مجلة جامعة الانبار للعلوم القانونية والسياسية

اسم المقال: التنظيم القانوني لتداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية – دراسة مقارنة –
اسم الكاتب: م.م. أحمد جميل عبد الرضا
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/6382
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 09:31 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة الانبار للعلوم القانونية والسياسية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Journal of Anbar University for Law and Political Sciences
مجلة جامعة الانبار للعلوم القانونية والسياسية
P. ISSN: 2706-5804 E.ISSN: 2075-2024
Volume 14- Issue 1- March 2024 المجلد ١٤- العدد ١ – اذار ٢٠٢٤

Legal regulation of trading financial derivatives in the stock market - a comparative study -

[1] Assist.lect. Ahmed Jameel Abdulridha
[1]College of Law / Sumer University
1: Email: Ahmed.jam.abd@gmail.com
2: Email:

Abstract:

The operations of trading in the stock market are no longer limited to trading traditional securities. Rather, the need for financing, achieving profits, and making financial and in-kind assets free from investment risks, this matter made more vulnerable to development; As a result, innovative products appeared in response to the need of investors, and among these products are financial derivative contracts, and the idea of these contracts is that their value depends on the value of the assets from which they are derived.

This study aims to clarify the legal regulation of financial derivative contracts with the help of presenting the positions of the legislations that regulated these contracts in light of the absence of legal regulation in the Iraqi legislation. For this reason, we divided this study into two sections. In the first topic, we dealt with the legal scope of financial derivative contracts, and the second topic explained the legal provisions for financial derivative contracts in terms of the legal nature and mechanism of implementation.

As we reached several conclusions, the most important of which is that financial derivative contracts have their own legal nature, and cannot fall under one of the well-known laws, and the implementation of financial derivative contracts is characterized by a different mechanism. As the implementation of the contract may result in either the contract being settled definitively, or it may be settled by concluding an opposite deal. Consequently, controlling financial derivative contracts must be regulated by legislation; The legislator is called to keep abreast of what is happening in the stock market, and this can only be done by updating its laws, providing an atmosphere that suits the investor's aspirations in the market and providing him with protection.

DOI 10.37651/aujlps.2023.145367.1137
Submitted: 24/1/2024
Accepted: 10/2/2024
Published: 15/03/2024
Keywords:
innovative products
stock market
financial derivatives
implementation mechanism

©Authors, 2024, College of Law University of Anbar. This is an open-access article under the CC BY 4.0 license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

التنظيم القانوني لتداول المشتقات المالية في سوق الاوراق المالية –دراسة مقارنة-)

[١] م.م. أحمد جميل عبد الرضا
[١] كلية القانون / جامعة سومر

الملخص:

إنَّ عمليات التداول في سوق الأوراق المالية لم تعد مقتصرة على تداول الاوراق المالية التقليدية، بل إنَّ الحاجة إلى التمويل، وتحقيق الارباح، وجعل الاصول المالية والعينية بمنأى عن مخاطر الاستثمار، هذا الامر جعلَ أكثر عرضة للتطور؛ ونتيجة لذلك، ظهرت منتجات مبتكرة تمثل استجابةً لحاجة المستثمرين، ومن هذه المنتجات، هي عقود المشتقات المالية ، وفكرة هذه العقود إنَّها تعتمد في قيمتها على قيمة الاصول التي تُشتق منها.

تهدف هذه الدراسة إلى بيان التنظيم القانوني لعقود المشتقات المالية بالاستعانة بعرض مواقف التشريعات التي نظمت هذه العقود في ظل غياب التنظيم القانوني في التشريع العراقي؛ ولأجل ذلك، قسمنا هذه الدراسة الى مبحثين، تناولنا في المبحث الأول، النطاق القانوني لعقود المشتقات المالية، والمبحث الثاني بيّنا فيه، الاحكام القانون لعقود المشتقات المالية من حيث الطبيعة القانونية وآلية التنفيذ.

حيث توصلنا إلى نتائج عدة، من اهمها، إنَّ عقود المشتقات المالية لها طبيعتها القانونية الخاصة، ولا يمكن أن تنضوي تحت إحدى القوانين المعروفة، كما إن تنفيذ عقود المشتقات المالية تتميز بآلية مختلفة؛ إذ قد ينتج عن تنفيذ العقد إما تسوية العقد بصورة نهائية، او يتم تسويته بإبرام صفقة معاكسة. بالتالي، إنَّ ضبط عقود المشتقات المالية لا بد من تنظيمها تشريعيًا؛ فالمشرع مدعوٍ إلى مواكبة الحاصل في سوق الأوراق المالية وهذا لا يتم إلا بتحديث قوانينه، وتوفير المناخ الذي يتلاءم وتطلعات المستثمر في السوق وتوفير الحماية له.

الكلمات المفتاحية:

المنتجات المبتكرة، سوق الاوراق المالية، المشتقات المالية، آلية التنفيذ.

المقدمة

ان العمليات الجارية في سوق الاوراق المالية قائمة على تداول الاوراق المالية التقليدية (الاسهم والسندات)، وتتم هذه العمليات من خلال وسطاء ماليين مرخصين، وهذا النوع من التداول يطلق عليه التداول في السوق الفورية، ولا يثير هذا التداول أية إشكالية، لأن اغلب التشريعات خصتها بالتنظيم، وسدت بذلك الفراغ التشريعي الحاصل في بعض الاحكام المنظمة لها. ولكن علينا ان نعترف ان الفكر الاقتصادي لم يكتف بهذا النوع من التداول، فهو دائمًا يبتكر اساليب من شأنها تحفيز الاستثمار المالي من خلال تقنيات استثمارية حديثة احدثت طفرة في اداء الاسواق المالية، وهذا التطور اصبح ملازماً للأسواق المالية بصورةً عامة التي تمثل مجالاً خصباً لقبول التطورات استجابةً لمتطلبات المستثمرين. اضافة لذلك، اخذ نشاط هذه الاسواق بالتوسع؛ فظهرت منتجات مالية لم تكن معروفة سابقا فتحت آفاقاً جديدة لمواجهة ما يعترض سبيل الاستثمارات المالية من تقلبات في اسعار الاسهم واسعار الفائدة والمخاطر التي تحيط بالتمويل.

نتيجة لذلك، بادرت المؤسسات المالية الى ابتكار تقنيات حديثة لمواجهة تلك المخاطر، ومنها المنتجات المالية المبتكرة التي تتمثل في عقود المشتقات المالية والتي يتم تداولها في سوق متخصصة وهي: "السوق الآجلة". فجوهر فكرة المشتقات المالية تقوم على اساس انها عقود تشتق قيمتها من الاصول التي ترد عليها (كالأسهم والسندات)، والعملات الاجنبية، والسلع، وتعتمد في قيمتها على تغير قيمة تلك الاصول، ويتم تداولها في السوق الآجلة، وهنالك انواع عدة لعقود المشتقات المالية، كالعقود المستقبلية، الخيارات والمبادلات كما يتم تسويتها وفق آلية معينة.

أولاً: اهمية الدراسة

يكتسب موضوع الدراسة اهميته من وجود تقنيات حديثة مرتبطة بالتمويل وسوق الاوراق المالية على حد سواء وما يرتبط بذلك من مخاطر قد تؤثر في الاقتصاد الوطني، اضافة الى ذلك، ان المشرع العراقي لم يستشعر اهمية هذه العقود ويتناولها بالتنظيم ووضع القواعد القانونية الحاكمة لها بدقة، وإن كانت هناك اشارات لهذه العقود في قانون المصارف العراقي رقم (٩٤) لسنة (٢٠٠٤) الذي عدها احد الانشطة التي تضطلع بها المصارف، قد نصت الفقرة (١/ج) من المادة (٢٧) من قانون المصارف العراقي، للمصرف ان يشتري ويبيع لحسابه الخاص او لحساب عملائه الاسهم والاوراق المالية الاخرى والعقود الآجلة واتفاقات المبادلة والعقود المستقبلية وعقود الخيار. وكذلك تمت الاشارة الى عقود المشتقات المالية عندما فرض قانون المصارف العراقي على المصرف الالتزام بنسب تحوطية، ودون ان يشير اليها في القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة (٢٠٠٤)

الصادر بموجب امر سلطة الائتلاف المنحلة سواءً الى ماهيتها او الى آلية تسويتها. لذلك، تُعد هذه الإشارات غير كافية مقارنةً مع خطورة تداول هذه المشتقات.

ثانياً: اشكالية الدراسة

تتمحور اشكالية هذه الدراسة في مدى قدرة المشرع العراقي على الاستجابة للتطورات الحاصلة في الاسواق المالية واستيعاب هذه التطورات بوضع القوانين القانونية الحاكمة لها؟.

لذا، فأن الإشارة البسيطة الى هذه العقود في قانون المصارف العراقي وإغفال تنظيمها بشكل عام في قانون سوق العراق للأوراق المالية؛ فهل يعني هذا ان المشرع العراقي اباح التعامل بها خارج السوق؟ هذا التساؤل يطرح تساؤلات اخرى، منها: ما هو الاطار القانوني لهذا النوع من العقود؟ وما هي طبيعتها القانونية؟ وهل ان انواع عقود المشتقات المالية تتباين فيما بينها؟ والتساؤل الاهم ماهي الاهداف الحقيقية للمستثمرين في هذا النوع من العقود؟ وما هي آلية تنفيذها؟.

الاجابة عن هذه التساؤلات وغيرها لعلها تسهم في تنبيه المشرع العراقي الى خطورة هذا النوع من العقود. وبالتالي، مراعاة الخصوصية في صياغة القواعد القانونية الواجبة التطبيق عليها عند تنظيمها، خاصة وان مشروع قانون سوق الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨) قد نظم هذه العقود، ولكن تنظيمها لا يأتلف مع اهميتها، فلعل هذه الدراسة تسعف المشرع في التنبه الى توخي الدقة، ومراعاة الخصوصية في صياغة احكام هذه العقود.

ثالثاً: منهجية الدراسة

نظرًا لحداثة موضوع الدراسة وقلة المصادر على صعيد الفقه القانوني -كون اغلب الذي تناولها بالدراسة هو الفقه الاقتصادي- التي تناولت المشتقات المالية للإجابة عن التساؤلات المطروحة اتبعنا المنهج التحليلي والمنهج التأصيلي وذلك من خلال تفسير النصوص القانونية الواردة في القانون، وما تناولتها من احكام تفصيلية وتأصيلها إلى قاعدة عامة تسري على عقود المشتقات المالية.

رابعاً: خطة الدراسة

من اجل الوقوف على اهم جوانب الموضوع؛ فقد قسمنا هذا البحث الى مبحثين، حيث سوف نُبين **المبحث الاول**، النطاق القانوني لعقود المشتقات المالية، اما **المبحث الثاني**، فخصصناه لبيان الاحكام القانونية لعقود المشتقات المالية من حيث الطبيعة وآلية التنفيذ.

I. المبحث الأوُّل

النطاق القانوني لعقود المشتقات المالية

إنَّ تحديد النطاق القانوني لعقود المشتقات المالية، امر له اهمية بالغة، حيث بتحديد هذا النطاق نستطيع ان نُبين هذه العقود بالوقوف على ماهيتها من خلال بيان تعريفها، واغراض المستثمرين من وراء اللجوء إلى ابرام هذه التقنيات العقدية **(المطلب الأوُّل)**. وسنتناول انواع هذه العقود في **(المطلب الثاني)**؛ محاولين بذلك رسم النطاق القانوني لعقود المشتقات المالية.

