

العقد المستقبلي على الأوراق المالية

(ماهيته واعتماده)

إعداد: الدكتور محمد محب الدين قرياش .

الملخص

يتناول البحث موضوع العقد المستقبلي الذي يتم إبرامه في بورصة الأوراق المالية على الأوراق المالية المتداولة فيها، بحيث تُوجَل التسوية النهائية لعقد التداول بسعر معين إلى تاريخ مستقبلي معين.

وينقسم البحث إلى قسمين أساسيين: ندرس في القسم الأول ماهية العقد المستقبلي على الأوراق المالية، بحيث نوضح تعريف هذا العقد بشكل يُزيل الغموض عنه، ونبيِّن أنواعه، ونوضح أدواره الأساسية في السوق وبنوده.

بينما ندرس في القسم الثاني من هذا البحث إشكالية اعتماد العقد المستقبلي كأداة من أدوات التداول وفقاً لقانون سوق الأوراق المالية السوري، وأنظمة سوق دمشق للأوراق المالية، والقواعد العامة في القانون المدني.

وقد انتهينا إلى مجموعة من النتائج والمقترحات، ومن أهمها: وضع تعريف محدّد ومتكامل للعقد المستقبلي على الأوراق المالية، وضرورة تعديل القانون المدني السوري وقانون سوق الأوراق المالية السوري وبعض أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية، واقتراح النصوص التشريعية والتنظيمية البديلة التي تكفل اعتماد هذا العقد كورقة مالية متداولة في السوق دون وجود تعارض بين القوانين ذاتها، أو بين القوانين وأنظمة السوق.

الكلمات الدالة: بورصة الأوراق المالية، العقد المستقبلي، الأوراق المالية، المشتقات،

الأدوات المالية، التغطية، المضاربة.

المقدمة:

يقصد بـ: "العقد المستقبلي" "Future Contract" أو "عقد المستقبليات" "les contrat futures" ¹ العقد الملزم الذي يُوجَل تنفيذه بسعر معيّن إلى تاريخ معيّن في المستقبل، ويكون طرفاه متعاقدان مختلفان في توقُّعهما للسعر المستقبلي الخاص بمحل التعاقد في التاريخ المستقبلي المُحدّد لتنفيذ العقد.

¹ انظر في هذا الموضوع لدى:

J. HULL, Options, futures et autres actifs derives, ٢٨ décembre ٢٠٠٨, page ٢. Voir le line:
<http://www.assembla.com/code/fichesHull/subversion/node/blob/Fiche.pdf>

ويعتبر العقد المستقبلي مفهوماً قديماً بالتعاقد المستقبلي على بعض الأصول¹، أما تطبيق العقد المستقبلي على الأوراق المالية واعتباره أداة من أدوات التداول في بورصة الأوراق المالية فهو مفهوم حديث النشأة، ظهر مع ظهور أدوات التداول "المشتقة" "Derivative" في السوق منذ مطلع سبعينيات القرن الماضي²، والتي يُستق سعرها من سعر الورقة المالية التي تُعقد عليها³، وهي من أهم "الابتكارات المالية" "les innovations financiers"⁴ الحديثة.

¹ مثل المحاصيل الزراعية، حيث كان المزارعون يبيعون محاصيلهم التي لم تتضح والتي لم يتم حصادها بعد بعقد مستقبلي لتصرف تويته إلى المستقبل قبل وجود محل التعاقد، وكذلك الأمر بالنسبة لتداول البترول والذهب وغيرها من الأصول. أنظر: د. منير إبراهيم هادي، لاسيقات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٣، الصفحة ٦٧٩. ويكون محل العقود المستقبلية أيضاً العملات، وأسعار الفائدة، ومؤشرات الأسهم. أنظر: د. نضال الشعار، مرجع سابق، الصفحة ١٨٩. ومن ثم انضم المتعاملون بالأوراق المالية إلى المشاركين في سوق المستقبلية المالية. أنظر:

Op. cit., page ٢.

² د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المتقولة دراسة مقارنة، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ٢٠٠١، الصفحة ٣. وللمزيد من المعلومات عن عقود المشتقات، أنظر:

M. CHUI, "Derivatives markets, products and participants: an overview", Proceedings of the workshop organized by the People's Bank of China and the Irving Fisher Committee, Zhengzhou, ٢٧-٢٩ September ٢٠١٠, in: Irving Fisher Committee (IFC) Bulletin, No. ٣٥, February ٢٠١٢, pp. ٣-١١.

³ F. MISHKIN, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, ٨e édition, ٢٠٠٧, Chapitre complémentaire - Les produits derives.

أنظر أيضاً: د. منير إبراهيم هادي، مرجع سابق، الصفحة ٦٠٣.

⁴ يتم مثلاً شراء كمية من الأسهم عبر عقد مستقبلي بسعر معين يختلف عادة عن السعر السوقي الحالي للورقة المالية، حيث تكون التوقعات المالية لمشتري عقد الشراء المستقبلي هي ارتفاع قيمة الأوراق المالية محل التعاقد في المستقبل، بينما تكون توقعات بائع هذا العقد معاكسة وهي انخفاض قيمة الأوراق المالية محل التعاقد في المستقبل، فإذا صدقت توقعات المشتري ربح من هذه الصفقة لفرق سعر الأوراق المالية بين يوم التعاقد ويوم تنفيذ الصفقة، بينما إن صدقت توقعات البائع فبإتفاق خسارة قيمة الأوراق المالية التي باعها، ويقعش فرق السعر بين يوم التعاقد ويوم تنفيذ الصفقة مع احتفاظه بالأوراق المالية تطبيقاً للنظام التسوية النقدية في هذا النوع من العقود، ولتوضيح هذه الفكرة تطرح المثال الحسابي التالي:

