



التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة).
Legal regulation for the settlement of futures contracts in the stock market
 (a comparative study).

بحث مقدم من قبل

الاستاذ المساعد الدكتور ميثاق طالب عبد حمادي

الباحث محمد كاظم علي مشعل

جامعة بابل // كلية القانون

الخلاصة.

يختلف التعامل بشراء وبيع الأوراق المالية داخل اسواق رسمية منظمة تعرف بأسواق الاوراق المالية، التي تحكمها اجراءات وضوابط معينة تضعها القوانين المنظمة لها، منذ ابرامها حتى تنفيذها، أما التعامل خارجها فلا يخضع لتلك الاجراءات، ومن أهم العقود التي تبرم داخل تلك الاسواق هي العقود المستقبلية ذات التنفيذ المستقبلي والتي يمكن تعريفها على أنها اتفاق قانوني بين طرفين بائع ومشتري، على ابرام عقد عن طريق وسيط يمثل كل طرف، يرد على اصول مالية محددة السعر والكمية عن طريق الاتفاق كالأسهم والسندات واذونات الخزنة، لغرض التحوط من تقلبات الاسعار وتحقيق الارباح عن طريق المضاربة على أن يكون تنفيذها عن طريق تسويتها بتاريخ مستقبلي محدد عن التعاقد. ويتم التعامل في مختلف اسواق الاوراق المالية حول العالم بإبرام اعداد كبيرة من العقود المستقبلية التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات الاجنبية وزيادة حجم التداول داخل تلك الاسواق، وهذه التعاملات يكون لها المردود الايجابي الذي ينعكس على اقتصاد البلد ككل وعلى تشجيع المدخرين على استثمار اموالهم، والتي تنتهي تلك العقود من خلال تنفيذها عن طريق ما يعرف بالتسوية. الكلمات المفتاحية: العقود المستقبلية، اجراءات التسوية، تنفيذ العقود المستقبلية، جهة التسوية، سوق الاوراق المالية.

Abstract.

Dealing with the purchase and sale of securities differs within official organized markets known as stock markets, which are governed by specific procedures and controls established by the laws regulating them, since their conclusion until their implementation. As for dealing outside them, they are not subject to these procedures, and the most important contracts concluded within those markets are future contracts with Future implementation, which can be defined as a legal agreement between two parties, a seller and a buyer, to conclude a contract through a broker representing each party, responding to specific financial assets price and quantity through the agreement such as stocks, bonds and treasury bills, for the purpose of hedging price fluctuations and achieving profits for Through speculation, provided that it is executed by settling it on a specific future date for the contract. And dealing in various stock exchanges around the world is concluded by concluding large numbers of future contracts that attract foreign investment and increase the volume of trading within those markets, and these transactions have a positive return that reflects on the economy of the country as a whole and on encouraging savers to invest their money, which ends that Contracts through their implementation through what is known as settlement.

Key words: Futures contracts , settlement procedures , implementation of future contracts , settlement body , stock market.



المقدمة.

أن التطور الذي لازم اسواق الاوراق المالية والتغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية وكذلك التوجه العالمي المتزايد نحو التسهيل المالي والاجرائي بقصد تحفيز تدفق الاستثمارات المالية الدولية عبر العالم، أدى إلى ظهور اداة من ادوات الاستثمار المالي الجديد لتلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة غير المتناهية كأدوات ومنتجات مالية جديدة، وتمثلت هذه الادوات بالمشتقات المالية التي تعد العقود المستقبلية جزء منها وتعد العقود المستقبلية من أكثر الموضوعات جدلاً وتنوعاً مما لا يمكن احصاء آثارها سلباً وإيجاباً في النشاط الاقتصادي ككل، وتعد أيضاً من الادوات التي نضحت عن الفكر المالي واقتحمت البورصات، والتي جاء ابتكارها على أثر انهيار اتفاقية بريتون وودز في عام 1973، التي دعت لها الولايات المتحدة الامريكية لتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي العالمي، وكذلك ظهرت بسبب الانهيارات المتتالية في اسواق الاوراق المالية العالمية في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية والمصرفية، الامر الذي دفع هذه المؤسسات عبر دوائر البحث والابتكار لخلق ادوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية لحماية اصولها ومن تلك الادوات الفعالة هي العقود المستقبلية، التي يتم تداولها في اسواق منظمة يخضع التعامل بها إلى تنظيم خاص تحده القوانين واللوائح التي تحكم السوق وبوجود هيئات ادارية لها سلطة الترخيص للشركات العاملة في الوساطة المالية من جهة، والرقابة على سلطة السوق من جهة اخرى، ويكون المحل في العقود المستقبلية موجود ومحدد كونها عقود يتم ابرامها بشكل كامل في الحاضر وأن ما يؤجل هو تنفيذها فقط، لذا سميت بالعقود المستقبلية أي أنها مستقبلية التنفيذ لا مستقبلية الانعقاد كما يعتقد البعض. وقد تباين موقف التشريعات المقارنة في تعريف هذه العقود، فبالنسبة للمشرع العراقي فإنه لم يعرفها ولكنه أشار إليها في مشروع قانون الاوراق المالية لسنة 2008، حيث نصت المادة (4/5) منه على إنه (أي مشتقات متعارف عليها إنها عقد خيار شراء أو خيار بيع أو عقود آجلة التسوية أو مستقبلية...) كذلك يمكن أن نجد الإشارة إلى العقود المستقبلية في المادة (1/27 ج) من قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة 2004، الذي اعتبرها أحد الانشطة التي تقوم بها المصارف حيث نص على أنه (1- يجوز للمصرف أن يمارس الانشطة التالية ج- أن تشتري وتبيع لحسابها الخاص أو لحساب العملاء ... الاسهم والاوراق المالية الاخرى والعقود الآجلة واتفاقات المبادلة والعقود المستقبلية وعقود الخيار والمشتقات الاخرى...)، بينما المشرع المصري فإنه عرف العقود المستقبلية في قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 المعدل، حيث نص في المادة (26) منه على أنه (في تطبيق احكام هذا الباب، يقصد بالكلمات والعبارات التالية...العقود المستقبلية: عقود نمطية لشراء أو بيع سلع أو اوراق مالية أو غيرها من الادوات المالية التي توافق عليها الهيئة، يكون تنفيذها في موعد مستقبلي على أساس سعر تنفيذ يتفق عليه وقت ابرام العقد، وتكون العقود المستقبلية على السلع منمطة وفقاً للمواصفات والجودة والكمية ومكان التسليم، بما يتفق مع القواعد التي تضعها ادارة البورصة). أما المشرع الامريكي فقد نص في قانون تبادل السلع (Commodity Exchange ACT) المعدل لسنة 2015، على تعريف العقود المستقبلية بأنها (عقود بيع أو شراء ذات تسليم مستقبلي للأوراق المالية المقيدة في سوق الاوراق المالية (البورصة) باستثناء الأوراق المالية المعفية تحت الفقرة (3/12 a) من قانون تبادل الاوراق المالية الامريكي لعام 1934 المعدل)، عليه يتطلب منا في مقدمة موضوع بحثنا الموسوم (التنظيم القانوني لتسوية للعقود المستقبلية في سوق الاوراق المالية – دراسة مقارنة) أن نبين التعريف بموضوع البحث وأهميته، واسباب اختياره، ومن ثم مشكلة البحث وصعوباته، ثم منهجيته، واخيراً بيان الخطة التي سنتناول البحث في ضوءها، من خلال الاتي:



أولاً // التعريف بموضوع البحث وأهميته.

يُراد بتسوية العقود المستقبلية هو تنفيذها، حيث كانت المقاصة والتسوية قبل إنشاء اسواق خاصة للتعامل بالعقود المستقبلية تتم بين اطراف العقد مباشرةً دون توسط طرف آخر، أما بعد التطور وإنشاء الأسواق المنظمة للتعامل بالعقود المستقبلية اختلف الامر حيث اصبح إبرام العقود المستقبلية وتسويتها يتم عن طريق وسطاء مرخصين، ومن قبل جهة مختصة تعرف ببيت التسوية التي اتخذت اشكال مختلفة حسب ما نصت عليه القوانين المنظمة لأسواق الاوراق المالية، والتي غالباً ما تكون على شكل شركة مساهمة. وأن التطور في انشاء جهة متخصصة لتقوم بعملية المقاصة والتسوية شمل العديد من الدول ومنها العراق ومصر والولايات المتحدة الامريكية، ففي العراق صدر نظام خاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007، أما في مصر فقد تم انشاء نظام مركزي للإيداع والقيود المركزي والمقاصة عن طريق شركة الايداع والقيود المركزي بموجب قانون الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000، أما بالنسبة إلى الولايات المتحدة الامريكية ولوجود سوق خاصة بالعقود المستقبلية فتوجد جهة متخصصة ضمن السوق تكون هي المسؤولة عن تقاص وتسوية العقود المستقبلية. علماً ان المباشرة بأجراء تسوية العقود المستقبلية لا تبدأ إلا بعد الانتهاء من عمليات التداول التي تجري على الاوراق 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 والتمثلة ببيت التسوية، وتتجلى أهمية تسوية المراكز القانونية في الآثار المترتبة عليها والتمثلة بنقل ملكية الاوراق المالية محل العقد من الوسيط البائع إلى الوسيط المشتري، وتسليم الثمن المقابل لها من خلال ايداعه في حساب الوسيط البائع بعد سحبه من حساب الوسيط المشتري.

ثانياً // أسباب اختيار موضوع البحث.

تكمن اسباب اختيار موضوع بحثنا (التنظيم القانوني لتسوية للعقود المستقبلية في سوق الاوراق المالية) في الفقرات الآتية:

- 1- دعوة المشرع لسد الثغرات والنقص التشريعي الحاصل في القوانين التي تنظم عمل سوق الاوراق المالية العراقية وطرق تسوية العقود التي يتم تداولها فيها، كون العراق من البلدان التي دخلت حديثاً في تجربة عمل سوق الاوراق المالية.
- 2- بيان الخطورة التي تكمن في تداول العقود المستقبلية من دون طرق تسوية دقيقة لها، ومعالجتها من خلال سد النقص التشريعي الحاصل فيها.
- 3- محاولة لفت الانتظار إلى أهمية عملية التسوية في سوق الأوراق المالية والاهتمام بها لما لها من تأثير على نجاح عمليات التداول وبالتالي على حركة الاقتصاد وتوجيه المدخرات من الخارج واستثمارها في السوق العراقية.
- 4- تقديم دراسة قانونية وافية عن تسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية لتلبي حاجة المكاتب العراقية، وحاجة المتخصصين في سوق الأوراق المالية، فمن خلال مراجعة الدراسات التي سبقتنا فلم نجد دراسات متخصصة في تسوية العقود المستقبلية في سوق الاوراق المالية.

ثالثاً // مشكلة البحث وصعوباته.

