحث هذا البحث في تداول العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية بوصفها من أهم أدوات المشتقات المالية الحديثة، ودورها في إدارة مخاطر تقلبات الأسعار. يوضح الباحث طبيعتها القانونية وآليات إبرامها وتسويتها، مع بيان استخدامها للتحوط وكذلك للمضاربة. ويبرز البحث مشكلة غياب تنظيم تشريعي واضح للعقود المستقبلية في القانون العراقي، وما يترتب على ذلك من فراغ قانوني يؤثر في حماية المتعاملين وكفاءة السوق. كما يقارن التنظيم العراقي بالتشريعات المصرية والإماراتية والأمريكية التي وضعت قواعد أدق لتنظيم التداول والإشراف والرقابة. ويعتمد البحث المنهج التحليلي المقارن، ويخلص إلى ضرورة استحداث تنظيم تشريعي متكامل يوازن بين تشجيع الاستثمار وحماية المستثمرين ويعزز الثقة بالسوق المالية.

المقدمة

أولاً: موضوع البحث:

تعدّ العقود المستقبلية من أبرز صور العقود المالية الحديثة، بوصفها إحدى الأدوات الأساسية للمشتقات المالية التي يجري تداولها في أسواق الأوراق المالية المنظمة. وقد نشأت هذه العقود استجابةً لحاجات عملية فرضتها طبيعة النشاط الاستثماري المعاصر، ولا سيما في ظل اتساع نطاق التعاملات المالية وتعقدها، وخضوعها لتقلبات اقتصادية حادة يصعب التنبؤ بنتائجها.

ويقوم جوهر العقود المستقبلية على الاتفاق على بيع أو شراء أصل معين في تاريخ لاحق بسعر يُحدد سلفاً، الأمر الذي يجعلها أداة فعّالة لإدارة المخاطر المستقبلية الناجمة عن تقلبات الأسعار، سواء تعلّق الأمر بالسلع، أو العملات، أو الأوراق المالية، أو مؤشرات الأسهم. وقد ازدادت أهمية هذه العقود في ظل ما تشهده الأسواق المالية من سرعة في تغير الأسعار، وتذبذب في أسعار الفائدة والعملات، فضلاً عن التأثير بالأزمات الاقتصادية والمالية المفاجئة.

ومن الناحية العملية، أدى غياب الأطر القانونية والتنظيمية الكافية في بعض النظم القانونية إلى تعريض عدد من المشروعات التجارية والمؤسسات المالية إلى مخاطر جسيمة، وصلت في بعض الحالات إلى الإفلاس، نتيجة سوء استخدام الأدوات المالية المشتقة أو اللجوء إليها في المضاربة المحضة دون ضوابط. وقد أسهم هذا الواقع في دفع المؤسسات المالية إلى ابتكار أدوات جديدة لإدارة المخاطر، جاءت العقود المستقبلية في مقدمتها، لما توفره من إمكانيات للتحوط ونقل المخاطر بدلاً من تحمّلها.



ومن هنا، يبرز موضوع هذا البحث المتمثل في دراسة تداول العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية من منظور قانوني، مع التركيز على بيان طبيعتها القانونية، وأحكام تداولها، ومدى ملاءمة الإطار التشريعي العراقي الحالي لتنظيم هذا النوع من العقود، وذلك في ضوء المقارنة مع بعض التشريعات العربية والأجنبية المقارنة.

ثانياً: أهمية البحث:

تنبع أهمية هذا البحث من الأهمية المتزايدة التي تحتلها العقود المستقبلية في الأسواق المالية الحديثة، بوصفها إحدى الوسائل الرئيسية للتحوط من المخاطر المالية، ولا سيما مخاطر تقلب الأسعار. فعلى الرغم من أن المشرع العراقي لم ينظم صراحة تداول العقود المستقبلية ضمن تشريع خاص، إلا أن الواقع العملي يشير إلى الحاجة الملحة لتنظيمها، نظراً لما تؤديه من دور مؤثر في النشاط الاستثماري.

وتكمن الأهمية العملية للعقود المستقبلية في كونها تمكن المستثمر من تثبيت الأسعار المستقبلية، بما يحد من حالة عدم اليقين، ويساعد على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر استقراراً. وفي الوقت ذاته، تُعد هذه العقود أداة للمضاربة على فروق الأسعار، بما يسهم في تنشيط التداول وزيادة سيولة السوق، وهو ما ينعكس إيجاباً على حركة الاقتصاد بوجه عام.

أما من الناحية الاقتصادية، فإن تداول العقود المستقبلية يسهم في توجيه رؤوس الأموال نحو سوق الأوراق المالية، ويوفر للمؤسسات وسيلة فعّالة للحماية من مخاطر تقلب الأسعار، وتراجع الإنتاج، وانخفاض قيمة الأصول. كما يؤدي هذا الدور التحوطي إلى تعزيز الثقة في السوق المالية، الأمر الذي يبرز الحاجة المتزايدة إلى تنظيم هذه العقود تشريعياً، بما يحقق التوازن بين تشجيع الاستثمار وحماية المتعاملين في السوق.

ثالثاً: الغرض من البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة تداول العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية تحليلية، من خلال الوقوف على الأحكام والإجراءات التي تحكم مرحلة إبرام العقد، وما يترتب عليها من آثار قانونية في مرحلة التنفيذ والتسوية. ويسعى البحث إلى تحليل الطبيعة القانونية للعقود المستقبلية، وبيان الخصائص التي تميزها عن غيرها من العقود المشابهة، ولا سيما العقود الآجلة وعقود الاختيار.

كما يرمي البحث إلى استيعاب التطورات الحديثة في مجال التعامل بالعقود المستقبلية، وبيان دورها في تلبية حاجات المستثمرين، سواء في مجال التحوط من المخاطر أو في مجال المضاربة المشروعة. ويضاف إلى ذلك إبراز أثر هذه العقود في تطوير سوق الأوراق المالية العراقي وتحسين كفاءته، بما ينسجم مع متطلبات التحول نحو اقتصاد السوق الحر، ويواكب التجارب التشريعية المقارنة في هذا المجال.

رابعاً: مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث في غياب تنظيم تشريعي واضح ومتكامل لتداول العقود المستقبلية في القانون العراقي، إذ لم يتناول المشرع العراقي هذا النوع من العقود بنصوص صريحة ضمن القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية الصادر سنة 2004، والذي ما زال نافذاً دون تعديل، رغم ما يشوبه من قصور وثغرات تشريعية.

ويلاحظ أن العقود المستقبلية، بخلاف الأسهم والسندات، لا تقوم في الغالب على مبادلات حقيقية للأصول محل التعاقد، وإنما تنتهي في معظم الحالات بالتسوية النقدية على فروق الأسعار، الأمر الذي يثير إشكالات قانونية تتعلق بطبيعتها ومدى مشروعيتها وحدود تنظيمها. وقد أدى هذا الواقع إلى نشوء فراغ تشريعي واضح في مجال المشتقات المالية، ولا سيما العقود المستقبلية، بما ينعكس سلباً على حماية المتعاملين في السوق، ويحد من قدرة السوق المالية العراقية على التطور ومواكبة الأسواق العالمية.



خامساً: منهجية البحث:

اعتمد هذا البحث المنهج التحليلي المقارن، من خلال تحليل النصوص القانونية ذات الصلة بتداول العقود المستقبلية في التشريع العراقي، وبيان أوجه القصور فيها، ثم مقارنتها بما ورد في كل من التشريعين المصري والإماراتي، بوصفهما من التشريعات العربية التي أولت تنظيمياً أوضح للمشتقات المالية، ثم بالقانون الأمريكي كدولة رائدة في هذا الجانب.

وقد أتاحت هذا المنهج الوقوف على الأسس القانونية التي يقوم عليها تنظيم العقود المستقبلية في التشريعات المقارنة، واستخلاص النتائج التي يمكن الاستفادة منها في تطوير الإطار التشريعي العراقي، فضلاً عن اقتراح معالجات قانونية تسهم في سد الفراغ التشريعي القائم، وبما يحقق التوازن بين متطلبات السوق وحماية المستثمرين.

سادساً: هيكلية البحث:

سُيُقسَّم هذا البحث إلى مبحثين، خصصنا المبحث الأول للتعريف بالعقود المستقبلية، ويتضمن مطلبين، يُعنى المطلب الأول ببيان مفهوم العقود المستقبلية وخصائصها، في حين يتناول المطلب الثاني أنواع العقود المستقبلية وأوجه الشبه والاختلاف بينها وبين العقود المشابهة لها. أما المبحث الثاني فقد خُصَّ لدراسة الغرض من استخدام العقود المستقبلية وأحكام تداولها في السوق، ويتضمن مطلبين، يتناول المطلب الأول أغراض تداول العقود المستقبلية، بينما يُعنى المطلب الثاني ببيان أحكام تداول هذه العقود في سوق الأوراق المالية. ويُختتم البحث بخاتمة تتضمن أبرز الاستنتاجات التي نراها ضرورية لتطوير الإطار القانوني المنظم لتداول العقود المستقبلية في القانون العراقي.

المبحث الأول

التعريف بالعقود المستقبلية

يقتضي تناول العقود المستقبلية من زاويتها القانونية الوقوف ابتداءً على تحديد مفهومها، وبيان خصائصها التي تميزها عن غيرها من العقود المالية، ثم الانتقال بعد ذلك إلى تصنيف أنواعها ومقارنتها بالعقود المشابهة لها. وتكمن أهمية هذا التمهيد في كونه يؤسس للفهم القانوني الصحيح لطبيعة هذه العقود، ويُعد مدخلاً لازماً لتحليل أحكام تداولها وآثارها القانونية في سوق الأوراق المالية.

وانطلاقاً من ذلك، قُسم هذا المبحث إلى مطلبين، يُعنى المطلب الأول ببيان مفهوم العقود المستقبلية وخصائصها، في حين يتناول المطلب الثاني أنواع هذه العقود وأوجه الشبه والاختلاف بينها وبين العقود المشابهة لها.

المطلب الأول

مفهوم العقود المستقبلية وخصائصها

تُعدّ العقود المستقبلية من أهم أدوات المشتقات المالية وأكثرها تداولاً في أسواق الأوراق المالية المنظمة، لما تتميز به من قدرة على إدارة المخاطر المستقبلية المرتبطة بتقلبات الأسعار. وتقوم جوهر هذه العقود على اتفاق يُبرم بين طرفين على بيع أو شراء أصل معين في تاريخ لاحق وبسعر يُحدد سلفاً عند التعاقد.

ويلاحظ أن سوق الأوراق المالية لا تقتصر على تداول الأدوات المالية الأساسية، وإنما تنقسم إلى نوعين رئيسيين من الأدوات؛ الأول يتمثل في الأدوات المالية الأساسية، كالأسهم والسندات، التي يتم التعامل بها في الأسواق الحاضرة، أما الثاني فيتمثل في الأدوات المالية المشتقة، والتي تشمل العقود المستقبلية، وعقود الاختيار، وعقود



المبادلات، ويجري تداولها في الأسواق الآجلة. وتنبع أهمية هذا التمييز من اختلاف الطبيعة القانونية لكل فئة، وما يترتب عليها من آثار قانونية متباينة.

وتأسيساً على ذلك، يُخصص هذا المطلب لبحث مفهوم العقود المستقبلية من زاويتين؛ تشريعية وفقهية، ثم بيان خصائصها القانونية المميزة.

الفرع الأول

تعريف العقود المستقبلية

يُقَسَّم هذا الفرع إلى قسمين؛ يتناول القسم الأول تعريف العقود المستقبلية في الاصطلاح التشريعي، بينما يُخصص القسم الثاني لتعريفها في الاصطلاح الفقهي، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: تعريف العقود المستقبلية في الاصطلاح التشريعي:

تُعد العقود المستقبلية إحدى صور المشتقات المالية التي تُبرم على أصول مالية أو مادية، أو حقوق تتعلق بها، بحيث يُتفق على بيع أو شراء تلك الأصول في تاريخ لاحق، دون أن يكون المقصود منها في الغالب تملك الأصل محل التعاقد أو تسليمه فعلياً، وإنما تحقيق الربح أو تجنب الخسارة الناتجة عن الفروق بين السعر المتفق عليه وسعر السوق عند حلول الأجل⁽¹⁾.

وبالرجوع إلى التشريع العراقي، يلاحظ أن المشرع لم يضع تعريفاً صريحاً لا للمشتقات المالية بوجه عام ولا للعقود المستقبلية بوجه خاص، سواء في قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة 1984، أو في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية⁽²⁾، أو غيرها من القوانين ذات الصلة⁽³⁾. ويُعد هذا الغياب التشريعي مؤشراً على قصور تنظيمي واضح، ولا سيما في ظل التطور المتسارع للأسواق المالية المعاصرة.

ورغم ذلك، فقد كان قانون التجارة العراقي الملغى⁽⁴⁾ قد أشار إلى مشروعية ما يُعرف بـ«العمليات المضافة إلى أجل»، متى تمت في سوق منظمة وعلى سلع أو صكوك محددة، غير أن هذا النص ألغي بصدر قانون التجارة النافذ، دون أن يُستعاض عنه بنصوص حديثة تنظم المشتقات المالية، مما أسهم في توسيع نطاق الفراغ التشريعي في هذا المجال.