لنفرض بأن أحد المستثمرين قام بشراء كمية من الأسهم يبلغ سعرها السوقي الحالي ١٠٠٠٠ ألف ل.س وذلك عبر عقد مستقبلي مدته شهر بسعر ١١٠٠٠ ألف ل.س معتقداً أن الأسهم محل التعاقد سيزدقع سعرها السوقي إلى أكثر من سعر العقد المستقبلي عند حلول موعد تسوية العقد، بينما كان البائع يعتقد أن سعر هذه الأسهم سينخفض في السوق، ولنفرض أنه عند حلول تاريخ تسوية العقد ارتفع سعر الأوراق المالية محل العقد المستقبلي وبلغ سعر ١٣٠٠٠ ألف ل.س، فيربح المشتري حينئذٍ الفرق بين قيمة العقد المستقبلي (١١٠٠٠ ألف ل.س) وقيمة هذه الأوراق عند تسوية العقد المستقبلي (١٣٠٠٠ ألف ل.س) أي مبلغ ٢٠٠٠ ل.س مطروحاً منها تكاليف التعامل في البورصة مثل رسوم السوق وعسولة شركة الوساطة المالية. ولنفرض بحسب مثالنا أن الأوراق المالية محل العقد المستقبلي قد انخفض سعرها وقت تسوية العقد إلى مبلغ ٩٠٠٠ ألف ل.س، فهذا يضر المشتري بمبلغ ٢٠٠٠ ل.س وهو الفرق بين سعر التعاقد (١١٠٠٠ ألف ل.س) وسعر التسوية (٩٠٠٠ ألف ل.س)، فتبلغ الخسارة الصافية للمشتري مبلغ ٢٠٠٠ ل.س، بينما يربح البائع نفس المبلغ ٢٠٠٠ ل.س وهو المبلغ الذي يمثل نسبة انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية بين تاريخ التعاقد وتاريخ التسوية النقدية، مع احتفاظه بالأوراق المالية التي قام بالتعاقد المستقبلي على بيعها دون أن يكون هناك أي تسليم عيني للأوراق المالية محل التعاقد.

⁵ G. CAPELLE-BLANCARD, "Les Marchés Dérivés Sont-Ils Dangereux?", Revue économique, ٢٠٠٩, page ١. Voir le line: www.cairn.info.

أهمية البحث (أهداف البحث):

تظهر أهمية البحث من خلال المحاور التالية:

أولاً: شرح ماهية العقد المستقبلي على الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية، وإزالة كافة الغموض الذي يُحيط بمعنى هذا العقد، ووضع تعريف واضح ومحدّد للعقد للتداول المستقبلي، ممّا يُساهم في ترسيخ الوعي الاستثماري لدى جمهور المستثمرين على أعلى المستويات المالية والتشريعية والتنظيمية الخاصة ببورصة الأوراق المالية. ثانياً: شرح أنواع العقد المستقبلي على الأوراق المالية والتي جرى التعامل عليها في بورصات الأوراق المالية، ممّا يُساعد على تبيان الحالات التي يتم فيها تطبيق هذا العقد، ممّا يُظهر تنوع الفرص الاستثمارية التي يقدّمها هذا العقد في البورصة. ثالثاً: إظهار موقف المشرع السوري من اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية وفقاً لقانون سوق الأوراق المالية والأنظمة الصادرة بمقتضاه، ووفقاً للقواعد العامة المنصوص عليها في القانون المدني السوري في حال غياب النص القانوني المتخصّص بتنظيم هذه المسألة. رابعاً: توضيح التعديلات القانونية والتنظيمية اللازمة في حالة رغبة المشرع السوري وسلطة السوق في سوريا لاعتماد العقد المستقبلي للأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية السورية.

وعلى هذا تتمثل إشكالية البحث بالسؤال التالي: "ما هو عقد التداول المستقبلي على الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية؟، وهل يُمكن اعتماده في سوق الأوراق المالية وفقاً للقوانين والأنظمة السورية النافذة؟".

مواد وطرائق البحث:

تتلخّص المادة العلمية المالية للبحث في الأفكار الخاصة بالمشكلات المالية الحديثة وتحديداً العقد المستقبلي، وفي الأدوار المالية الأساسية التي يلعبها في السوق، كما تتلخّص المادة العلمية القانونية للبحث في دراسة النصوص المتعلقة بموضوع الأوراق المالية المعتمدة وفقاً لقانون سوق الأوراق المالية السوري، وأنظمة سوق دمشق للأوراق المالية الصادرة بمقتضاه، وموضوع تسوية العقود بشكل نقدي وفقاً لقانون السوق وأنظمتها المذكورة ووفقاً للقواعد العامة المنصوص عليها في القانون المدني والخاصة بعقد المقامرة أو الرهان. وسننخّذ المنهج الوصفي التحليلي لحل إشكالية البحث، فنقوم بوصف أفكار البحث بشكل مبسّط وواضح لإزالة الغموض عنها، ومن ثمّ نحلّل هذه الأفكار لاستقراء وجود إشكاليات قانونية أو تنظيمية لها، وتحليل النصوص القانونية والتنظيمية النافذة والناظمة لهذه الحالات، ممّا يُساعد في إظهار مواطن

النقص أو الفراغ التشريعي أو التنظيمي، واقتراح النصوص أو التعديلات القانونية والتنظيمية المناسبة. وسنقوم بتقسيم بحثنا إلى مبحثين: ندرس في الأول ماهية العقد المستقبلي على الأوراق المالية، فيما نخصّص الثاني لدراسة اعتماد هذا العقد من الناحية القانونية والتنظيمية.