تكمن مشكلة البحث في الضعف الذي تعانيه اسواق الاوراق المالية وبشكل خاص سوق الأوراق المالية العراقي، في موضوع تداول الاوراق المالية وتنظيم عدة انواع من العقود التي تدرم فيها يومياً وظهور بعض مظاهر الاخلال والممارسات غير المشروعة وضعف الآلية المتبعة في تسوية العقود التي تتم داخل السوق، وأن عدم نجاح عمليات التسوية يؤدي إلى عدم تحقيق الاغراض التي يسعى المستثمرون إلى



تحقيقها من ابرامهم للعقود وبالتالي إلى ضعف تداولها، مما يؤدي الى تذبذب وعدم استقرار اسعارها فيؤثر سلباً على مصالح المستثمرين فيها وحركة رؤوس الاموال الوطنية والأجنبية وتدفقاتها، وعلى اقتصاد البلد بشكل عام. ومن يخوض في النظام القانوني لسوق الأوراق المالية العراقي سيلاحظ تناثر القواعد القانونية المنظمة له بقوانين وتعليمات وانظمة متعددة، قواعد يمكن وصفها بانها غير قادرة على الإحاطة وتنظيم مثل هكذا سوق مهم كسوق الأوراق المالية وبعمليات التسوية للعقود التي تبرم فيها، لهذا سنحاول ان يحتوي بحثنا على اجابات للسؤال الآتية:-

- 1- ما هي تسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية ؟
- 2- كيف يتم تنفيذ العقود المستقبلية؟ ومن هي الجهة المختصة بتنفيذها، وماهي اجراءاتها ؟
- 3- من هي الجهة المختصة بعمليات المقاصة والتسوية للعقود المستقبلية التي تتم في سوق الأوراق المالية ؟ وما هو دور تلك الجهة في تنفيذ العقود المستقبلية ؟
- 4- هل لتسوية العقود المستقبلية انواع؟ فما هي تلك الانواع أن وجدت ؟
- 5- ماهي ابرز المخاطر التي تصاحب عملية تسوية العقود المستقبلية ؟
- 6- ما مدى كفاية النصوص التشريعية التي ذكر فيها المشرع العراقي تسوية العقود المستقبلية ؟

رابعاً // منهجية البحث.

سنتبع في دراستنا لموضوع البحث الموسوم بـ (التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة) منهج الدراسة التحليلية المقارنة، من خلال تحليل التشريعات العراقية ذات العلاقة كالقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004، والتعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2004، والنظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007، وبعض نصوص قانون المصارف العراقي رقم 94 لسنة 2004، ومقارنتها بمشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة 2004. وستركز دراستنا بالمقارنة ايضاً مع بعض التشريعات المتطورة في مجال اسواق الأوراق المالية كالتشريع المصري بالنسبة للتشريعات العربية، والتشريع الأمريكي بالنسبة للتشريعات الاجنبية بقدر ما نحاول الحصول عليه من مصادر، كل ذلك من اجل معرفة مواطن القصور في التشريع العراقي الحالي والكشف عن النقص والغموض الذي يحكم سير عمليات تسوية العقود التي تتم في سوق العراق للأوراق المالية في دراسة قانونية متكاملة، والوصول إلى افضل النتائج والحلول.

خامساً // خطة البحث.

من اجل الاحاطة بموضع بحثنا (التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة) ستكون دراستنا وفق خطة بحث علمية مُحكمة مكونة من مبحثين نسبها بمقدمة ونختتمها بخاتمة. حيث ستكون الخطة كالآتي:

المبحث الاول // التعريف بالتسوية واجراءاتها.

المطلب الاول//التعريف بالتسوية.

المطلب الثاني// اجراءات التسوية.

المبحث الثاني//الجهة المختصة بالتسوية ودورها في تنفيذ العقود المستقبلية.

المطلب الاول//الجهة المختصة بالتسوية.

المطلب الثاني//دور الجهة المختصة بالتسوية في تنفيذ العقود المستقبلية.

المبحث الثالث//أنواع التسوية ومخاطرها.

المطلب الاول//أنواع التسوية.



المطلب الثاني // مخاطر التسوية.

وأخيراً سنختتم هذه الدراسة بخاتمة نبين فيها أهم النتائج التي سيتم التوصل إليها والتوصيات التي نأمل من المشرع العراقي أن يأخذ بها.

المبحث الاول // التعريف بالمقاصة والتسوية وإجراءاتها.

يعتبر بيت المقاصة والتسوية جهة ضامنة لتنفيذ العقود المستقبلية في حال نكول احد اطرافها عن تنفيذ التزاماته لأنه يكون بدور البائع بالنسبة للمشتري والمشتري بالنسبة للبائع، فتكون العلاقة بين اطراف العقد علاقة غير شخصية، فتقوم الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية عند تنفيذ العقد المستقبلي بالمباشرة بعملية المقاصة وتوضيح التزامات اطراف العقد أولاً، ثم اتمام التنفيذ بعملية التسوية من خلال تصفية المراكز القانونية وانتقال ملكية الاوراق المالية محل العقد، وتتم المقاصة والتسوية كما اوضحنا آنفاً من قبل جهة متخصصة لها اجراءات خاصة يجب أن تتسم بالدقة والسرعة اللازمة تماشياً مع متطلبات السرعة في عمليات التداول في سوق الاوراق المالية من ضمنها العقود المستقبلية، عليه ولأجل الاحاطة بذلك يجب أن تُقسم هذا المبحث على مطلبين، الاول للتعريف بالمقاصة والتسوية، والثاني لتوضيح اجراءات المقاصة والتسوية.

المطلب الاول // التعريف بالمقاصة (clearing) والتسوية (settlement).

تعد المقاصة والتسوية من أهم العمليات التي تجري على العقود المستقبلية، كونها تعد مرحلة تنفيذ تلك العقود وترتيب آثارها التي قصدها المتعاقدان من ابرامها، كما أنها تعتبر سبباً في ازدياد حجم التداول في سوق العقود المستقبلية بشكل خاص، وسوق الاوراق المالية بشكل عام، أن كانت تلك العمليات ذات كفاءة عالية بحيث تقلل الى حد كبير حجم المخاطر التي يخشى أن يتعرض لها المتعاملون في هذه الاسواق، فضلاً عن القدرة على المنافسة مع الاسواق الاخرى وجذب المستثمرين⁽¹⁾. وقبل بيان معنى التسوية لا بد من معرفة معنى المقاصة، فالأخيرة تعتبر عملية تصفية وتوحيد للحقوق والالتزامات لكل وسيط في العقود التي تبرم يومياً داخل السوق، على اعتبار أن الورقة المالية قد تتعرض خلال اليوم الواحد إلى أكثر من عملية بيع وشراء، ولا يتم تسوية كل عملية على حدة بعد كل عملية تداول، من اجل الحفاظ على استقرار العمل في سوق الاوراق المالية، فتعد المقاصة عملية تسبق التسوية في تعاملات سوق الاوراق المالية وضرورية لتحقيقها، بحيث لا يمكن اجراء التسوية وتحقيق اهدافها دون اجراء عملية المقاصة قبلها⁽²⁾. فعُرفت المقاصة بمفهومها العام بأنها (إسقاط دين مطلوب لشخص من غريمه في مقابلة دين مطلوب من ذلك الشخص لغريمه)⁽³⁾، كما تناول المشرع العراقي انواع المقاصة والشروط التي يجب توافرها فيها، حيث قسم المقاصة إلى نوعين وهي المقاصة الاختيارية والمقاصة الجبرية⁽⁴⁾، فالأخيرة تحصل بقوة القانون لذا تسمى أيضاً بالمقاصة القانونية ويشترط لإيقاعها وجود دينين متقابلين متحدين في المحل وخواهما من أي نزاع أو تعليق على شرط واقف، كما يُشترط أن يكون كل من الدينين مستحق الاداء لأنه لا يجوز اجبار الدائن على قبول الوفاء قبل حلول الاجل، فضلاً عن وجوب صلاحية الدينين للمطالبة القضائية والحجز لان المقاصة لا يمكن أن تقع بين دينين، احدهما التزام واجب الاداء والاخر التزام طبيعي، فإنه لا يمكن اجبار صاحب الالتزام الطبيعي على الوفاء، وأذ لم تتوافر شروط المقاصة الجبرية فتحل محلها المقاصة الاختيارية التي تقع باتفاق الطرفين حول الشرط الذي تخلف، أما تخلف شرط خلو الدينين من النزاع فهنا لا يمكن إيقاع المقاصة القانونية لتخلف احد شروطها، ولا المقاصة الاختيارية لوجود نزاع بين الطرفين فيأتي حينها دور القضاء في تقاض الدينين فيُطلق عليها حينئذ بالمقاصة القضائية⁽⁵⁾. أما التسوية فإن المشرع العراقي لم يُعرفها بالتحديد وإنما عرف (يوم التسوية) في الفقرة (9) من المادة (2) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية



سنة 2007، بأنه (يكون للكلمات والعبارات الواردة في هذا النظام المعاني المخصصة لها ادناه ما لم تدل القرينة على خلاف ذلك: يوم التسوية: هو اليوم الذي يُحدده مجلس المحافظين لإتمام عملية التسوية المالية). إلا أننا نلاحظ عدم انطباق هذا التعريف على تسوية العقود المستقبلية، لان التسوية في العقود المستقبلية تتم في يوم مستقبلي، يُحدده اطراف العقد لا مجلس المحافظين كما هو مذكور في التعريف، وعلى اعتبار أن العقود التي يتم إبرامها الآن في سوق العراق للأوراق المالية هي عقود حاضرة ولا وجود للعقود المستقبلية في الواقع العملي⁽¹⁰⁾. أما المشرع المصري فإنه تناول التسوية على أنها إحدى العمليات التي تقوم بها شركة الايداع والقيود المركزي على المعاملات والعقود التي تتم في سوق الأوراق المالية بهدف تسوية المراكز الناشئة عن تداول الأوراق المالية ونقل ملكيتها⁽¹¹⁾ بينما المشرع الأمريكي تناول التسوية على انها (عملية تسوية أو معاوضة الالتزامات الناشئة عن الاتفاقات أو المعاملات أو العقود الناشئة عن تبادل الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية على أساس ثنائي بين الطرفين ودون مركزية طرف على حساب الطرف المقابل ومن خلال نظام الدفع بين المصارف)⁽¹²⁾. فالتسوية هي المهمة الثانية التي تُلقى على عاتق الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية، حيث تقوم بتسوية المراكز القانونية الناشئة عن عمليات تداول العقود المستقبلية في السوق، والتقليل إلى حد كبير من مخاطر نكول أي من الطرفين من تنفيذ التزاماته، مما يشجع المستثمرين من الاقبال على ابرام المزيد من العقود المستقبلية في ظل وجود عمليات التسوية، فهناك من عرّف التسوية بأنها (اتمام المراكز القانونية الناشئة عن عمليات التداول في الأوراق المالية بعد تنفيذ شروط التعاقد الخاصة بها)⁽¹³⁾، لكننا نرى أن هذا التعريف كان غير دقيق حينما وصف التسوية بأنها (اتمام للمراكز القانونية) بل كان يُفضل أن يستعمل عبارة (تصفية المراكز القانونية) بدلا عنها، لان التسوية هي ليست اتمام لعمليات سابقة بل هي العملية الاساس في تصفية المراكز القانونية وانتقال ملكية الأوراق المالية محل التداول من البائع الى المشتري مقابل تسليم الاخير الثمن إلى البائع ذلك حسب نوع التسوية⁽¹⁴⁾، كما عُرفت التسوية بأنها (التحويل الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المثلث (أي توثيق نقل ملكية المثلث كالأوراق المالية) من البائع إلى المشتري)⁽¹⁵⁾. كذلك هناك من عرّف التسوية بأنها (العملية اللازمة لكي يكتمل تداول الأوراق المالية وانتقال ملكيتها وحصول اطراف العمليات على حقوقهم وعلى اساس من الكفاءة والامان)⁽¹⁶⁾. في ضوء ما تقدم يمكننا أن نضع تعريفاً لتسوية العقود المستقبلية والقول بأنها: عملية تصفية حقوق والتزامات اطراف العقود المستقبلية، وترتيب الاثر المنشود من ابرامها المتمثل بنقل ملكية الأوراق المالية محل العقد من البائع إلى المشتري، ودفع ثمنها من المشتري إلى البائع، بطريقة تتسم بالدقة والكفاءة العالية والسرعة، التي يتطلبها التعامل بالعقود المستقبلية.

المطلب الثاني// اجراءات المقاصة والتسوية.