(1) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ط1، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الرياض، 1425هـ - 2005م، ص918.
(2) القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004، والمنشور في الوقائع العراقية رقم (3983) في 1/ حزيران 2004. وسوف نشير إليه لاحقاً في هذا البحث بالقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي.
(3) بينما أشار المادة (79) من قانون التجارة العراقي رقم (149) لسنة 1970 الملغى، على أن: (العمليات المضافة إلى أجل تعتبر مشروعة ولو كان قصد المتعاقدان منها أن تؤوّل إلى مجرد التزام بدفع فرق الأسعار بشرط أن تعقد العملية في سوق للمضاربة وأن تتعلق بسلع أو صكوك مدرجة في جداول أسعار هذا السوق). هناك مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة 2008، حيث أشار بها في نص المادة (1/5/4) من مشروع القانون المذكور على أن: (المشتقات متعارف عليها إنها عقد خيار شراء أو خيار بيع أو عقود آجلة التسوية أو مستقبلية لأي ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية أو مؤشر أوراق مالية).
(4) المادة (79) من قانون التجارة العراقي رقم (149) لسنة 1970 الملغى.



كما أشار قانون المصارف العراقي⁽¹⁾ وبعض التشريعات المالية الأخرى⁽²⁾ إلى العقود المستقبلية ضمن الأنشطة التي يجوز للمؤسسات المالية مزاولتها، غير أن هذه الإشارات لا تُعدّ تنظيماً حقيقياً، لأنها لا ترقى إلى مستوى التنظيم التشريعي المتكامل الذي يحدد طبيعتها وأحكام تداولها وآثارها القانونية. وهنا تظهر مشكلة جوهرية: فغياب النص لا يقتصر على الجانب الشكلي، بل ينعكس عملياً على مسائل مثل صحة العقد، ونوع المسؤولية الناشئة عنه، والقواعد واجبة التطبيق عند النزاع.

وعلى خلاف موقف المشرع العراقي، اعترف المشرع المصري⁽³⁾ بصحة العمليات المضافة إلى أجل في سوق الأوراق المالية، وذهب في قانون سوق رأس المال إلى تعريف العقود المستقبلية بوصفها عقوداً نمطية تُبرم على سلع أو أوراق مالية، يتم تنفيذها في تاريخ لاحق وفق مواصفات موحدة⁽⁴⁾. وهذا الاتجاه يهدف إلى إدخال هذه العقود ضمن منظومة السوق المنظمة، بما يوفر قدراً أكبر من الشفافية والضمان.

أما المشرع الإماراتي، فقد اعتبر المشتقات المالية من قبيل الأوراق المالية الخاضعة لإشراف الهيئة المختصة، وإن لم يضع تعريفاً تفصيلياً للعقود المستقبلية⁽⁵⁾. وقد استكملت اللائحة التنفيذية لبورصة دبي للذهب والسلع هذا النقص من خلال تعريف العقد المستقبلي وبيان إمكان تنفيذه بالتسليم المادي أو التسوية النقدية⁽⁶⁾.

ويلاحظ هنا أن كلاً من المشرعين المصري والإماراتي اتجاهاً إلى إدخال هذه العقود ضمن الإطار النظامي للسوق، ولو بدرجات متفاوتة من التفصيل.

أما المشرع الأمريكي، فقد اتخذ اتجاههاً أكثر دقةً وتشدداً في التنظيم، إذ أخضع العقود المستقبلية لأحكام قانون تبادل السلع (Commodity Exchange Act)، وقصّر تداولها على الأسواق المعتمدة وتحت إشراف هيئة تداول السلع الآجلة (CFTC)⁽⁷⁾ ولم يضع تعريفاً مباشراً بقدر ما عرفها من خلال خصائصها، ولكن أقر بأن العقد المستقبلي هو أحد أنواع الأوراق المالية⁽⁸⁾، باعتبارها عقود بيع لأدوات مالية أو سلع للتسليم في تاريخ لاحق، يتم وفق نماذج موحدة،

(1) المادة (1/27/ج) من قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة 2004 الصادر بأمر سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة، المنشور في جريدة الوقائع العراقية، العدد (3986)، بتاريخ 2004/9/1.

(2) البند سادساً من الفقرة الثامنة من المادة الأولى من قانون غسيل الأموال رقم (39) لسنة 2015 العراقي.

(3) المادة (46) من قانون التجارة المصري رقم (17) لسنة 1999، المنشور في الجريدة الرسمية، العدد (19) مكرراً الصادر في 1999/5/17.

(4) المادة (26) مكرراً، من قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 المعدل بقرار جمهوري رقم (17) لسنة 2018 المنشور في الجريدة الرسمية المصرية، العدد (10) مكرر (هـ)، بتاريخ 14 مارس 2018.

(5) المادة (2) من قرار رقم (22/ر) لسنة 2018 الصادر من رئيس مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية الإماراتي بشأن تنظيم عقود المشتقات.

(6) (للتفصيل يُنظر النص: (هو العقد الذي يعرف بالبورصة بأنه العقد المستقبلي: أ. والذي قد يتم بالتسليم المادي 6) للسلعة الأساسية محل التعاقد بين البائع والمشتري. ب. أو الذي يتفق بمقتضاه البائع والمشتري على التسوية النقدية وفقاً للمواصفات الفردية لذلك العقد).

(7) United States Congress, *Commodity Exchange Act*, 7 U.S.C. Sec. 1–27 (as amended), and, Also see: “Contract of Sale of a Commodity for Future Delivery”. And Also see: CFTC .

(8) The term "Security" means any note, stock,...future security). See: Security Exchange Act of 1934, Sec.3(a)(10). And also see: Security Act of 1933, Sec. 2(a)(1).



ويمر عبر غرفة مقاصة تكفل ضمان التنفيذ. كما ميّز بشكل واضح بين هذه العقود وبين العقود الآجلة الخاصة (Forwards)، التي تبرم خارج الأسواق المنظمة ولا تعدّ من قبيل العقود المستقبلية في حكم القانون⁽¹⁾، بما يساهم في الحد من المخاطر النظامية.

ومن خلال ما تقدم، يتضح أن التشريعات الحديثة لم تكتفِ بالاعتراف بالعقود المستقبلية، وإنما أحاطتها بإطار قانوني متكامل يشمل التعريف الدقيق، تحديد الطبيعة القانونية، فرض رقابة تنظيمية، إنشاء غرف مقاصة، وتمييزها عن غيرها من العقود المشابهة.

وعليه، فإن غياب تنظيم مماثل في القانون العراقي لا يمثل مجرد نقص تقني، بل يشير إشكاليات عملية تتعلق بصحة العقود، والمسؤولية المدنية، وحماية المتعاملين، واستقرار السوق المالي، الأمر الذي يقتضي تدخلاً تشريعياً يعالج هذه الجوانب بصورة شاملة.

ثانياً: تعريف العقود المستقبلية في الاصطلاح الفقهي:

لم يقف الفقه المالي والقانوني عند نقل التعريفات التشريعية للعقود المستقبلية، بل حاول تحليلها وتفسير طبيعتها من خلال ربطها بواقع التداول في الأسواق المالية المنظمة. ويكاد يجمع عدد كبير من الفقهاء على أن العقود المستقبلية تمثل تطوراً للعقود الآجلة التقليدية، غير أنها انتقلت من نطاق التعاملات الخاصة إلى نطاق السوق المنظم، حيث تُبرم وفق مواصفات نمطية وتخضع لرقابة وإجراءات مقاصة وضمن.

يتفق جانب كبير من الفقه المالي والقانوني على أن العقود المستقبلية تُعدّ صورة متطورة من العقود الآجلة، يجري التعامل بها في الأسواق المنظمة وفق قواعد موحدة. وقد عرّفت بأنها عقود تتيح شراء أو بيع كمية محددة من أصل معين بسعر ثابت يُتفق عليه عند التعاقد، على أن يتم التسليم أو التسوية في تاريخ لاحق، مع التزام الطرفين بإيداع هامش ضمان لدى الوسيط لضمان تنفيذ الالتزامات⁽²⁾.

كما يرى اتجاه فقهي آخر أن العقد المستقبلي يقوم على مركزين قانونيين مختلفين، الأول هو المركز القصير الذي يتعهد بالبيع في المستقبل، والثاني هو المركز الطويل الذي يلتزم بالشراء، يُبرم على تسليم أصل مادي أو مالي في تاريخ لاحق مقابل سعر محدد، مع إيداع كل طرف هامشاً ابتدائياً⁽³⁾.

وذهب فريق ثالث إلى تحليل هذه العقود من زاوية طبيعتها العقدية، فاعتبرها في حقيقتها نوعاً من عقد البيع المؤجل التنفيذ، ينعقد فوراً ويكون ملزماً للطرفين دون خيار للعدول، مع تأجيل التسليم أو التسوية إلى المستقبل. غير أن هذا التصور يُنتقد لأنه يفترض التسليم الفعلي كأصل عام، في حين أن التطبيق العملي في الأسواق المالية يُظهر أن أغلب العمليات لا تنتهي بتسليم العين محل العقد⁽⁴⁾.

(1) U.S. Commodity Futures Trading Commission, *A Guide to the Regulation of Futures and Options Markets*, Washington D.C., available at: www.cftc.gov.

(2) د. منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة - البحرين، 1998م، ص323. وعبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الكويت، الديوان الأميري، 1991، ص26.

(3) د. مفتاح صالح، و قط سليم، المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، بحث منشور في مجلة الحقوق والعلوم الإسلامية، دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة - الجزائر، العدد (1-20)، 2008، ص165.

(4) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مصدر سابق، ص923.



ويؤخذ على بعض هذه التعريفات أنها لم تُحدد بدقة كيفية تنفيذ العقد أو تسويته، ولا سيما في ظل شيوع التسوية النقدية أو الصفقات العكسية بدلاً من التسليم الفعلي⁽¹⁾. ولهذا السبب برز اتجاه فقهي آخر حاول استكمال هذا النقص، فذهب إلى تعريف العقود المستقبلية بوصفها عقود بيع تنعقد حالاً وتُنفذ لاحقاً، وتُسوى إما بالتسليم الفعلي، أو بالتسوية النقدية، أو بإبرام صفقات معاكسة تغلق المركز المفتوح قبل حلول الأجل، وعلى أن يتم ذلك في البورصة⁽²⁾.

وتتجه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى تعريف العقود المستقبلية بأنها: عقود ملزمة تُبرم في قاعة التداول لبيع أو شراء سلعة أو أداة مالية في زمن لاحق، وتكون بنودها نمطية باستثناء الثمن الذي يتغير وفقاً للتداول⁽³⁾.

ومن خلال تحليل هذه التعريفات، يمكن القول إن الفقه - رغم اختلاف صيغته التعريفية - يلتقي مع الاتجاهات التشريعية الحديثة في إبراز العناصر الجوهرية للعقود المستقبلية؛ أهمها أنها تُبرم في أسواق منظمة، وتقوم على التزام متبادل بين طرفين بشأن البيع أو الشراء في تاريخ لاحق، وتُنفذ أو تُسوى من خلال وسيط وغرفة مقاصة تفرض نظام الهامش ضماناً للوفاء بالالتزامات. كما يتبين أن الغاية الأساسية من هذه العقود لا تنصرف بالضرورة إلى التملك أو التسليم، وإنما إلى التحوط من المخاطر أو تحقيق الربح من فروق الأسعار.

وبذلك يتكامل التعريف الفقهي مع التعريف التشريعي؛ فالتشريع يضع الإطار التنظيمي العام، بينما يقوم الفقه بتحليل الطبيعة القانونية وآثارها العملية في ضوء التطبيق.

الفرع الثاني

خصائص العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بعدد من الخصائص القانونية والاقتصادية التي تميزها عن غيرها من العقود المالية، ويمكن إجمالها على النحو الآتي:

أولاً: إبرامها في أسواق منظمة:

تُبرم العقود المستقبلية في الأسواق المالية المنظمة، وتخضع لقواعد موحدة من حيث المواصفات والأجل وطريقة التداول، وهو ما يحقق الشفافية ويحد من المخاطر القانونية، التي قد تترتب على تفاوت الشروط أو اختلافها بين المعاملات.

ثانياً: تثبيت السعر وتأجيل التنفيذ:

يقوم العقد المستقبلي على تحديد السعر عند التعاقد، مع تأجيل التنفيذ إلى تاريخ لاحق. ويمكن ذلك المتعاملين من التحوط ضد تقلبات الأسعار المستقبلية، سواء كانوا منتجين أو مستهلكين أو مضاربين.

ثالثاً: ارتفاع مستوى المخاطر:

(1) عاصم أحمد محمد حمد، العقود المستقبلية وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير، مقدمة إلى جامعة

الشارقة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، دار اليقين، مصر، ط1، 1426هـ-2005م، ص38.

(2) سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، أطروحة دكتوراه، كلية

الحقوق - جامعة القاهرة، مصر، 2000، ص468. وكذلك: عبد الحميد محمود البعلي، مصدر سابق، ص26.

(3) المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 1439هـ / 2018م،

ص552.



تنطوي هذه العقود بطبيعتها على قدر ملموس من المخاطر، لأن طرفي العقد يراهن كل منهما على اتجاه حركة الأسعار في المستقبل ارتفاعاً أو انخفاضاً، وهو ما يجعلها أداة قابلة للمضاربة إلى جانب دورها التحوطي.

رابعاً: التسوية السعرية اليومية:

تخضع المراكز المالية لتسوية سعرية يومية، تُضاف بموجبها الأرباح إلى حساب أحد الطرفين وتُخصم من حساب الطرف الآخر، بما يضمن الحد من تراكم الخسائر، وتقييد احتمال الإخلال بالالتزامات عند حلول الأجل.

خامساً: عدم لزوم انتقال الملكية:

لا يقتضي تداول العقد المستقبلي انتقال ملكية الأصل محل التعاقد، إذ يستطيع المتعامل إقفال المركز بصفقة عكسية قبل حلول الأجل، والاكتفاء بتسوية الفروق السعرية دون تسليم فعلي

سادساً: إلزامية العقد للطرفين:

تُعد العقود المستقبلية عقوداً ملزمة للطرفين، بخلاف عقود الاختيار التي تمنح أحد الأطراف حق الشراء و البيع دون التزام يقابله، مقابل قسط يدفعه مقدماً.