المبحث الأول: ماهية العقد المستقبلي على الأوراق المالية

تتقسم دراستنا لماهية العقد المستقبلي على الأوراق المالية إلى دراسة تعريف هذا العقد في المطلب الأول، وأنواعه في المطلب الثاني.

المطلب الأول: تعريف العقد المستقبلي على الأوراق المالية

سندرس مذاهب تعريف العقد المستقبلي لتوضيح وجهات النظر المختلفة حول هذا الموضوع أولاً، ومن ثم نضع تعريفنا الخاص بهذا العقد ثانياً.

أولاً: مذاهب تعريف العقد المستقبلي

اختلفت مذاهب الفقهاء والمختصين في الاقتصاد والمالية والقانون في تعريف العقد المستقبلي، فركز البعض على اتفاقية العقد المستقبلي، بينما ركز جانب آخر على نموذجية العقد المستقبلي، وركز جانب آخر على إلزامية العقد المستقبلي، أمّا الجانب الأخير فقد ركز على سوق إبرام العقد المستقبلي.

أ- التركيز على اتفاقية العقد المستقبلي

ركز جانب من الفقه المالي على أن العقد المستقبلي هو: "اتفاقية لبيع أو شراء أحد الأصول في تاريخ معيّن وبسعر معيّن"¹. وقد أغفل التعريف المذكور أن اتفاقية العقد المستقبلي هي اتفاقية ملزمة من الناحية القانونية، واكتفى بالإشارة إلى تحديد تاريخ التسوية والسعر في هذه الاتفاقية دون الإشارة إلى مدى إلزاميتها لطرفي التعاقد.

ب- التركيز على نموذجية العقد المستقبلي

عرّف البعض العقد المستقبلي بأنه: "عقد نمونجي (مُتمَط) بين طرفين لتداول أصل معيّن (مثل الأصول المالية المتمثلة بالأوراق المالية) بكمية ونوعية معيّنّة وبسعر مستقبلي، ويحدث التسليم في التاريخ المستقبلي المحدّد الذي يُدعى تاريخ التسليم"². ركز التعريف المذكور على أن العقد المستقبلي على الأوراق المالية هو عقد نمونجي نمطي مُحَدّد البنود الأساسية سلفاً، كما أن هذا التعريف قد أشار إلى محل العقد المستقبلي وتحدّده، إلا أنه جاء عاماً لجميع الأصول (مثل

¹ Farlex Financial Dictionary, Farlex, Inc., ٢٠١١. See: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>. See also: S. BECKETTI, D.J. ROBERTS, "Will Increased Regulation of Stock Index Futures Reduce Stock Market Volatility", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, November/December ١٩٩٠, pp. ٣٣-٤٦, page ٣٤.

² أنظر تعريف "عقد المستقبلات" "Futures contract" في موسوعة Wikipedia على الرابط: http://en.wikipedia.org/wiki/Futures_contract/.

النفط والذهب والأوراق المالية... الخ) أ. كما أنه أغفل الإشارة إلى أن تسوية العقد المستقبلي على الأوراق المالية تتم بموجب نظام التسوية النقدية، كما أنه أغفل الإشارة إلى الطبيعة الملزمة لهذا العقد.

ج- التركيز على إلزامية العقد المستقبلي

ذهب جانب آخر من الفقه إلى تعريف العقد المستقبلي بأنه: "اتفاقية ملزمة قانونياً لبيع أو شراء سلع أو أدوات مالية في شهر مستقبلي معين على سعر مُتفق عليه في العقد بين البائع والمشتري. العقود المستقبلية هي عقود مُحددة من حيث النوعية، والكمية، ووقت التسليم، وموقع كل سلعة".¹ وقد ركز هذا التعريف على أن العقد المستقبلي هو عقد ملزم من الناحية القانونية لكلا الطرفين البائع والمشتري، أي أنه عقد بات لا رجوع عنه، وهو ما يُميز العقد المستقبلي عن "عقد الخيار" "Option Contract" على الأوراق المالية (أحد المشتقات المالية الحديثة)² والذي يُعطي أحد طرفيه الحق وليس الالتزام بالتعاقد على الأوراق المالية، ولكن التعريف المذكور قد أغفل الإشارة إلى أن تسوية العقود المستقبلية في البورصة تتم عبر نظام التسوية النقدية، وليس عن طريق التسليم العيني لمحل التعاقد.

د- التركيز على سوق إبرام العقد المستقبلي (السوق المنظمة)

ركز جانب آخر من الفقه على السوق التي يُبرم من خلالها العقد المستقبلي على الأوراق المالية، فعرف العقد المستقبلي بأنه: "اتفاق نمطي لتبادل أنواع محددة في كميات محددة وفي تواريخ استحقاق محددة في المستقبل، على أن يتم ذلك من خلال البورصة"³.

¹ انظر فيما يخص التركيز على السلع في تعريف عقد المستقبلات:

D.L. SCOTT, Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor, Published by Houghton Mifflin Company, ٢٠٠٢. See: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>.

² انظر تعريف "عقد المستقبلات" "Futures Contract" لدى:

HARVEY (Campbell R.), ٢٠١١. See: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>.

انظر أيضاً: د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، ٢٠٠٢، الصفحة ١٨٩.