I.أ. المطلب الأوُّل

ماهية عقود المشتقات المالية

إبتداءً، إنَّ المشرع العراقي لم ينظم هذه العقود في القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية. لذا؛ فمن الضروري التعريف بعقود المشتقات المالية من خلال بيان المقصود بها فقهًا وتشريعا وفق التشريعات محل المقارنة التي نظمتها **(فرع أوُّل)**، ومن ثم نتناول اهداف المستثمرون وراء ابرامها **(فرع ثانٍ)**، وكالآتي:

I.أ.١. الفرع الأوُّل

التعريف بعقود المشتقات المالية

أوُّلًا: تعريف الفقه الاقتصادي لعقود المشتقات المالية: تعتبر المشتقات المالية من ابتداع الفكر الاقتصادي، وكان له السبق في دراستها، حيث عُرفت، بأنها: "عقود تشتق من قيمة الاصول المعنية (اي الاصول محل العقد) وهذه الاصول تتنوع ما بين الاسهم والسندات والسلع والعملات الاجنبية، وتسمح المشتقات المالية بتحقيق ارباح وخسائر اعتماداً على إداء الاصل محل العقد، ومن أهم المشتقات المالية هي: الخيار، العقود المستقبلية وعقود المبادلات"[(١)]. وأهم ما يُلاحظ على هذا التعريف انه عرّف الشيء بذاتهِ، والاجدر ان يعرفها بانها اتفاق، وهذا الامر من الممكن توقعه كون صاحب التعريف هو غير مختص في المجال القانوني، ولكن ما يحسب لهذا التعريف انه قد بيّن محل العقد وحدد بدقة انواع عقود المشتقات المالية.

ويعرّفها آخر، بأنها: "ادوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الاوراق المالية محل التعاقد"[(٢)]. واهم ما يُلاحظ على هذا التعريف، انه بيّن حقيقة عقود المشتقات المالية من حيث المحل الذي ترد عليه، ولكنه اغفل الحقيقة العقدية لتلك العقود، كونه ذكر مصطلح (ادوات)

---

(١) د. طارق عبد العال حماد، *المشتقات المالية: المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة*، الجزء ٥، بدون طبعة، (الإسكندرية- مصر: الدار الجامعية، ٢٠٠١)، ص٥.

(٢) د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية واحكام الشريعة الاسلامية*، ط١، (مصر: دار النشر للجامعات، ٢٠٠٥)، ص٥٩. وقريب من ذلك، يُنظر: Nir Naor, Reporting on Financial Derivatives form a law Economics Perspective, master thesis, University Hamburg, 2003, p:4-5.

وهذا مصطلح غريب من الناحية القانونية، اضافةً إلى ذلك فاته ذكر حقيقتان لا يمكن إغفالهما، وهي ان عقود المشتقات لا تقتصر على الاوراق المالية وانما ترد ايضًا على السلع والعملات، ولم يذكر انواع تلك العقود.

ثانيًا: تعريف الفقه القانوني لعقود المشتقات المالية

في البدء من الجدير بالإشارة إلى قلة البحوث والدراسات في الحقل القانوني التي عالجت جزئية عقود المشتقات المالية، وإن كانت هناك معالجات، إلا إنَّها لم تكن متوائمة مع ما تحيط بهذه العقود من إشكاليات ومخاطر من الوجهة القانونية، الامر الذي انعكس بدوره على قلة التعريفات لدى الفقه القانوني، حتى إنَّ اغلب التعريفات جاءت متأثرة بما وضعه الفقه الاقتصادي من تعريفات لعقود المشتقات المالية.

لذا؛ فيذهب البعض في تعريف عقود المشتقات المالية إلى إنّها: (عقود تشتق قيمتها من قيمة محل عقد اصلي ويتم تنفيذها في أجل مستقبل ويكون المبلغ المدفوع بالنسبة لعقد المشتقة ضئيل مقارنةً بقيمة العقد، ويجب ان تشتمل هذه العقود على عناصر جوهرية، وهي: ١- السعر. ٢- الزمن. ٣- تحديد محل العقد)[١]، ويتميز هذا التعريف بالواقعية إذ إنّه يحدد الطبيعة الثانوية لعقود المشتقات المالية، كونها لم ترد على اصول مالية وإنّما تشتق من تلك الاصول، كذلك بالنسبة للهامش البسيط الذي يدفعه احد اطراف عقد المشتقة؛ إلا انه ظلّ بعيدًا عن الجانب القانوني، حيث عرف عقود المشتقات المالية بأنّها "عقود" وتعريف الشيء بذاته غير صحيح، ولم يحدد طرفا العقد وانوعه وآلية تنفيذه.

وعرفت ايضًا، بأنَّها: (عقود تشتق قيمتها من الاسعار الحالية للأوراق المالية الاخرى ويتم تنفيذها آجلًا)[٢]، وواضح من هذ التعريف إنه يحدد وقت تنفيذ تلك العقود الذي يكون آجلًا، ولكن ما يؤاخذ عليه كما هو الحال في التعريف السابق، وما يثير الغرابة إنّه ذكرَ هذه العقود تُشتق قيمتها من قيمة الاوراق المالية صحيح إنها كذلك، ولكن ليس هناك ما يمنع أن تُشتق من قيمة السلع والعملات الاجنبية واسعار الفائدة، فتبقى حاجة المستثمر هو خلق الارباح وهذه الارباح لا تنتج عن اشتقاق الاوراق المالية فقط؛ فيبقى هذا التعريف اقرب لأدبيات الفقه الاقتصادي منه إلى القانوني.

ويعرفها آخر، بأنّها: (عقود تُحدد قيمتها وموضوعها وقت التعاقد وفقًا لسعر احد الاصول المالية أوُ التغير في المؤشرات أوُ اسعار الفائدة، وغالبًا ما يكون محلها تحمل مخاطر

(١) شروق حسين عبده الماحي، "سوق المشتقات المالية (المفهوم، والآليات، والتحديات)"، (اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق – جامعة المنصورة، مصر، ٢٠١٥)، ص١٩.

(٢) سعد عبد الحميد محمود صالح، "صكوك التمويل وفقًا لقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ والاوراق المالية الواردة في القوانين المنظمة لأحكام اسواق رأس المال"، *بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق- جامعة المنوفية*، المجلد٢٧، العدد٤٦، (٢٠١٧): ص٣٥٥.

تغير قيمة الاصل المتعاقد عليه، ولا يُلزم من إبرامها تسليم أوُ تسلم)[١]، ومما يُلاحظ على هذا التعريف إنّه أشار بصورةٌ غير مباشرة إلى اهم هدف يسعى إليه مستخدمو المشتقات المالية، وهو التحوط – كما سنبينه لاحقًا-، إضافةً إلى ذلك ذكر آلية تنفيذ هذه العقود حيث الاغلب تُسوى هذه العقود بدون تسليم واستلام أي (يتم تسويتها بصورة نقدية).

ثالثًا: التعريف التشريعي لعقود المشتقات المالية

أنَّ التطورات الحاصلة في عالم المال دفعت المستثمرين إلى ابتكار آليات من شأنها تحقيق عوائد مالية هائلة مقابل طرف يُمنى بخسائر فادحة؛ ولأجل توفير الحماية للمستثمرين في سوق الاوراق المالية، والمحافظة على الادخار، وتطوير ادوات التداول في السوق؛ فأنَّ الكثير من الدول سارعت إلى تطوير قوانينها بما يتلاءم مع الوظيفة الحمائية للمستثمرين في السوق، وتنظيم تقنيات عقدية تتسم بالحداثة.

أما بالنسبة للمشرع المصري، لم نجد نص يجيز التعامل –ابتداءً- بعقود المشتقات المالية؛ في قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة (١٩٩٢)، على العكس من قانون التجارة المصري رقم (١٧) لسنة (١٩٩٩) الجديد الذي اجاز المعاملات المضافة إلى أجل (المعاملات الآجلة) في البورصة، ولكن اشترط توافر ثلاثة شروط: الأوُل، إبرام الصفقة في سوق الارواق المالية. والثاني، ان تتعلق هذه العملية بصكوك مدرجة في جداول السوق. والثالث، أن يصدر قرار من الوزير المختص لتنظيم هذه العمليات[٢]. واقعًا أنَّ الشروط التي تطلبها المشرع المصري هي لضبط تداول المشتقات المالية، وفرض سيطرته على هذه العقود الحديثة دون حصول الكوارث والخسائر المالية[٣]. إلّا أنّ الواقع العملي يُشير إلى الانفتاح الذي شهدته البورصة المصرية، ذلك من خلال توقيع اتفاق مع بورصة نيويورك لترتيب الاوضاع القانونية لتداول عقود المشتقات المالية، وهذا الامر من الناحية التقنية الفنية، لأنّ السوق الامريكية بصورة عامة وبورصة نيويورك تعتبر سوق رائدة في هذا المجال[٤]. في المرحلة الثانية من التطور الذي لحق بتشريعات اسواق الاوراق المالية، فأنّ المشرع المصري قد عدل قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة (١٩٩٢) وجاء بمعالجة تداول عقود المشتقات المالية تحت عنوان (بورصات العقود الآجلة) وجعل هذه البورصة مخصصة لتداول عقود المشتقات المالية، وعرّف بصورة غير مباشرة عقود المشتقات المالية،

(١) محمد صبري السعداوي، "النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الاوراق المالية –دراسة مقارنة-"، (أُطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق- جامعة القاهرة، مصر، ٢٠١٥)، ص١٠٨.

(٢) يُنظر: المادة (٤٦)، من الفصل السادس من قانون التجارة المصري رقم (١٧)، لسنة (١٩٩٩) الجديد.

(٣) هناك من يُنبه إلى مخاطر عقود المشتقات المالية ويصفها بأنّها "كالقنابل الموقوتة". يُنظر في ذلك: خالد أحمد علي محمود، *فن إدارة المخاطر في البنوك وسوق المال*، ط١، (مصر: دار الفكر الجامعي، ٢٠١٩، ص٣٩٢.

(٤) مقال منشور على موقع مجلة البورصة، دون اسم يُذكر للناشر من قِبل الموقع، في (٢٥/ ٨/ ٢٠٢٠)، على الموقع الالكتروني: WWW.Alborsaanews.co. تاريخ الزيارة: ٢٣/ ٩/ ٢٠٢٣. ٠٤:٣٠ مساءً.

عندما بيّن اختصاص البورصة الآجلة والعقود محل التداول فيها، فقد نص على أنّها عقود تشتق قيمتها من قيمة اصول مالية، او عينية، او مؤشرات او الاسعار او اوراق مالية او سلع او ادوات مالية او غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة، سواء كانت في شكل عقود مستقبلية، او عقود خيارات، او عقود المبادلة، وغيرها من العقود النمطية[١]. وحسنًا فعل المشرع المصري عندما وسع مجال عمل هذه المشتقات، وجعلها تُشتق من قيمة الاوراق المالية والاموال العينية الاخرى، وأردف بالذكر (.....وغيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة....)، وهذا يعني إنّ المشرع المصري قد تنبه الى التطورات الحاصلة في الاسواق المالية، ولم يبقَ بمنأى عنها.

وفيما يتعلق بموقف المشرع الإماراتي؛ فأنَّ القانون رقم (٤) لسنة (٢٠٠٠) بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع لم يتضمن تداول المشتقات المالية، إلّا أنَّ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٥٧/ر) لسنة (٢٠٠٥) بشأن النظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع، شكّلَ مرحلة جديدة، حيث عالج انواعاً معينة من عقود المشتقات المالية في الباب الخامس تحت عنوان: إدراج السلع او عقود الخيارات او العقود المستقبلية. ولم يكتفِ المشرع الإماراتي بذلك؛ لا بل عمد إلى ترتيب وتطوير النظام القانوني وجعله أكثر ملائمة لواقع التطور الحاصل في عمليات التداول في سوق الاوراق المالية، إذ اخضع عقود المشتقات المالية إلى تنظيم خاص بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة بشأن تنظيم الترويج والتعريف رقم (٣/ر.م) لسنة (٢٠١٧) وعرف عقود المشتقات المالية بأنّها: (عقود مالية تعتمد قيمتها على قيمة الاصول المالية كالسلع او المؤشرات او العملات او أيّ ادوات مالية أخرى يوافق عليها المجلس)[٢].