عند حلول موعد التنفيذ المستقبلي الذي تم تحديده من قبل الطرفين عند التعاقد، يُباشِر وسطاء الطرفين بإجراءات المقاصة والتسوية، والتي يجب أن تتسم بالدقة والسرعة اللازمة وبصورة منتظمة ومنسقة حسب تسلسلها لأهمية الاثر الذي يترتب على عملية التسوية، ابتداءً الزم المشرع العراقي الوسيط بالتأكد من الوجود الكافي من الأوراق المالية التي يراد بيعها لدى المستثمر البائع قبل ادخال امر البيع⁽¹⁷⁾، كذلك الامر بالنسبة إلى الوسيط المشتري يجب عليه التأكد من وجود الرصيد الكافي من قيمة الأوراق المالية المشتريات لدى المستثمر المشتري قبل قيامه بتنفيذ الامر، كما يجب على المستثمر المشتري نفسه أن يُسدد قيمة تلك الأوراق المالية قبل تنفيذ عملية الشراء⁽¹⁸⁾. لكن قد يثور تساؤلاً عن ماهية الحل فيما اذا تبين أن المشتري لم يقم بدفع قيمة الأوراق المالية محل العقد اثناء التسوية؟ للإجابة على ذلك اجاز المشرع للوسيط أن يقوم ببيع الأوراق المالية محل العقد بعد اخذ موافقة المدير التنفيذي للسوق، وفي حال حصول



فرق في السعر زيادةً ونقصاناً فيتحمّلها الوسيط بإعادة الزيادة إلى المشتري ودفع النقص من حسابه الخاص والرجوع بعد ذلك على المشتري⁽¹⁹⁾. كما يجب على الوسيط أن يقوم بفتح حساب تسوية لدى مصرف التسوية وفقاً لأحكام النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة، كما ويحق لسوق العراق للأوراق المالية الاطلاع على الحساب المذكور والحصول على كشف خاص بتحركاته من الوسيط⁽²⁰⁾، يقوم البائع بتسليم شهادة ملكية الاسهم محل التعاقد (ان كانت الاسهم هي الاوراق المالية محل التعاقد) إلى الوسيط مع ارفاق كتاب يؤيد عدم وجود أي من قيود الملكية على الاسهم⁽²¹⁾. ثم يقوم السوق باحتساب صافي المبلغ المستحق للوسيط أو عليه، في يوم التسوية من خلال طرح المبلغ الاجمالي لقيمة مشترياته من المبلغ الاجمالي لقيمة مبيعاته من الاوراق المالية⁽²²⁾، بعدها يتم إرسال تقرير مفصل إلى مصرف التسوية يبين فيه صافي المبلغ المستحق على الوسيط المشتري الذي يلتزم بإيداعه في مصرف التسوية من خلال حسابه الخاص الذي سبق وأن الزم بفتحه⁽²³⁾، عليه فإن عملية تسوية العقود تتم بتحريك المدفوعات النقدية من خلال الحسابات المفتوحة لدى السوق ولدى مصرف التسوية من خلال تحريك القيود الحسابية، بدلاً من التسليم المادي للأوراق المالية محل العقد التي يقوم مركز الايداع بتحويل ملكيتها من حساب الوسيط المشتري إلى حساب الوسيط البائع بعد اكمال عملية نقل الارصدة النقدية من وسيط المشتري إلى وسيط البائع، ويقوم مصرف التسوية بإعلام مركز الايداع بأن لا قيد على نقل ملكية الاوراق المالية⁽²⁴⁾ وأن ائمانها قد سُددت⁽²⁵⁾، وللتوضيح يعتبر مركز الايداع العراقي قسماً تابعاً لسوق العراق للأوراق المالية حسب ما نص عليه مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة 2008 في المادة (58) الفقرة (أ) منه التي نصت على أنه (يعتبر مركز إيداع الاوراق المالية اعتباراً من تاريخ نفاذ هذا القانون قسماً تابعاً لسوق العراق للأوراق المالية...) ومن المهام التي يتولاها مركز الايداع اجراء عمليات التقاص والتسوية ونقل ملكية الاوراق المالية التي يتعامل بها المستثمرون داخل السوق استناداً لنص المادة (61) الفقرة (أ) من المشروع نفسه، والتي نصت على أنه (يكون مركز الايداع المرخص مسؤولاً عن المهام التالية: أ- إجراء عمليات التقاص والتسوية لمعاملات الاوراق المالية التي يملكها الجمهور..... وتسجيل ونقل ملكية الاوراق المالية). أما اجراءات التسوية في ظل التشريع المصري فإن قبل البدء بعملية التسوية يجب على الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية (شركة الايداع والقيد المركزي) أن تتأكد من وجود ارصدة اوراق مالية للعملاء البائعين تكفي لتسوية العقود، وأرصدة كافية من الثمن للعملاء المشتريين، حينها تباشر بإجراءات التسوية⁽²⁶⁾. كما الزم المشرع المصري السمسار (الوسيط) القيام بفتح حسابين احدهما حساب تسوية والأخر حساب جاري دائن بالجنيه المصري وبالدولار الأمريكي⁽²⁷⁾، كما يُلزم السمسار بالسماح للجهة المختصة بالمقاصة والتسوية وهي شركة الايداع والقيد المركزي، بالاطلاع والخصم والاضافة من وإلى حساباته المفتوحة لدى المصرف لغرض القيام بعملية التسوية، كما تقوم شركة الايداع والقيد المركزي بفتح حساب لكل عضو تسوية وفق النظام الآلي لأغراض التسوية الورقية والنقدية⁽²⁸⁾. وتباشر شركة الايداع والقيد المركزي بعملية التسوية من خلال تحويل الاوراق المالية محل العقد من حساب سمسار البائع الى حساب سمسار المشتري، ويتم خصم قيمة عمليات التداول التي تم تسويتها من الحساب النقدي لسمسار المشتري إلى الحساب النقدي لسمسار البائع، بعدها يقوم المصرف الذي أوكلت إليه مهمة المقاصة والتسوية بعد استلامه كشوف التسوية بإضافة الارصدة الدائنة الى حساب عضو التسوية السمسار، وخصم الارصدة المدينة منه حتى تنعكس نتيجة التسوية على حسابات كل عضو، ويُسلم كل من سمسار البائع وسمسار المشتري كشف حساب مفصل يحتوي على عمليات التداول التي تمت تسويتها لحسابه، ليقوم بدوره كوسيط بأخطار عميلة (البائع او المشتري) بتمام تسوية عملية البيع أو الشراء الخاصة به فور استلامه الكشف من شركة الايداع والقيد المركزي، وكذلك يتم تسليم أمناء الحفظ البائعين



كشوف حساب تفصيلية بالعمليات التي تم تسويتها بخصم اوراق مالية من ارصدة عملائهم لديهم، وتسليم اماناء الحفظ المشترين ايضاً كشوف حساب تفصيلية بالعمليات التي تم تسويتها بإضافة اوراق مالية إلى ارصدة عملائهم لديهم⁽²⁹⁾، وتخضع شركة الايداع والقيد المركزي وأي من الجهات المرخص لها بالعمل في سوق رأس المال وبورصات العقود المستقبلية إلى رقابة واشراف الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية⁽³⁰⁾، حيث تحل هذه الهيئة محل الهيئة المصرية للرقابة على التأمين والهيئة العامة لسوق المال في تطبيق احكام القوانين التي تحكم سوق رأس المال المصري⁽³¹⁾. أما بالنسبة للولايات المتحدة الامريكية فتعتبر الأسهم والسندات للشركات المساهمة أبرز الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق الأسهم في الولايات المتحدة⁽³²⁾، ويوجد أسواق أخرى للمستقبلية والمشتقات، فضلاً عن أسواق السلع والمعادن، ويقوم السماسرة وتجار الأسهم بدور كبير في تقديم خدمة تداول الأوراق المالية للمستثمرين، وتمثل الأسواق المالية المراكز التي يرسل إليها السماسرة وأمر العملاء لتنفيذها، وأهمها سوق نيويورك (NYSE)، وسوق ناسداك (NASDAQ)، وشبكات التداول الإلكترونية (Electronic Communication Network (ECN)، كما و يتم التعامل بين المستثمرين وكبار تجار الأسهم من خلال الوسطاء، ولا يوجد ما يمنع أن يكون الوسيط عضواً في أكثر من سوق مالية⁽³³⁾. ويتولى عملية المقاصة والتسوية للعقود المستقبلية التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية ونقل ملكية الاسهم، من قبل جهة حددها المشرع الامريكي بأنها شركة المقاصة والتسوية وفقاً لما ورد في تعليمات بورصة شيكاغو لتداول الخيارات والعقود المستقبلية، حيث نصت على أن تنفيذ العقود المستقبلية كتسليم المبيع ودفع الثمن يتم بموجب قواعد شركة المقاصة والتسوية⁽³⁴⁾، ويمكن لها أن تقيد أي من أنشطة التداول التي تتم داخل البورصة من خلال رفع تقرير إلى مجلس ادارة البورصة باتخاذ الاجراءات اللازمة لتنفيذ التقييد أو الايقاف عن العمل فنقوم البورصة بتقييد أو ايقاف أحد الانشطة، فتصبح جميع أوامر المستثمر وخطابات الضمان غير سارية المفعول اثناء فترة التعليق أو الايقاف بمجرد اقرار البورصة لتقرير شركة المقاصة⁽³⁵⁾. ومن خلال ما ورد ذكره قد يثور تساؤلاً، هل يجوز للمشتري تقديم عقاراً ثمناً لشرائه اسهم شركة معينة؟ وأن اجاز ذلك فمتى تنتقل ملكية الاسهم إلى البائع؟ للإجابة على ذلك يمكن أن يكون مقابل الحصول على اسهم في شركة معينة، عبارة عن حصة عينية يقدمها صاحبها للشركة، لكن وكما هو معروف أن نقل ملكية العقارات لا تكون إلا بالتسجيل، بمعنى انه يجب انتقال ملكية العقار للشركة قبل حصول مقدم العقار على الاسهم في هذه الشركة⁽³⁶⁾.

المبحث الثاني//الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية ودورها في تنفيذ العقود المستقبلية.

تُعد الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية جزء اساسي لتنظيم عمل اسواق الاوراق المالية وسوق العقود المستقبلية على وجه التحديد، فقد تكون مؤسسة حكومية أو شركة مساهمة خاصة أو مؤسسة تابعة لسوق الاوراق المالية، ويُفضل أن تكون الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية جهة مستقلة عن ادارة السوق، ولتلك الجهة الدور الهام والكبير في إتمام تنفيذ العقود المستقبلية وتحقيق اغراض المتعاملون فيها، من خلال توسطها بين البائع والمشتري وضمان تنفيذ التزاماتهما، وبذلك تساعد الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية في خلق سوق منظم للعقود المستقبلية فيه الامان الكافي وسهولة التعامل الذي يساعد على تزايد اقبال المستثمرين للتعامل بالعقود المستقبلية⁽³⁷⁾. سنحاول توضيح من هي تلك الجهة وعلى وجه التحديد وفق ما تناولته القوانين المقارنة على اعتبار أن تلك الجهة مختلفة من بورصة إلى أخرى، وكذلك بيان الدور الهام الذي تؤديه، عليه سنتناول هذا المبحث بتوزيعه على مطلبين، حيث سيكون الاول مخصصاً لتوضيح الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية، والثاني سنعهده لتناول دور الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية في تنفيذ العقود المستقبلية.



المطلب الاول//الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية.