³ د. أحمد عبد الرحمن الملحم، مرجع سابق، الصفحة ١٠. انظر في هذا الموضوع أيضاً:

J. HULL, op. cit., section ١.٥., page ٢.

⁴ د. عمر سالم، تشييط سوق المال في مصر في ظل سياسة الإصلاح المالي والاقتصادي، مجلة البنك المركزي المصري، ١٩٩٣/٩٢، الصفحة ٩. مشار إليه لدى: د. سيد طه بنوي محمد، "خليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠، غير منشورة، الصفحة ٤٦٧.

لقد أكد التعريف المذكور على أن إبرام العقد المستقبلي يتم في البورصة، أي في سوق التداول المنظمة والمنبثقة عن سوق الأوراق المالية بمفهومها العام والذي يضم سوق الإصدار وسوق التداول (أو السوق الثانوية)¹. وبهذا المعنى فإن العقد المستقبلي لا يُبرم إلا في بورصة الأوراق المالية المنظمة² التي تحكمها قوانين وأنظمة محددة لاعتماد وإدراج الأوراق المالية وتداولها والتي تتم تسوية تعاملاتها عبر مركز المقاصة والحفظ المركزي التابع لها³.

ثانياً: تعريفنا لعقد التداول المستقبلي (تحديد خصائصه وتفصيل بنوده)

بعد استعراضنا وتحليلنا لمذاهب تعريف العقد المستقبلي، وجدنا أن التعريف الأكثر مناسبة وتكاملاً لهذا العقد هو كالتالي:

"العقد المستقبلي على الأوراق المالية هو عقد نموذجي (نمطي) ملزم قانونياً، يُعقد بين طرفين متداولين في بورصة الأوراق المالية، محلّه بيع أو شراء ورقة مالية معينة بسعر مستقبلي معيّن على أن يتم تأجيل تسويته النهائية عبر نظام التسوية النقدية إلى تاريخ مستقبلي معيّن، وبأخذ فيه مركز المقاصة والحفظ المركزي مركز كلا الطرفين في تنفيذ التزاماتهما".
ومن خلال التعريف المذكور سندرس خصائص العقد المستقبلي على الأوراق المالية من جهة أولى، وبنوده من جهة ثانية.

أ- خصائص العقد المستقبلي

يتميّز العقد المستقبلي على الأوراق المالية بخصائص محددة أهمها: أنه عقد نموذجي (نمطي)، وملزم، وغير شخصي.
١ - عقد نموذجي (نمطي)

على اعتبار أن العقد المستقبلي هو عقد مُحدّد بموجب شكل تعاقدي معيّن من قِبَل سلطة السوق فهو عقد نموذجي نمطي يتم التوقيع عليه كما هو، فإذا قام الطرفين بتوقيع عقد مستقبلي مُخالف للعقد المستقبلي النموذجي فإنه يُعتبر "عقداً آجلاً" "Forward Contract" لا يُمكن تنفيذه في بورصة الأوراق المالية المنظمة، وإنما يُمكن تنفيذه على الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة والمتداولة في السوق غير المنظمة⁴.

¹ د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب أحكام قانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، الصفحة ٤. لنظر في تعريف الأسواق المنظمة "les marchés organisés" لدى:

J. HULL, op. cit., page ١, et ٢.

² د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، الصفحة ٦٨٠.

³ ولا يُمكن إبرام مثل هذه العقود في السوق غير المنظمة أي السوق المفتوحة التي يتم فيها تداول لينة ورقة مالية معينة دون وجود أنظمة مُحددة لهذه السوق.

⁴ J. HULL, op. cit., page ١.

٢- عقد ملزم

يفرض العقد المستقبلي على الأوراق المالية صبغة الإلزام على طرفيه حتى يتم تنفيذ التزاماتهما، فبالنسبة للبائع عليه أن يوفر الأوراق المالية محل العقد لدى مركز المقاصة والحفظ المركزي وإن لم تتم تسوية العقد بشكل عيني، وعليه أن يدفع فرق السعر بين سعر التعاقد المستقبلي وسعر التسوية النهائية إن خسر الصفقة ويبقى محتفظاً بأوراقه المالية تطبيقاً لنظام التسوية النقدية، بينما يلتزم المشتري بدفع قيمة الصفقة بالسعر المستقبلي المذكور في العقد ودفع فرق السعر بين سعر التعاقد المستقبلي وسعر التسوية النهائية إن خسر الصفقة دون أن يستلم الأوراق المالية محل العقد.

٣- عقد غير شخصي

على اعتبار أن مركز المقاصة والحفظ المركزي يجب أن يأخذ مركز كل من طرفي العقد المستقبلي تجاه الآخر فيما يخص بالإيفاء بالتزامات العقد، فإن الصفة الشخصية تزول تماماً عن العقد المستقبلي في بورصة الأوراق المالية، وعلى هذا فلا اعتبار لشخصية المتعاقد المشتري بالنسبة للمتعاقد البائع والعكس صحيح.

وينتج عن الطبيعة غير الشخصية للعقد المستقبلي إمكانية تداوله دون اعتبار لشخص المشتري أو البائع لهذا العقد، فيتم بيع وشراء عقد البيع المستقبلي، وبيع وشراء عقد الشراء المستقبلي، ومن هنا يتحوّل العقد إلى ورقة مالية متداولة في السوق.

ب- بنود العقد المستقبلي

تنقسم بنود العقد المستقبلي إلى بنود اتفاقية يتم التفاوض عليها وإقرارها من المتعاقدين، وبنود نموذجية (نمطية) مُحدّدة يتم التوقيع عليها بشكل دائم.

١- البنود الاتفاقية في العقد المستقبلي

إن البنود الاتفاقية الأساسية للعقد المستقبلي^١، هي: الورقة المالية محل العقد المستقبلي، والسعر المستقبلي، وتاريخ التسوية المستقبلية.