أما بالنسبة إلى موقف المشرع العراقي؛ فنجد أنَّ قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة (٢٠٠٤) المؤقت الصادر بأمر سلطة الائتلاف المنحلة لم يذكر المشتقات المالية لا من قريب ولا من بعيد؛ ولكن هنالك إشارات في قانون المصارف العراقي رقم (٩٤) لسنة (٢٠٠٤) إلى هذه العقود في موضعين، الأوّل منها؛ حيث جعل المشرع قيام المصارف بنشاط شراء او بيع المشتقات المالية لحسابها الخاص او لحساب العملاء[٣]. وفي الموضع الثاني؛ عندما اشار الى النسب التحوطية التي تطبقها المصارف والتي تحكم (....المشتقات الأخرى المتعلقة بالعملات والاسهم والسندات والمعادن الثمينة او اسعار

(١) يُنظر: المادة (٢٦)، مكرر من القانون رقم (١٧)، لسنة (٢٠١٨)، المعدل لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥)، لسنة (١٩٩٢) المصري المنشور في الجريدة الرسمية، العدد (١٠)، مكرر (ه)، بتاريخ (١٤/ ٣/ ٢٠١٨).

(٢) يُنظر: المادة (١/ ١٠)، من قرار مجلس إدارة الهيئة بشأن تنظيم الترويج والتعريف رقم (٣/ر.م) لسنة (٢٠١٧).

(٣) يُنظر: المادة (٢٧/ ١/ جـ)، من قانون المصارف العراقي رقم (٩٤)، لسنة (٢٠٠٤)، الصادر بأمر سطلة الائتلاف المنحلة.

الفائدة)[١]. ومن الجدير بالذكر، إنَّه هنالك مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨) واشار صراحةً الى المشتقات المالية في معرض بيانه لتعريف الورقة المالية واعتبر عقود المشتقات المالية اوراقًا مالية وعرض الى بيان انواع عقود المشتقات المالية، وهي: (عقد الخيار، العقود الآجلة.....)[٢].

من خلال ما سبق يتبين لنا، إنَّ المشرع العراقي قد اغفل تنظيم عقود المشتقات المالية، ومن وجهة نظرنا كان الاجدر بالمشرع العراقي تنظيم هذا النوع من العقود الحديثة؛ نظرًا للانفتاح الذي تشهده اسواق الاوراق المالية وما تمثله هذه العقود من اهمية للمستثمرين؛ إذ تُسهم في تحقيق رغبتهم كآلية تحوطية ضد مخاطر تقلب اسعار الاصول المالية والعينية التي ممكن ان يواجهونها نتيجة استثمارها.

لذا، يمكن وضع تعريف لعقود المشتقات المالية نتوخى فيه الصياغة القانونية الدقيقة: (هو اتفاق بين طرفين من خلال وسيط مرخص يمثل كل منهما على بيع او شراء اصول مالية او عينية، بسعر محدد بسيط يدفع ابتداءً وقت الاتفاق، على أن يتم تسويتها في تاريخ لاحق ووفق آلية معينة من قبل السوق، دون ان يفرض القانون ان يتخذ الاتفاق شكلاً معينًا، ويهدف المستثمرين من وراء ابرم العقد إلى امرين: المضاربة لأجل تحقيق الربح، والتحوط من تقلبات الاسعار).

هذا التعريف يُبين خصائص العقد، كونها عقدًا رضائيًا ولا يحتاج إلى شكل خاص يتطلبه المشرع. اضافةً إلى ذلك، أنّه عقد معاوضة كون بائع المشتقة يأخذ الهامش المبدئي مقابلاً لما يمنحه للمشتري من فرصة للشراء من عدمها، وكذلك المشتري؛ فهو يأخذ مقابلاً لما يعطي. كما أنه عقد ملزم للجانبين كونه يرتب التزامات متقابلة على عاتق طرفيه. كما يُبين السمات الخاصة بالعقد بعدّهِ ورقة مالية قابلة للتداول، لذا فأنّ مشتري المشتقة من الممكن ان ينقل ملكيتها إلى شخص آخر. كما تعتبر عقود المشتقات المالية من العقود الاحتمالية، لأنها تعتمد في تحديد قيمتها على الاصل المشتق منه، وهذا بدوره يؤثر على تحديد ربح او خسارة كل طرف من اطراف العلاقة التعاقدية. واهم ما يحدده هذا التعريف بدقة أنّ العقد لا يتم إلّا بواسطة وسيط مرخص.

(١) يُنظر: المادة (٢٩/ ٢/ د)، من قانون المصارف العراقي رقم (٩٤)، لسنة (٢٠٠٤)، الصادر بأمر سطلة الائتلاف المنحلة. ومن الجدير بالتنويه إليه: إنَّ الواقع العملي لم يشير إلى اي تعامل بعقود المشتقات المالية في سوق الاوراق المالية العراقي، مكالمة هاتفية أُجريت من قِبلنا مع مدير العلاقات العامة في سوق العراق للأوراق المالية السيدة (جيمي افهم توما) في (١٨/ ١٠/ ٢٠٢٣) الساعة ١١:٢٠ صباحًا.

(٢) يُنظر: المادة (٥/٤)، من مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨).

I.أ.٢. الفرع الثاني

اهداف المستثمرين في عقود المشتقات المالية

هنالك اهداف عدة من وراء استخدام عقود المشتقات المالية؛ فأما يتطلع المستثمر إلى الحصول على الربح من خلال الفارق بين قيمة الاصل المالي وبين ما يدفعه من مبلغ بسيط كمقابل لعقد المشتقة **(أوُّلاً)**. أو إحاطة استثماراته من المخاطر **(ثانيًا)**.

أوُّلاً: المضاربة: يلجأ المضاربون إلى عقود المشتقات المالية لتحقيق الارباح؛ فهؤلاء يستغلون الفرصة لتحقيق الربح من خلال الفرق في سعر عقود المشتقة وبين ما يدفعه من مبلغ يمثل الهامش المبدئي. لذا؛ فالمضارب يسعى من وراء استخدام هذه العقود إلى استغلال التقلبات بين الشراء والبيع[١]، بغية تحقيق الربح، ويُقسّم البعض المضاربون في سوق الاوراق المالية إلى اربع فئات، وهم: (المضاربون الصعوديون، المضاربون بالنزول، المضاربون المحترفون، المضاربون الهواة). وتتحق المضاربة بصفة خاصة في صورتين، الأوُلى منها: المضاربة على ارتفاع السعر، وبموجب هذه الصورة يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية أو الأصول العينية شراءً آجلاً، متوقعًا ارتفاع سعرها في يوم التسوية لكي يقوم ببيعها بذلك السعر؛ فهو حقق ربحًا متمثلاً بالفرق بين السعرين وقت البيع ووقت التسوية. أمّا الصورة الاخرى؛ فهي المضاربة على انخفاض السعر، وبموجب هذه الصورة يقوم المستثمر ببيع الأوراق المالية أو الأصول العينية بيعًا آجلاً، متوقعًا انخفاض سعرها في يوم التسوية لكي يقوم بشرائها بذلك السعر ويسلمها الى الطرف الآخر بالسعر المتفق عليه عند إبرام عقد المشتقة، وبالتالي؛ فهو حقق ربحًا متمثلاً بالفرق بين السعرين وقت البيع ووقت التسوية[٢].

ثانيًا: التحوط: يستخدم المستثمرون المشتقات المالية كأداة للتحوط ضد المخاطر التي من الممكن ان يتعرض لها المستثمر؛ فالمستثمر – سواءً أكان شخصًا طبيعيًا أو شخصًا معنويًا- لكي يتجنب المخاطر الرئيسية كتقلبات اسعار الاصول المالية أو العينية، واسعار الصرف، واسعار الفائدة[٣]. لقد الزم قانون المصارف العراقي المصارف بالنسب التحوطية والتي تحكم (....المشتقات الأخرى المتعلقة بالعملات والاسهم والسندات والمعادن الثمينة او اسعار الفائدة)[٤].

---

(١) طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص٣٠.

(٢) د. مبارك بن سليمان آل سليمان، *احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة*، الجزء ١، ط١، (الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، ٢٠٠٥)، ص٧٩٦.

(٣) د. مبارك بن سليمان آل سليمان، المرجع السابق، ص٩٣٣.

(٤) يُنظر: المادة (٢٩/ ٢/ د)، من قانون المصارف العراقي رقم (٩٤)، لسنة (٢٠٠٤)، الصادر بأمر سلطة الائتلاف المنحلة.

I.ب. المطلب الثاني

انواع عقود المشتقات المالية

تضم عقود المشتقات المالية اصناف عدة تنضوي تحتها، وهذا التنوع يرجع إلى حاجة المستثمرين إلى اساليب حديثة من شأنها تقليل المخاطر الناتجة عن تداول الاوراق المالية وغيرها من الاصول في السوق، واما هذه الحاجة، بدأت ملامح تطوير التقنيات محل التداول في السوق، فظهرت ما تسمى بالعقود المستقبلية، وعقود الخيار، وعقود المبادلة، وسوف نتناول هذه الانواع كما في الآتي:

I.ب.١. الفرع الأوُّل

العقود المستقبلية (Futures Contract):

تُصنف العقود المستقبلية من أهم انواع المشتقات المالية التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية؛ لأنها تُشكل تقنية عقدية اساسية يلجأ إليها المستثمرون الذين يسعون إلى المضاربة وتحقيق الارباح(١). يُعرّف العقد المستقبلي بأنه اتفاق بين طرفين بشأن تداول اصل معين، ويتم تنفيذه بتاريخ مستقبلي ويُحدد في صلب العقد: نوع الاصل المتداول، كمية الاصول التي يتم تداولها، التاريخ الذي ينفذ فيه العقد والمبلغ الواجب دفعه مقابل الاصل(٢).

لذا، يتضح لنا أنَّ العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين ينعقد حالًا لكن تنفيذه يبقى مؤجلًا الى المستقبل يحدد في الاتفاق كمية ونوع وسعر الاوراق المالية او العينية ويكون العقد منظم من قبل سوق الاوراق المالية وفق شروط مستمدة من نظام السوق، ويلجأ اغلب المستثمرين إلى هذا النوع من عقود المشتقات المالية؛ لإنّها تكون منظمة من قبل سوق الاوراق المالية ويرون إنّ الهامش المبدئي المقدم من قبل المستثمر والمودع لدى شركة المقاصة ضمانًا لتنفيذ العقد(٣). ويجدر بنا أن ننوه إلى أنّ العقود المستقبلية تؤمن تطلعات المستثمرون من وراء ابرامها، كأن يبرم المستثمر عقد مستقبلي للوقاية من آثار تقلب الاسعار، وبالتالي يتحوط من تلك المخاطر.

وتتنوع العقود المستقبلية حسب نوع محل العقد، وهي: عقود مستقبلية مالية يتم التعامل بموجبها على الاوراق المالية (الاسهم والسندات)، عقود مستقبلية ترد على المحاصيل الزراعية، والمواد الخام والمعادن الاخرى، وعقود مستقبلية ترد على العملات الاجنبية(٤).

---

(١) طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص١١١.
(٢) خالد وهيب الراوي، *إدارة المخاطر المالية*، ط١، (عمان – الأردن: دار المسيرة، ١٩٩٩)، ص٢٩٨.
(٣) جمال عبد العزيز العثمان، *الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة – دراسة قانونية مقارنة-*، ط١، (مصر: دار النهضة العربية، ٢٠١٠)، ص٨٩- ٩٠.
(٤) مصطفى يوسف كافي، المرجع السابق، ص١٧١.

I.ب.٢. الفرع الثاني

عقود الخيار (Option Contract):

تُعد الخيارات من ابرز تصنيفات عقود المشتقات المالية والتي يتم تداولها في السوق الرسمية[١]، وفق قواعد وانظمة محددة من قِبل السوق.