سابعاً: تمييزها عن العقود الآجلة التقليدية:

كما تختلف عن العقود الآجلة التقليدية التي تُعد عقوداً شخصية ولا يتم تداولها في سوق ثانوي (السوق المنظمة)، ولا توجد جهة مركزية تتولى التسوية أو ضمان التنفيذ.

ثامناً: دور الوسطاء وغرفة المقاصة:

يتم التعامل بالعقود المستقبلية من خلال وسطاء مرخصين، وتتولى غرفة المقاصة تنظيم التسوية اليومية وضمان تنفيذ الالتزامات، بحيث تصبح الغرفة طرفاً مقابلاً لكل متعامل.

تاسعاً: نظام الهامش التأميني:

يلتزم كل من المتعاملين بإيداع هامش تأميني يمثل نسبة من قيمة العقد، ويجري تعديله وفقاً للتسوية اليومية، ولا يُسترد بالكامل إلا عند إقفال المركز أو التسوية النهائية.

المطلب الثاني

أنواع العقود المستقبلية وأوجه الشبه والاختلاف بينها وبين العقود المشابهة لها

لا تقتصر العقود المستقبلية على نوع واحد، وإنما تتعدد صورها تبعاً لمحل العقد والغرض من استعماله وطبيعة السوق التي يتم التداول فيها. وانطلاقاً من ذلك، يُقسّم هذا المطلب إلى فرعين؛ يُعنى الفرع الأول ببيان أنواع العقود المستقبلية، في حين يُخصص الفرع الثاني لبحث أوجه الشبه والاختلاف بينها وبين العقود المشابهة لها:

الفرع الأول

أنواع العقود المستقبلية

تنوع العقود المستقبلية تبعاً لمحل التعاقد، وهو ما ينعكس على طبيعتها القانونية والاقتصادية. ويمكن تصنيفها إلى الأنواع الآتية:



أولاً: العقود المستقبلية على السلع:

تُعدّ العقود المستقبلية على السلع من أقدم صور العقود المستقبلية، إذ نشأت في الأصل لتلبية حاجات المنتجين والمستهلكين للسلع الأساسية، ولا سيما المحاصيل الزراعية والمنتجات الحيوانية أو موارد الطبيعة كالمعادن أو الطاقة أو سلع نمطية أخرى كالأسمدة والزجاج والمطاط، بهدف التحوط من مخاطر تقلب الأسعار. ويقوم هذا النوع من العقود على الاتفاق على بيع أو شراء كمية محددة من سلعة معينة، وفق مواصفات قياسية، في تاريخ لاحق وبسعر يُحدد عند التعاقد⁽¹⁾.

ويلاحظ أن هذا النوع من العقود يقوم على سلعة حقيقية قابلة للتسليم، إلا أن الغالب في التطبيق العملي هو عدم اللجوء إلى التسليم الفعلي، وإنما الاكتفاء بالتسوية النقدية أو إقفال المراكز بصفقات عكسية. ويثير هذا الأمر إشكالات قانونياً يتعلق بطبيعة العقد؛ هل هو عقد بيع حقيقي أم مجرد أداة للمضاربة؟ إلا أن الاتجاه الراجح في الفقه والقضاء يؤكد أن العقد يحتفظ بطبيعته القانونية كعقد بيع، طالما أبرم العقد وفق قواعد السوق المنظمة، وتوافرت فيه أركان العقد وشروط صحته. هذا يضمن مشروعية العقود المستقبلية على السلع، ولا تنتفي بمجرد عدم حصول التسليم، ويمنع اعتبارها مخالفة للقانون أو مجرد أداة مضاربة خالصة.

وفي الأنظمة القانونية المتقدمة، تخضع العقود المستقبلية على السلع إلى رقابة هيئات تنظيمية مثل هيئة الأسواق المالية أو السلع، التي تضع ضوابط وشروطاً للحد من المخاطر المرتبطة بالمضاربة وحماية المستثمرين.

ثانياً: العقود المستقبلية المالية:

تُعدّ العقود المستقبلية المالية من أبرز أدوات المشتقات المالية، إذ تُبرم على أصول مالية أو مؤشرات أو أوراق مالية ذات دخل ثابت (كالسندات) والعملات، وتهدف إلى تمكين المستثمرين من إدارة مخاطر محافظهم الاستثمارية والتحوط من تقلبات الأسعار، ولا سيما في ظل عدم استقرار أسعار الفائدة وتزايد المخاطر في الأسواق المالية⁽²⁾.

ويلاحظ أن هذا النوع من العقود قد يُستخدم لأغراض مشروعية، كإدارة المخاطر، وقد يُساء استخدامه في المضاربة المفرطة التي تؤدي إلى اضطراب السوق. ولهذا السبب، تحرص التشريعات المقارنة على فرض قيود وضوابط صارمة على تداول هذا النوع من العقود، ولا سيما ما يتعلق بمتطلبات الإفصاح ونسب الهامش والحدود القصوى للمراكز المفتوحة. وتنقسم هذه العقود إلى عدة أنواع، على النحو الآتي:

1. العقود المستقبلية على أسعار الصرف:

ظهرت عقب اعتماد نظام تعويم العملات عام 1971، وتقوم على الاتفاق على تبادل عملات في تاريخ لاحق بسعر يُحدد عند إبرام العقد. وتُعدّ هذه العقود ملزمة قانوناً⁽³⁾. ويترتب على الأطراف تنفيذها أو تسويتها عند حلول تاريخ الاستحقاق.

(1) أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، 1995، ص120.

(2) (J. GONNEAU; La bourse, Paris, Economica, 1990, P.36) 2

وكذلك أنظر: د. طارق عبدالعال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، عين الشمس، 2003، ص180.

(3) د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن- عمان، 2017، ص333.



2. العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

بدأ تداولها منتصف سبعينيات القرن الماضي، وتشمل العقود المرتبطة بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت، كالسندات الحكومية. وتقوم على تسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه وسعر السوق عند تاريخ التسوية، وتستخدم أساساً لأغراض المضاربة أو التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة، سواء من جانب المدخرين أو المقترضين⁽¹⁾.

3. العقود المستقبلية على الأسهم الفردية:

بدأ تداولها في التسعينيات، وتقوم على الاتفاق على شراء أو بيع أسهم شركة معينة في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً. ويكثر استخدام هذا النوع من العقود لأغراض المضاربة، وقد توسع نطاق تداوله في الأسواق العالمية، بما في ذلك بعض الأسواق العربية خلال السنوات الأخيرة⁽²⁾.

4. العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

تعدّ العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم من أبرز صور المشتقات المالية، إذ تقوم على التزام تعاقدي يُسوى نقداً على أساس الفرق بين قيمة المؤشر في تاريخ التسوية وقيمه عند التعاقد. ويلاحظ بأن هذا النوع من العقود لا ينصب على أصل مادي أو مالي قابل للتسليم الفعلي للأسهم المكونة للمؤشر، وإنما على قيمة رقمية تعكس أداء مجموعة من الأسهم. ويترتب على ذلك أن التنفيذ يتم دائماً بطريق التسوية النقدية⁽³⁾، بحيث يلتزم البائع بدفع الفرق إذا ارتفعت قيمة المؤشر، بينما يتحمله المشتري إذا انخفضت⁽⁴⁾. وهو ما يميّزه عن غيره من العقود المستقبلية. وقد أدى هذا الطابع الخاص إلى إثارة تساؤلات فقهية حول مشروعيتها، إلا أن الاتجاه الغالب يقرّ بصحته باعتباره أداة لإدارة المخاطر المرتبطة بحركة السوق ككل⁽⁵⁾.

المطلب الثاني

أوجه الشبه والاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود المشابهة لها

يقتضي التحليل القانوني للعقود المستقبلية الوقوف على موقعها بين غيرها من العقود ذات الطبيعة القريبة، سواء من حيث البناء القانوني أو من حيث الغاية الاقتصادية، وذلك بغية تمييزها تمييزاً دقيقاً عن غيرها، وبخاصة العقود الآجلة وعقود الاختيار والعقود الأمامية وعقود المبادلة.

أولاً: أوجه الشبه والاختلاف بين العقود المستقبلية والمعاملات الآجلة:

تعرّف العقود المستقبلية بأنها عقود ترد على شيء معين أو موصوف في الذمة، يتفق طرفاها على تأجيل تسليم كلّ من الثمن والمثمن إلى تاريخ لاحق محدد عند التعاقد. أما المعاملات الآجلة فهي عقود ترد - في الغالب - على

(1) د. جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن -

عمان، 2015، ص93.

(2) د. مؤيد عبدالرحمن الدوري، ود. سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثناء للنشر والتوزيع، ط1،

الأردن، 2012، ص241.

(3) د. محمد عبدالله شاهين، محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2017، ص205.

(4) كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة

العربية السعودية : كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى بالمكة المكرمة، 2005، ص 20-22.

(5) د. عبدالكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، دار الكتب، لندن، 2017، ص144.



أوراق مالية يجري بيعها بثمن مؤجل. ورغم ما يبدو في الظاهر من تقارب بين النظامين من حيث تأجيل التزامات الطرفين، فإن التدقيق يكشف عن أوجه اتفاق وأخرى اختلاف جوهرية.

أ. أوجه الاتفاق:

1. ينعقد العقد في كلا النظامين فوراً، بينما يُؤجّل التنفيذ إلى تاريخ لاحق يتفق عليه.
2. يُعد العقد لازماً للطرفين في العقود المستقبلية كما هو الحال في المعاملات الآجلة الباتة.
3. يملك كل من المتعاقدين إمكانية إغلاق مركزه عبر إبرام صفقة عكسية، سواء قبل حلول الأجل أو عنده.
4. تُبرم هذه العقود - في الغالب - بقصد المضاربة على فروق الأسعار، مع وجود مضاربين على الصعود وآخرين على الهبوط.

ب. أوجه الاختلاف:

1. تتعدد صور المعاملات الآجلة من حيث طبيعتها وشروطها، بينما تتسم العقود المستقبلية بالوحدة والنمطية.
2. تتميز العقود المستقبلية بوجود جهة ضامنة هي غرفة المقاصة التي تتدخل كطرف مقابل لكل من البائع والمشتري، وتضمن تنفيذ الالتزامات من خلال نظام الهامش والتسوية اليومية، بخلاف المعاملات الآجلة التي لا تعرف هذا التنظيم المؤسسي، وإن عرفت أحياناً بعض وسائل الضمان كالغطاء النقدي وإجراءات البورصة.
3. تخضع العقود المستقبلية لنظام التسوية السعريّة اليومية التي تحدد الأرباح والخسائر بشكل مستمر، بينما لا يُعمل بهذا النظام في المعاملات الآجلة التقليدية.
4. يجري التعامل في المعاملات الآجلة غالباً على الأوراق المالية، أما العقود المستقبلية فتشمل السلع والعملات والسندات وأذونات الخزنة ومؤشرات الأسهم.
5. تُعد العقود المستقبلية بطبيعتها أدوات مالية مشتقة، بغض النظر عن محل العقد، وهو ما لا يتحقق بوضوح في المعاملات الآجلة التقليدية.

وبناءً على ذلك، فإن العقود المستقبلية - إلى جانب عقود الاختيار - تمثل مرحلة متقدمة لتنظيم المعاملات الآجلة، ولا سيما الآجلة الباتة، إذ أخضعت لبيئة تنظيمية موحدة تكفل مزيداً من الشفافية وتقليل مخاطر التعثر. أما صور المعاملات الآجلة المقترنة بالخيار فقد استقرت ضمن إطار مستقل هو عقود الاختيار.

فمن حيث التنظيم، تُبرم العقود المستقبلية داخل أسواق منظمة وفق قواعد موحدة، بينما تظل معظم العقود الآجلة عقوداً شخصية تبرم خارج السوق المنظمة. ومن حيث الضمان، تفرض في العقود المستقبلية نظام الهامش والتسوية اليومية، وهو ما تفتقر إليه العقود الآجلة. كما تختلف من حيث القابلية للتداول، إذ يمكن تداول العقود المستقبلية في السوق الثانوية، بخلاف العقود الآجلة التي تبقى مرتبطة بأطرافها الأصليين، وعليه فإن العقود المستقبلية تحقق درجة أعلى من الأمان والشفافية مقارنة بالعقود الآجلة، والأمر الذي ما يفسر انتشارها الواسع في الأسواق المالية الحديثة.

ثانياً: أوجه الشبه والاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الأمامية (العقود الآجلة الخاصة):

تُعرّف العقود الأمامية بأنها اتفاق يلتزم بموجبه أحد الطرفين ببيع أو شراء أصل معين - مادياً كان أو مالياً - بسعر متفق عليه وقت التعاقد⁽¹⁾، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. ومن حيث الجوهر، تقوم هذه العقود - شأنها شأن العقود المستقبلية - على تأجيل تنفيذ الالتزامات إلى المستقبل⁽²⁾.

(1) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف،

الإسكندرية، 1999، ص 668.

(2) أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات)، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35،

العدد 4، 1994 / 1995م.



غير أن العقود الأمامية تتميز بطابعها التفاوضي والشخصي؛ إذ تُبرم مباشرة بين المتعاقدين خارج إطار البورصة، وقد يتفق الطرفان على دفع الثمن كاملاً أو جزئياً عند التعاقد، على خلاف العقود المستقبلية التي تخضع لقواعد نمطية موحدة⁽¹⁾

ومن هذه التعريفات يتبين أن العقود الأمامية لا تختلف - من حيث حقيقتها - عن العقود المستقبلية، فهي عقود على أصول مادية كالسلع، أو مالية كالأسهم، تسلم في تاريخ مستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، إلا أن من طبيعتها أنها عقود تخضع للتفاوض المباشر بين طرفيها، وليس من خلال البورصة، كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية، ولهذا فقد يتفق الطرفان على دفع الثمن كاملاً وقت الاتفاق، أو على دفع جزء منه، على أن يؤجل تسليم الباقي على تاريخ تسليم المبيع⁽²⁾.