البند الأول: الورقة المالية محل العقد المستقبلي ("الأصل المالي" **Financial Asset**): يجب أن يتم تحديد الورقة المالية محل العقد المستقبلي والكمية المتعاقد عليها من هذه الورقة، حيث أنه الأصل المالي الذي يرغب كلا المتعاقدين بتداوله في السوق.

البند الثاني: "السعر المستقبلي" **Future Price**: يجب أن يُحدّد كلا الطرفين السعر المستقبلي الاتفاقي الذي تمّ التوصل إليه بعد التفاوض على بنود العقد.

^١ انظر في هذا الموضوع لدى: د. نضال الشعر، مرجع سابق، الصفحة ١٨٩.

البند الثالث: تاريخ التسوية المستقبلية "Future Settlement Date": يجب أن ينص العقد المستقبلي على التاريخ المستقبلي المحدد لتسوية الصفقة، وهو التاريخ الذي ستم فيه التسوية النهائية للصفقة.

٢- البنود النموذجية (النمطية) في العقد المستقبلي

إن أهم البنود النموذجية (النمطية) في العقد المستقبلي بحسب تعريفنا، هي: النص على إلزامية العقد، وتأجيل التسوية النهائية، وتطبيق نظام التسوية النقدية، وأخذ مركز المقاصة لمركز كلا طرفي العقد.

البند الأول: إلزامية العقد: ينص العقد المستقبلي في صيغته النموذجية على أن كلا طرفي العقد ملزم بتنفيذ بنوده، وهو ما يُعزِّز العقد المستقبلي الملزم بالبات عن عقد الخيار.

البند الثاني: تأجيل التسوية النهائية: من أهم البنود النموذجية في العقد المستقبلي هو تأجيل التسوية النهائية للصفقة محل العقد إلى تاريخ التسوية المستقبلية المُحدَّد بشكل اتفاقي بين الطرفين المتعاقدين، فهذا البند يُعطي الطابع المستقبلي للعقد.

البند الثالث: تطبيق نظام التسوية النقدية: حيث تتم تسوية العقود المستقبلية على الأوراق المالية عبر تطبيق نظام "التسوية النقدية" "Cash Settlement" ¹ في التعاملات الفداولية الخاصة بهذا العقد في بورصة الأوراق المالية، ويعني هذا النظام "دفع الفرق" "Paiement de Difference" ² أي دفع فرق السعر بين يوم التعاقد وبين يوم التسوية النهائية دون تداول حقيقي مادي للأوراق المالية محل التعاقد ³.

وهذا يعني أن المتعاقد الرباح في العقد المستقبلي على الأوراق المالية يقبض فرق السعر بين تاريخ العقد المستقبلي وتاريخ التسوية النهائية للعقد دون أن يتم تنفيذ حقيقي للصفقة ⁴.

¹ تُعتبر التسوية النقدية أداة بديلة عن التسوية العينية لالتزامات عقود التداول المستقبلية، وقد استخدمت لأول مرة عام ١٩٨١ لتسوية العقود المستقبلية على العملات في الولايات المتحدة الأمريكية. انظر:

A.B. PAUL, "The Role of Cash Settlement in Futures Contract Specification", in: A.E PECK, Futures Markets: Regulatory Issues, the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D.C., ١٩٨٥, page ٢٧١.

² د. سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، الصفحة ٤٣٩.

³ د. محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية-الأوراق التجارية، مطبعة دار نشر الثقافة، الإسكندرية، ١٩٥٢، الطبعة الثانية، الصفحة ٣٣. انظر أيضاً في شرح هذه الأفكار لدى:

A.B. PAUL, op. cit., page ٢٧٢.

⁴ فإذا كان الرباح مشترى للأوراق المالية بعقد مستقبلي فإنه يقبض فرق سعر الأوراق المالية بين تاريخ العقد المستقبلي وتاريخ التسوية النهائية للعقد دون أن يستلم الأوراق المالية التي اشتراها، وإذا كان الرباح بائعاً للأوراق المالية بعقد مستقبلي فتبقى الأوراق المالية بحوزته ويقبض فوقها فرق السعر بين تاريخ العقد المستقبلي وتاريخ التسوية النهائية للعقد، فمثلاً إن قام أحد المستثمرين بشراء مجموعة من الأسهم بعقد مستقبلي بسعر ٨٠٠ ل.س للسهم الواحد، ومن ثم ارتفع سعر هذا السهم إلى ١٠٠٠ ل.س للسهم الواحد عند تاريخ تنفيذ العقد وتصفية الصفقة، فإن بائع العقد المستقبلي والذي خسر في هذه الصفقة يدفع للمشتري الذي ربح الصفقة مبلغ ٢٠٠ ل.س لكل سهم دون أن يستلم المشتري الأوراق المالية التي تعاقد عليها، أمّا إن انخفض سعر السهم المتعاقد عليه بحسب مثالنا إلى

البند الرابع: أخذ مركز المقاصة لمركز كلا طرفي العقد: حيث ينص العقد المستقبلي في بورصة الأوراق المالية على أن مركز المقاصة والحفظ المركزي يقوم بتنفيذ التزامات الطرفين تجاه بعضهما البعض في حال إخلال أحد المتعاقدين ببند العقد ومن ثم يرجع على الطرف المخل لتنفيذ التزاماته تجاه المركز، مما يُنجح صفقات العقود المستقبلية ويُقلل من المنازعات القانونية بين المستثمرين.

المطلب الثاني: أنواع العقد المستقبلي على الأوراق المالية

يمكننا تحديد النوعين الرئيسيين للعقد المستقبلي على الأوراق المالية: بعقد بيع مستقبلي أولاً، وعقد شراء مستقبلي ثانياً.