يُعرّف عقد الخيار بأنّه، هو اتفاق يمنح الحامل الحق بشراء مال معين او بيعه بسعر متفق عليه في تاريخ معين او خلال مدة محددة، لقاء مقابل لذلك الحق – الخيار- يدفع لمحرر العقد، ويكون قابلاً للتداول في سوق الاوراق المالية كورقة مالية[٢]. لذا؛ فأنَّ عقد الخيار هو اتفاق يمنح المشتري الحق في شراء او بيع اصل مالي معين، بسعر محدد وخلال فترة محددة. فهو بهذا المعنى محل العقد حقًا مجردًا، حيث يرى البعض إنّ عقد الخيار يرد على الفرصة التي يمنحها محرر الخيار (البائع) للمشتري[٣]، بإبرام العقد او العزوف عن ابرامه وهو في الحقيقة يمثل حقًا للمشتري[٤] لقاء الثمن الذي يدفعه مقابل الحق والبائع يقبض الثمن مقابل التزامه بمنح المشتري حق الخيار. وهذا امرٌ لا خلاف عليه، لان عقد الخيار يعتبر من عقود المشتقات المالية وأنَّ القول بخلاف ذلك لن نكون امام مشتقة مالية، وإنما امام عقد تداول على اصول مالية او عينية اصلية غير مشتقة.

وبما أنّ عقود الخيار تمثل وسيلة ناجعة لتحقيق تطلعات المستثمرين في سوق المشتقات المالية؛ لأنها توفر لهم استراتيجيتهم في المضاربة والتحوط[٥]، فلا بد لنا من التعرض إلى انواع عقود الخيار، لنرى مدى تلبية كل نوع من هذه الانواع لاحتياجات المستثمرين؛ فيقسم عقد الخيار حسب الطرف الذي يملك الخيار، إلى خيار الشراء وخيار البيع، حيث نكون امام خيار الشراء عندما يكون لحامله (حامل الخيار) الحق في شراء الاصول المالية بسعر محدد خلال فترة محددة مقابل مبلغ يدفع الى محرر الخيار[٦]، ويقدم

---

(١) تُقسم اسواق الاوراق المالية من حيث إنشائها الى سوق رسمية أو يطلق عليها (السوق الاساسية، او السوق الرئيسية، او السوق المنظمة، او البورصة) وهذا النوع من الاسواق إنشاها القانون بصورة مباشرة ودون الحاجة إلى الحصول على ترخيص، والنوع الآخر هو السوق غير الرسمية (السوق غير الاساسية، او السوق غير الرئيسية، او السوق غير المنظمة، سوق التداول خارج البورصة). يُنظر: مصعب علي عمر علي العمر، "النظام القانوني لسوق الاوراق المالية (دراسة مقارنة)"، (رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الحقوق – جامعة الموصل، ٢٠٠٦)، ص٤٧- ٤٨. كذلك: د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص٧٨-٨٢.

(٢) سماح حسين علي، "التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الاوراق المالية (دراسة مقارنة)"، (أُطروحة دكتوراه مقدمة مجلس كلية القانون – جامعة كربلاء، ٢٠١٥)، ص١٧.

(٣) عبد الحميد محمود البعلي، *المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية*، بدون طبعة، (الكويت: الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ١٩٩٩)، ص٣١ وما بعدها.

(٤) سماح حسين علي، المرجع نفسه، ص٩٣.

(٥) محمد صبري السعداوي، المرجع السابق، ص٢٦٤.

(٦) عبد الكريم قندوز، *الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق*، ط١، (مؤسسة الرسالة ناشرون: ٢٠٠٨)، ص٦٧.

المستثمر على هذ النوع من الخيار اذا كانت توقعاته تشير الى ارتفاع سعر الاصل في المستقبل، والحامل مخير بين واحد من ثلاث امور: إما أن يمارس حقه بالشراء ودفع قيمة الاصل بما تم الاتفاق عليه بموجب عقد الخيار، أوُّ لم يمارس حقه في الخيار خلال المدة المحددة؛ وبالتالي ينقضي العقد بانقضاء المدة المحددة[١]، والامر الثالث والمهم هو إنَّ حامل الخيار قد يُقدم على بيع الخيار في سوق الاوراق المالية، وهذا الامر طبيعي؛ كون الخيار ورقة مالية قابلة للتداول في السوق. ونكون امام خيار البيع عندما يمنح الخيار لحامله الحق في بيع اصل ما بسعر معين وخلال كدة محددة، ويلجأ المستثمر الى هذا النوع من الخيار عندما تشير توقعاته الى انخفاض سعر الاصل مستقبلا، ويمنح خيار البيع الحامل الحق في طلب تنفيذ العقد من عدمه مقابل علاوة نقدية يحصل عليها محرر العقد (البائع)[٢]، وهنالك نوع آخر من عقود الخيار وهو يجمع بين خصائص خيار الشراء من جهة وخيار البيع من جهة اخرى يطلق عليه الخيار المركب او المزدوج.

وهنالك نوع آخر من عقود الخيار يقابل التقسيم التقليدي الذي تم بيانه؛ حيث يُقسم عقد الخيار من حيث التنفيذ الى عقد الخيار الاوروبي وعقد الخيار الامريكي، وبموجب الاخير ان الحامل يستطيع استعمال حقه من وقت ابرام العقد حتى تاريخ التنفيذ، واما عقد الخيار الاوروبي؛ فأنّه يُمكن الحامل من استخدامه في آخر يوم محدد للتنفيذ. وعقود الخيار لم تقف عند هذا الحد، بل ظهرت انواع اخرى من عقود الخيار، ومنها: عقد الخيار المستقبلي، وعقد الخيار على الخيار، وعقد الخيار على المبادلة[٣].

I.ب.٣. الفرع الثالث

عقد المبادلة (Swap Contract):

إنَّ عقد المبادلة يقوم على فكرة تنصرف الى الاتفاق بين طرفين على تبادل اصل نقدي مقابل امر في تاريخ مستقبلي يهدف الى المضاربة والتحوط ونقل المخاطر[٤].

ويعرّفها آخر بأنّها: اتفاق بين طرفين لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، وترتبط التدفقات النقدية عادةً بأداء دين او قيمة عملات اجنبية[٥].

يتضح من التعريفين، إنَّ التعريف الأوُل لعقد المبادلة ضيّق من نطاقهِ، فحصر نطاق عقود المبادلة على مبادلة او مقايضة الاصول النقدية، وعقود المبادلة لا تقف عند مبادلة

(١) د. محمد الصيرفي، *البورصات*، ط١، (الاسكندرية- مصر: دار الفكر الجامعي، ٢٠٠٦)، ١٨٥.
(٢) د. عبد العظيم ابو زيد، "التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، *بحث منشور في مجلة الملك عبد العزيز، منشورات مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، السعودية*، المجلد٢٧، العدد٣، (٢٠١٤): ص١٠.
(٣) سماح حسين علي، المرجع السابق، ص٤٧ وما بعدها.
(٤) عصام ابو النصر، *اسواق الاوراق المالية (البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)*، ط١، (القاهرة- مصر: دار النشر للجامعات، ٢٠٠٦)، ص٩٥.
(٥) شروق حسين عبده الماحي، المرجع السابق، ص٥٨.

الاصول النقدية فقط؛ وإنّما قد ترد عقود المبادلة على السلع او العملات او اسعار الفائدة[١] و حتى على عوائد الاسهم[٢]، اما التعريف الآخر فذكر بشكل موجز عقود الخيار وتطرق الى اهم عقود المبادل، وهي مبادلة اسعار الفائدة ومبادلة العملات. وتعتبر مبادلة العملات الاكثر رواجًا؛ لأنها تعتبر أداة فعالة لتقليل التكاليف، والاطلاع على الملاءة المالية للمستثمر الاجنبي، ويجدر بنا أن نُشير الى فلسفتها بمثال، يتحقق عقد مبادلة العملات من خلال اتفاق احد طرفي العقد عملة معينة كأن تكون (الدولار) للوفاء بالتزاماته المستحقة بهذه العملة، وبيع الطرف الآخر عملةٌ اخرى فائضة لديه كأن تكون (اليورو) على اساس السعر المحدد وقت ابرام العقد؛ من خلال هذا المثال نستطيع ان نحدد اهداف المستثمرين من ابرام هذا العقد فهو يوفر لكلا الطرفين السيولة من العملات غير المتوفرة لديه للوفاء بالالتزامات المستحقة عليه من العملة الاخرى التي تُكون فائضًا لديه منه؛ فوفقًا لهذه الحقيقة ، فأنَّ هذا العقد يلعب دورًا هاماً لدى المصارف التي تحتاج الى السيولة من العملات الاخرى. وهو بصورة غير مباشرة يحقق فرصة لكلا الطرفين لتجنب التعثر المالي، وبالتالي تجنب خسارة شراء هذه العملات بأسعار فائدة عالية.

ومع ذلك هنالك من يرى أنَّ عقود المبادلات لا تعتبر من عقود المشتقات المالية، وينطلق هؤلاء في تبرير رأيهم أنّه لا يوجد اصل مالي يشتق منه العقد، والظاهر من رأيهم انهم يستندون على مفهوم المشتقات المالية باعتبار ان قيمتها تُشتق من قيمة الاصول، وهذا الأمر غير موجود بالنسبة للمبادلات ولا يوجد اصل يشتق منه العقد، وإنما تقوم المبادلات على سلسلة من التدفقات. اما الرأي الثاني؛ فأنه يرى بأنَّ عقد المبادلة يعتبر احد انواع المشتقات المالية الحقيقية[٣].

لذا؛ فأنَّ عقد المبادلة يعتبر من عقود المشتقات المالية التي توفر للمستثمر التمويل اللازم، وتجنبه الخسائر الناتجة عن تقلب الاسعار.

---

(١) د. أحمد سامي مرهون، د. عمار كريم الفتلاوي، "التنظيم القانوني للمشتقات المالية واثرها على اسعار النفط"، *مجلة للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون – جامعة الكوفة، العراق*، المجلد ١، العدد ٣٢، (٢٠١٧): ص١٠٧.

(٢) ومن الجدير بالذكر إنَ مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨)، لم يشر إلى بيان هذا النوع من الخيارات في المادة (٢٧/ ١/ ج)، من قانون المصارف العراقي الصادر بأمر سلطة الائتلاف المنحلة رقم (٩٤)، لسنة (٢٠٠٤): حيث نصت على أن: (.....ج- .... ادوات سوق النقد (بما في ذلك الصكوك والحوالات (الكمبيالات) والسندات وشهادات الايداع) والعملات الاجنبية والمعادن النفيسة وادوات سعر الصرف وسعر الفائدة والاسهم والاوراق المالية الاخرى .....والمشتقات الاخرى المتعلقة بالعملات او الاسهم او السندات او المعادن او اسعار الفائدة). يُنظر كذلك: المادة (٢٢)، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري المعدلة.

(٣) يُنظر في عرض هذه الآراء: د. سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص٢٣٦.

II. المبحث الثاني

الطبيعة القانونية لعقود المشتقات المالية وآليات تنفيذها

تنفرد عقود المشتقات المالية عقود المشتقات المالية ببعض الخصائص التي تجعلها تتميز باللاتقليدية عن غيرها من العقود التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالي، حيث إنّها تشتق من اصول مالية وتعتمد عليها في قيمتها، ولا يتم نقل ملكية الاصل محل الاشتقاق، فهل هذا الأمر يؤثر في تحديد الطبيعة القانونية لعقد المشتقة المالية؟، كما إنَّ عقد المشتقة إذا كانت له طبيعة قانونية منفردة، فأنَّ آلية تنفيذ العقد تكون ايضًا مختلفة. لذا، سوف نتناول نُقسم هذا المبحث إلى مطلبين، ونعالج في **المطلب الأوَّل** طبيعة العلاقة المتولدة عن عقد المشتقة مالية، وفي **المطلب الثاني** آليات تنفيذ عقد المشتقة المالية. وكما في الآتي:

II.أ. المطلب الأوَّل

طبيعة العلاقة المتولدة عن عقد المشتقة المالية

تبين لنا مما تقدم إنَّ عقد المشتقات المالية هو اتفاق بين طرفين على بيع او شراء اصول مالية او عينية على ان يتم تسوية تلك العقود بتاريخ لاحق، وفي ضوء الصفة الاحتمالية لهذا العقد، واهداف المتعاملين به، والتي من ابرزها المضاربة والتحوط. لذا؛ فأنَّ هنالك آراء عدة طُرحت من قِبل الفقه لتحديد الطبيعة القانونية لهذه العلاقة، وسوف نتناول نعرض هذه الآراء مع المبررات التي قُدِمت لكل واحدة منها، وكذلك نُبين النقد الموجه اليها، والرأي الراجح لتحديد الطبيعة القانونية لتلك العلاقة.