حتى نضمن أن يكون التعامل بالعقود المستقبلية يتم بطريقة مناسبة وسهلة في اسواق المستقبلية يجب أن تكون لكل بورصة مستقبلية دار تسوية مختصة ومرتبطة بها (38) سابقاً كان من يقوم بعمليات المقاصة والتسوية للعقود التي تتم في سوق الاوراق المالية هي شركات الوساطة نفسها من خلال إبدال الاوراق المالية مقابل الثمن، لكن ذلك الامر القى بآثاره السلبية على التعاملات التي تتم في السوق لما يتسم به من التأخير وانعدام الدقة، وأن ذلك لا يتلاءم مع السرعة والدقة التي يتطلبها التداول في سوق الاوراق المالية، كما ولازدياد حجم التعاملات بشكل كبير اصبحت مهمة المقاصة والتسوية غير مناسبة لشركات الوساطة (39)، فمن اجل معالجة تلك المعوقات والمخاطر الناجمة عنها، حيث تؤدي إلى عدم اتمام عمليات المقاصة والتسوية ضمن الوقت المحدد وبالشكل المطلوب، وكذلك من اجل ضمان الانسيابية وسهولة التعامل في العقود المستقبلية، ظهرت الحاجة إلى وجود جهة متخصصة تتوافر لديها الامكانية والخبرة اللازمة للقيام بمهمة المقاصة والتسوية. فمن خلال الرجوع الى موقف التشريعات المقارنة بهذا الشأن، حيث نجد ان المشرع العراقي اوكل مهمة المقاصة والتسوية إلى مركز الايداع العراقي وجعله الجهة المسؤولة عن تقاض وتسوية العمليات التي تتم في سوق العراق للأوراق المالية، من خلال تعريفه للإيداع فنص على أنه (الايداع: يعني الايداع العراقي والذي سيكون الجهة المركزية التي تقوم بأجراء التسوية والتصفية لكل التعاملات بالسندات) (40) بعد ذلك اصدر المشرع العراقي نظاماً خاصاً بالإيداع والمقاصة والتسوية وهو (النظام الخاص بالإيداع والمقاصة والتسوية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007) لاحظنا من خلال هذا النظام أنه ابقى مركز الايداع العراقي هو الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية ولكنه جعل مركز الايداع تابعاً لسوق العراق للوراق المالية بعد أن كان جزء من السوق وفق القانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية العراقي رقم 74 لسنة 2004. اذ نص في الفقرة (ب) من المادة (1) من النظام على (يكون مركز الايداع تابعاً لسوق العراق للأوراق المالية.....) ويتولى مركز الايداع العراقي المسؤولية والمهام عن عمليات المقاصة والتسوية بالاستعانة بالمصرف الذي تم تعيينه من قبل مجلس المحافظين في السوق لإتمام عملية التسوية (41)، وعلى الرغم من أن المشرع العراقي لم يتطرق إلى الجهة التي تتولى مقاصة وتسوية العقود المستقبلية إلا إننا نرى أن بإمكان مركز الايداع المركزي أن يقوم بذلك، ولكننا ندعوا المشرع العراقي عند تنظيم العقود المستقبلية أن يُنشأ جهة مستقلة عن السوق تتولى عمليات المقاصة والتسوية لأهمية هذا الدور الذي تقوم به. أما المشرع المصري فنستخلص موقفه في تحديد جهة المقاصة والتسوية من خلال الرجوع الى المادة (26) من قانون سوق راس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدل والتي نصت على أنه (تتم عمليات المقاصة والتسوية للعقود التي يجري التعامل عليها في بورصات العقود الآجلة وفقاً لأحكام قانون الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم 93 لسنة 2000 ولائحته التنفيذية من خلال شركة مقاصة وتسوية مرخص لها بذلك من الهيئة العامة لسوق المال.....). نلاحظ أن المشرع المصري أخضع عمليات المقاصة والتسوية إلى قانون الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000 ولائحته التنفيذية، وبالرجوع إلى القانون المذكور نجد أنه قد أناط مهمة اجراء عمليات مقاصة وتسوية العقود التي يجري التعامل عليها في بورصات العقود الآجلة إلى شركة الايداع والقيود المركزي، من خلال قيام الشركة بتحديد حقوق والتزامات اطراف العقد، وتسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الاوراق المالية (42)، وتتخذ شركة الايداع والقيود المركزي شكل شركة مساهمة (43). أما بالنسبة إلى المشرع الامريكي فإنه حدد الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية للعقود التي تتم داخل السوق وهي تتمثل بوكالة المقاصة التي عرفها في المادة (22/ب) من قانون تبادل الاوراق المالية لعام 1934، بأنها (مؤسسة تتولى عمليات المقاصة



وتسديد المدفوعات واستلام وتسليم الاوراق المالية محل التعاقد لتسوية معاملات تداولها، أو تتصرف كأمين حفظ للأوراق المالية⁽⁴⁴⁾، و أول وكالة مختصة بتسوية العقود المستقبلية أنشأت في 1925 في مجلس تجارة شيكاغو، وهي جهة مستقلة لها دور في تحقيق الانسيابية وتسهيل التعامل في العقود المستقبلية⁽⁴⁵⁾، فتوجد اسواق متخصصة للتعامل بالعقود المستقبلية مثال ذلك بورصة شيكاغو للمستقبلية، وعليه فإن وكالة المقاصة والتسوية في تلك الاسواق تكون هي الجهة المسؤولة عن تقاص وتسوية العقود المستقبلية التي تتم فيها، ولكنها مستقلة عن ادارة السوق، كما أنها تُعتبر مستقلة عن الجهة المسؤولة عن تقاص وتسوية العقود العاجلة التي تتم في الاسواق الحاضرة⁽⁴⁶⁾. لذا نلاحظ من خلال ما ورد في التشريعات المقارنة انها اختلفت في تحديد الجهة المسؤولة عن مقاصة وتسوية العقود المستقبلية، بين من جعلت الجهة المختصة بمقاصة وتسوية العقود العاجلة هي ذاتها المختصة بتقاص وتسوية العقود المستقبلية، أي انها جهة واحدة تقوم بمقاصة وتسوية جميع العقود التي تتم داخل السوق وهما التشريعين العراقي و المصري، وبين من أسس جهة مستقلة متخصصة في تقاص وتسوية العقود المستقبلية وهو التشريع الأمريكي. ورؤيتنا تتفق مع التشريع الأمريكي في انشاء جهة مستقلة لتقاص وتسوية العقود المستقبلية بسبب دقة وتعقيد وخطورة الاجراءات الخاصة بالتسوية، التي تحتاج الى كادر بشري متخصص ومتمرس ولدية الخبرة الكافية للقيام بذلك، حتى تتماشى مع السرعة التي يتطلبها التعامل في اسواق الاوراق المالية، كما اشترطت التشريعات أن تكون تلك الجهة على شكل شخص معنوي ولا تجيز للأشخاص الطبيعية أن تقوم بتلك المهمة.

المطلب الثاني// دور الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية في تنفيذ العقود المستقبلية.

اختلفت التشريعات المقارنة في تسمية الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية ولكنها اتفقت على ضرورة وجود مثل هكذا جهة، للدور الهام الذي تقوم به في تقاص وتسوية اعداد كبيرة من العقود التي يتم تداولها في اسواق الاوراق المالية بشكل عام واسواق المستقبلية بشكل خاص، وتقف الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية (بيت التسوية) بين اطراف العقد لتبدو وكأنها البائع بالنسبة إلى المشتري، والمشتري بالنسبة إلى البائع فتكون العلاقة بين اطراف العقد علاقة غير شخصية⁽⁴⁷⁾. ويقوم بيت التسوية بأجراء الترتيبات اللازمة لتسليم المبيع الى المشتري وتسليم الثمن الى البائع حيث لا وجود للطرفين بقاء مباشر، بل يقوم المشتري بتسليم الثمن إلى بيت التسوية حتى يقوم بدوره كجهة تتوسط اطراف العقود المستقبلية في تنفيذ العقد بدفع الثمن إلى البائع، كما يقوم البائع بتسليم المبيع إلى بيت التسوية ليقوم بتسليمه الى المشتري، و اذا اخل احد الطرفين في تنفيذ التزاماته فإن بيت التسوية يقوم بتنفيذها على اعتباره جهة ضامنة لتنفيذ العقود المستقبلية⁽⁴⁸⁾. وتعتبر الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية (بيت التسوية) جهة ضامنة للمشتري في مواجهة البائع، وضامنة للبائع في مواجهة المشتري، وبذلك وفرت حماية للطرفين من مخاطر عدم الوفاء التي لا وجود لمثل تلك الحماية في العقود الآجلة، لاعتمادهم في ذلك على ثقة كل طرف في الطرف الاخر⁽⁴⁹⁾. فإذا أمتنع أحد أطراف العقود المستقبلية عن تنفيذ التزامه بدفع الثمن أن كان مشترياً وهذا يمكن أن يحصل إذا أصبح سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق، أو التزامه بتسليم المبيع أن كان بائعاً أن أصبح سعر السلعة في السوق أعلى من سعر التنفيذ المتفق عليه، فما الحل أن تحققت أي من الحالتين؟ إذ يتجسد الحل في الدور الذي يقدمه بيت التسوية للطرفين فإنه في الحالة الاولى سيقوم باستلام السلعة من البائع ثم بيعها لحساب المشتري بالسعر الجاري لتسليم الثمن الى البائع، أما أن حصلت الحالة الثانية فإن بيت التسوية سيقوم باستلام الثمن من المشتري ليقوم بشراء السلعة من السوق بالسعر الجاري ليتسنى له تسليمها إلى المشتري، وأن كان هنالك فرق في السعر في الحالتين فان بيت التسوية يستوفيه من مبلغ الهامش المبدئي الذي دفعه كل من الطرفين عند التعاقد⁽⁵⁰⁾. ولتوضيح ذلك اكثر نسوق المثال الآتي: لو-



فرضنا أن هنالك شخصان لديهم الرغبة في إبرام عقد مستقبلي محله اسهم شركة معينة، هما الشخص (م) وهو الطرف المشتري والشخص (ب) وهو الطرف البائع، وفعلا تم إبرام العقد معتقداً كل منهم أن بمقدوره الوفاء بالتزاماته عند حلول التاريخ المستقبلي لتنفيذ العقد وهو يوم التسوية، وأن سعر الاسهم محل العقد الذي سيُنفذ في يوم التسوية والمتفق عليه عند التعاقد هو (1000) دولار، لكن في تاريخ تسوية العقد المستقبلي أنخفض سعر الاسهم في السوق الحاضر إلى (750) دولار، فان في هذه الحالة قد يمتنع (م) عن الدفع لأنه سيدفع أكثر من السعر السائد في السوق وهو مبلغ (1000) دولار كونه السعر المتفق عليه في العقد، وأن أمتنع فانه سيفوت فرصة ربح مبلغ (250) دولار على (ب)، ففي هذه الحالة يقوم بيت التسوية باستلام الاسهم من (ب) وبيعها لحساب (م) بالسعر الجاري لتسليم الثمن إلى (ب) مع تعويض الفرق في السعر من رصيد (م) من الهامش المبدئي الذي دفعه عند التعاقد. ولو فرضنا بدلا من ذلك أن سعر الاسهم محل العقد في السوق الحاضر قد ارتفع إلى (1500) دولار، في ضوء ذلك قد يرفض (ب) تنفيذ التزامه بتسليم الاسهم، لان سعر الاسهم في السوق أكثر بـ (500) دولار عن السعر المتفق عليه وهو (1000) دولار، فان امتنع فان الشخص (م) سوف يفقد فرصة تحقيق ربح قدره (500) دولار، فهنا يتمثل دور الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية (بيت التسوية) باستلام الثمن من (م) المشتري وشراء تلك الاسهم محل العقد من السوق بالسعر الجاري وهو (1500) دولار وتسليمها الى (م) مع اخذ الفرق في السعر (500) دولار من رصيد (ب) البائع من الهامش المبدئي الذي دفعه عند إبرام العقد. كما يبرز دور بيت التسوية من خلال الانسيابية والتسهيل التي يُقدمها لتداول العقود المستقبلية في عمليات البيع والشراء، التي يمكن لأطراف العقد ان يقوموا بها دون انتظار التاريخ المستقبلي لتنفيذ العقد المتفق عليه عند التعاقد، من خلال قيام اي من اطراف العقد بأقفال مركزه بأبرام صفقة عكسية للعقد المستقبلي الذي أبرموه سابقاً، فاذا تقدم المشتري الاول لأبرام عقد بيع مستقبلي مماثل لعقد الشراء السابق يقوم بيت التسوية بدور المشتري في العقد الجديد ويدفع للبائع (المشتري الاول) الثمن وفقا للأسعار الجارية، ويأخذ دور البائع ويبرم عقد بيع مستقبلي جديد مماثل للعقد السابق من حيث كمية ونوع المبيع وتاريخ التسليم المستقبل مع المشتري الثاني وفق السعر الجاري التعامل به، وعند حلول تاريخ التسليم المحدد في العقد الاول يقوم بيت التسوية بأجراء التسهيلات والترتيبات اللازمة حتى يقوم البائع الاول بتسليم المبيع الى المشتري الاخير⁽⁵¹⁾.