وسندرس النوعين المذكورين بحيث نُحدّد مفهومهما، والأدوار التي يلعبانها في السوق من تغطية للأخطار المالية¹، ومضاربة على فروق الأسعار².

أ- عقد البيع المستقبلي

علينا دراسة مفهوم هذا العقد، ومن ثم أدواره.

١- مفهوم عقد البيع المستقبلي

عقد البيع المستقبلي للأسهم هو العقد الذي يبيع من خلاله المتعاقد كمية من الأسهم بسعر مستقبلي معيّن على أن يتم تأجيل التسوية النقدية للعقد إلى تاريخ مستقبلي معيّن. فإذا انخفض سعر الأوراق المالية في تاريخ التسوية عن سعرها في تاريخ التعاقد قبض البائع الفرق نقداً دون استلام الأوراق المالية، أما إذا ارتفع سعر هذه الأوراق بين التاريخين المذكورين دفع البائع فرق السعر أيضاً دون استلام الأوراق المالية.

٢- أدوار عقد البيع المستقبلي

سندرس الدورين الأساسيين لعقد البيع المستقبلي، وهما: إما التغطية على الأخطار المالية أو المضاربة على فروق الأسعار.

الدور الأول: التغطية على المخاطر المالية باستخدام عقد البيع المستقبلي: تتمثل التغطية على الأخطار المالية³ بقيام المستثمر بأخذ مركز في السوق الأجلة يعاكس مركزه في السوق

٦٠٠ ل.س فإن مشتري -العقد المستقبلي الذي خسر الصلغة في هذه الحالة هو من يدفع الفرق وهو ٢٠٠ ل.س عن كل سهم لباع الأوراق المالية بعقد مستقبلي، فيحتفظ بالأوراق المالية وبالإضافة إليها يتقاضى مبلغ ٢٠٠ ل.س عن كل سهم وهو الفرق النقدي الذي ربحه من صفقة العقد المستقبلي.

¹ S. BECKETTI, D.J. ROBERTS, op. cit., page ٣٦.

² ومن الأدوار المالية الأخرى للعقد المستقبلية أنها أداة لاستكشاف السعر السوقي المستقبلي للأوراق المالية. انظر: د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، الصفحة ٦٨٣. وانظر كذلك حول اكتشاف كفاءة السعر عبر هذه العقود لدى:

W.L. SILBER, "The Economic Role of Financial Futures", the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., ١٩٨٥, page ٨٩.

³ W.L. SILBER, op. cit., page ٨٦.

العاجلة لتغطية المخاطر المالية لتعاملاته¹. فيستطيع مشتري الأوراق المالية بعقد عاجل والذي يخشى انخفاض سعرها في المستقبل أن يقوم ببيع ذات الكمية من الأوراق المالية التي اشتراها ولكن بعقد بيع مستقبلي، فإذا انخفض سعر الأوراق المالية في الوقت الذي توقعه المستثمر فإن الربح الناتج عن عقد البيع المستقبلي يكون قد غطى كامل خسارة المستثمر من عقد الشراء العاجل²، وبهذه الطريقة يكون المستثمر قد غطى أية خسارة مستقبلية بسبب التحركات غير المتوقعة للأسعار السوقية في البورصة³.

الدور الثاني: المضاربة على فروق الأسعار: قد يجد أحد المضاربين من خلال تحليلاته المالية أن أحد الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية سينخفض سعره في المستقبل، فيقوم ببيعه بسعر مستقبلي معين، فإذا انخفض سعر هذه الأسهم إلى ما دون هذا السعر يربح المضارب الفرق بين سعر التعاقد المستقبلي وسعر التسوية النقدية النهائية⁴، وهذا المضارب هو المضارب على الهبوط.

ب- عقد الشراء المستقبلي

سندرس مفهوم هذا العقد، وبعدها ندرس أدواره.

١- مفهوم عقد الشراء المستقبلي

عقد الشراء المستقبلي للأوراق المالية هو العقد الذي يشتري من خلاله المتعاقد كمية من الأوراق المالية بسعر معين على أن يتم تأجيل التسوية النقدية للعقد إلى تاريخ مستقبلي معين. فإذا ارتفع سعر الأوراق المالية في تاريخ التسوية عن سعرها في تاريخ التعاقد فيض المشتري للفرق نقداً دون استلام الأوراق المالية، أما إذا انخفض سعر هذه الأوراق بين التاريخين المذكورين دفع المشتري فرق السعر أيضاً دون استلام الأوراق المالية.

¹ د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، الصفحة ٧٠٠. وهذا ما يسمى "إدارة المخاطر المالية" "Financial Risk Management"، أنظر في تقييم العقود المستقبلية بهدف تغطية المخاطر المالية:

B. TEBOGO, op. cit., page ١, ٦.

² فإذا اشترى المستثمر كمية من الأسهم بعقد عاجل وبسعر ١٠٠٠٠٠ ل.س. وخشى أن ينخفض سعرها في تاريخ معين، يستطيع بيع نفس كمية الأسهم بنفس السعر عبر عقد بيع مستقبلي على أن تتم تسويته النهائية في التاريخ المذكور، وهو ما يؤدي إلى تغطية الخسارة المحتملة. أنظر في هذا الموضوع لدى:

W.L. SILBER, op. cit., page ٨٦.

³ J. HULL, op. cit., page ٢.