II.أ.١. الفرع الأول

المشتقات المالية بيع عربون

يذهب البعض إلى اعتبار عقد المشتقة المالية ما هو إلّا بيع عربون[١]، بالعودة إلى تعريف العربون، فنجد أنَّه مبلغ من النقود يدفعه احد المتعاقدين للآخر وقت إبرام العقد، وفي القانون المدني العراقي تنصرف دلالة العربون من حيث الاصل إلى إنّه عربون بتات، ويمكن للأطراف الاتفاق على خلاف ذلك[٢]؛ فالبيع بالعربون يؤسس على مبلغ من النقود يدفعه احد المتعاقدين للآخر وهذا المبلغ يكون جزءًا من الثمن إذا تمت الصفقة وهذا يشابه ما يدفعه

---

(1)See: Furbush (D.) and Poulsen(A.), "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels

د.محمد عبد الغفار الشريف، "احكام الاسواق المالية"، *بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الاسلامي*، العدد السادس، ص٩٨٠. على الرابط: www.al-maktaba.org. تاريخ الزيارة: ٢٧/ ٨/ ٢٠٢٣، الساعة: ٩:٠٠ ص.

(٢) يُنظر: المادة (٩٢)، من القانون المدني العراقي رقم (٤٠)، لسنة (١٩٥١) المعدل والنافذ. كذلك: د. حسن علي ذنون، *شرح القانون المدني- اصول الالتزام*، بدون طبعة، (بغداد: مطبعة المعارف، ١٩٧٠)، ص٧٠-٧١. وعلى خلاف ذلك القانون المدني المصري (١٠٣)، حيث اعتبر المشرع المصري دلالة العربون تنصرف إلى اعتباره يفيد العدول عن العقد.

مشتري المشتقة من مبلغ الهامش، وإذا عدلَ مشتري المشتقة عن إتمام الصفقة في التاريخ المحدد؛ فأنّه يخسر الهامش المدفوع. إذن؛ فالقاسم المشترك بين بيع العربون وبين عقد المشتقة كلاهما يؤسس على دفع مبلغ بسيط وقت إبرام العقد. إضافةً إلى ذلك، تشابه الحكم في إتمام الصفقة وإبرام العقد النهائي؛ فإذا عدلَ المشتري عن إبرام العقد خسر المبلغ الهامشي، وهذا الامر يلتقي وحكم العربون[١].

وإذا كانت هذه الحجج قد تجعل هنالك قواسم مشتركة بين كِلا العقدين؛ إلّا إنَّ هنالك اختلاف يدحض هذا الرأي بينهما يتجسد بالآتي:

١- إذا كان العربون يُدفع كتعجيل للثمن؛ فأنّه عند إتمام العقد نخصمه من المبلغ الواجب دفعه للبائع، بينما عقد المشتقات المالية ليس كذلك؛ فلا يخصم ثمن الهامش عند إتمام العقد، لأنه ليس واردًا على شيء وانما له الذاتية الخاصة به كعقد قائم بذاته[٢].

٢- إنَّ المتأمل في المشتقات المالية يجد أنّها ورقة مالية، ولما كانت هذه المشتقات اوراق مالية؛ فمن الممكن تداولها في سوق الاوراق المالية، لأنَّ غاية المستثمر من بيع او شراء المشتقة هو اما مضارب او متحوط؛ فغايته الاساسية هي الحصول على الربح –فالكثير من عقود المشتقات المالية يتم تسويتها نقديًا دون أي تسلم او تسليم- وليس شراء الاصل المشتق منه او المحافظة على اصوله من تقلبات اسعار السوق[٣]، وهذا عكس العربون الذي لضمان الحصول على المحل بصرف النظر عن اي هدف آخر. وبذلك ينتفي اعتبار عقد المشتقة المالية بيع عربون.

II.أ.٢. الفرع الثاني

المشتقات المالية وعدًا بالتعاقد

هنالك من يرى أنَّ المشتقات المالية ما هي إلّا وعد بالتعاقد[٤]، يُعرّف الوعد بالتعاقد بأنّه اتفاق يرتب التزام اساسي على الواعد بإبرام عقد في المستقبل إذا اظهر الموعود له رغبته بالتعاقد خلال المدة المتفق عليها في عقد الوعد، وقد يكون الوعد ملزمًا لجانب واحد أو قد يكون ملزمًا للجانبين[٥]، وإذا كانت من اهم الآثار التي يرتبها الوعد بالتعاقد، هي إنَّ الواعد يبقى مالكًا للشيء فلا تنتقل الملكية الى الموعود له قبل ابداء رغبتهِ؛ فأنَّ هذا الامر برر

(١) د. أحمد سامي مرهون، د. عمار كريم الفتلاوي، المرجع السابق، ص١٠٢.
(٢) د. وهبة الزحيلي، *بيع العربون*، ط١، (دمشق- سوريا: دار المكتبي، ٢٠٠٠)، ص١٤.
(٣) قريب من ذلك: د. هشام السعدني خليفة، *عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)*، ط١، (الاسكندرية – مصر: دار الفكر الجامعي، ٢٠١١)، ص٦٥.
(٤) انور الزومان، "المشتقات المالية"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني: www.alqabas.com. تاريخ الزيارة: ٢٣/ ٨/ ٢٠٢٣، الساعة: ١٠:٠٠ م. كذلك في عرض هذا الرأي يُنظر: د. احمد سامي مرهون، د. عمار الفتلاوي، المرجع السابق، ص١٠٢. د. عبد العظيم ابو زيد، المرجع السابق، ص٢٩.
(٥) د. عبد المجيد الحكيم، *الموجز في شرح القانون المدني- مصادر الالتزام مع المقارنة بالفقه الإسلامي*، ج١، ط٢، (بغداد: شركة الطبع والنشر الاهلية، ١٩٦٣)، ص٩٦- ٩٧.

للبعض اعتبار عقد المشتقة المالية يشابه الوعد بالتعاقد من حيث تكوين كِلا العقدين[١]، وإذا كان هذا الرأي يجانب الصحة، ولكن لا يمكن الاخذ به على اطلاقه؛ فمن من جانب أوُّل، أنَّ هدف المتعاقدين من وراء إبرام عقد الوعد هو إبرام العقد الموعود به في المستقبل، اما عقد المشتقة فلا يقصد منه دائمًا الدخول في العقد النهائي الذي يكون محله الاصل المشتق منه، إذ غالبًا ما تتم تسوية العقد تسوية نقدية، ودون ان يحصل اي تسليم او استلام للأصول المشتق منها حيث إنَّ ٩٧% من عقود المشتقات المالية تتم تسويتها بهذه الصورة[٢]، ومن جانب ثانٍ؛ فأنَّ المضارب عندما يُقدم على إبرام عقود المشتقات المالية؛ فهو يسعى من وراء هذه التقنية العقدية الى الحصول عل الفارق السعري الذي يُشكل ربحًا له مستغلًا فرصة هبوط الاسعار إذا كان مشترٍ للمشتقة او فرصة حصول الارتفاع في الاسعار إذا كان بائعًا للمشتقة المالية.

II.أ.٣. الفرع الثالث

المشتقات المالية هي بيع قصير "short selling"

ان تداول الاوراق المالية في الوضع الطبيعي يكون عبارة عن، ابرام صفقة بين العميل الراغب بالشراء والعميل الراغب بالبيع او العكس عن طريق احدى شركات الوساطة واحتفاظ المشتري بأوراقه المالية لفترة من الزمن لحين ارتفاع سعرها، ومن ثم يفكر في بيعها، والعكس من ذلك العميل الراغب بالبيع. اما البيع القصير "البيع على المكشوف" فأن آليتها مختلفة وتتمثل في اقتراض الاوراق المالية يقصد بيعها[٣]، ولا يتم الاقتراض الا عن طريق شركات الوساطة[٤]، ولتوضيح آلية البيع القصير نسوق المثال الآتي: لو نفترض أن (س) عميل يرغب بالحصول على ١٠٠ سهم من شركة غلوبال سعر ال١٠٠ سهم الاجمالي هو مليون دينار بتاريخ ١٢/١٠/ ٢٠٢٣ وبالفعل اقترض (س) هذه الاسهم عن طريق شركة الوساطة لمدة شهر واحد، وخلال مدة العقد انخفضت قيمة اسهم شركة غلوبال واصبح اجمالي سعر الاسهم المقترضة سبعمائة الف دينار قام (س) ببيع تلك الاسهم بتاريخ ٢٠٢٣/١٢/١٨، وبحلول اجل القرض فأن (س) يرد (١٠٠) سهم بسعرها الحالي دون النظر الى سعرها وقت اقتراضها، عليه، فان (س) قد حقق ربحًا وهو ثلاثمائة الف دينار مستغلا في ذلك هبوط الاسعار وتحقيق هذا الهامش الربحي، وعلى العكس من ذلك اذا زادت قيمة الاسهم بعد اقتراضها فأن (س) يُمنى بخسارة.

---

(١) د. احمد سامي مرهون، د. عمار الفتلاوي، المرجع السابق، ص١٠٢.

(٢) د. هشام السعدني خليفة، المرجع السابق، ص٢٧١. كذلك: خالد المهنا، "بيوع المشتقات المالية في سوق الاوراق المالية المعاصرة –دراسة فقهية"، (أُطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الشريعة – قسم الفقه، جامعة محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، ٢٠١١)، ص٤٠٢.

(٣) المادة (٢٨٩)، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بالقانون (٩٥)، لسنة (١٩٩٢).

(٤) المادة (٢٩٠)، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بالقانون (٩٥)، لسنة (١٩٩٢).

فأن وجه الشبه يتحقق في أن، كل من (المشتقات المالية والبيع القصير)، يتماثلان من حيث مكان ابرام الصفقة والربح الهامشي وتدخل شركات الوساطة في الابرام، فهما يتشابهان من حيث ابرام الصفقة فأن المشرع المصري والاماراتي الزما العملاء ان يجري التعامل داخل سوق الاوراق المالية (البورصة) وعن طريق شركات الوساطة (السمسرة)[١]، لضمان الرقابة الفعالة على تلك الادوات، كلا العقدين يسعى المستثمر من ورائهما الى الربح على النحو الذي بيّناه، وتماثل آلية تحقيق الربح في عقد المشتقة المالية وعقد البيع القصير.

واذا كانت هناك اوجه للشبه بين كلا العقدين، الا ان هذا الشبه لا يصل الى حد التماثل، ذلك للأسباب الآتية[٢]:

السبب الأول: من حيث المحل، محل عقد المشتقة المالية لا يرد على الاصل المالي، والدليل ان المستثمر يدفع قيمة العقد ويؤجل عملية تسوية مركزه، اما البيع القصير؛ فأن العقد يرد على اقتراض اوراق مالية لغرض بيعها عن اخفاض سعرها في السوق.