ويمكن إبراز أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الأمامية فيما يأتي:

1. تُداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة، بينما تُبرم العقود الأمامية في أسواق غير منظمة (خارج البورصة)⁽³⁾.

2. العقود المستقبلية عقود نمطية من حيث الشروط والمواصفات، في حين تخضع العقود الأمامية لمبدأ حرية التعاقد.

3. يوجد للعقود المستقبلية سوق ثانوي يتيح تصفية المراكز قبل الأجل، بينما تفتقر العقود الأمامية إلى ذلك.

4. تميل العقود المستقبلية إلى أن تكون أداة للمضاربة وإدارة المخاطر، بينما يغلب على العقود الأمامية طابع الالتزام الفعلي بالتسليم والتسلم⁽⁴⁾.

ثالثاً: أوجه الشبه والاختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الاختيار:

تُعد العقود المستقبلية وعقود الاختيار من أهم الأدوات المشتقة، إذ تمنح المستثمر قدراً من الرفع المالي، ولا تتحدد قيمتهما بصورة نهائية إلا في تاريخ التنفيذ.

أوجه التشابه بين عقود المستقبلية وعقود الاختيار:

تشارك العقود المستقبلية وعقود الاختيار في كونهما من المشتقات المالية، وتمنحان المستثمر درجة عالية من الرفع المالي، كما أن قيمتهما الفعلية لا تتحدد إلا عند تاريخ التنفيذ⁽⁵⁾، أي أن العقد لا يخول لحامله أي حق على الأصل محل التعاقد في لحظة قبل حلول ذلك التاريخ⁽⁶⁾.

أوجه الاختلاف الأساسية بين العقود المستقبلية وبين عقود الاختيار:

أ. العقد المستقبلي عقد ملزم للطرفين، بينما يقوم عقد الاختيار على منح حق دون التزام للمشتري.

ب. يترتب على العقد المستقبلي التزام فعلي بالبيع أو الشراء، في حين يقتصر عقد الاختيار على إمكانية التنفيذ.

(1) عماد شهاب، المشتقات المالية، ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها، وجهة النظر الدولية، بدون مكان وجهة النشر، 1992، ص5

(2) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، ص668.

(3) أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات)، التقرير السنوي الصادر من البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد، 4، 1995/1994م.

(4) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، ص669.

(5) رسمية قرياقص، أسواق المال - رأس مال - المؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص71.

(6) حسنين علي هادي، الارتقاء القانوني للعقد المستقبلي في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث منشور في مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية، العدد(55) المجلد (14)، آذار 2022، ص1296.



ج. يلتزم طرفا العقد المستقبلي بدفع هامش ضمان، بينما يلتزم مشتري الاختيار بدفع علاوة غير مستردة.

د. تكون المخاطرة في العقد المستقبلي أعلى نسبياً، إذ قد تمتد الخسارة إلى كامل قيمة العقد، في حين تنحصر خسارة مشتري الاختيار في مقدار العلاوة المدفوعة⁽¹⁾.

رابعاً: تمييز العقد المستقبلي عن عقود المبادلات:

يُعرّف عقد المبادلة بأنه التزام تعاقدية يتبادل بموجبه الطرفان تدفقات نقدية أو موجودات وفق شروط محددة عند التعاقد⁽²⁾. ويتم تداوله عادة خارج الأسواق المنظمة، على عكس العقد المستقبلي الذي ينعقد داخل بورصات منظمة.

وعلى الرغم من اشتراكهما في كونهما ضمن الأدوات المشتقة، فإن الفروق بينهما جوهرية، من أبرزها:

1. العقد المستقبلي عقد نمطي ينعقد في سوق منظمة، بينما يتم عقد المبادلة في الأسواق غير المنظمة.
2. مدة العقد المستقبلي قصيرة نسبياً، في حين تمتد عقود المبادلة لآجال أطول.
3. ترتفع المخاطر في عقود المبادلة لغياب دور المقاصة، مقارنة بالعقود المستقبلية.
4. يمكن إنهاء العقد المستقبلي بسهولة عبر صفقة عكسية، بينما لا ينقضي عقد المبادلة إلا باتفاق الطرفين.
5. تخضع العقود المستقبلية للتسوية اليومية، بينما تتم تسوية عقد المبادلة عند التنفيذ أو الدفع المتفق عليها فقط.
6. يتطلب العقد المستقبلي دفع هامش مبدئي، بخلاف عقود المبادلة التي لا يشترط فيها ذلك إلا استثناء⁽³⁾.

المبحث الثاني

الغرض من تداول العقود المستقبلية واحكام تداولها في السوق

تمثل العقود المستقبلية إحدى الأدوات الحديثة في الأسواق المالية، وتؤدي وظائف متعددة تتراوح بين التحوط من المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار، وتوفير آليات للتسعير العادل، وإتاحة فرص الاستثمار المشروع ضمن حدود التنظيم القانوني لتحقيق أرباح محتملة من فروق الأسعار المستقبلية. ومن ثم، فإن دراسة الغرض من تداول هذه العقود وإحكام تنظيمها داخل السوق يسهم في إبراز دورها في تنشيط الأنشطة الاقتصادية وفهم آثارها القانونية وضمان سلامة التعاملات المالية.

وبناءً على ذلك، سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين، نخصص أولهما لبيان الغرض من إبرام العقود المستقبلية، بينما نتناول في الثاني أحكام تداول العقود المستقبلية في السوق المنظمة.

المطلب الأول

الغرض من إبرام العقود المستقبلية

يتعامل في سوق العقود المستقبلية فئتان أساسيتان، الفئة الأولى تتمثل في المتحوّطون، وهم الذين يبرمون هذه العقود بقصد التحوط والحماية من تقلبات الأسعار غير الملائمة في المستقبل بما قد يضر بمصالحهم الاقتصادية، أما الفئة الثانية فتمثل في المضاربون، وهم الذين يدخلون السوق بقصد تحقيق أرباح ناتجة عن التغيرات المتوقعة في الأسعار دون نية التسليم أو التسلم الفعلي في غالب الأحيان. وهذا التعدد في الأهداف لا يعني خروج هذه

(1) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار وائل للنشر، الأردن - عمان، 2001، ص194.

(2) د. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان، سوريا - دمشق، ص174.

(3) د. جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، مصدر سابق، ص63.



العقود عن المشروعية، ما دامت تجري ضمن إطار قانوني منظم ، وخالية من الغرر الفاحش أو من القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951⁽¹⁾. وفيما يأتي بيان ذلك على النحو الآتي:

الفرع الأول

الاحتياط (التغطية)

يقصد بالاحتياط أو التغطية، إبرام عقود بيع أو شراء مستقبلية بأسعار محددة سلفاً ، بهدف الوقاية من الآثار غير المرغوبة التي قد تنجم عن أي تغير محتمل يحدث في الأسعار في المستقبل⁽²⁾. وقد نشأت أسواق العقود المستقبلية ابتداءً لحماية التجار والصناع والمزارعين من مخاطر تقلب الأسعار في غير صالحهم، سواء كان ذلك نتيجة لظروف الإنتاج، أو بسبب الاضطرابات السياسية أو الاقتصادية⁽³⁾. وبذلك تُعد العقود المستقبلية أداة فعالة لتجنب هذه المخاطر والحد من آثارها.

هذا ولم يضع المشرع العراقي تنظيمًا تفصيلياً مباشراً للعقود المستقبلية بوصفها مشتقات مالية، لكنه أخضعها للقواعد العامة⁽⁴⁾، مع ترك مساحات واسعة للرقابة المؤسسية عبر سوق الأوراق المالية. أما في قانون سوق رأس المال المصري فإنه نظم التعامل في المشتقات المالية داخل سوق رأس المال ويضع ضوابط لحماية المتعاملين ، والحد من ممارسات المضاربة الضارة⁽⁵⁾، وما يتعلق بالقانون الإماراتي فقد نظم قانون الأسواق والأوراق المالية (قانون اتحادي)، تداول المشتقات المالية ضمن نطاق سوق الأوراق المالية والسلع ويضع آليات للترخيص والرقابة والإفصاح وإدارة المخاطر⁽⁶⁾، وفيه أكثر تفصيلاً من السوق العراقية، وما فيه من لوائح تتعلق بعقود الخيارات والعقود المستقبلية، وغيرها وتشتت وجود هيئة رقابية قوية وإجراءات رصد.

وتنقسم التغطية إلى نوعين رئيسيين، هما:

أولاً: التغطية بالشراء:

يلجأ إلى هذا النوع من التغطية الشخص الذي يتوقع حاجته إلى شراء سلعة أو ورقة مالية أو عملة في تاريخ لاحق، ويخشى ارتفاع سعرها عند حلول ذلك التاريخ، فيبرم عقد شراء مستقبل لتلك السلعة أو الورقة أو العملة. فإذا حل الأجل وارتفعت الأسعار فعلاً، أمكن له إما تسلم محل العقد بالسعر المتفق عليه، أو إقفال مركزه بإبرام صفقة عكسية أو تسوية نقدية وفق الأسعار الجارية المرتفعة، ثم شراء السلعة من السوق الفوري بالسعر المرتفع، بحيث يعوض الربح المتحقق من العقد المستقبلي الزيادة في تكلفة الشراء من السوق. ولا يوجد ما يمنع في القانون العراقي ، مادام محل العقد ممكناً ومحددًا نافيًا للجهالة⁽⁷⁾.

(1) تُنظر: المادة (130) من القانون المدني العراقي.

(2) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية ، مصدر سابق، ص 667-668. ود. ما هر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، ط1، 2004 ص324. ومحمد محمود حبش ، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، بنك الأردن المحدود، عمان، الأردن ، 1998، ص297.

(3) د. مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1998 ص177.

(4) تُنظر المواد : (129، 91، 130) من القانون المدني العراقي.

(5) تُنظر: المواد: (1-2، 3) من قانون سوق رأس المال المصري ، رقم (95) لسنة 1992.

(6) تُنظر: المواد: (3، 4، 6) من قانون هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي.

(7) تُنظر: المادة (129) من القانون المدني العراقي.



على سبيل المثال : لنفترض أن شركة استيراد عراقية تتوقع شراء كمية من القمح بعد ستة أشهر. ولتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار، قامت بإبرام عقد شراء مستقبلي يثبت السعر مقدماً، وعند حلول الأجل: إذا ارتفع السعر في السوق الفوري، تتحمل السوق الفروق السعرية، بينما تشتري الشركة بالسعر المثبت. وإذا انخفض السعر، تبقى ملزمة بالسعر المتفق عليه، لكنها تكون قد ضمنت استقرار التكلفة.

يتضح من المثال أن الغاية من العقد ليست المضاربة، بل تحويل المخاطر السعرية إلى التزام تعاقدى معلوم وإدارة المخاطر لا المقامرة، وتحويل عدم اليقين إلى التزام محدد، وتحقيق استقرار مالي للمراكز الاقتصادية، وكذلك انسجام العملية مع القواعد العامة في القانون العراقي متى كان محل العقد معلوماً ومحدداً وخالياً من الجهالة. وهو اتجاه يتوافق مع التشريعات المقارنة التي تعترف بالعقود المستقبلية كوسيلة للتحوط متى تمت داخل أسواق منظمة وتحت رقابة فعالة.

ثانياً: التغطية بالبيع

يلجأ إلى هذا النوع من التغطية الشخص الذي يملك سلعة معينة، أو يتوقع امتلاكها في المستقبل، ويرغب في بيعها في تاريخ لاحق، ولكنه يخشى انخفاض سعرها عند ذلك التاريخ. فيقوم بإبرام عقد بيع مستقبلي، بحيث إذا حل الأجل وانخفضت الأسعار فعلاً، أمكن له إما تسليم السلعة بالسعر المتفق عليه، أو إقفال مركزه بصفقة عكسية أو تسوية نقدية وفق الأسعار الجارية المنخفضة، ثم بيع السلعة في السوق الفوري بالسعر المنخفض، على أن يغطي الربح المتحقق من العقد المستقبلي الخسارة الناتجة عن انخفاض السعر في السوق. وبذلك تتحقق وظيفة اقتصادية مشروعة، حماية للثروة ومنعاً للمضاربة العشوائية، وقد أقرت الاتجاهات التشريعية المقارنة في القانونين المصري والاماراتي ضمن أنظمة السوق المنظمة.

على سبيل المثال، لنفترض أن مزارع يتوقع حصاد كمية من القمح بعد عدة أشهر، لكنه يخشى انخفاض السعر عند التسويق، بادر إلى إبرام عقد بيع مستقبلي يضمن له السعر مقدماً. وعند حلول الأجل: إذا انخفض السعر الفوري، يعوض ربحه في السوق المستقبلية الخسارة التي لحقت بسعر السوق الفوري. وإذا ارتفع السعر، يفوته الربح الإضافي ويخسر فرصة البيع الأعلى، لكنه يبقى محمياً من الخسارة ملتزماً بالسعر المثبت.

يتضح من المثال، أن العقد يؤدي وظيفة اقتصادية مشروعة، يحقق استقراراً للمعاملات، يظل ملزماً للطرفين دون خيار عدول منفرد، وتحدّ الرقابة التنظيمية (خاصة في مصر والإمارات والولايات المتحدة) من المخاطر والمضاربات الضارة وغير المشروعة. وبذلك تتضح وظيفة العقد كأداة لإدارة المخاطر لا كوسيلة للمضاربة العشوائية.