⁴ فقد يقوم بائع الأوراق المالية عبر العقد المستقبلي ببيع كمية من الأوراق المالية بسعر مستقبلي ٨٥٠٠ ألف ل.س. فإذا انخفض السعر لسوق هذه الأوراق المالية عند حلول موعد التسوية النقدية النهائية وبلغ ٦٥٠٠ ألف ل.س. فإن المشتري العقد يربح نقداً مبلغ ٢٠٠٠ ل.س. من المضاربة عبر عقد البيع المستقبلي. أنظر في هذا الموضوع لدى:

E. PERROT, "la Bourse. exubérante autant que rationnelle", SER-SA Études, N° ٣٩٧, Paris, Décembre ٢٠٠٢\٦, page ٦٢٠.

٢- أدوار عقد الشراء المستقبلي

يلعب عقد الشراء المستقبلي بالنسبة للمستثمر المشتري دورين أساسيين، وهما: إما التغطية على الأخطار المالية أو المضاربة على فروق الأسعار.

الدور الأول: التغطية على الأخطار المالية باستخدام عقد الشراء المستقبلي: فيقوم مشتري عقد الشراء المستقبلي بالاستفادة من هذا العقد بالتغطية المالية على تعاملاته الخاصة بالبيع العاجل للأوراق المالية، فيضمن عدم تفويت فرصة الربح إذا ارتفع سعر الأوراق المالية بعد أن قام ببيعها¹.

الدور الثاني: المضاربة على فروق الأسعار باستخدام عقد الشراء المستقبلي: يستطيع مشتري عقد الشراء المستقبلي على الأوراق المالية المضاربة على أسعار الأوراق المالية محل العقد، حيث يشتري الأوراق المالية بسعر مستقبلي معين، فإذا ارتفع سعر الأوراق المالية إلى مبلغ أعلى من هذا السعر في تاريخ التسوية النقدية، فإنه يربح الفرق بين السعرين المذكورين²، ويكون هذا المضارب مضارباً على صعود الأسعار.

المبحث الثاني: اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة الجانب القانوني والتنظيمي لاعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية، فندرس موقف المشرع السوري من اعتماد هذا العقد، ومن ثم نقترح التعديلات القانونية والتنظيمية المطلوبة لإتمام هذا الاعتماد.

المطلب الأول: موقف المشرع من اعتماد العقد المستقبلي كورقة مالية

سندرس من خلال هذا المبحث موقف المشرع السوري من اعتماد العقد المستقبلي كورقة مالية، وذلك وفقاً لقانون سوق الأوراق المالية والأنظمة الصادرة بمقتضاه، ومن ثم نعود إلى القواعد العامة في القانون المدني في حال الفراغ التشريعي.

أولاً: اعتماد العقد المستقبلي وفقاً لقانون سوق الأوراق المالية والأنظمة الصادرة بمقتضاه

سندرس موقف قانون سوق الأوراق المالية السوري من هذه المسألة، ومن ثم أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية الصادرة بمقتضاه.

¹ فإذا باع المستثمر كمية من الأسهم بعقد عاجل وبسعر ١٠٠٠٠ ل.س. وخشي أن يرتفع سعرها في تاريخ معين، يستطيع شراء نفس كمية الأسهم ونفس السعر عبر عقد شراء مستقبلي على أن تتم تسويته النهائية في التاريخ المذكور، وهو ما يؤدي إلى تغطية الربح الفائت المحتمل.

² فمثلاً، يقوم مشتري الأوراق المالية عبر العقد المستقبلي بشراء كمية من الأوراق المالية بسعر مستقبلي ٥٠٠٠ ألف ل.س.، فإذا ارتفع السعر السوقي لهذه الأوراق المالية عند حلول موعد التسوية النقدية النهائية إلى ٧٥٠٠ ألف ل.س.، فإن مشتري العقد يربح نقداً مبلغ ٢٥٠٠ ل.س. من المضاربة عبر عقد الشراء المستقبلي.

أ- موقف قانون سوق الأوراق المالية من اعتماد العقد المستقبلي

نصت المادة ٣ من قانون سوق الأوراق المالية الصادر بالمرسوم التشريعي رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦ على أنه: يُقصد بالأوراق المالية لغايات هذا المرسوم التشريعي^١: ... هـ- أي ورقة مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل المجلس (مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الناظمة للسوق)^٢. وتطبيقاً للنص القانوني المذكور فإن العقد المستقبلي على الأوراق المالية لم يتم ذكره كنوع من أنواع أدوات التداول المشتقة الحديثة عند تعداد الأوراق المالية التي يُمكن تداولها في السوق، ولذلك، يُمكن مبدئياً وتطبيقاً لهذا النص فقط اعتبار العقد المستقبلي أداة تداول مالية قابلة للاعتماد من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لأنه معروف عالمياً كإحدى الأوراق المالية المتداولة في السوق^٢، ولكن في الواقع القانوني والتنظيمي تظهر عوائق تشريعية عديدة لهذا الاعتماد.

ب- اعتماد العقد المستقبلي وفقاً لأنظمة سوق دمشق للأوراق المالية

سندرس موقف أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية من اعتماد العقد المستقبلي على اعتبار أن قانون سوق الأوراق المالية لم ينظم هذه المسألة بشكل صريح. وسنحاول استقراء إمكانية اعتماد العقد المستقبلي في السوق اعتماداً على نصوص أنظمة السوق التي حددت معنى الأوراق المالية، ومن ثم نصوص نظام المقاصة والتسوية التي قامت بتنظيم التسوية في السوق مما يُمكننا من معرفة إمكانية تطبيق نظام التسوية النقدية في السوق، واعتماد العقد المستقبلي الذي تتم تسويته عبر هذا النظام.