السبب الثاني: من حيث آلية التنفيذ، في عقد المشتقة المالية، هو اشتقاق من الاصل المالي دون الحصول على هذا الاصل، والمبلغ المدفوع من قبل المشتري هو ليس ثمن للأصل المالي؛ لذلك فهو يتم بعقد واحد. اما البيع القصير، فأن المستثمر (المقترض) يبرم عقد قرض مع شركة الوساطة، بغية الحصول على الاوراق المالية، ويقوم بعد ذلك ببيعها، بفارق اعلى مستغلاً في ذلك انخفاض سعر الاوراق المقترضة (الذي يشكل هامش الربح)، فهو عملية ثنائية متتابعة.

لذا، فأن عقود المشتقات المالية تبتعد عن البيع القصير. وتبقى لها طبيعتها الخاصة حتى بالنسبة لإبرامها أوُ بالنسبة لآلية تنفيذها على النحو الذي سوف نُبينه في المطالب الثاني.

II.ب. المطلب الثاني

آليات تنفيذ عقود المشتقات المالية

بحلول التاريخ المعين لتنفيذ عقود المشتقات المالية يجب على المتعاقدين اتخاذ مركز إيجابي والقيام بتنفيذ ما التزموا به، وهذا الامر كان يتم بصورة مباشر بين الطرفين دون وجود جهة تمارس هذا الدور، بيد أنه بعد ان اصبح تداول هذه العقود يتم عن طريق تدخل شخص معنوي مرخص من قِبل السوق وفق شروط معينة[٣]، حتى ان تنفيذ الامر الصادر من المستثمر يكون الوسيط هو المسؤول عن تنفيذه **(فرعٌ أوُّل)**، وما ينتج عن ذلك هو تنفيذ العقد

---

(١) يُنظر: المادة (٢٩٠)، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بالقانون رقم (٩٥)، لسنة (١٩٩٢). كذلك: المادة (٤)، من قرار رئيس مجلس ادارة هيئة الاوراق المالية والسلع الإماراتي رقم (٤٧)، لسنة (٢٠١٢).

(٢) محمد صبري السعداوي، *النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الاوراق المالية –دراسة مقارنة-*، المرجع السابق، ص١٣١.

(٣) يُنظر: المادة (١٠/١)، من القانون المؤقت لسوق الارواق المالية العراقي رقم (٧٤)، لسنة (٢٠٠٤)، الصادر بأمر سلطة الائتلاف المنحلة. وكذلك: الفقرة (٢٢)، من التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية لسنة (٢٠١٥)، المحدثة. وفي القانون المصري: المادة (٢٦/ ٦)، مكرر من القانون رقم (١٧)، لسنة (٢٠١٨) الخاص بتعديل بعض احكام قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة (١٩٩٢) والمنشور في الجريدة الرسمية بالعدد (١٠) ، مكرر لسنة (٢٠١٨). وفي القانون الإماراتي: المادة (٢)، من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم (٤٩)، لسنة (٢٠٠٦)، الخاص بمتطلبات تأسيس شركة السمسرة في الاوراق المالية والترخيص لها بمباشرة النشاط.

وتسوية المراكز المالية الناشئة عنه من خلال تسليم الاصل المالي مقابل تسديد الثمن أو من خلال دفع فروقات الاسعار في حال عجز المستثمر عن التنفيذ **(فرع ثانٍ)**، وسوف نتناول هذه الآليات كالآتي:

II.ب.١. الفرع الأوَّل

اثر الامر الصادر من المستثمر في تنفيذ عقود المشتقات المالية

إنَّ جميع العمليات التي ترد على الاوراق المالية المقيدة في سوق الاوراق المالية لا تتم إلّا عن طرق المرخصين من قبل السوق، وقبل تنفيذ الصفقة وانتقال ملكية الاوراق المالية، يتوجب على المستثمر - بائع أوُّ مشتر بحسب المركز الذي يتخذه- أن يقوم بإرسال امر البيع أوُّ الشراء إلى الوسيط؛ لكي يقوم الاخير بالتدخل بهدف إتمام الصفقة لحساب المستثمر[١]، وبموجب طلب مقدم من قبل المستثمر إلى الوسيط يفوضه إياه في تداول الاوراق المالية، ويُثبت في الطلب جملة من البيانات الإلزامية التي تبدأ باسم وعنوان كل من الوسيط والمستثمر، وبيان الخدمات التي يقدمها الوسيط والعمولات التي سيتقاضاها الوسيط من المستثمر[٢]، كما يجب ان يتضمن التفويض اسم المستثمر ورقمه واسم الورقة المالية ونوع العملية المراد ابرامها (بيع- شراء) وعدد الاوراق المالية وسعرها وتاريخ التفويض ووقته ومدة سريانه[٣]. بالمقابل، يقع على عاتق الوسيط إدخال اوامر البيع او الشراء عند تلقيه التفويض الخاص بها وفقًا لأسبقية التسجيل في سجل الوسيط[٤].

ويتابع الوسيط مهمته حتى تنفيذ امر الصادر من المستثمر والوارد على الاوراق المالية وضمان تسويتها بصورةٌ نهائية.

هذا الحال بالنسبة لتنفيذ الامر الصادر من المستثمر والخاص بتداول الاوراق المالية التي يتم تداولها في السوق الفورية[٥]. اما بالنسبة للسوق التي يتم فيها تداول عقود المشتقات المالية؛ فهي السوق الآجلة، وبالنسبة لتنفيذ امر التداول؛ فأنه لا يختلف كثيرًا عن الامر الصادر من المستثمر على عقود تداول الاوراق المالية في السوق الفورية (العاجلة)، وبالرجوع احكام القوانين محل المقارنة والتي نظمت العمليات التي تجري على المشتقات المالية في السوق الآجلة.

---

(١) يُنظر: المادة (١/ ل)، من التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية النسخة المحدثة لسنة (٢٠١٥). كذلك: المادة (٩٢)، من الفصل الثاني من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥)، لسنة (١٩٩٢).

(٢) يُنظر: المادة (٣/ ج)، و المادة (٤/ أ / ب/ ج)، من التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠١٥) المحدثة.

(٣) يُنظر: المادة (٤/ د)، من التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠١٥) المحدثة.

(٤) يُنظر: المادة (٤/ هـــ)، من التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠١٥) المحدثة.

(٥) السوق الفورية: هي السوق التي يتم فيها العمليات العاجلة، وينحصر إلتزام البائع بتسليم الاوراق المالية، والتزام المشتري بدفع الثمن، وهذا يتم عن طرق شركات الوساطة. اما السوق الذي لا تنفذ فيه عمليات التداول في الحال يطلق عليها تسمية (السوق الآجلة).

حيث نجد إنَّ المشرع المصري اناط مهمة تسوية عقود المشتقات المالية في السوق الآجلة إلى جهة مختصة، الا وهي شركة المقاصة والتسوية المرخص لها بالعمل بهذا النشاط حصرًا من قبل الهيأة العامة لسوق رأس المال المصري[١]، وإجراءات التسوية والمقاصة لهذا النوع من العقود تتم وفقًا لأحكام قانون الايداع والقيد المركزي للأوراق المالية رقم (٩٣) لسنة (٢٠٠٠) ولائحته التنفيذية حسب ما نصت عليه المادة (٢٦) من قانون رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة (١٩٩٢) المعدل.

ويتضح لنا بجلاء أن موقف المشرع المصري، بخصوص مسألة تداول المشتقات المالية؛ فأن عملية التداول لا تتم إلّا من خلال الوسيط المرخص، اما الجهة المكلفة بتنفيذ الاوامر؛ فأنها شركة المقاصة والتسوية.

أما بالنسبة لموقف المشرع الإماراتي، فقد تولى المشرع تعيين الجهة المختصة بعمليات التسوية والتقاص بالنسبة لعقود المشتقات المالية، وهي شركة التقاص المركزي المرخصة من قبل هيئة الاوراق المالية والسلع، وفق شروط معينة حددتها المادة (٣) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (٢٢/ ر.م) لسنة (٢٠١٦) بشأن تنظيم اعمال شركة التقاص المركزي، حيث ان هذه الشركة تعتبر الطرف المقابل[٢] لكافة التداولات في السوق مقابل عمولة محددة، وهي كذلك ضامنة لتنفيذ امر التداولات المبرمة في السوق وتتولى تحديد صافي حقوق والتزامات عضو التقاص المركزي[٣]. ومن الجدير بالذكر، إن المستثمرين في عقود المشتقات المالية ملتزمون بقبول التسوية والتقاص التي تجريها شركة التقاص المركزي، حتى بالنسبة لعقود المشتقات المالية غير المدرجة في سوق الاوراق المالية او ما تسمى (OTC)[٤][٥].

وبخلاف موقف المشرع المصري والإماراتي من تداول المشتقات المالية؛ فبما إنَّ المشرع العراقي لم ينظم تداول المشتقات المالية، وبالتالي ليس هنالك تعاملات ترد على المشتقات المالية. إلّا إنَّ مشروع قانون الاوراق المالية العراقية لسنة (٢٠٠٨) أوكل مهمة تسوية تلك العقود إلى مركز الايداع العراقي، حيث جعل هذا المشروع من مسؤولية المركز

---

(١) يُنظر: المادة (٢٦)، مكرر من قانون رأس المال المصري رقم (٩٥)، لسنة (١٩٩٢) المعدل.

(٢) ومعنى الطرف المقابل، يعني: أن هذه الشركة تمثل الطرف البائع (محرر عقد المشتقة) وبنفس الوقت تمثل المستثمر المشتري.

(٣) ومن بين اعضاء التقاص المركزي، هي شركة الوساطة. يُنظر في ذلك: المادة (١/ ف/١)، من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٢٢/ ر. م)، لسنة (٢٠١٦).

(٤) (OTC) هي مختصر لـ (Over The Counter Derivatives)، هي: وهي اتفاقات ترد على المشتقات المالية يتم تداولها خارج سوق الاوراق المالية (البورصة). يُنظر في ذلك: Seema G. Sharma, Over-the- Counter Derivatives: A New Era Of Financial Regulation, journal Law and Business Review Of Americas, Vol 17, iss 2/ 6, 2011, P: 284.

(٥) يُنظر: المادة (٢/ ٦)، من قرار رئيس مجلس ادارة الهيئة رقم (٢٢/ ر.م)، لسنة (٢٠١٨)، بشأن تنظيم عقود المشتقات المالية.

إجراء عمليات التقاص والتسوية لجميع تعاملات الاوراق المالية[١]، وبما إنّ مشروع قانون الاوراق المالية العراقي نظم تداول المشتقات المالية، اضافةً إلى ذلك، فأنَّ مهمة المركز في اجراء التقاص والتسوية بشأن تعاملات الاوراق المالية وجاءت الاوراق المالية مطلقة غير مقيدة بنوع محدد. إذن فمن الطبيعي ان مركز الايداع العراقي يأخذ على عاتقه القيام بتسوية عقود المشتقات المالية ايضًا.

II.ب.٢.الفرع الثاني

آلية تنفيذ الامر الوارد على عقود المشتقات المالية

إن نتيجة الامر الصادر من المستثمر الى الوسيط، والذي يرد على تداول المشتقات المالية، نلحظ بعض الاختلاف من حيث تنفيذ، ذلك قد ينتج عن هذا الامر، تنفيذ العقد بالتسليم **(اوُلاً)** او تصفية المراكز بإبرام صفقة عكسية **(ثانيًا)**. او قد يصار في بعض الاحيان الى تأجيل تسوية العقد**(ثالثًا)**.

اوُلاً: تنفيذ العقد بالتسليم: وهذه الآلية يتم بموجبها تنفيذ غالبية العقود بصورة عامة، حيث يتوقع بائع المشتقة المالية انخفاض سعر الاصول في الايام القادمة، فيقوم بتعجيل تسليم الاصول الى المشتري، او يتوقع المشتري ارتفاع اسعار الاصول في المستقبل فيسارع الى شراؤها، وهنا يقف مركز المقاصة بصفته مراقبًا على عمليات التسليم من حيث المكان والزمان، لان جميع هذه الامور محددة وفق القواعد الخاصة بالتسلم في عقد المشتقة[٢].