الفرع الثاني

المضاربة في العقود المستقبلية

تعدّ المضاربة من أبرز الوظائف التي تقوم بها العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة؛ إذ يُقبل المضارب على دخول السوق بصفته مشترياً عندما يتوقع ارتفاع الأسعار مستقبلاً، أو بائعاً عندما يربح انخفاضها. وعلى خلاف المتعامل الذي يقصد الحصول على السلعة محل العقد أو تسليمها فعلاً، فإن المضارب يهدف أساساً إلى تحقيق ربح ناتج عن فروق الأسعار بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ إقفاله، وذلك من خلال الدخول في عملية معاكسة للعقد الأول، فيتحمّل تبعاً لذلك ما قد ينشأ عن مركزه من ربح أو خسارة. ويتميّز نشاط المضاربة بأن المتعامل لا يدفع القيمة الكاملة للعقد، وإنما يودع هامشاً ابتدائياً يشكل نسبة محدودة من القيمة الإجمالية⁽¹⁾، مع إخضاع مركزه لتسويات يومية تضمن سلامة

(1) د. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، 2015، ص274.



التعامل وتقليل مخاطر التعثر. ويختلف المضاربون في مدة الاحتفاظ بمراكزهم؛ فبعضهم يقصرها على مدد وجيزة بغية استغلال التقلبات السريعة للأسعار، بينما يحتفظ آخرون بمراكز تمتد أياماً أو أسابيع بحسب توقعاتهم واتجاهات السوق⁽¹⁾.

ويلاحظ أن الغاية الأساسية من المضاربة في العقود المستقبلية تتمثل في الرهان على حركة الأسعار؛ فالمشتري يراهن على ارتفاعها ليغلق مركزه ببيع لاحق، بينما يراهن البائع على انخفاضها ليغلق مركزه بشراء لاحق، دون أن ينصرف القصد إلى التسليم الفعلي في غالب الأحيان، وإنما تتم تسوية الفروق نقداً وفق الآليات المعتمدة في السوق⁽²⁾.

إذاً يوجد هناك نوعان رئيسيان من المضاربة، هما المضاربة بالشراء، أو ما يعرف باستراتيجية المركز الطويل، والمضاربة بالبيع، أو ما يعرف باستراتيجية المركز القصير.

أولاً: المضاربة بالشراء (المركز الطويل):

يلجأ المضارب إلى سوق العقود المستقبلية مشتريين، عندما يتوقعون ارتفاع الأسعار في المستقبل.

فلو افترضنا، على سبيل المثال أن شركة صناعية تخشى ارتفاع سعر مادة أولية تدخل في إنتاجها، فأبرمت عقداً مستقبلياً لشراء تلك المادة في تاريخ لاحق. فإذا ارتفع السعر فعلاً قبل حلول أجل التسليم، جاز للشركة – باعتبارها اتخذت مركزاً طويلاً – أن تُقفل مركزها بإبرام عقد بيع مماثل على نفس الكمية والأجل، فتستفيد من فرق السعر دون حاجة إلى الاستلام الفعلي، وتتم التسوية نقداً وفق قواعد المقاصة المعتمدة.

أما إذا خالف السوق توقعاتها وانخفض السعر، فإنها تُقفل المركز أيضاً لكن مع تحمّل الخسارة الناتجة عن الفرق، في حدود ما تسمح به قواعد الهامش وإدارة المخاطر التي تفرضها الجهة المنظمة.

ثانياً: المضاربة بالبيع (المركز القصير):

على العكس من ذلك، قد يتوقع المتعامل هبوط الأسعار، فيبرم عقد بيع مستقبلي رغم عدم امتلاكه السلعة فعلاً. فإذا تحقق الانخفاض لاحقاً، أمكنه إقفال مركزه بشراء عقد مماثل بسعر أدنى، فيحقق ربحاً من الفرق بين السعرين. أما إذا ارتفعت الأسعار، فإنه يتحمل الخسارة الناتجة عن هذا الارتفاع وفقاً لترتيبات التسوية اليومية ومتطلبات الهامش.

فوائد المضاربة :

يرى فقه الاستثمار أن للمضاربة دوراً محورياً في تنشيط سوق العقود المستقبلية وتحقيق عدد من المزايا، من أهمها:

1. تعزيز سيولة السوق:

إذ يؤدي وجود المضاربين إلى زيادة حجم التداول وتعدد الأطراف المستعدة للبيع والشراء، بما يسهّل على المتعاملين الذين يقصدون التحوط إبرام عقودهم في أي وقت تقريباً⁽³⁾.

(1) د. منير هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، ص 639. د. حسني علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1998، ص 171، 172. وكذلك: د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، مصدر سابق، ص 327، 328.

(2) د. محمد عبدالحليم عمر، تعريف صندوق النقد الدولي نقلاً عن قراءة اسلامية في الأزمة المالية العالمية، بحث ضمن ندوة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، يوم السبت 11/ من شوال 1429 هـ الموافق 11/ أكتوبر 2008 م، في مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، ص 9.

(3) د. منير إبراهيم هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، المصدر السابق، ص 67.



2. توفير طرف متحمل للمخاطر:

فالمستثمر الذي يسعى إلى الحماية من تقلب الأسعار يحتاج إلى طرف يقبل بتحمل المخاطر المقابلة، وهو ما يقوم به المضارب الذي يراهن على اتجاه مغاير للسوق، الأمر الذي يسمح بتحقيق وظيفة التحوط على الوجه الأمثل⁽¹⁾.

وتوضيح ذلك أن المستثمر الذي يرغب في شراء سلعة في المستقبل مثلاً، إنما أقدم على إبرام العقد المستقبل خشية التعرض لمخاطر ارتفاع سعرها عند ذلك، والمضارب يقدم على البيع في هذه الحالة معرضاً نفسه لخطر هذا الارتفاع، أما في انخفاض الأسعار، وتحقيق الأرباح لو صدقت توقعاته تلك، وهكذا المستثمر الذي يرغب في بيع سلعة في المستقبل، إنما أقدم على إبرام عقد مستقبل خشية التعرض لمخاطر انخفاض سعرها عند ذلك، والمضارب يقدم على الشراء في هذه الحالة معرضاً نفسه لخطر هذا الانخفاض، أما في ارتفاع الأسعار، وتحقيق ربح من خلال ذلك.

3. التأثير في توجيه الإنتاج:

إذ إن توقع ندرة سلعة معينة يدفع المضاربين إلى الشراء المستقبلي، فيرتفع السعر في السوق الآجل، وهو ما يشكل إشارة اقتصادية تشجع المنتجين على زيادة الإنتاج لتلبية الطلب المتوقع⁽²⁾.

4. الإسهام في تحقيق استقرار الأسعار نسبياً:

فحين تُقدّر الأسعار الآجلة بأنها أقل من المستوى العادل، يقبل المضاربون على الشراء، فيرتفع السعر تدريجياً إلى مستوى أقرب للعدالة، والعكس صحيح. وبما أن الأسعار الآجلة تُعد مؤشراً للأسعار الفورية عند حلول أجل التسليم، فإن هذا السلوك يسهم في الحد من التقلبات الحادة، ويعزز قدرًا من الاستقرار في السوق الفوري⁽³⁾.

وبذلك يتضح أن المضاربة، رغم ما تنطوي عليه من مخاطر تؤدي وظيفة قانونية واقتصادية مهمة ضمن الإطار التنظيمي للعقود المستقبلية، شريطة خضوعها لرقابة فعّالة تضمن الشفافية والحد من المضاربات غير المشروعة.

المطلب الثاني

أحكام تداول العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية

يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة، وفق القوانين والأنظمة والتعليمات ذات الصلة، ومن خلال وسطاء مرخصين⁽⁴⁾. ولذلك نجد أن عملية تداول العقود المستقبلية لها عدة إجراءات متعاقبة لابد من إتباعها في سوق الأوراق المالية، منها ما يكون قبل انعقاد العقد وأثناءه وبعده، لذلك سنوضح فيما يلي في ثلاثة فروع وكالاتي:

الفرع الأول

إبرام العقود المستقبلية والآثار المترتبة عليها

على المتداول أن يقوم بفتح حساب لدى شركة الوساطة المالية المرخصة⁽¹⁾، قبل أن يتم إبرام العقود المستقبلية، في سوق الأوراق المالية، حيث لا يتم إبرام هذا العقد كما قلنا مباشرة بين البائعين والمشتريين. ويطلب المتداول

(1) د. منير إبراهيم هندي، الأسواق والمؤسسات المالية المصدر السابق، ص 68.

(2) د. منير إبراهيم هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، المصدر السابق، ص 69.

(3) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، ص 701-702.

(4) القسم (3/3/أ) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي " إذ تنص على ان : (تحصر كافة التعاملات في

سوق الأوراق المالية بالوسطاء المخولين من قبل السوق للتعاطي بمثل هذه التعاملات).



من خلال سوق الأوراق المالية، بإيداع مبلغ مالي معين كهامش ابتدائي⁽²⁾، ويتم التوقيع من قبل المتداول إقراراً منه ومتناسباً مع القيمة الكلية للعقد⁽³⁾. ويتم البيع والشراء في السوق بطريقة المزاد العلني (المفتوح)⁽⁴⁾، عندما يعطي المتداول الأمر لشركة الوساطة التابع لها والتي قام بفتح حساب لديها وفقاً لعقد فتح حساب المستثمر مع الشركة الوساطة، تقوم شركة الوساطة بالتأكد من كفاية رصيد المستثمر قبل إدخال أمر البيع⁽⁵⁾، ثم يقوم بالاتصال بممثلها بالسوق التي يتم فيها بيع وشراء العقود المستقبلية، والذي يتوجه فور تلقيه للأمر إلى القاعة التي يتم التعامل فيها على هذا النوع من العقود، وفي هذه القاعة إشارات يدوية وأنشطة شفوية، متعارف عليها نوع الأمر الذي يجري استخدامها عند إعطاء الأوامر بعروض البيع أو طلبات الشراء، ويتم تبادل الرسائل الشفهية أو الرمزية بين الراغبين في البيع والراغبين في الشراء حتى يستقروا على سعر معين، وعند ذلك يتم إبرام العقد بينهما⁽⁶⁾، شرط بيان الشيء المبيع بصفاته المميزة له، وكميته، والتمن الذي يلزم دفعه أو تسوية العقد على أساسه، وتاريخ التسليم ومكانه، والطريقة التي بها يتم التسليم⁽⁷⁾. وعندما يتم إبرام العقد يتم تسجيل ذلك في نماذج خاصة، يبين فيها اسم البائع والمشتري، ووكيلهما من الوسطاء، وتزويد غرفة المقاصة بتلك النماذج⁽⁸⁾، وذلك من خلال ممثلو شركة الوساطة المالية الموجودين بالسوق بإخطار الشركة بتنفيذ الأمر الصادر إليهم، ومن ثم تقوم الشركة بالاتصال بالمتداول لتعزيز عميلة التعاقد، حيث تحتل غرفة المقاصة التابعة للسوق مركزاً مهماً في تلك العقود، إذ تعد طرفاً أساسياً في العقود المبرمة، يضمن وفاء كل من طرفي العقد بالتزاماتها تجاه الطرف الآخر، ولذا فإنه بمجرد إبرام العقد، تنقطع علاقة المتعاقدين ببعضهما، ويدخل غرفة المقاصة بينهما كما لو كان الطرف الآخر في العقد، حيث يكون بمثابة البائع بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للبائع، ويكون هو الملزم بتنفيذ العقد، وذلك بتسليم المبيع للمشتري، ودفع الثمن للبائع⁽⁹⁾.

(1) القسم (9/5) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي، والمادة (1/5) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007، إذ تنص في القانون المؤقت بأنه: (على الوسيط أن يعمل نيابة عن البائع أو المشتري للسندات وفقاً لتحويل تحريري يتماشى مع القواعد المتخذة من قبل مجلس المحافظين. ستتضمن هذه القواعد على سبيل المثال لا الحصر لزوم تقديم تحويل مصدق عن علاقة الوساطة لكل عميل على وثائق فتح حساب الملائمة..).

(2) القسم (12/5)، من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي، إذ تنص: (على الوسيط أن يتعامل في شراء السندات نيابة عن الزبون ما لم يقرر الوسيط وفقاً لتلك القواعد التي قد تفرض من قبل السوق أو المودع لديه، بأن الزبون يملك الأموال الكافية لدفع تلك السندات).

(4) Chance, D.M., & Brooks, R. An Introduction to Derivatives and Risk Management, published by the Dryden press Harcourt Brace college publishers, (10th ed.), 2016, P. 242.

(5) د. محمد مطر، مصدر سابق، ص 273، و محمد محمود حبش، مصدر سابق، ص 295.

(6) المادة (12/أ) من تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الأنترنت في سوق العراق للأوراق المالية الصادر من هيئة الأوراق المالية العراقي سنة 2016.

(6) منير إبراهيم هندی، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، ص 640-641.

(7) د. محمد مطر، مصدر سابق، ص 272.

(8) محمد محمود حبش، مصدر سابق، ص 295.

(9) د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة جامعة عين الشمس، القاهرة، 1999، ص 478.



أما ما يتعلق بالآثار المترتبة على إبرام العقد، وفيما يلي بيان تلك الآثار التي تترتب على إبرام العقد المستقبلي وكالاتي:

أولاً: التزامات ملزمة لأطراف العقد:

على أطراف العقد حقوق والتزامات مهمة بمجرد إبرام العقد، ملقاة على عاتق كلا الطرفين ووسطائهم في إبرام العقد، لذلك تحدد آثار العقد بالاستناد إلى الالتزامات المتبادلة بين الأطراف لأنه من العقود الملزمة للجانبين، كما أن العقد المستقبلي لا يهدف إلى التملك أو التمليك ولا يهدف إلى التسلم والتسليم وإنما يكون على فروق الأسعار، لأنه في عقد المستقبلي يتم في انتهاء العقد إعادة الحال إلى ما كان عليه قبل التعاقد، وهذه الالتزامات تأخذ صورة التزام رئيسي يتمثل بأداء المقابل أو المدفوعات، أو قد تكون التزامات ثانوية تمثل بالإفصاح والشفافية، وفيما يلي بيان الالتزامات المذكورة، إذ نبين في الالتزام بأداء المقابل أولاً، ثم الالتزام بالإفصاح والشفافية ثانياً وكالاتي:

1. الالتزام بأداء المقابل:

إن الالتزام بأداء المقابل عنصر مهم من عناصر هذا العقد، إذ بدون التمسك بهذا الالتزام تنتفي سمة العقد المستقبلي الملزم للجانبين التي تُعد من سمات العقود المستقبلية.