المبحث الثالث//أنواع التسوية ومخاطرها.

تنتهي العقود المستقبلية بتسويتها- أي تنفيذها- مع اختلاف طريقة التسوية فقد تكون التسوية من خلال التسليم، أي تسليم البائع الورقة المالية محل العقد إلى المشتري وتسليم الاخير الثمن إلى البائع، ويتم تنفيذ العقد بهذا الشكل ويُطلق على هذا النوع من التسوية بالتسوية العينية، أو قد يقوم بعضهم بتصفية مركزه (كبايع او مشتري) من خلال إعادة البيع أو الشراء قبل حلول موعد التسوية ودفع أو استلام الفرق، وهذا ما يُطلق عليه بالتسوية النقدية، كما يخلق تزايد الفترة ما بين إبرام العقد وتاريخ التسوية المستقبلي مخاطر عدة تُلحق العقود المستقبلية حين تنفيذها، حيث تكون العلاقة طردية إذ كلما زادت تلك الفترة زاد حجم المخاطر والتي هي متمثلة بالمخاطر الائتمانية، ومخاطر اخلال الحافظ بحفظ الاوراق المالية المودعة لديه وهي ما تعرف بمخاطر الحافظ، أو مخاطر اخفاق التقنيات المستخدمة في عملية التسوية وهي ما تسمى بالمخاطر التقنية. ولتوضيح ذلك سنتناول هذا المبحث على مطلبين، حيث سيكون الاول مخصصاً لتوضيح أنواع التسوية⁽⁵²⁾، أما الثاني سيكون محور بحثه عن مخاطر التسوية.



المطلب الاول//أنواع التسوية.

يتم تسوية العقود المستقبلية من خلال مجموعة من الاجراءات المتخذة التي يترتب عليها تسليم المال محل العقد إلى المشتري ودفع الثمن إلى البائع، أو قد يترتب عليها مجرد دفع الفرق الحاصل في سعر السلعة نتيجة تغيرات اسعار السوق، لذا تتمثل التسوية في نوعين هما التسوية العينية والتسوية النقدية، التي سنخصص لكل منهما فرع خاص لتوضيح كلٍّ منهما:-

الفرع الاول//التسوية العينية.

لنجاح التسوية الالهية البالغة في زيادة تداول الاوراق المالية في اسواق الاوراق المالية بشكل عام وفي اسواق المستقبلية بشكل خاص، لأنها تمثل مرحلة تنفيذ العقد ونجاحها ينعكس ايجاباً على رغبة الاشخاص في الاقبال على تداول العقود المستقبلية، وبوجود جهة مختصة ومستقلة تقوم بعملية التسوية تنتقل مخاطر عدم التسليم والدفع من اطراف العقد الى تلك الجهة، ويعتبر التسليم والدفع محور التسوية العينية، تتمثل التسوية العينية بالتسليم، إذ أن من التزامات اطراف العقود المستقبلية هو التسليم فيلتزم البائع بتسليم الاوراق المالية كالأسهم (أن كانت الاسهم محلاً للعقد) إلى الطرف الآخر وهو المشتري عن طريق بيت التسوية (الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية) الذي يتوسط اطراف العقد حين تنفيذه عند حلول موعد التسوية المستقبلي الذي تم الاتفاق عليه عند التعاقد⁽⁵³⁾. ويُراد بالتسوية العينية أنها عملية تنفيذ العقد المستقبلي، من خلال التسليم المادي للأسهم المعينة عند التعاقد يدوياً من قبل البائع إلى المشتري، وتسليم ثمنها من المشتري إلى البائع⁽⁵⁴⁾. ففي سوق العراق للأوراق المالية تكون الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية وكما اسلفنا هي مركز الايداع العراقي، حيث يكون هذا المركز مسؤولاً عن تقاص وتسوية العقود التي تتم في سوق العراق للأوراق المالية من خلال قيامه بعملية التسوية العينية بنقل الاوراق المالية محل العقد إلى حساب المشتري عن طريق الوسيط الذي يُمثله، وتعتبر الاوراق المالية مودعة حكماً في حساب المشتري لدى ذلك الوسيط، وفقاً لما نص عليه النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة العراقي (تعتبر الأوراق المالية المشتريات من خلال أي وسيط مودعة حكماً في حساب المستثمر لدى ذلك الوسيط)⁽⁵⁵⁾، أما ثمن تلك الاوراق المالية فيتم نقله من خلال مصرف خاص يعينه السوق الى حساب الوسيط ممثل البائع⁽⁵⁶⁾. أما المشرع المصري فإنه أشار إلى التسوية العينية وقرر الزام شركة الايداع والقيود المركزي بإتمام اجراءات تسليم الاوراق المالية محل العقود التي يتم تداولها في البورصة المصرية، مع وجوب مراعاة الانظمة التي تقررها قواعد التسوية والحفظ المركزي بهذا الشأن⁽⁵⁷⁾. أما المشرع الامريكي فقد اشار أيضاً إلى التسوية العينية حينما نص على أن تسوية العقود في سوق الاوراق المالية تتم عن طريق نقل أو أستلام الاوراق المالية محل التعاقد بين أطراف العقد⁽⁵⁸⁾. فتتم التسوية العينية في العقود المستقبلية من خلال شكلين، أما عن طريق التقابض أي قبض البائع للثمن وقبض المشتري للمبيع عند حلول التاريخ المستقبلي المحدد لتسوية العقد، وهو الشكل النادر الحصول في اسواق العقود المستقبلية حسب الاحصائيات التي اشارت الى أن نسبة العقود المستقبلية التي تتم وفق هذا الشكل لا تزيد عن 3% من مجموع العقود المستقبلية التي يتم ابرامها في الاسواق المستقبلية، أو تصفية العقود المستقبلية من خلال ابرام عقود عكسية من قبل أي من اطراف العقد، فيستطيع المشتري أن يتحلل من التزامه بدفع ثمن المبيع مقابل استلامه، من خلال ابرام عقد بيع مستقبلي جديد مماثل لعقد الشراء المستقبلي السابق من حيث تاريخ تسليم المبيع ونوعه ودرجته وحجمه، بحيث يحل المشتري الجديد محل المشتري الاول في تنفيذ التزامات الاخير، علماً أن المشتري الجديد يمكنه أيضاً أن يُصفي مركزه بأبرام عقد بيع آخر بالطريقة نفسها، ويمكن الاستمرار في ذلك حتى حلول الموعد المستقبلي للتسليم، وكذلك الامر بالنسبة للبائع فإنه أيضاً يستطيع أن يُصفي مركزه بأبرام عقد شراء مستقبلي مماثل لعقد الشراء



السابق بحيث يحل البائع الجديد محل البائع الاول في تنفيذ التزاماته بتسليم الاوراق المالية محل العقد واستلام الثمن من المشتري (59).

الفرع الثاني//التسوية النقدية.

في هذا النوع من أنواع تسوية العقود المستقبلية لا دور للتسليم مثل الدور الذي يلعبه في التسوية العينية، وإنما تتمثل هذه التسوية بمجرد دفع الفروق الحاصلة في الاسعار نتيجة التغيرات السعرية التي تحصل في سوق الاوراق المالية خلال اوقات قصيرة جداً (60). إذ عرفت التسوية النقدية بأنها: (دفع الطرف البائع الى الطرف المشتري الفرق الحاصل بين سعر تنفيذ الورقة المالية المنصوص عليه في العقد، وبين السعر السائد في السوق وقت تنفيذ العقد أن كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ، أما اذا كان سعر التنفيذ هو الأعلى من سعر السوق فإن المشتري هو الذي يدفع الفرق في الاسعار إلى البائع (61). نلاحظ من خلال التعريف أن عملية التسوية النقدية، هي عبارة عن عملية تنفيذ للعقد لكن بطريقة مختلفة خالية من التسليم والاستلام للورقة المالية محل العقد، فبعد ابرام العقود المستقبلية تتقلب الاسعار ارتفاعاً وهبوطاً خلال الفترة ما بين ابرام العقد وتنفيذه، التي قد تكون تلك الفترة طويلة نسبياً (سنة مثلاً)، لكن المهم هو اتجاه الاسعار في اليوم المحدد للتسوية، فإن كانت في مصلحة البائع أي أن سعر الورقة المالية محل العقد في السوق أعلى من سعر التنفيذ فيقوم البائع بدفع الفرق إلى الطرف الآخر المشتري، أما إذا حصل العكس من ذلك فإن المشتري هو الذي يقوم بدفع الفرق إلى البائع. وتعد التسوية النقدية طريقة ملائمة للتعامل مع العقود المستقبلية لتسويتها نقداً أكثر من غيرها من العقود الاخرى لان غالباً ما يتم تسويتها بهذه الطريقة، التي تؤدي الى تشجيع المضاربين للدخول في اسواق المستقبلية، وخصوصاً الذين لا يرغبون بالاستحواذ الفعلي على الورقة المالية، إذ يقوم بائع الورقة المالية بنقل المركز النقدي بدلاً من تسليم الاصل الفعلي (المادي) لها (62).

المطلب الثاني//مخاطر التسوية.

قد تتعرض العقود المستقبلية خلال تسويتها إلى مخاطر عدة لأن جميع الانشطة الاقتصادية ومن ضمنها العقود المستقبلية تكون معرضة لعدة انواع من المخاطر (63)، ونلاحظ إنه كلما زادت الفترة ما بين ابرام العقد وتسويته زاد حجم المخاطر التي يُمكن أن يتعرض لها، لذا نرى قلة مخاطر تسوية العقود الحاضرة مقارنةً بالعقود المستقبلية، وتختلف تلك المخاطر المصاحبة لعملية التسوية باختلاف حجم العقود وتنوعها وحسب الامكانيات المتوافرة لدى اطراف العقود المستقبلية، والتقنيات والوسائل المستعملة في عملية التسوية وغيرها، علماً أن هذه المخاطر وأن كانت مصاحبة للعقود المستقبلية إلا أنها لا تظهر إلا حين تسويتها، لذا سنحاول أن نلقي الضوء على مختلف المخاطر التي ممكن أن تتعرض لها تسوية العقود المستقبلية من خلال تقسيمها إلى مباشرة وغير مباشرة بتقسيمها إلى فرعين، حيث سنتناول المخاطر المباشرة في فرع اول، والمخاطر غير المباشرة في فرع ثانٍ.

الفرع الاول//المخاطر المباشرة.

تتعرض العقود المستقبلية إلى مخاطر يمكن أن تتعلق بعملية تداولها بشكل مباشر، كالمخاطر المتعلقة بالائتمان ومخاطر الحافظ التي سنتناولها كالاتي:

أولاً // المخاطر الائتمانية.