ثانيًا: التصفية بإبرام صفقة عكسية: يُراد بالتصفية في نطاق عقود المشتقات المالية بأنّها قيام المتعاقد بإنهاء التزامه الناشئ عن هذا العقد ويكون ذلك بصورتين، وهما: اما انهاء العقد دون تنفيذ أوُ بالتنفيذ والوفاء بالالتزامات المترتبة[٣].

اما من حيث آلية التصفية، فإنَّ المستثمر مصدر الامر يقوم بإبرام عقد عكسي مماثل للعقد السابق، فيقوم المشتري بالتحلل من التزامه من خلال ابرام عقد -وهذه العملية تكون في نطاق العقود الملزمة للجانبين-؛ كالعقد المستقبلي مثلاً ويجب ان يرد العقد العكسي على ذات الورقة المالية وذات النوعية والصنف، وبالتالي يحل مشتري العقد المستقبلي محل المشتري الاول في استلام تلك الارواق المالية، هذه التصفية تتحقق قبل حلول تاريخ الاستحقاق، أما النوع الآخر للتصفية؛ فهي التصفية التي تحصل بالتاريخ المتفق عليه، حيث تتحقق بتسلم الأصل المشتق منه من قبل محرر العقد (البائع) ودفع الثمن من قبل المشتري أي بالقبض بين الطرفين، والاغلب ان النوع الأول من انواع التصفية هو الغالب حيث ان مشتري المشتقة

(١) يُنظر: المادة (٦١/ أ)، من مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨).
(٢) محمد صبري السعداوي، المرجع السابق، ص٢٥١ وما بعدها.
(٣) د. مبارك بن سليمان آل سليمان، المرجع السابق، ص٩٦٨.

يسعى الى انتهاز الفرصة وتحقيق الربح[١] حيث تتم تسوية العقد بحساب الفروقات المالية دو تسليم واستلام[٢]. اما في عقود المشتقات المالية الملزمة لجانب واحد –كعقد الخيار- فإنَّ التسوية تتم من خلال ممارسة حق الخيار حيث اذا تحققت توقعات المشتري (مشتري الخيار) وارتفعت اسعار الاصل المالي المشتق منه ودفع ثمنها، هذا بالنسبة لخيار الشراء، اما بالنسبة لخيار البيع؛ فأنَّ التصفية تتم من قبل البائع محرر الخيار[٣]، وبالتالي، تتم تسوية هذه العقود وفقًا للقواعد المتبعة في تسوية عقود تداول الاوراق المالية الأصلية.

ثالثًا: تأجيل تسوية العقد: وبمقتضى هذه العملية يلجأ المستثمر الذي اصدر الامر (البيع او الشراء) إلى تأجيل تسوية العقد عندما تتغير قيمة الاصل المالي بصورة تخالف توقعاته واستشعر انَّ التسوية في هذا اليوم قد تلحق به بسببها خسائر فادحة؛ فأنه في هذه الحالة يُصدر امرًا الى وسيطه بتأجيل تسوية العقد الى وقت بدلاً من انهاء الصفقة بخسارة، على ان يدفع مقابلًا للتأجيل التسوية يُدعى "بدل التأجيل"[٤].

الخاتمة

في ختام دراستنا للتنظيم القانون لتداول المنتجات المبتكرة في سوق الاوراق المالية، توصلنا إلى عدة نتائج ومقترحات نذكرها كالتالي:

أوُّلًا: النتائج، وهي كالآتي:

١- تبين لنا من خلال دراستنا للمنتجات المبتكرة "المشتقات المالية": (هو اتفاق بين طرفين من خلال وسيط مرخص يمثل كل منهما على بيع او شراء اصول مالية او عينية، بسعر محدد بسيط يدفع ابتداءً وقت الاتفاق، على أن يتم تسويتها في تاريخ لاحق ووفق آلية معينة من قبل السوق، دون ان يفرض القانون ان يتخذ الاتفاق شكلاً معينًا، ويهدف المستثمرين من وراء ابرم العقد إلى امرين: المضاربة لأجل تحقيق الربح، والتحوط من تقلبات الاسعار).

٢- إن المشرع العراقي لم يخص عقود المشتقات المالية بالتنظيم في القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية؛ فتبقى هذه العقود في عِداد العقود غير المسماة على العكس من موقف المشرع المصري والاماراتي اللذان نظماها بصورة دقيقة.

٣- ان المستثمر الذي يستخدم المشتقات المالية، يلجأ إليها لتحقيق احدى الغرضين اما المضاربة لأجل الربح او التحوط من مخاطر استثمار الاصول المالية او العينية الاصلية؛ فوجدنا ان المشرع العراقي قد الزم المصارف بتحديد نسب تحوطية باستخدام عقود المشتقات

---

(١) شعبان محمد إسلام البرواري، *بورصة الاوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)*، ط١، (دمشق- سوريا: دار الفكر، ٢٠٠٢)، ص٢٠٤.

(٢) د. هشام السعدني خليفة بدوي، المرجع السابق، ص ٢٧١- ٢٧٢.

(٣) د. هشام السعدني خليفة بدوي، المرجع السابق، ص٢٢٤ وما بعدها.

(٤) شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص٢٠٥.

المالية، لا بل جعلها من الانشطة التي تقوم بها المصارف، لكن هذا الامر يصطدم بعقبة عدم تنظيم هذه العقود في قانون سوق العراق للأوراق المالية.

٤- ان عقود المشتقات المالية تتنوع بين ثلاثة انواع رئيسية، وهي: العقد المستقبلي، عقد الخيار، عقد المبادلة. وكل نوع من هذه العقود يحقق جملة من الخصائص التي تُلبي طموحات المستثمر.

٥- نظرًا لطبيعة العلاقة القانونية الخاصة الناشئة عن عقود المشتقات المالية؛ فلا يمكن ردها لأي من الانظمة القانونية التقليدية ؛ فتبقى هذه العقود تتمتع بآلية تكوين (يقتضي إبرامها تدخل وسيط مرخص)، وآلية تنفيذ منفردة لها قواعدها الخاصة.

٦- تبين لنا إنَّ إبرام عقود المشتقات المالية لا تتم إلا عن طريق وسيط مرخص من قبل السوق، اما بالنسبة لتسوية تداول عقود المشتقات المالية؛ فأنها تخضع لقانون الايداع المركزي العراقي –في حال تنظيم المشرع لهذه العقود-، اما بالنسبة لتنفيذ هذه العقود، فأنَّ الامر يختلف في حال ما اذا اراد المشتري تسوية مركزه في ميعاد الاستحقاق، وقد يكون ذلك بالقبض اي (قبض الاصل المالي او العيني) مقابل دفع الثمن "التسوية العينية"، او التسوية دو تسليم واستلام للأصول وهذا الامر الاخير هو الغالب اذ تتم التسوية بدفع الفروقات ويطلق على هذا النوع من التسوية "التسوية النقدية".

ثانيًا: المقترحات، وتتمثل مقترحاتنا في:

١- بعد بيان آلية تداول المنتجات المالية المبتكرة واثرها في تطوير ادوات السوق؛ لذا فأنَّ المشرع العراقي مدعوا إلى الاسراع بإقرار مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨) ، مع ضرورة إعادة الصياغة بعض مواده الخاصة بالمشتقات المالية، فعالم المال اليوم يتطور باللحظات وهذا التطور يفرز باستمرار تقنيات عقدية غير موجودة بالأمس قد تؤثر على قرارات المستثمرين من ناحيتين؛ من الناحية الاولى أن المستثمر يتردد في اتخاذ قرار استثمار اوراقه المالية في سوق العراق للأوراق المالية لعدم تطوير ادوات السوق مقابل احتياجاته. ومن الناحية الثانية، تخلف القوانين التي توفر له الحماية.

٢- نقترح على المشرع العراقي، عند إقرار مشروع قانون الاوراق المالية، إيلاء مركز التسوية مكانة خاصة من خلال تعديل المادة (٦٥/ ج) بحيث تصبح (ويقوم مركز الايداع في اصدار تعليمات تنظم عمله، وتحديد يوم التسوية الذي يراه المركز مناسبًا لطرفي عقد المشتقة)، نرى في هذا الامر من الاهمية الكبيرة في خلق الثقة لدى المستثمرين.

٣- إن يوم التسوية يحدد ابتداءً من قبل طرفا عقد المشتقة المالية، في حين نجد أن المشرع العراقي ذَكرَ أنَّ يوم التسوية يحدد من قِبل مجلس المحافظين (٢/ ط) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للاوراق المالية لسنة (٢٠٠٧)، فعلى المشرع العراقي أن يتنبه إلى هذا الامر عند إقرار مشروع قانون الاوراق المالية (٢٠٠٨)

او إعادة صياغة المادة (٢/ ط) من القانون المذكور بما تأتلف مع تسوية عقود المشتقات المالية.

٤-ضرورة إيراد نص في مشروع قانون الاوراق المالية، يُنظم طريقة تسوية عقد المشتقة المالية، ومقدار الهامش الذي يتم الاتفاق عليه بين طرفي العقد وآلية دفعه، لإضفاء الجدية على التزام الاطراف على تسوية العقد بصورة نهائية خلال المدة المتفق عليها ومهما تكن طريقة التسوية.

المصادر

أوُّلاً- المراجع العربية:

١. جمال عبد العزيز العثمان، *الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة – دراسة قانونية مقارنة-*، ط١، مصر: دار النهضة العربية، ٢٠١٠.

٢. د. هشام السعدني خليفة، *عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية إقتصادية مقارنة)*، ط١، الاسكندرية – مصر: دار الفكر الجامعي، ٢٠١١.

٣. د. وهبة الزحيلي، *بيع العربون*، ط١، دمشق- سوريا: دار المكتبي، ٢٠٠٠.

٤. د. حسن علي ذنون، *شرح القانون المدني- اصول الالتزام*، بدون طبعة، بغداد: مطبعة المعارف، ١٩٧٠.

٥. د. طارق عبد العال حماد، *المشتقات المالية: المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة*، الجزء ٥، بدون طبعة، الإسكندرية- مصر: الدار الجامعية، ٢٠٠١.

٦. د. مبارك بن سليمان السليمان، *احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة*، الجزء ١، ط١، الرياض: دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، ٢٠٠٥.

٧. د. مصطفى يوسف كافي، *بورصة الاوراق المالية*، ط١، دمشق- سوريا: مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ٢٠٠٩.

٨. محمد الصيرفي، *البورصات*، ط١، الاسكندرية- مصر: دار الفكر الجامعي، ٢٠٠٦

٩. د. سمير عبد الحميد رضوان حسن، *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية واحكام الشريعة الاسلامية*، ط١، مصر: دار النشر للجامعات، ٢٠٠٥.

١٠. د. عبد المجيد الحكيم، *الموجز في شرح القانون المدني- مصادر الالتزام مع المقارنة بالفقه الإسلامي*، ج١، ط٢، بغداد: شركة الطبع والنشر الاهلية، ١٩٦٣.

١١. عبد الكريم قندوز، *الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق*، ط١، مؤسسة الرسالة ناشرون: ٢٠٠٨.

١٢. عصام ابو النصر، *اسواق الاوراق المالية (البورصة في ميزان الفقه الإسلامي)*، ط١، القاهرة- مصر: دار النشر للجامعات، ٢٠٠٦.

١٣. عبد الحميد محمود البعلي، *المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية*، بدون طبعة، الكويت: الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ١٩٩٩.

١٤. شعبان محمد إسلام البرواري، *بورصة الاوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)*، ط١، دمشق- سوريا: دار الفكر، ٢٠٠٢.

١٥. خالد وهيب الراوي، *إدارة المخاطر المالية*، ط١، عمان – الأردن: دار المسيرة، ١٩٩٩، ص٢٩٨.

١٦. خالد أحمد علي محمود، *فن إدارة المخاطر في البنوك وسوق المال*، ط١، مصر: دار الفكر الجامعي، ٢٠١٩.