ويقوم الجهة المختصة بتنفيذ العقد المستقبلي بإجراء اللازم لتسليم المبيع إلى المشتري وتسليم الثمن إلى البائع حيث لا وجود للطرفين بلقاء مباشر، بل يقوم المشتري بتسليم الثمن إلى الجهة المختصة بالتسوية حتى يقوم بدوره كجهة تتوسط أطراف العقود المستقبلية في تنفيذ العقد بدفع الثمن إلى البائع، كما يقوم البائع بتسليم المبيع إلى الجهة المختصة بالتسوية ليقوم بتسليمه إلى المشتري، وإذا أخل أحد الطرفين في تنفيذ التزاماته فإن الجهة المختصة بالتسوية يقوم بتنفيذها على اعتباره جهة ضامنة لتنفيذ العقود المستقبلية⁽¹⁾.

2. الالتزام بالإفصاح والشفافية:

يترتب على الأعضاء والوسطاء واجب قانوني بالإفصاح والالتزام بالتعليمات التنظيمية، وعليهم الالتزام بقواعد الإفصاح ومنع تضارب المصالح، وتقديم البيانات الدقيقة للمستثمرين، وتجنب العمليات الصورية أو التضليلية، لأن العقد ينعقد داخل سوق منظمة وتحت رقابة مؤسسية، وإلا تعرّضوا للمساءلة الإدارية والجزائية عند الاقتضاء. ومن هذه القواعد، تزويد المستثمرين بكل البيانات التي تؤثر في قرارهم كطبيعة العقد والمخاطر وتكلفة التداول وعمليات التسوية وغيرها. وكذلك حظر إخفاء أية وقائع جوهرية أو تقديم بيانات غير دقيقة أو مضلّة. ومنع العمليات الصورية أو الوهمية التي توهم بوجود نشاط حقيقي في السوق. وكذلك تجنب نشر الشائعات أو الأخبار المضلّة للتأثير على الأسعار، وأن يلتزم الوسيط بعدم تحقيق مصلحة خاصة على حساب عملائه أو استخدام معلومات لمصلحة الغير، والالتزام بقانون الأوراق المالية، وقواعد السوق، والإبلاغ عن أي نشاط يتم رصده، ومن ثم تمكين الجهة الرقابية من الاطلاع على السجلات والوثائق المتعلقة بالتعاملات. وعلى الوسطاء بيان الخدمات المقدّمة والعمولات بشكل صريح قبل التداول، وعدم تنفيذ عمليات متعددة لحساب المستثمر دون تفويض خطي، وإعلام المستثمر فوراً بعملياته وكشوف حسابه، مع الحفاظ على السرية⁽²⁾.

(1) د. سعيد توفيق عبيد، مصدر سابق، ص 136.

(2) U.S. Code of Federal Regulation. (n.d.).CFR Sec. 1.55 – Public disclosures by futures commission merchants 17, Commodity Futures Trading Commission.

وكذلك، أنظر: إبراهيم عبد خليل، المعلنات السرية في سوق الأوراق المالية بين الإفصاح والشفافية والحفاظ على السرية، مجلة دراسات البصرة، المجلد 2، العدد 48، 2023، ص 275-298.



ثانياً: ضمانات تنفيذ العقد:

لاشك أن وضع ضمانات في تنفيذ العقود المستقبلية بشكل عام لتغطية مخاطر عدم وفاء الطرف المتعاقد بالتزاماته المتفق عليها ، ويمكن اعتبار الضمانات كنوع من الحماية التي يفرضها الطرف على الآخر في حالة إخفاق الطرف الثاني في أداء التزاماته ، لذا وضعت الضمانات للانتشار الثقة والأمان للمتعاملين في العقد المستقبلي ومواجهة احتمالات عدم القدرة على الوفاء.

هناك نوعان من الضمانات التي وضعها المشرع القانوني في عقد المستقبلي، ومنها الضمانات القانونية والضمانات الاتفاقية، فالأولى يفرضها القانون وطبيعة العقد كونه عقد ملزم للجانبين، والثانية يقدمها أحد الأطراف أو كلاهما للآخر ، ويبدو لنا رغم ذلك أهمية هذه الضمانات للتقليل قدر الامكان من مخاطر عدم التنفيذ. وفيما يلي بيان كلاً من الضمانات وكالاتي:

1. الضمانات القانونية:

هناك ضمانات قانونية على الوسطاء الالتزام بها، منها التزام الوسيط بقانون الأوراق المالية والتعليمات الصادرة بموجبه، بما في ذلك أسس التعامل والتداول الواردة في نظام تداول الأوراق المالية وقواعد السوق وأية تعديلات تطرأ عليها، وكذلك عدم القيام بأي عمل من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق وأعضائها المتعاملين فيها ، والإبلاغ المباشر عن أي عمل أو نشاط غير مشروع أو مخالف للأنظمة والتعليمات في التعامل بالأوراق المالية يقوم به أحد العاملين في هذه الشركات إلى السوق مباشرة، وكذلك تلتزم الشركة بفتح دفاترها وسجلاتها للتدقيق من قبل السوق وتزويدهم بنسخ من السجلات والمستندات ذات الصلة بنشاط الشركة في حال طلب منهم ذلك، والاحتفاظ بالسجلات والوثائق المنصوص عليها في القانون بما في ذلك السجلات والوثائق الخاصة بالتعاملات التي ينفذها العضو (الوسيط) في السوق، وعلى الوسيط عدم تقاضي أية عمولات تتجاوز الحدود المقررة بموجب تعليمات السوق، وتكون الشركة مسؤولة عن مخالفة العاملين لديها للقانون وأنظمة السوق، ولا يجوز على الوسيط إعطاء ضمان مباشر أو غير مباشر لمستثمر ضد الخسائر التي قد تنشأ بسبب التداول أو الاتفاق معه على نسبة الربح. وعلى الوسيط الالتزام بتنفيذ العمليات في السوق بما يتفق وسلامة التداول ويحظر عليه القيام بعمليات الصورية أو الوهمية التي تتضمن عمليات تداول يقصد بها إيهام المتعاملين بوجود سوق نشط في الأوراق المالية، وكل تصرف أو عمل يقصد منه إعطاء بيانات أو تصريحات أو معلومات مضللة وغير صحيحة أو بث الشائعات حول ارتفاع أسعار الأوراق المالية أو انخفاضها ، أو المس بسمعة أي عضو أو الانتقاص من مكانته ، واستخدام الأوراق المالية المسجلة بأسماء المستثمرين لتحقيق مصلحة خاصة، والقيام بعمليات وهمية لمحاظف المستثمرين لمجرد الحصول على العمولة فقط، والقيام بعمليات لا تتفق مع الممارسات السليمة في السوق أو التي لا تتفق مع وجود أسس السوق العادل والشفاف، ونشر أو المساعدة في نشر أو المساعدة في نشر الأخبار الوهمية أو المضللة وكذلك نشر أخبار تتعلق بقرب تغير سعر ورقة مالية من أجل التأثير على أسعارها والتعامل عليها ، وتقديم معلومات غير دقيقة أو مضللة أو تقديم استشارات إلى المستثمرين تؤدي إلى تعاملهم بشكل كبير أو غير مبرر لتحقيق مصلحة خاصة أو بغرض الحصول على عمولات⁽¹⁾.

2. الضمانات الاتفاقية:

يجب على الأعضاء والعاملين (ومنهم الوسطاء) الامتثال لمعايير السلوك المهني، وإلا سيخضع المخالف تحت طائلة المسؤولية المهنية والتأديبية⁽²⁾. كما أن على الوسيط كأحد أطراف العلاقة في الاتفاقية، عليها التزامات تجاه السوق وتجاه المستثمرين في المحافظة على السرية في العمل ورعاية مصالح المستثمرين وتعارض المصالح وامور عامة

(1) المواد (3،4،5) من قواعد السلوك المهني في سوق العراق للأوراق المالية.

(2) المادة (16) من قواعد السلوك نفسها.



يتعلق بغسيل الأموال، ومما يتعلق بموضوع بحثنا على الوسيط اعطاء المستثمرين مجموعة من الضمانات، منها بيان الخدمات التي سيقدمها للمستثمر وكذلك بيان العمولة التي يستوفيه مقابل خدماته بموجب الاتفاقية، ولا يجوز للوسيط القيام بعمليات شراء وبيع متعدد لحساب المستثمرين بدون تفويض خطي، وكذلك على الوسيط إعلام المستثمر بتفاصيل العمليات المنفذة لصالحه فوراً أو حسب الاتفاقية الموقعة بينهما وتزويده بكشف حساب تفصيلي. وكذلك المحافظة على سرية المعلومات والأنشطة المتعلقة بالسوق أو استخدامها لمصلحتهم أو لمصلحة الغير، مع حفظ الوثائق السرية في مكان آمن عند عدم استعمالها لضمان عدم الاطلاع عليها من قبل الآخرين، وكذلك اتخاذ الاجراءات والاحتياطات اللازمة لضمان سلامة التداول في السوق وحمايته، مع وجود ضمانات أخرى⁽¹⁾.

وتعتبر الجهة المختصة بالتسوية والمقاصة جهة ضامنة للمشتري في مواجهة البائع، وضامنة للبائع في مواجهة المشتري، وبذلك وفرت الحماية للطرفين من مخاطر عدم الوفاء التي لا وجود لمثل تلك الحماية في العقود الآجلة، لاعتمادهم في ذلك على ثقة كل طرف في الطرف الآخر⁽²⁾.

الفرع الثاني

دور غرفة المقاصة و ضمانات التنفيذ في العقود المستقبلية

تقوم غرفة المقاصة في سوق الأوراق المالية للتعامل في العقود المستقبلية دور الضامن لأي عقد يتم إبرامه في سوق العقود المستقبلية، بغية إلزام الطرفين بالتزامات العقد دون الإخلال من قبل أحد الطرفين أو المطالبة بانقضاء العقد أو التزاماته، فإن على أعضاء غرفة المقاصة أو من يمثلونهم أن يحققوا الحد الأدنى من المستويات المالية، ويكون الجهة المختصة بالمقاصة في غرفة المقاصة جهة ضامنة للمشتري في مواجهة البائع، وضامنة للبائع في مواجهة المشتري لتنفيذ العقود المستقبلية، وبذلك وفرت حماية للطرفين من مخاطر عدم الوفاء التي لا وجود لمثل ذلك الحماية في العقود الآجلة⁽³⁾، وذلك من خلال بعض الأنظمة الآتية:

أولاً: الهامش الابتدائي:

سبق أن قلنا بأنه يجب على كل متداول (مستثمر) ما في العقد المستقبلي أن يقوم بإيداع مبلغ معين من المال، وذلك كوديعة تظهر التزام المتداول بتغطية ما قد يلحقه من خسائر في حال تحرك السوق عكس توقعاته.

وهذا الهامش (التأمين) يدفعه المتداول في حساب شركة الوساطة لدى غرفة المقاصة، وفقاً لما تطلبه الجهات المختصة بغرفة المقاصة، أما قيمة الهامش فهي ضئيلة جداً مقارنة بقيمة العقد، وفقاً لما تحدده الجهات الرسمية المسؤولة في السوق ممثلة في غرفة المقاصة، وهي تتراوح غالباً ما بين (5 - 18%) من قيمة العقد الأصلية، (أي أن المستثمر يستطيع بتأمين مقداره ألفا دولار فقط شراء أو بيع عقود مستقبلية قيمتها خمسون ألف دولار أو أكثر)⁽⁴⁾، كاحتياط لارتفاع مخاطر التعامل.

ثانياً: التسوية السعرية اليومية:

يقوم غرفة المقاصة بمراقبة تحركات أسعار العقود المستقبلية المماثلة (من حيث النوع والكمية وتاريخ التنفيذ) للعقود المبرمة، وإجراء تسويات سعرية يومية على أساس أسعار الإقفال لحسابي البائع والمشتري، بتعديل

(1) المواد (6، 7، 8) من قواعد السلوك نفسها.

(2) د. حاكم الربيعي، ود. ميثاق الفتلاوي ود. علي أحمد فارس، ود. حبير رجوان، المشتقات المالية، عقود المستقبلية - الخيارات - المبادلات، ط1، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص70.

(3) د. سعيد توفيق عبيد، مصدر سابق، ص136.

(4) د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، مصدر سابق، ص318.



رصيديهما في ضوء الأسعار الجديدة ، وذلك بالإضافة إلى حساب المشتري ، والخصر من حساب البائع في حالة ارتفاع الأسعار ، والعكس في حالة انخفاضها ، بمقدار الارتفاع أو الانخفاض ربح البائع وخسارة المشتري⁽¹⁾. وهذا الصنيع من غرفة المقاصة هو بمثابة إحلال عقود جديدة (في نهاية كل يوم) مكان العقود القديمة ، يكون فيها المشتري بائعاً، والبائع مشترياً ، وفقاً للأسعار الجديدة⁽²⁾. والأرباح أو الخسائر الناجمة عن ذلك هي أرباح وخسائر حقيقية، ولذا يخصر مقدار الخسارة من حساب الطرف الخاسر، ويضاف إلى حساب الطرف الربح، بل يحق للطرف الربح أن يسحب (نقداً) ما تحقق من أرباح، بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش⁽³⁾.