يُراد بالائتمان هو الوفاء الأجل لمبلغ من النقود أي وفاء في موعد مستقبلي (64)، أما الخطر الائتماني فيُقصد به خطر الخسارة الناجمة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي يتضمنها العقد المستقبلي (65)، ويُراد به أيضاً خطر الافلاس لإحدى اطراف العقد وبالتالي عجزه عن الوفاء بكامل أو بعض قيمة الصفقة، وأن أحد الاسباب التي تؤدي إلى الوقوع في مثل هكذا مخاطر هو الافراط في منح



الاتئمان دون اخذ الضمانات الكافية، لذا عملت الجهات المختصة على وضع الانظمة والتعليمات اللازمة والصارمة لمعالجة هكذا نوع من المخاطر⁽⁶⁶⁾. ويعتبر هذا النوع من المخاطر من أشد المخاطر تأثيراً على اسواق المستقبلات واسواق الاوراق المالية بشكل عام، حيث تؤدي إلى وقوعها في أزمات كبيرة أو حتى إلى انهيارها، مثلاً على ذلك الازمة الكبيرة التي حصلت في سوق الاوراق المالية الكويتي عام 1982 والتي عرفت بأزمة سوق المناخ الكويتي، حيث اعتبرت من أشد الازمات التي واجهت اسواق الاوراق المالية العربية، نتيجة تحقق المخاطر الائتمانية بسماع المصارف الاعتماد على الصكوك المقبولة في الدفع لغرض الائتمان لا الوفاء بعمليات تداول الاوراق المالية بالأجل⁽⁶⁷⁾. لذا نرى أن على المشرع التدخل بتوفير اجراءات كافية لمنع وقوع مثل هكذا مخاطر أو التقليل منها نظراً لخطورتها، وتفعيل دور الجهات الرقابية.

ثانياً // مخاطر الحافظ.⁽⁶⁸⁾

يتعهد أمين الحفظ المودع لدية الأوراق المالية بأن يحافظ قانونياً على الأوراق المسلمة إليه، إذ أن التزامه بالحفظ لا يقتصر على حفظه للأوراق مادياً فقط بل يمتد ليشمل حفظها قانونياً وعدم استخدامها لأغراضه الشخصية، ويجب عليه أن يتخذ جميع التدابير الضرورية للمحافظة على الأوراق المالية المودعة لديه⁽⁶⁹⁾. ويُرَاد بخطر الحافظ هو الخطر الحاصل نتيجة فقدان الأوراق المالية محل العقد المودعة لدى الحافظ، نتيجة إفلاس الحافظ أو إهماله أو نتيجة استغلاله للأوراق المالية بطريقة غير مشروعة، أو سوء الإدارة وضعف نظام مسك الحسابات، ويقلل من هذا الخطر التوجه نحو نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية. كما قد يتسبب الاختلاف بين النظم التشريعية التي تعالج عمليات التسوية وعدم وضوحها إلى ترتيب مخاطر على عملية التسوية تعرف بالمخاطر القانونية، التي تتولد عن التوسع في تداول الاوراق المالية عبر الدول، التي يمكن معالجتها من خلال التقريب بين تلك الانظمة بالقدر اللازم لحماية عمليات التسوية من الخطر⁽⁷⁰⁾.

الفرع الثاني//المخاطر غير المباشرة.

وقد تكون المخاطر التي تتعرض لها العقود المستقبلية غير مباشرة تتعلق بإدارة الجهات المختصة بإبرام العقود المستقبلية كالمخاطر التشغيلية، أو تتعلق بتقنيات عمليات التسوية التي تنتهي بها العقود المستقبلية وهي المخاطر التقنية، والتي سنتناولها كالاتي:

ثالثاً // المخاطر التشغيلية.

يمكن أن تتعرض تسوية العقود المستقبلية إلى مخاطر الخسارة الناتجة عن عدم كفاءة النظم الادارية والرقابية، وإخفاق الجهات المختصة بعملية التسوية، نظراً لتعقد ودقة الاجراءات الخاصة بها، حيث تتطلب عملية التسوية عناصر بشرية مُدربة ونُظم رقابية تكون قادرة على التيقن من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين والاجراءات المتبعة في عملية التسوية⁽⁷¹⁾.

رابعاً // المخاطر التقنية.

سبق وأن ذكرنا أن عملية تسوية العقود المستقبلية يجب أن تتسم بالدقة والجودة والسرعة اللازمة، فالخطر التقني يحدث عندما تفشل تقنية المعلومات والاتصالات المستخدمة في عملية التسوية في إتمام عمليات نقل الملكية والتحويلات المالية المترتبة عليها في الوقت المحدد، ومثلاً على ذلك ما حدث لبنك نيويورك في 1985، عندما عجز عن إتمام التسوية بسبب تعطل أجهزة الحاسوب والاتصالات بين البنك والجهات الأخرى، وقد تم حل هذه المشكلة قبل استفحالها وتشكيل أزمة مالية، من خلال تدخل البنك المركزي بإقراض هذا البنك، خشية انتشار هذا الخطر وتحويله إلى أزمة مالية، ولكن يؤدي التقدم التقني إلى تقليل دور الإنسان في تسوية العقود التي تتم داخل البورصة وبالتالي تقليل من احتمال وقوع المخاطر الناتجة



عن اخطاء الانسان، كما يُساعد استخدام التقنيات في عملية التسوية على مواجهة الحجم المتزايد من العقود وحمائتها من العبث، فضلاً عن توفير آلية سهلة لتسويتها⁽⁷²⁾. وفي الأونة الاخيرة أصبح الاعتماد على تقنيات التكنولوجيا في عميات التسوية بشكل كبير، لذا فقد تكون المخاطر التقنية ناتجة عن اخفاق و تقصير من قبل الاشخاص القائمين على الاجهزة التقنية لا من تعطل الاجهزة نفسها، ففي حال وجود اخفاق لدى احد القائمين على عملية التسوية (شركة المقاصة، شخص الوسيط، شركة الايداع المركزي، مصرف التسوية) يؤدي ذلك إلى حصول خسائر في عمليات التداول⁽⁷³⁾، ومن اجل معالجة تلك الخسائر والتقليل من المخاطر التقنية يجب على هيئة سوق المال باعتبارها الجهة الرقابية، مطالبة الجهات القائمة بعملية التسوية توفير أنظمة وأطر تشغيلية وتقنيات حديثة تتفق مع متطلبات السرعة في عمليات تداول الاوراق المالية⁽⁷⁴⁾.

الخاتمة.

ننهي دراستنا لموضوع بحثنا (التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الاوراق المالية- دراسة مقارنة) بخاتمة تتضمن ابرز النتائج التي توصلنا اليها مع عدد من التوصيات، كالاتي:

أولاً // النتائج.

1. خلصنا إلى أن المقاصة بمعناها الخاص يُراد بها: عملية توضيح لحقوق والتزامات اطراف العقود المستقبلية لغرض تسويتها. إما التسوية فتوصلنا إلى تعريفها بأنها: عملية تصفية حقوق والتزامات اطراف العقود المستقبلية، وترتيب الاثر المنشود من ابرامها وهو نقل ملكية الاوراق المالية محل العقد من البائع إلى المشتري، ودفع ثمنها من المشتري إلى البائع، بطريقة تتسم بالدقة والكفاءة العالية والسرعة، التي يتطلبها التعامل بالعقود المستقبلية.

2. اتضح لنا أن التسوية سابقاً كانت تتم بين أطراف العقد مباشرةً دون توسط جهة معينة، إلا أن بعد التطور وزيادة عمليات التداول في سوق الاوراق المالية انشأت جهات مختصة بالمقاصة والتسوية، وبعد صدور النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007، والنظام المركزي للإيداع والقيود المركزي والمقاصة عن طريق شركة الايداع والقيود المركزي في مصر، بموجب قانون الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000، أما بالنسبة إلى الولايات المتحدة الامريكية ولوجود سوق خاصة بالعقود المستقبلية فتوجد جهة متخصصة ضمن السوق تكون هي المسؤولة عن تقاص وتسوية العقود المستقبلية.

3. تبين لنا أن العقود المستقبلية تنتهي من خلال تنفيذها بعملية تعرف بالتسوية، التي تتم عند حلول التاريخ المستقبلي لتنفيذ العقد، واختلفت التشريعات المقارنة في تحديد الجهة التي تتولى عملية التسوية، فالتشريعات العراقية والمصري أوكل مهمة التسوية إلى الجهة ذاتها التي تقوم بتسوية العمليات العاجلة، أما التشريع الامريكي فقد انشأ جهة مختصة لتقوم بتسوية عمليات التداول المستقبلية.

4. توصلنا إلى أن تسوية العقود المستقبلية تكون على انواع أما أن تكون تسوية نقدية أو تسوية عينية ترافقها مخاطر عدة تمثلت بالمخاطر الائتمانية ومخاطر الحافظ والمخاطر التقنية.

5. تعتبر الجهة المختصة بالمقاصة والتسوية ضامنة لتنفيذ العقود المستقبلية في حال نكول احد اطرافها عن تنفيذ التزاماته، لأنها تكون بدور البائع بالنسبة للمشتري والمشتري بالنسبة للبائع، لذا تكون العلاقة بين اطراف العقد علاقة غير شخصية.

6. تبين لنا أن العقود المستقبلية تتعرض إلى مخاطر مختلفة، تتمثل بالمخاطر الائتمانية الناتجة عن تعثر أحد اطراف العقد أو كلاهما عن الوفاء بالتزاماته التي فرضها عليه العقد، ومخاطر الحافظ التي تحصل نتيجة لفقدان الاوراق المالية المودعة لدى الحافظ، والمخاطر الناتجة عن عدم كفاءة أو اخطاء النظم



الادارية والرقابية وهي المخاطر التشغيلية، وكذلك المخاطر التقنية التي يكون مصدرها حالات فشل الاجهزة والاتصالات والتقنية المستخدمة في عمليات مقاصة وتسوية والعقود المستقبلية.
ثانياً // التوصيات.

بعد أن بينا أن المشرع العراقي كانت اشارته للموضوع محل البحث إشارة بسيطة في القوانين التي تناولناها، فضلاً عن العبارات والمصطلحات الركيكة التي جاءت بها، لذا نسوق بعض التوصيات التي نأمل من المشرع العراقي أخذها بنظر الاعتبار عند تشريع قانون ينظم العقود المستقبلية، والتي تتمثل بالاتي:

1. من أجل ضمان إتمام تسوية المراكز القانونية لأطراف عقد التداول نقترح على المشرع العراقي أن يتبنى موقف المشرع المصري بإنشاء صندوق الضمان لضمان تنفيذ العقود التي تتم في سوق الأوراق المالية، لكون الضمانات التي أشار إليها المشرع العراقي في المادة (11/أ) من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة 2007، والمواد (13/أ) و(4) من النظام الخاص بالتسوية والمقاصة لسنة 2007 يشوبها النقص الذي لا يمكن معه أن تتم عملية المقاصة والتسوية بالشكل المبتغى قانوناً لذا نوصي المشرع العراقي أن يُنشأ نصاً خاصاً في قانون سوق الأوراق المالية النافذ يشير من خلاله إلى صندوق الضمان .
2. نوصي المشرع العراقي بتعديل نص الفقرة (3) من القسم (9) والخاص بالتسوية، لتصبح هكذا: (تكون دوائر الايداع العراقي هي المختصة في تسوية كافة عقود بيع وشراء الاسهم والسندات التي تتم داخل سوق الاوراق المالية، وتلتزم بإدخالها في سجلات خاصة، فعند ايداع الاسهم والسندات لا يمكن سحبها وتغيير شكلها، ويجب اتباع قواعد معينة حول كيفية تقديمها وآلية الايداع في سجلات الادخال الخاصة بدائرة الايداع).
3. لأهمية وتعقيد عملية التسوية لكونها مرحلة تنفيذ العقد المستقبلي، يجب تهيئة الوسائل والاجهزة والتقنيات اللازمة مع الكوادر البشرية لغرض اتمام عمليات التسوية بمستوى عالٍ من الدقة والأمان لتجنب المخاطر المحتمل وقوعها.

الهوامش.

(1) ينظر:

- J.G. Merrills , International Dispute Settlement,4 , Cambridge University Press, 2005, p:110.
كذلك ينظر: د. اشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص161.
(2) ينظر: د. عبد الحميد منصور، شركة الايداع والقيود المركزي في سوق راس المال المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014، ص 21.
(3) المادة (408) من القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951 المعدل.
(4) المادة (409) من القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951 المعدل.
(5) للمزيد ينظر: المواد التي تناولت المقاصة (408 - 417) من القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951 المعدل.
(6) ينظر: د. عبد المجيد قادري، الطبيعة القانونية للمقاصة، بحث منشور في كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة باجي مختار، عنابة، العدد32، ديسمبر، 2012، ص 143.
(7) ينظر: د. عبد الحميد منصور، شركة الايداع والقيود المركزي في سوق راس المال المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014، ص153.
(8) ينظر: د. نسرین فرحات ابراهيم، الرقابة الادارية والقضائية على اعمال الادارة في مجال سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص70.
(9) ينظر: د. محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، محرم، 1424هـ، ص2.