ثانيًا- الرسائل والاطروحات الجامعية:

١. محمد صبري السعداوي، "النظام القانوني للمشتقات المالية في سوق الاوراق المالية –دراسة مقارنة-"، أُطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق- جامعة القاهرة، مصر، ٢٠١٥.

٢. مصعب علي عمر علي العمر، "النظام القانوني لسوق الاوراق المالية (دراسة مقارنة)"، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الحقوق – جامعة الموصل، ٢٠٠٦ .

٣. سماح حسين علي، "التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الاوراق المالية (دراسة مقارنة)"، أُطروحة دكتوراه مقدمة مجلس كلية القانون – جامعة كربلاء، ٢٠١٥ .

٤. شروق حسين عبده الماحي، "سوق المشتقات المالية (المفهوم، والآليات، والتحديات)"، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق – جامعة المنصورة، مصر، ٢٠١٥ .

ثالثًا- البحوث المنشورة في المجلات والدوريات:

١. د. أحمد سامي مرهون، د. عمار كريم الفتلاوي، "التنظيم للمشتقات المالية واثرها على اسعار النفط"، *مجلة للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون – جامعة الكوفة، العراق*، المجلد ١، العدد ٣٢، (٢٠١٧).

٢. سعد عبد الحميد محمود صالح، "صكوك التمويل وفقًا لقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣ والاوراق المالية الواردة في القوانين المنظمة لأحكام اسواق رأس المال"، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق- جامعة المنوفية، المجلد٢٧، العدد٤٦، (٢٠١٧).

٣. د. عبد العظيم ابو زيد، "التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، *بحث منشور في مجلة الملك عبد العزيز، منشورات مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، السعودية*، المجلد٢٧، العدد٣، (٢٠١٤).

رابعًا- البحوث المنشورة على شبكة الإنترنت:

١. انور الزومان، المشتقات المالية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني: www.alqabas.com.

٢. مقال منشور على موقع مجلة البورصة، في (٢٥/ ٨/ ٢٠٢٠)، على الموقع الالكتروني: WWW.Alborsaanews.co. تاريخ الزيارة: ١٥/ ٢/ ٢٠٢٣.

٣. د.محمد عبد الغفار الشريف، احكام الاسواق المالية، بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الاسلامي، العدد السادس، ص٩٨٠. على الرابط: www.al-maktaba.org.

خامسًا- المقابلات الشخصية:

١. مكالمة هاتفية أُجريت مع مدير العلاقات العامة في سوق العراق للأوراق المالية السيدة (جيمي افهم توما) .

سادسًا- القوانين:

١. القانون المدني العراقي رقم (٤٠)، لسنة (١٩٥١) وتعديلاته.

٢. قانون المصارف العراقي رقم (٩٤)، لسنة (٢٠٠٤) الصادر بأمر سلطة الائتلاف المنحلة.

٣. القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم (٧٤)، لسنة (٢٠٠٤) الصادر بأمر سلطة الائتلاف المنحلة.

٤. قانون التجارة المصري رقم (١٧)، لسنة (١٩٩٩) الجديد المعدل والنافذ.

٥. قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥)، لسنة (١٩٩٢) المعدل والنافذ.

سابعًا- مشاريع القوانين:
١. مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة (٢٠٠٨).
ثامناً: التعليمات والانظمة والقرارات:
١. تعليمات تداول الاوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (٢٠١٥) المحدثة.
٢. النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (٢٠٠٧).
٣. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥)، لسنة (١٩٩٢) المعدلة.
٤. القانون رقم (٢٢) لسنة (٢٠١٥) المعدل للقانون رقم (٧) لسنة (٢٠١٠) بشأن إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الاوراق المالية.
٥. قرار رئيس مجلس ادارة هيئة سوق الامارات للأوراق المالية رقم (٢٢/ ر.م) لسنة (٢٠١٨)، بشأن تنظيم عقود المشتقات المالية.
٦. قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم (٤٩)، لسنة (٢٠٠٦)، الخاص بمتطلبات تأسيس شركة السمسرة في الاوراق المالية والترخيص لها بمباشرة النشاط.
٧. قرار رئيس مجلس ادارة هيئة الاوراق المالية والسلع الإماراتي رقم (٤٧)، لسنة (٢٠١٢).

تاسعًا: المراجع الأجنبية:

1) Nir Naor, Reporting on Financial Derivatives form a law Economics Perspective, master thesis, University Hamburg, 2003.
2) Furbush (D.) and Poulsen(A.), "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels
Seema G. Sharma, Over-the- Counter Derivatives: A New Era Of Financial Regulation, journal Law and Business Review Of Americas, Vol 17, iss 2/ 6, 2011.

First - Arabic references:

1. Gamal Abdel Aziz Al-Othman, Disclosure and Transparency in Information Related to Securities Traded on the Stock Exchange - A Comparative Legal Study -, 1st edition, Dar Al-Nahda Al-Arabiya, Egypt, 2010.

2. D. Hisham Al-Saadani Khalifa, Financial Derivatives Contracts (A Comparative Economic Jurisprudential Study), 1st edition, Dar Al-Fikr Al-Jami'i, Alexandria - Egypt, 2011.

3. D. Wahba Al-Zuhaili, Selling the Araboun, 1st edition, Dar Al-Maktabi, Damascus - Syria, 2000.

4. D. Hassan Ali Thanoun, Explanation of Civil Law - Principles of Commitment, without edition, Al-Maaref Press, Baghdad, 1970.

5. D. Tariq Abdel-Al Hammad, Financial Derivatives: Concepts - Risk Management - Accounting, Part 5, out of print, University House, Alexandria - Egypt, 2001.

6. D. Mubarak bin Suleiman Al-Sulaiman, Provisions for Dealing in Contemporary Financial Markets, Part 1, 1st Edition, Dar Kunooz Ishbilia for Publishing and Distribution, Riyadh, 2005.

7. D. Mustafa Youssef Kafi, Stock Exchange, 1st edition, Raslan Foundation for Printing, Publishing and Distribution, Damascus - Syria, 2009.

8. Muhammad Al-Sirafi, Stock Exchanges, 1st edition, Dar Al-Fikr Al-Jami'i, Alexandria - Egypt, 2006.

9. D. Samir Abdel Hamid Radwan Hassan, financial derivatives and their role in risk management and the role of financial engineering in manufacturing their instruments - a comparative study between statutory systems and the provisions of Islamic Sharia, 1st edition, Universities Publishing House, Egypt, 2005.

10. D. Abdul Majeed Al-Hakim, Al-Mawjiz fi Sharh Al-Civil Law - Sources of Obligation with Comparison to Islamic Jurisprudence, vol. 1, 2nd ed., National Publishing and Publishing Company, Baghdad, 1963.

11. Abdul Karim Kunduz, Islamic Financial Engineering between Theory and Practice, 1st edition, Al-Resala Publishers Foundation, 2008.

12. Essam Abu Al-Nasr, Stock Markets (The Stock Exchange in the Balance of Islamic Jurisprudence), 1st edition, Universities Publishing House, Cairo - Egypt, 2006.

13. Abdul Hamid Mahmoud Al-Baali, Financial Derivatives in Practice and in the Sharia View, without edition, Arab Academy for Banking and Financial Sciences, Kuwait, 1999.

14. Shaaban Muhammad Islam Al-Barwari, The Stock Exchange from an Islamic Perspective (Critical Analytical Study), 1st edition, Dar Al-Fikr, Damascus - Syria, 2002.

15. Khaled Wahib Al-Rawi, Financial Risk Management, 1st edition, Dar Al-Masirah, Amman - Jordan, 1999, p. 298.

16. Khaled Ahmed Ali Mahmoud, The Art of Risk Management in Banks and the Money Market, 1st edition, Dar Al-Fikr Al-Jami'i, Egypt, 2019.

Second - University theses and dissertations:

1. Muhammad Sabry Al-Saadawi, The legal system for financial derivatives in the stock market - a comparative study -, doctoral thesis submitted to the Council of the Faculty of Law - Cairo University, Egypt, 2015.

2. Musab Ali Omar Ali Al-Omar, The Legal System of the Stock Market (A Comparative Study), Master's thesis submitted to the Council of the College of Law - University of Mosul, 2006.

3. Samah Hussein Ali, Legal Regulation of Option Contracts in the Stock Market (Comparative Study), PhD thesis submitted to the Council of the College of Law - University of Karbala, 2015.

4. Shorouk Hussein Abdo Al-Mahi, Financial Derivatives Market (Concept, Mechanisms, and Challenges), PhD thesis submitted to the Council of the Faculty of Law - Mansoura University, Egypt, 2015.

Third: Research published in magazines and periodicals:

1. D. Ahmed Sami Marhoon, Dr. Ammar Karim Al-Fatlawi, Regulation of Financial Derivatives and their Impact on Oil Prices, Journal of Legal and Political Sciences, Volume 1, Issue 32, College of Law - University of Kufa, Iraq, 2017.

2. Saad Abdel Hamid Mahmoud Saleh, financing instruments in accordance with Law No. 10 of 2013 and the securities contained in the laws regulating the provisions of capital markets, research published in the Journal of Legal and Economic Research, Faculty of Law - Menoufia University, Volume 27, Issue 46, 2017.

3. D. Abdul Azim Abu Zaid, Jurisprudential and Maqasid analysis of financial derivatives, research published in King Abdul Aziz Magazine, Volume 27, Issue 3, Publications of the Scientific Publishing Center, King Abdul Aziz University, Saudi Arabia, 2014.

Fourth: Research published on the Internet:

1. Anwar Al-Zoman, Financial Derivatives, an article published on the website: www.alqabas.com.

2. An article published on the Al Borsa Magazine website, on (8/25/2020), on the website: WWW.Alborsaanews.co. Date of visit: 2/15/2023.

3. Dr. Muhammad Abdel Ghaffar Al-Sharif, Rulings on Financial Markets, research published in the Journal of the Islamic Jurisprudence Academy, sixth issue, p. 980. At the link: www.al-maktaba.org.

Fifth - Personal interviews:

1. A phone call made with the Director of Public Relations at the Iraqi Stock Exchange, Mrs. Jimmy Afham Touma.

Sixth - Laws:

1. Iraqi Civil Law No. (40) of (1951) and its amendments.

2. Iraqi Banking Law No. (94) of (2004) issued by order of the dissolved Coalition Authority.

3. Temporary Law for the Iraq Stock Exchange No. (74) of (2004) issued by order of the dissolved Coalition Authority.

4. The new Egyptian Trade Law No. (17) of (1999), amended and effective.

5. Egyptian Capital Market Law No. (95) of (1992), amended and effective.

Draft laws:

1. The draft Iraqi securities law for the year (2008).

Seventh - Instructions, regulations and decisions:

1. Updated instructions for trading securities in the Iraqi Stock Exchange for the year (2015).

2. The system for deposit, settlement and clearing in the Iraqi Stock Exchange for the year (2007).

3. Executive regulations of the Egyptian Capital Market Law No. (95) of (1992), amended.

4. Law No. (22) of (2015) amending Law No. (7) of (2010) regarding establishing the Capital Market Authority and regulating securities activity.

5. Decision of the Chairman of the Board of Directors of the Emirates Securities Market No. (22/Chairman) of the year (2018) regarding the regulation of financial derivatives contracts.

6. Decision of the Chairman of the Board of Directors of the Capital Market Authority No. (49) of (2006) regarding the requirements for establishing a securities brokerage company and licensing it to carry out the activity

Eighth - Foreign references:

1) Nir Naor, Reporting on Financial Derivatives form a law Economics Perspective, master thesis, University of Hamburg, 2003.

2) Furbush (D.) and Poulsen (A.), “Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels

Seema G. Sharma, Over-the- Counter Derivatives: A New Era Of Financial Regulation, journal Law and Business Review Of Americas, Vol 17, iss 2/6, 2011.