لتأمين المتعاقدين وضمان وفاء أطراف التعاقد بالتزاماتهم تعتمد غرفة المقاصة على الهامش الابتدائي الذي يقوم بإيداعه كل من البائع والمشتري لدى غرفة المقاصة فيما بعد ضماناً لعدم توقف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته، ويودع هذا الهامش في حساب المتداول (المستثمر) لدى غرفة المقاصة ، وإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه ، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصر الفرق من حسابه، وقد يتلقى المتداول من شركة الوساطة المالية التابع لها لكي يودع هامشاً (تأميناً) إضافياً للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة ، ولذا فإن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي خاضع للتسوية اليومية.

ثالثاً: هامش الصيانة:

إذا أدى تحرك أسعار العقود المستقبلية إلى انخفاض حساب الهامش المبدئي عن الحد الأدنى الذي تشترطه (البورصة) أو (الوسيط) وهو ما نسبته 75% إلى 85% من قيمة الهامش المبدئي، فإن المستثمر يتلقى عن طريق شركة الوساطة مطالبة بزيادة الهامش، وذلك بتحويل المزيد من المال لحسابه خلال 24 ساعة، فإذا لم يتمكن المستثمر من صيانة هامشه لدى شركة الوساطة يتم تصفية حساباته، وإغلاق مركزه (سواء أكان بائعاً أم مشترياً) وتزويده بشيك إذا كان رصيده بعد التصفية دائماً، أو تتم مطالبته بتغطية الرصيد إذا كان مديناً⁽⁴⁾.

الفرع الثالث

تسوية العقود المستقبلية

اختلف الأمر حيث أصبح إبرام العقود المستقبلية وتسويتها يتم عن طريق وسطاء مرخصين، ومن قبل جهة مختصة تعرف بمركز الإيداع (بيت التسوية) التي اتخذت أشكالاً مختلفة حسب ما نصت عليه القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية⁽⁵⁾، قد يكون هذا المركز جزء من سوق الأوراق المالية كما هو في سوق العراق للأوراق المالية⁽⁶⁾، أو تكون على شكل شركة مساهمة مستقلة عن سوق الأوراق المالية، كما هو في الأسواق المالية في القوانين المقارنة⁽⁷⁾، وأن التطور في إنشاء جهة متخصصة لتقوم بعملية المقاصة والتسوية شمل العديد من الدول ومنها العراق ومصر ودول أخرى كالولايات المتحدة الأمريكية، ففي العراق صدر نظام خاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007 ، أما في مصر فقد تم إنشاء نظام مركزي للإيداع والقيود المركزي والمقاصة عن طريق شركة

(1) د. محمد مطر ، مصدر سابق ، ص 273 . وكذلك ينظر: د. سمير عبدالحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها

في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط1، دار النشر للجامعات ، 2005م، ص218

(2) د. محمد القري، الأسواق المالية ، مجلة مجمع الإسلامي الدولي، العدد السادس، ج2، ص1624 - 1624.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1993، ص616 -

617.

(4) عاصم أحمد محمد، مصدر سابق، ص77.

(5) القسم (3/9) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي.

(6) القسم (1/9) من القانون نفسه.

(6) تنظر: المادتان (33، 34) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري رقم (93) لسنة 2000.



الإيداع والقيود المركزي بموجب قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم (93) لسنة 2000 ، أما بالنسبة إلى الولايات المتحدة الأمريكية ولوجود سوق خاصة بالعقود المستقبلية فتوجد جهة متخصصة ضمن السوق تكون هي المسؤولة عن تقاص وتسوية العقود المستقبلية. علماً أن المباشرة بإجراء تسوية العقود المستقبلية لا تبدأ إلا بعد الانتهاء من عمليات التداول التي تجري على الأوراق المالية محل العقد بالبيع والشراء، حيث أن عمليات التداول تسبق عملية التسوية من حيث التسلسل الزمني لما تهدف إليه الأخيرة من تسوية للمراكز القانونية بين كل من البائع والمشتري من قبل الجهة المختصة بذلك والمتمثلة بمركز الإيداع أو بيت التسوية، وتتجلى أهمية تسوية المراكز القانونية في الآثار المترتبة عليها والمتمثلة بنقل ملكية الأوراق المالية محل العقد من الوسيط البائع إلى الوسيط المشتري، وتسليم الثمن المقابل لها من خلال إيداعه في حساب الوسيط البائع بعد سحبه من حساب الوسيط المشتري⁽¹⁾.

يراد بتسوية العقود المستقبلية هو تنفيذها، حيث كانت المقاصة والتسوية قبل إنشاء اسواق خاصة للتعامل بالعقود المستقبلية تتم بين أطراف العقد مباشرة دون توسط طرف آخر، اما بعد التطور وإنشاء الأسواق المنظمة للتعامل بالعقود المستقبلية، فتتم بوجود طرف ثالث وهم الوسطاء في إبرام العقد، أما تنفيذها وتسويتها فيتم من خلال مراكز الإيداع والمقاصة.

تتم تسوية العقود المستقبلية في أسواقها من خلال عدة إجراءات ومراحل وضعتها إدارة السوق، تتمثل في ثلاث طرق للتسوية نذكرها فيما يأتي:

أولاً: التسليم الفعلي:

يعني التسليم الفعلي في سوق العقود المستقبلية أن يدفع المشتري قيمة الصفقة للبائع بتسليمه الأصل محل التعاقد من خلال غرفة التسوية، وهو (أي التسليم الفعلي) أمر نادر الحصول، حيث يصرح الفينيون في هذا الباب بأن نسبة لا تتجاوز 2% من خلال العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم⁽²⁾.

ثانياً: التسوية النقدية:

تعني التسوية النقدية في سوق العقود المستقبلية أن يدفع البائع للمشتري الفرق بين سعر السلعة المنصوص عليه في العقد، وبين سعرها وقت التنفيذ إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإذا حدث العكس (بأن كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ) فإن المشتري هو الذي يدفع الفرق للبائع⁽³⁾.

ثالثاً: الصفقات العكسية:

يتم تصفية وإنهاء الغالبية العظمى من العقود المستقبلية من خلال دخول عاقيدها في عمليات (مراكز) تداول أو متاجرة عكس عملياتهم (مراكزهم) الأصلية، فالمشتري الذي عليه أن يسلم المبيع محل العقد ويدفع ثمنه في تاريخ التسليم، يمكنه ان يتحلل من التزامه، ذلك بإبرام عقد بيع مماثل لعقد الشراء المستقبلي السابق، بحيث يحل المشتري الجديد محله في تسلم المبيع وتسليم الثمن، وبالتالي يخرج المشتري من السوق ولا يصبح طرفاً في العقد. وكذلك الحال بالنسبة للبائع الذي يلزمه تسليم السلعة في تاريخ التسليم، يمكنه أن يصفي مركزه ويخرج من السوق، بإبرام عقد شراء مماثل، بحيث يحل البائع الجديد محله في تسليم السلعة وقبض الثمن⁽¹⁾.

(1) د. ميثاق طالب عبد حمادي و محمد كاظم علي مشعل، التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، جامعة بابل، كلية القانون، السنة الثانية عشرة العدد الثالث، 2020، ص219.

(2) د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2003، ص175.

(3) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، ص660.



ثالثاً: موقف القانون العراقي والقوانين المقارنة في تسوية العقود المستقبلية:

فيما يتعلق بموقف المشرع العراقي لم يقرّ حتى الآن سقاً منظمة خاصة بالعقود المستقبلية على غرار الأسواق العالمية ، غير أنه وضع إطاراً قانونياً لإجراءات الإيداع والمقاصة والتسوية في سوق العراق للأوراق المالية بموجب نظام الإيداع والمقاصة والتسوية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007⁽²⁾، وقد جاء هذا النظام لينشئ داخل السوق جهة متخصصة تُعرف بمركز الإيداع ، تضطلع بمهام تسجيل ملكية الأوراق المالية وإجراء المقاصة بين الوسطاء وتنفيذ التسوية ونقل الملكية، وقد نص النظام في جوهره على أن نقل ملكية الأوراق المالية لا يتم إلا عبر مركز الإيداع وبعد استكمال إجراءات المقاصة بين الوسطاء ، وأن المركز يقوم بتسوية المراكز الناشئة عن عمليات البيع والشراء وفق الجداول الزمنية المحددة للتسوية.

وبذلك ، فإن المشرع العراقي أخذ بنظام دمج المقاصة والتسوية داخل السوق من خلال مركز الإيداع، وليس بنظام شركة أو سوق مستقلة للمقاصة، وعليه، فإن تنظيم تسوية العقود المستقبلية، إن أنشئ سوق لها مستقبلاً، سيبنى منطقياً على ذات المبادئ التي رسخها نظام 2007 والتمثلة في تسجيل العقد عبر الوسيط، ومن ثم مرور العقد على مركز الإيداع لإجراء المقاصة ، وتمر تسوية المراكز القانونية (نقل الملكية أو التسوية النقدية) ، وفي الأخير الاعتماد على نظم الضمان والهامش لتقليل مخاطر التعثر، وبذلك يمكن القول بأن التنظيم العراقي ما زال في مرحلة تنظيم تسوية الأوراق المالية التقليدية، مع قابلية التطوير ليمتد إلى تسوية العقود المستقبلية إذا أنشئت أسواقها.

أما موقف المشرع المصري فقد كان أكثر تقدماً حينما نظم الإيداع والمقاصة والتسوية بموجب قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم (93) لسنة 2000 ونظمته اللائحة التنفيذية⁽³⁾، وقد أنشأ هذا القانون نموذجاً أو جهة متخصصة ومستقلة للمقاصة، وهي شركة مصر لمقاصة والإيداع والقيود المركزي، وهي شركة مساهمة مستقلة مرخصة بمباشرة الإيداع والقيود المركزي، وكذلك المقاصة والتسوية لكافة العمليات التي تتم على الأوراق المالية، وبذلك أصبحت الشركة بمثابة طرف مقابل المركزي، أي أنها تقف بين البائع والمشتري لضمان التنفيذ وتسوية الالتزامات. وتتم تسوية العقود بما فيها العقود المستقبلية حين يتم تداولها وفق ثلاث صور رئيسية ومنها: التسليم الفعلي، وهي نقل الأصل محل العقد مقابل الثمن. والتسوية النقدية، وهي دفع الفارق بين سعر العقد وسعر السوق وقت التنفيذ. وكذلك الصفقات العكسية، تصفية مركز المتعاقد بعقد مقابل.

ويهدف هذا التنظيم إلى الحد من مخاطر التعثر وضمان استقرار السوق وتكريس مركزية المقاصة والتسوية.

أما بالنسبة لموقف المشرع الإماراتي فإنه أخذ بنظام قريب من النظام المصري ولكن بأليات أكثر ارتباطاً بالمعايير الدولية ، حيث خضعت أسواق الأوراق المالية بما فيها تداول المشتقات لرقابة هيئة الأوراق المالية والسلع⁽⁴⁾. وقد تم إنشاء شركات مقاصة مستقلة تعمل وفق نظام الطرف المقابل المركزي، مع الفصل المؤسسي بين السوق وجهة التسوية. وتتم التسوية بطرق مماثلة، منها التسليم الفعلي (في نطاق محدود) ، والتسوية النقدية، والتصفية عبر صفقات عكسية. إضافة إلى اعتماد نظم الهامش الأولي، والهامش اليومي، والتقييم اليومي للمراكز، مما يقلل مخاطر السوق ويحقق حماية أكبر للمتعاملين.

أما المشرع الأمريكي فتعدّ الرائد الأبرز في تنظيم أسواق العقود المستقبلية ، حيث تخضع هذه الأسواق لإشراف لجنة تداول السلع الآجلة، أما المقاصة والتسوية فتدار بواسطة (CME Clearing)، وكذلك (ICE Clear)، وغيرها من بيوت المقاصة وتتسم هذه الجهات بأنها كيانات مستقلة قانونياً، تعمل كطرف مقابل مركزي (CCP)، وتطبق نظام

(1) د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، المصدر السابق، ص 641.

(2) المادة (1) من نظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة لسنة 2007.

(3) تُنظر: المواد (1، 2، 4) من القانون رقم (93) لسنة 2000 الخاص بالإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.

(4) تُنظر: المواد (3، 4، 6) من القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 بشأن سوق الأوراق المالية.



الهامش والتسوية اليومية⁽¹⁾، وهي النموذج الأعلى تطوراً من درجات التنظيم والرقابة، وتتم التسوية بأحد الطرق الآتية وهي، التسليم الفعلي (بحالات محدودة)، والتسوية النقدية (وهي الغالبة)، والإفقال بصفقة عكسية. وقد أثبت هذا النظام قدرة عالية على تقليل مخاطر عدم التنفيذ والحد من الاضطرابات السوقية.