(10) مقابلة شخصية أجريت مع الخبير- جيمي افهم توما - مدير العلاقات العامة في سوق العراق للأوراق المالية، بغداد، بتاريخ 2019/2/11.

(11) ينظر: المادة (9) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000، والتي نصت على أنه (تقوم الشركة بإجراء عمليات المقاصة وتسوية المعاملات التي تتم على الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، وتسوية المراكز الناشئة عن تداول الأوراق المالية المودعة بها، ونقل ملكيتها)، متاح على الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية:

https://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/chairman_decisions.jsp?start=1&size=20&nPages=0&Year=2018

تاريخ الزيارة 2020/1/4

(12) ينظر نص المادة (1/15/B) من قانون تبادل السلع المعدل في 2015، وورد النص باللغة الانكليزية كالآتي: (settlement, netting, or novation of obligations resulting from agreements, contracts, or settlement or netting of transactions on a bilateral basis and without a central counterparty through an interbank payment system). cash payments متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:

http://legcounsel.house.gov/Comps/COMEX_NEW.pdf

تاريخ الزيارة 2019/11/4

(13) ينظر: د. عبد الحميد منصور، مصدر سابق، ص 163.

(14) سنتناول توضيح انواع التسوية في فقرة خاصة لاحقاً، ينظر 23 من هذه البحث.

(15) ينظر: د. محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، مصدر سابق، ص 3.

(16) ينظر: د. عبد الحميد منصور، مصدر سابق، ص 176.

(17) المادة (11/أ) من تعليمات تداول الاوراق المالية في سوق العراق لسنة 2007.

متاح على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية:

www.isx-iq.net/isxportal/portal/rules.html

تاريخ الزيارة 2019/11/24

(18) المادة (11/ب) من تعليمات تداول الاوراق المالية في سوق العراق لسنة 2007.

(19) المادة (11/ج) من تعليمات تداول الاوراق المالية في سوق العراق لسنة 2007.

(20) المادة (18) من تعليمات تداول الاوراق المالية في سوق العراق لسنة 2007.

(21) الفقرة (2) من المادة (56) من التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية في سوق العراق لسنة 2004. متاح على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية:

www.isx-iq.net/isxportal/portal/rules.html

تاريخ الزيارة 2019/11/24

(22) المادة (19) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007. متاح على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية:

www.isx-iq.net/isxportal/portal/rules.html

تاريخ الزيارة 2019/12/13

(23) المادة (21) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007.

(24) وردت قيود نقل ملكية الاوراق المالية في المادة (22) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007، والتي نصت على انه (تشمل قيود الملكية على الاوراق المالية الحالات الآتية: أ- الرهن. ب- الحجز. ج- التجميد. د- او اي قيود اخرى يحددها القانون).

(25) ينظر: د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الاوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص 531.

- وفي حال اخلال الوسيط البائع او الوسيط المشتري بشروط التعاقد تُتبع بحقه اجراءات نصت عليها التعليمات التنظيمية لتداول الاوراق المالية في سوق العراق لسنة 2004 كما يأتي:



المادة (65): تتبع الاجراءات التالية في حالة اخلال الوسيط البائع بشرط التعاقد :

- 1- يقدم الوسيط المشتري طلبا خطيا للوسيط البائع يعطيه فيه مهلة يومي عمل يلبان يوم تنفيذ العقد لإكمال التزاماته، ونسخة منه الى المدير التنفيذي للسوق .
- 2- اذا لم يستجيب الوسيط البائع للطلب المقدم إليه حتى الساعة التاسعة من اليوم الذي يلي يوم تنفيذ العقد فيجب عليه القيام بشراء اسهم بديلة من خلال القاعة .
- 3- يسلم الوسيط البائع الاسهم البديلة المشتراة للوسيط المشتري وبنفس السعر والشروط المتفق عليها والمحددة في العقد الاصيلي ويتحمل الوسيط البائع اية خسارة ناتجة عن عملية الشراء بما في ذلك عمولة الشراء اما اذا حقق فائضا فيحول الفائض الى السوق .
- 4 - في حال رفض الوسيط البائع شراء اسهم بديلة يقوم الوسيط المشتري وعلى نفقة الوسيط البائع بشرائها من خلال القاعة وعليه في هذه الحالة اعلام المدير التنفيذي للسوق والوسيط البائع بذلك الذي عليه تسديد ما يستحقه الوسيط المشتري خلال يومي عمل من تاريخ تبليغه .

المادة (67): تتبع الاجراءات التالية في حالة اخلال الوسيط المشتري بشروط التعاقد:

- 1- يقدم الوسيط البائع طلبا خطيا للوسيط المشتري يعطيه فيه مهلة يومي عمل يلبان يوم تنفيذ لإكمال التزاماته، ونسخة منها الى المدير التنفيذي للسوق.
 - 2- اذا لم يستجيب الوسيط المشتري للطلب المقدم له حتى الساعة التاسعة من اليوم الثالث الذي يلي يوم تنفيذ العقد فيجب على الوسيط البائع القيام ببيع الاسهم من خلال القاعة، ويتحمل الوسيط المشتري أية خسائر ناتجة عن عملية البيع بما في ذلك عمولة البيع .
- (26) المادة (32) من ملحق اللائحة التنفيذية لقانون الايداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000. متاح على الموقع الالكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية:

https://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/chairman_decisions.jsp?start=1&size=20&nPages=0&Year=2018

تاريخ الزيارة 2020/1/4

- (27) المادة (3) من ملحق اللائحة التنفيذية لقانون الايداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000.
- (28) المادة (5) من ملحق اللائحة التنفيذية لقانون الايداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000.
- (29) المادة (35) من ملحق اللائحة التنفيذية لقانون الايداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000.
- (30) المادة (2) من قانون تنظيم الرقابة على الاسواق والادوات المالية غير المصرفية رقم 10 لسنة 2009، والتي نصت على انه (تختص الهيئة العامة للرقابة المالية بالرقابة والاشراف على الاسواق والادوات المالية غير المصرفية بما في ذلك أسواق رأس المال، و بورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري، والتأجير التمويلي، والتخصيم، والتوريق).

- (31) المادة (3) من قانون تنظيم الرقابة على الاسواق والادوات المالية غير المصرفية المصري رقم 10 لسنة 2009. متاح على الموقع الالكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية:

https://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/chairman_decisions.jsp?start=1&size=20&nPages=0&Year=2018

تاريخ الزيارة 2019/12/25

(32) ينظر:

Besley and A. Powell, Commodity, Indexed Debt in International Lending, World Bank Working, 1989, p:24.

(33) ينظر:

Joe Duarte, Futures & Options For Dummies, John Wiley & Sons, 2006, p: 34.

- (34) ينظر: القاعدة (1903) من الفصل (19) من تعليمات بورصة شيكاغو لتداول الخيارات والعقود المستقبلية، حيث ورد النص باللغة الانكليزية على أنه:



(Delivery of the Underlying Securities upon termination of a Narrow Based Stock Index Future, and payment of the price in respect thereof, shall be made in accordance with the Rules of the Clearing Corporation).

متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:

<https://sa.investing.com/markets/americas>

تاريخ الزيارة 2019/12/22

(35) ينظر: القاعدة (1101/e-f) من الفصل (11) من تعليمات بورصة شيكاغو لتداول الخيارات والعقود المستقبلية، وورد النص باللغة الانكليزية كالآتي:

(if the Clearing Corporation suspends a Clearing Member the Exchange may prevent access and connectivity to the Exchange by the suspended Clearing Member If requested to do so by the Clearing Corporation, the Exchange may activate the kill switch function under Rule If a Clearing Member's status as a Clearing Member of the Clearing Corporation or as a Trading Privilege Holder is terminated, all letters of guarantee on file with the Exchange from that Clearing Member shall no longer be valid effective as soon as the Exchange is able to process the invalidation of these letters of guarantee).

(36) صلاح الدين زين العابدين محمد عبد الحفيظ، التنظيم القانوني لقيود الأوراق المالية، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص146.

(37) ينظر:

United States, Congress. Office of Technology Assessment, Electronic Bulls and Bears: U.S. Securities Markets and Information Technology, DIANE Publishing, 1999, p: 109.

كذلك ينظر: د. محمد علي ابراهيم، الادارة المالية المتقدمة، ط1، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص527.

(38) ينظر: د. حاكم الربيعي. و د. ميثاق الفتلاوي. و د. علي احمد فارس. و د. حيدر رجوان، المشتقات المالية- عقود المستقبلية- الخيارات- المبادلات، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2011، ص70.

(39) ينظر: د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003، ص140.

(40) الفقرة (13) من القسم (1) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم 74 لسنة 2004.

(41) الفقرة (10) من المادة (2) من النظام الخاص بالإيداع والمقاصة والتسوية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007 والتي جاء فيها (مصرف التسوية: هو المصرف الذي يعينه المجلس من وقت لآخر لإتمام عملية التسوية).

(42) المادة (14) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري رقم 93 لسنة 2000 والتي نصت على انه (تقوم الشركة (شركة الإيداع والقيود المركزي) بأجراء عمليات المقاصة في الأوراق المالية لحساب اعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، كما تقوم الشركة بأجراء عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية).

(43) المادة (34) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري رقم 93 لسنة 2000.

(44) النص الوارد باللغة الانكليزية:

acts as an intermediary in making payments or deliveries or (means any person who both in connection with transactions in securities or who provides facilities for comparison of data respecting the terms of settlement of securities transactions, to reduce the number of settlements of securities transactions, or for the allocation -

securities settlement responsibilities. Such term also means any person, such as a securities depository).

(45) ينظر: د. محمد علي ابراهيم، ادارة محافظ الاستثمار، ط1، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2011، ص85.

(46) ينظر:



Richard Heaney, Sirimon Treepongkaruna, John Hull, Fundamentals of Futures and options markets, Pearson Higher Education AU, 2013, p: 539.

(47) ينظر: سعد مجيد عبد علي، امكانية تطبيق استراتيجيات التحوط من مخاطر تقلبات اسعار الاسهم باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2010، ص 70.

(48) ينظر: د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة جامعة عين شمس، القاهرة، 1999، ص 136.

(49) ينظر: د. حاكم الربيعي. و د. ميثاق الفتلاوي. و د. علي احمد فارس. و د. حيدر رجوان، مصدر سابق، ص 70.

(50) ينظر معنى قريب: د. منير ابراهيم هندي، ادارة المنشآت المالية واسواق المال، مصدر سابق، ص 653.

(51) ينظر: د. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 273.

(52) ومن الجدير بالذكر بأن للمقاصة في عمليات الاوراق المالية انواع ايضاً تتمثل في نوعين وهما، 1- المقاصة الاجمالية وهي تعتمد على أن تكون هنالك علاقة مباشرة بين المصرف الذي يتولى عملية المقاصة والمستثمر من خلال قيام الاخير بفتح حساب نقدي في المصرف يتم تنفيذ عمليات التداول التي يقوم بها المستثمر فيه من خلال الخصم منه والاضافة عليه حسب كل عملية. ينظر: د. محمد شكري العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 30. أما النوع الثاني للمقاصة هو المقاصة الصافية التي تعتمد على أن يتوسط التعامل بين المستثمر والمصرف شركة وساطة، ليقوم المستثمر بفتح حساب نقدي لدى شركة الوساطة لتقوم الاخيرة بفتح حساب لدى المصرف الذي يتولى عملية المقاصة وتنفيذ العقد ليودع فيه صافي الرصيد اليومي لشركة الوساطة وهذه الطريقة متبعة في اغلب الدول. ينظر: د. حازم نعيم، المسؤولية في العمليات المصرفية الالكترونية، دار وائل، الاردن، 2003، ص 29.

(53) ينظر:

ICFAI University, Financial Markets and Environment, p 425.

منقول عن د. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف للتوزيع والنشر، الإسكندرية، 2008، ص 177.

(54) ينظر:

Donald, D.C Securities Settlement Systems.In: Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure. Chapter 50, 2013, p: 559.

(55) الفقرة (ب) من المادة (13) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007.

(56) الفقرة (أ، ب، ج، د) من المادة (21) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007.

(57) ينظر: المادة (265) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدل بإضافة الباب الثاني مكرراً – بورصات العقود الآجلة / بالمواد (26 مكرراً – 26 مكرراً / 17 مادة) بالقانون رقم 17 لسنة 2018، الجريدة الرسمية – العدد 10 مكرر(هـ) في 14 مارس سنة 2018، والمتاح على الموقع الالكتروني الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية كالاتي:

https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/cma_pages/laws_cma.htm

تاريخ الزيارة 2019/11/17

حيث نصت المادة اعلاه على انه (تلتزم الشركة بإتمام إجراءات تسليم الأوراق المالية في حالة البيع وإتمام التسوية المالية للعمليات التي تم تنفيذها في المواعيد القانونية المقررة، وذلك بمراعاة النظم التي تقرها قواعد التسوية والحفظ المركزي في هذا الشأن، ويجوز للشركة أن تحتفظ بالأوراق المالية الخاصة بعملائها في مقرها وذلك بموافقة الهيئة وفقاً للضوابط والشروط التي تضعها).

(58) ينظر نص المادة (101/3/a) من قانون التجارة المستقبلية الامريكي لعام 1982، وورد النص باللغة الانكليزية كالاتي:

(Settlement of or delivery on such contract shall be effected in cash or by means other than the transfer or receipt of any security).



- (59) ينظر: د. منير ابراهيم هندي، اساسيات عقود المشتقات، العقود المستقبلية، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2015، ص14. بنفس المعنى ينظر: د. هشام السعدني خليفة بدوي، مصدر سابق، ص275.
- (60) ينظر: د. منير ابراهيم هندي، ادارة المنشآت المالية واسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2008، ص643. كذلك ينظر: د. منير ابراهيم هندي، اساسيات عقود المشتقات، العقود المستقبلية، مصدر سابق، ص12.
- (61) ينظر: د. هشام السعدني خليفة بدوي، مصدر سابق، ص272.
- (62) ينظر:

Charles M. S. Sutcliffe, Stock Index Futures Innovative finance textbooks Ashgate Publishing, Ltd, 2006, p: 84.

(63) ينظر:

International Monetary Fund, IMF Staff Country Reports, Recommendations for Securities Settlement Systems The Equity and Corporate Bonds Securities Settlement Systems, International Monetary Fund, 2012, p: 11- 21.

(64) ينظر: دينا احمد عمر، اثر اسواق الاوراق المالية في النمو الاقتصادي، بحث منشور في مجلة تنمية الرافدين، بالعدد 96، المجلد 31، 2009، ص59.

(65) ينظر: د. خالد احمد سيف الشعراوي، الاطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، مصدر سابق، ص94.

(66) ينظر: دينا احمد عمر، مصدر سابق، ص60.

(67) ينظر: عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010، ص255.

(68) يُقصد بالحافظ، الحافظ الأمين الذي عرفه سوق العراق للأوراق المالية، في تعليمات الحافظ الأمين رقم 17 لسنة 2012 المعدلة في المادة (1) منها بأنه (الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة والمركز لمزاولة خدمة الحفظ الأمين، والقيام بأعمال حفظ وتحويل للأوراق المالية من حساب المستثمر لديه إلى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الالتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريه). متاح على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية الاتي: www.isx-iq.net/isxportal/portal/rules.html

تاريخ الزيارة 2019/12/8

(69) ينظر: بشار محي هاشم، المركز القانوني للحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة بابل، 2015، ص156.

(70) ينظر: محمد بن إبراهيم السحبياني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، مصدر سابق، ص26.

(71) ينظر: د. خالد احمد سيف الشعراوي، مصدر سابق، ص95.

(72) محمد بن إبراهيم السحبياني، تصميم آلية التعامل في ظل نظام إلكتروني لتداول الأسهم، بحث قدم في مؤتمر القانون وتحديات المستقبل، جامعة الكويت، الكويت، أكتوبر 1999، ص22.

(73) ينظر:

Karel V. Chalupa, Foreign currency futures: reducing, foreign exchange risk, p:9.

بحث متاح على الموقع الإلكتروني الاتي:

<https://www.chicagofed.org/~media/publications/economic-perspectives/1982/ep-winter1982-part1-chalupa-pdf>.

تاريخ الزيارة: 2019/10/12

(74) ينظر: د. عصام جابر و محمد علي ابراهيم، ادارة مخاطر اسعار الصرف الاجنبي باستخدام ادوات التحوط المالي، بحث منشور في مجلة دراسات محاسبية، المجلد الثامن، العدد 23، 2013، ص122.



المصادر.

* المصادر العربية.

أولاً // الكتب و الرسائل.

- 1- د. اشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
 - 2- بشار محي هاشم، المركز القانوني للحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية القانون، جامعة بابل، 2015.
 - 3- د. حازم نعيم، المسؤولية في العمليات المصرفية الالكترونية، دار وائل، الاردن، 2003.
 - 4- د. حاكم الربيعي، د. ميثاق الفتلاوي، د. علي احمد فارس، د. حيدر رجوان، المشتقات المالية- عقود المستقبلات- الخيارات- المبادلات، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2011.
 - 5- د. خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2015.
 - 6- د. سعد مجيد عبد علي، امكانية تطبيق استراتيجيات التحوط من مخاطر تقلبات اسعار الاسهم باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2010.
 - 7- د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة جامعة عين شمس، القاهرة، 1999.
 - 8- صلاح الدين زين العابدين محمد عبد الحفيظ، التنظيم القانوني لقيد الاوراق المالية، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.
 - 9- د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003.
 - 10- د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الاوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
 - 11- د. عبد الحميد منصور، شركة الايداع والقيد المركزي في سوق راس المال المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، 2014.
 - 12- د. عبد المجيد قادري، الطبعة القانونية للمقاصة، بحث منشور في كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة باجي مختار، عنابة، العدد32، ديسمبر، 2012.
 - 13- د. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010.
 - 14- د. محمد شكري العدوي، المعاملات الاجلة في بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
 - 15- د. محمد علي ابراهيم، ادارة محافظ الاستثمار، ط1، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2011.
 - 16- د. منير ابراهيم هندي، ادارة المنشآت المالية واسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2008.
 - 17- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف للتوزيع والنشر، الإسكندرية، 2008.
 - 18- د. منير ابراهيم هندي، اساسيات عقود المشتقات، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2015.
 - 19- نسرین فرحات ابراهيم، الرقابة الادارية والقضائية على اعمال الادارة في مجال سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، 2016.
 - 20- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
- ثانياً // البحوث.
- 1- دينا احمد عمر، اثر اسواق الاوراق المالية في النمو الاقتصادي، بحث منشور في مجلة تنمية الرافيدين، بالعدد 96، المجلد 31، 2009.
 - 2- د. عصام جابر و محمد علي ابراهيم، ادارة مخاطر اسعار الصرف الاجنبي باستخدام ادوات التحوط المالي، بحث منشور في مجلة دراسات محاسبية، المجلد الثامن، العدد 23، 2013.
 - 3- د. محمد بن ابراهيم السحبياني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، محرم، سنة 1424هـ.



4- د. محمد بن إبراهيم السحبياني، تصميم آلية التعامل في ظل نظام إلكتروني لتداول الأسهم، بحث قدم في مؤتمر القانون وتحديات المستقبل، جامعة الكويت، الكويت، أكتوبر 1999.

ثالثاً // التشريعات.

1- التشريعات العراقية.

أ- القوانين.

1- القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951 المعدل.

2- قانون المصارف العراقي رقم 94 لسنة 2004.

3- القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم 74 لسنة 2004.

ب: التعليمات و الانظمة.

1- التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق لسنة 2004.

2- النظام الخاص بالإيداع والمقاصة والتسوية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007.

ج- المشاريع.

1- مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة 2008.

2- التشريعات العربية.

أ- القوانين.

1- قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري رقم 93 لسنة 2000.

2- قانون تنظيم الرقابة على الأسواق والادوات المالية غير المصرفية المصري رقم 10 لسنة 2009

ب- اللوائح والقرارات .

1- اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000

* المصادر الاجنبية.

أولاً // الكتب.

B – Books.

1- International Monetary Fund, IMF Staff Country Reports, Recommendations for Securities Settlement Systems The Equity and Corporate Bonds Securities Settlement Systems, International Monetary Fund, 2012.

2- Charles M. S. Sutcliffe, Stock Index Futures Innovative finance textbooks Ashgate Publishing, Ltd, 2006, p: 84.

3- ICAFI University, Financial Markets and Environment.

4- Richard Heaney, Sirimon Treepongkaruna, John Hull, Fundamentals of Futures and options markets, Pearson Higher Education AU, 2013.

5- United States, Congress. Office of Technology Assessment, Electronic Bulls and Bears: U.S. Securities Markets and Information Technology, DIANE Publishing, 1999

6- Joe Duarte, Futures & Options For Dummies, John Wiley & Sons, 2006,

7- Besley and A. Powell, Commodity, Indexed Debt in International Lending, World Bank Working ,1989.

8- J. G. Merrills , International Dispute Settlement,4 , Cambridge University Press, 2005, p:110.

9- Donald, D.C Securities Settlement Systems.In: Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure. Chapter 50, 2013.

ثانياً // البحوث.



C- Research.

Karel V. Chalupa, Foreign currency futures: reducing, foreign exchange risk, p:9.

بحث متاح على الموقع الإلكتروني الاتي:

<https://www.chicagofed.org/~media/publications/economic-perspectives/1982/ep-winter1982-part1-chalupa-pdf>.

تاريخ الزيارة: 2019/7/12 الساعة: 11:00م

ثالثاً // القوانين.

Laws and By Laws: - A

Securities Act 1933. -1

<http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>

1934. Securities Exchange Act 2-

<https://uw.instructure.com/courses/805924/files/22596449/download>

3- Cboe Futures Exchange, LLC.

<https://cfe.cboe.com/publish/cferulebook/cfe-rule-book.pdf>

4- Commodity Exchange ACT.

http://legcounsel.house.gov/Comps/COMEX_NEW.pdf

5- Futures Trading ACT of 1982.

* المواقع الإلكترونية.

1- الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية:

www.isx-iq.net/isxportal/portal/rules.html

2- الموقع الرسمي لقاعدة التشريعات العراقية:

<http://iraqld.hjc.iq:8080/LoadLawBook.aspx?SC=210220067656573>

3- هيئة الأوراق المالية العراقية:

<https://www.isc.gov.iq>

4- موقع مركز الايداع العراقي:

<http://www.idc-stocks.com>

5- الموقع الإلكتروني الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية:

https://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/chairman_decisions.jsp?start=1&size=20&nPages=0&Year=2018

6- الموقع الرسمي لشركة مصر للمقاصة والاياداع والقيود المركزي:

<http://www.mcsd.com.eg/MCDR/Arabic/showpage.aspx?pageid=64>

7- الموقع الإلكتروني الرسمي للأسواق المالية الأمريكية:

<https://sa.investing.com/markets/americas>

* المقابلات.

- مقابلة شخصية أجريت مع الخبير- جيمي افهم توما - مدير العلاقات العامة في سوق العراق للأوراق المالية، بغداد، بتاريخ 2019/2/11.