الخاتمة

يتضح من خلال الدراسة التحليلية المقارنة لتداول العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية أن هذا النوع من العقود يشكل أحد أهم الأدوات المالية الحديثة لتنظيم المخاطر وإدارة تقلبات الأسعار، غير أن الفراغ التشريعي في القانون العراقي ما زال يشكل عائقاً أمام إدماجها بصورة قانونية سليمة وأمنة. وقد أظهرت التجربة المقارنة أن تنظيم هذه العقود لم يعد خياراً تشريعياً ثانوياً، بل أصبح ضرورة لحماية السوق والمتعاملين وتعزيز كفاءة النظام المالي. وعلى ضوء ما تقدم، أمكن التوصل إلى جملة من الاستنتاجات والتوصيات الآتية:

أولاً: الاستنتاجات:

فيما يلي نبين أهم النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذا البحث وكالاتي:

1. وجود فراغ تشريعي واضح في القانون العراقي، مقارنة بالقوانين المقارنة، إذ لم يضع المشرع العراقي تعريفاً أو تنظيمياً متكاملًا للعقود المستقبلية، رغم الإشارات المحدودة في بعض القوانين المالية، الأمر الذي يثير إشكالات تتعلق بصحة العقد، والطبيعة القانونية، والمسؤولية المدنية. إذ أظهر أن القوانين المقارنة أكثر تطوراً وتنظيماً من حيث الرقابة، والتعريف، وتمييز العقود المستقبلية عن غيرها، بما يضمن حماية أفضل للمتعاملين.
2. تميز العقود المستقبلية عن العقود الآجلة، يتبين أن جوهر الاختلاف يكمن في كون العقود المستقبلية تُبرم داخل أسواق منظمة وتخضع لإجراءات مقاصة وهامش ضمان وتسوية يومية، وهو ما يميزها قانونياً عن العقود الآجلة التقليدية.
3. غلبة الطابع التحوطي مع قابلية عالية للمضاربة، رغم أن الغرض المشروع لهذه العقود هو التحوط من تقلبات الأسعار في سوق الأوراق المالية، إلا أن طبيعتها تسمح باستخدامها للمضاربة، ما يقتضي وجود ضوابط قانونية لمنع الانزلاق إلى المخاطر غير المحسوبة.
4. يتضح أن غرفة المقاصة تمثل الركيزة الأساسية لضمان تنفيذ العقود المستقبلية، لأنها تتحول إلى طرف مقابل لكل متعاقد، وتحمل مهمة التسوية وتقليل مخاطر الإخلال. إذ يتم التسوية عن طريق الوسيط بالضمانات الاتفاقية بين الطرفين بإيداع هامش ابتدائي التي تغطي قيمة الصفقة التي يبرمها الوسيط بين البائع والمشتري تغطية للمخاطرة، ويتم تسويتها في مركز الإيداع والمقاصة في سوق الأوراق المالية.
5. تبين لنا بأن العقد المستقبلي، من عقود المشتقات المالية، ولا يتم التداول بهذا العقد بصورة مباشرة بين المتعاملين، وإنما يتم التداول من خلال وسيط مرخص من قبل الأسواق المنظمة وداخل سوق الأوراق المالية، وفقاً لقواعد السوق وتعليماته. وهذا يبدو لنا بأن مخاطر العقود المستقبلية من حيث التداول أقل مقارنة بالعقود الأخرى التي يتم تداولها وتسويتها خارج السوق المنظمة كما هو موجود في عقود الخيارات أو عقود المبادلات.

ثانياً: التوصيات:

1. نوصي المشرع العراقي بتنظيم العقود المستقبلية تنظيمياً خاصاً ومستقلاً من خلال إصدار قانون جديد أو تعديل القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 العراقي، أسوة بالقوانين المقارنة، لما لهذا العقد أهمية كبيرة للمستثمرين في السوق سواء لأغراض المضاربة أو للتحوط أو الحد من المخاطر التي تكتنف التعامل بسوق الأوراق المالية.

(¹) Rule 17Ad-22(a) (2), Securities Exchange Act of 1934. And CFR 38.601 17, DCO (Derivatives Clearing Organization,(CFTC) rules.



2. إنشاء إطار رقابي مؤسسي واضح، من خلال تحديد جهة إشراف مختصة من إدارة سوق الأوراق المالية تتابع عمليات التداول، وتفرض معايير الإفصاح والشفافية، وتراقب مخاطر السوق والائتمان. وذلك بتوفير وتجهيز الوسائل والتقنيات اللازمة، جنباً إلى جنب بتدريب الكوادر وتأهيلهم مستخدماً التقنيات المتطورة للقيام بتسوية جميع العقود المتعلقة بالمشتقات المالية، ومن ضمنها العقود المستقبلية، لتشجيع المتداولين في التعامل بالعقود المستقبلية أسوة بالأسواق المالية المتطورة في الدول المتقدمة.
3. نرى بضرورة مراجعة النصوص الحالية المتعلقة بالعقود المستقبلية وتحديثها بما ينسجم مع المعايير الدولية، مع إدراج قواعد واضحة للتسجيل، والشفافية، وإدارة المخاطر، وحدود المسؤولية التعاقدية.
4. تنظيم دور مركز الإيداع وغرفة المقاصة عبر النص على شخصيتها القانونية، ومسؤولياتها، وآليات إدارة الهامش والتسوية اليومية، بما يقلل من المخاطر النظامية
5. فرض قواعد إفصاح صارمة، تتعلق بطبيعة العقد، والمخاطر المحتملة، والرسوم، والهامش المطلوب، بما يحمي المتعاملين ، خصوصاً صغار المستثمرين من الممارسات غير الشفافة.
6. الاستفادة من النماذج التشريعية المقارنة ، ولا سيما النموذج الأمريكي في الرقابة، والمصري في التنظيم السوقي، والإماراتي في دمج المشتقات ضمن منظومة الأوراق المالية، مع تكييفها بما يلائم البيئة القانونية العراقية.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر باللغة العربية

1. الكتب:

1. إبراهيم عبد خليل ، المعلمات السرية في سوق الأوراق المالية بين الإفصاح والشفافية والحفاظ على السرية، مجلة دراسات البصرة ، المجلد 2، العدد 48، 2023.
2. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، 1995.
3. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المنامة ، البحرين، 1439هـ - 2018م.
4. د. جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون ، إدارة المشتقات المالية، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن - عمان، 2015.
5. جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار وائل للنشر، الأردن - عمان، 2001.
6. د. حاكم الربيعي، ود. ميثاق الفتلاوي ود. علي أحمد فارس ، ود. حبير رجوان ، المشتقات المالية ، عقود المستقبلية - الخيارات - المبادلات ، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
7. د. حسني علي خربوش، وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات ، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1998.
8. د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2017.
9. د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة جامعة عين الشمس، القاهرة ، 1999.
10. د. سمير عبدالحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط1، دار النشر للجامعات ، 2005م.
11. د. طارق عبدالعال حماد ، المشتقات المالية ، الدار الجامعية، عين الشمس ، 2003.
12. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الكويت ، الديوان الأميري ، 1991. 13. د. عبدالكريم قندوز، الخيارات، المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى، دار الكتب، لندن، 2017.



14. عماد شهاب ، المشتقات المالية، ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها، وجهة النظر الدولية، بدون مكان وجهة النشر، 1992.
15. رسمية قرياقص، أسواق المال - رأس مال- المؤسسات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر، 1999.
16. د. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، ط1، 2004.
17. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ط1، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الرياض، 1425هـ - 2005م.
18. د. محمد عبدالله شاهين، محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2017، ص.205
19. د. محمد علي بن إبراهيم القري، الأسواق المالية ، مجلة منظمة المؤتمر الإسلامي -مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السادس، ج2، 1410هـ - 1990م.
20. د. محمد محمود حبش ، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، بنك الأردن المحدود، عمان، 1998.
21. د. مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1998.
22. د. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية ، ط1، دار مؤسسة رسلان، دمشق-سوريا، 2009.
23. د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية - مصر، 1999.
24. د. منير إبراهيم هندي، الأسواق والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية، ط1، بيروت - لبنان، 1999،
25. د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1993.
26. د. منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2003.
27. د. منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، ط1، 1998م.
28. د. مؤيد عبدالرحمن الدوري، ود. سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية ، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان - الأردن، 2012.
2. الرسائل والأطروحات الجامعية:
1. عاصم أحمد محمد حمد، العقود المستقبلية وأحكامها في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير، مقدمة إلى جامعة الشارقة ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، دار اليقين، مصر ، ط1، 1426هـ - 2005م .
2. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من وجهة القانونية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، مصر، 2000.
3. البحوث والمقالات:
1. أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية (المشتقات)، البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد 4، 1994 / 1995م.
2. حسنين علي هادي، الارتقاء القانوني للعقد المستقبلي في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث منشور في مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية، العدد(55) المجلد (14) ، آذار 2022.
3. كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية اسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية : كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى بالمكة المكرمة، 2005.
4. د. محمد عبدالحليم عمر، تعريف صندوق النقد الدولي نقلاً عن قراءة اسلامية في الأزمة المالية العالمية، بحث ضمن ندوة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية ، يوم السبت 11/ من شوال 1429هـ الموافق 11/ أكتوبر 2008 م ، في مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي.



5. د. مفتاح صالح ، و قط سليم ، المشتقات المالية من منظور إسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، بحث منشور في مجلة الحقوق والعلوم الإسلامية، دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة - الجزائر، العدد (1-20)، 2008.
6. د. ميثاق طالب عبد حمادي و محمد كاظم علي مشعل، التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، جامعة بابل ، كلية القانون ، السنة الثانية عشرة العدد الثالث ، 2020.

ثانياً: المصادر باللغة الأجنبية:

1. Chance, D.M., & Brooks, R. An Introduction to Derivatives and Risk Management, published by the Dryden press Harcourt Brace college publishers, 10th ed. 2016.
2. J. GONNEAU; La bourse, Paris, Economica, 1990.
3. John C. Hull, Options, Futures, and Other Derivatives, 10th ed., Pearson Education, 2018.

ثالثاً: القوانين والأنظمة والتعليمات:

1. القوانين والأنظمة والتعليمات العراقية:
 - أ. القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 المعدل.
 - ب. قانون التجارة العراقي رقم (149) لسنة 1970 الملغى.
 - ج. قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة 2004
 - د. القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004
 - ه. قانون غسيل الأموال رقم (39) لسنة 2015 العراقي.
 - و. النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007
 - ز. تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الأنترنت في سوق العراق للأوراق المالية الصادر من هيئة الأوراق المالية العراقي سنة 2016.
 - ر. قواعد السلوك المهني في سوق العراق للأوراق المالية، الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية.

2. القوانين العربية:

- أ. القوانين واللوائح المصرية:
 - أ. قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 المعدل
 - ب. قانون التجارة المصري رقم (17) لسنة 1999
 - ج. القانون رقم (93) لسنة 2000 الخاص بالإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.
- ب. القوانين والقرارات الاماراتية:
 - أ. القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 بشأن إنشاء هيئة الأوراق المالية والسلع وتنظيم سوق الأوراق المالية والسلع الإماراتي.
 - ب. قرار رقم (22/ر) لسنة 2018 الصادر من رئيس مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية الاماراتي بشأن تنظيم عقود المشتقات.

3. القوانين الأمريكية:

- a. Securities Exchange Act of 1934.
- b. Securities Exchange Act of 1933.



- c. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) rules, 1974.
d. United States Congress, *Commodity Exchange Act* (CEA), 1936.

بازرگانیکردن به گریهسته ئایندهیهکان له بازاری بۆرسه به پپی یاسای عیراقی (تویژینهوهیهکی بهراوردکاریه)

د. صابر محمد خضر
بهشی یاسا، کۆلیژی یاسا، زانکۆی سهلاحهددین-ههولێر، ههولێر، عیراق
Saber.khudhur@su.edu.krd

پوخته

نهم تویژینهوهیه بازرگانی ئاینده له بازاری بۆرسه دا وهک یهکیک له گرنگترین ئامرازهکانی وهرگیراوی دارایی مۆدیرن، و رۆلی له بهرپۆهبردنی مهترسییهکانی ناجیگیری نرخهکاندا دهکۆلیتتهوه. تویژهر سروشتی یاسایی و میکانیزمهکانی پینکھانن و یهکلاردنهوهی پوون دهکاتهوه، له ههمان کاتدا بهکارهینانی بۆ خو پاراستن و مامهله کردن پوون دهکاتهوه. تویژینهوهکه تیشک دهخاته سهر کیشهی نهبوونی ریکخستنی یاسایی پوون بۆ گریهسته ئایندهیهکان له یاسای عیراقدا، و ئهوه بۆشاییه یاساییه که له نهجامدا دروست دهییت که کاریگهری لهسهر پاراستنی بازرگانان و کارایی بازار ههیه. ههروهها ریکخستنهکانی عیراق بهراورد دهکات لهگهڵ یاساکی میسر و ئیماراتی و ئهمریکا که ریسای وردتری بۆ ریکخستنی بازرگانی و چاودیژی و چاودیژی داناهه. تویژینهوهکه ریبازیکی شیکاری بهراوردکاری بهکاردهییت و به پپووستی په رهپیدانی چوارچۆهیهکی یاسایی گشتگیر کۆتایی دیت که هاوسهنگی هاندانی وه به رهپینان لهگهڵ پاراستنی وه به رهپنه ران و بهرزکردنهوهی متمانه به بازاری دارایی هاوسهنگ بکات. کلیله ووشهکان: گریهسته ئایندهیهکان، وهرگیراوی دارایی، بازاری بۆرسه، پاراستن، مامهله کردن، پاککردنهوه، یهکلاردنهوه.

Trading in futures contracts on the stock market under Iraqi law (a comparative study)

Dr. Saber Mohammed Khudhur
Department of law, College of law, University of Salahaddin, Erbil, Iraq
Saber.khudhur@su.edu.krd

Abstract

This research examines futures trading in the stock market as one of the most important modern financial derivatives instruments, and its role in managing price volatility risks. The researcher clarifies its legal nature and the mechanisms for its formation and settlement, while also explaining its use for hedging and speculation. The research highlights the problem of the lack of clear legislative regulation of futures contracts in Iraqi law, and the resulting legal vacuum that affects the protection of traders and market efficiency. It also compares Iraqi regulation with



Egyptian, Emirati, and American legislation, which has established more precise rules for regulating trading, supervision, and oversight. The research employs a comparative analytical approach and concludes with the necessity of developing a comprehensive legislative framework that balances encouraging investment with protecting investors and enhancing confidence in the financial market.

Keywords: Futures contracts, financial derivatives, stock market, hedging, speculation, clearing, settlement.