١- تعريف الأوراق المالية في أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية

نصت المادة الأولى من تعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية الصادرة بقرار مجلس إدارة السوق رقم ٣٢٥ الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، وكذلك المادة الأولى من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية الصادر بقرار مجلس إدارة السوق رقم ٥٠٥ الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧ على تعريف الأوراق المالية كما يلي:

^١ إلى جانب الأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات، بالإضافة إلى الوحدات الاستثمارية الصغيرة عن صناديق الاستثمار.
^٢ وسبب ذلك أن العقد المستقبلي هو عقد غير شخصي يتم تداوله في السوق بين المستثمرين كما رأينا سابقاً، بحيث يتغير المستثمر المشتري والبائع باستمرار حتى يحين موعد تسويته النهائية، مما حول هذا العقد -مثل باقي عقود المشتقات- إلى أوراق مالية متداولة في بورصات الأوراق المالية.

الأوراق المالية: وتشمل على¹: ه/ج²- أية ورقة مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قِبل المجلس (مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية).³

وبغض النظر عن بعض التعديلات القليلة على هذا النص بالمقارنة مع النص المذكور في المادة ٣ من قانون سوق الأوراق المالية، فإن الفقرة الأخيرة من هذا النص والمذكورة في الأعلى لم تتغير، وبقيت مفتوحة على أية ورقة مالية بشرط أن تكون معترف بها على أنها كذلك، وأن يعتمدها مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وهذين الشرطين مبدئياً قد يتحققا مستقبلاً بخصوص العقد المستقبلي على الأوراق المالية، ولكن تبقى مسألة اعتماد نظام التسوية النقدية التي تطبق على تسوية العقود المستقبلية.

٢- التسوية في نظام النقص والتسوية الخاص بسوق دمشق للأوراق المالية

سندرس تعريف التسوية، وتحديد آلية تنفيذها، وفقاً لأحكام نظام النقص والتسوية في سوق دمشق للأوراق المالية الصادر بقرار مجلس إدارة السوق رقم ٢٣٢ الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١/٧.

* **تعريف التسوية:** نصت المادة ١٥ من نظام النقص والتسوية في سوق دمشق للأوراق المالية رقم ٢٣٢ لعام ٢٠٠٩ على أنه: يُقصد بالتسويات المالية قبض ودفع أثمان الأوراق المالية الناتجة عن عقود التداول المنفذة في السوق. هذا التعريف يُعتبر تعريفاً مُحدداً حيث اعتبر أن التسوية هي قبض ودفع "أثمان" الأوراق المالية المتداولة، وليس "فروق أثمان" هذه الأوراق بين تاريخين محددين كما هو الأمر في العقد المستقبلي على الأوراق المالية، ولذلك فإن تعريف التسوية المذكور لا يحتمل إمكانية تطبيق نظام التسوية النقدية الذي يُعتبر ضرورة لإدراج العقد المستقبلي كورقة مالية في السوق.

** **آلية التسوية:** نصت المادة ١٧ من نظام النقص والتسوية في سوق دمشق للأوراق المالية رقم ٢٣٢ لعام ٢٠٠٩ على أنه: يُتولى المركز (مركز المقاصة والحفظ المركزي) تسوية عقود تداول الأوراق المالية المودعة لديه على أساس تسليم الورقة المالية مقابل تسديد أثمانها. جاءت هذه المادة موضحة آلية القيام بالتسوية في السوق والأساس الذي تقوم عليه بأنه تسليم الورقة المالية مقابل تسديد ثمنها، أي أن نظام النقص والتسوية قد اعتمد نظام التسوية العينية لعقود التداول في السوق، ولم يفتح المجال مطلقاً لتطبيق نظام التسوية النقدية مما يعني عدم إمكانية اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية كورقة مالية متداولة في السوق في ظل نظام التسوية النافذ حالياً في سوق دمشق للأوراق المالية.

¹ إلى جانب الأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات بالإضافة إلى الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

² هذه الفقرة كانت في تعليمات التداول باسم فقرة ج، بينما كانت نفسها في نظام قواعد وشروط الإدراج باسم الفقرة هـ.

- وعلى الرغم من كل النصوص السابقة، فلم يظهر أي نص صريح يسمح أو يمنع اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية أو أي نوع من أنواع المشتقات المالية الحديثة، وفي ظل هذا الفراغ التشريعي علينا أن نؤصل هذه المسألة عبر العودة إلى القواعد العامة المذكورة في القانون المدني السوري.

ثانياً: اعتماد العقد المستقبلي وفقاً للقواعد العامة الخاصة بالقانون المدني
سندرس أولاً التكيف القانوني للعقد المستقبلي على الأوراق المالية كعقد رهان، ومن ثم موقف القانوني المدني من عقد الرهان.

أ- التكيف القانوني للعقد المستقبلي على الأوراق المالية (عقد رهان)
على اعتبار أن العقد المستقبلي ينتهي وفقاً لنظام التسوية النقدية إلى مجرد دفع الفرق بين سعرين معينين في تاريخين معينين من الطرف الخاسر للصفقة دون أن يتم التنفيذ العيني للعقد بتسليم الأوراق المالية محل التعاقد للمشتري وقبض ثمنها من البائع، وعلى اعتبار عدم وجود أية نية لدى أطراف العقد بمثل هذه التسوية العينية وإنما مجرد ربح أو خسارة العقد نقداً على أساس متغيرات مستقبلية لا يمكن تحديدها بدقة، فإننا نرى أن العقد المستقبلي على الأوراق المالية هو "عقد رهان".

حيث أن العقود المستقبلية ما هي إلا ضرب من ضروب المقامرة أو الرهان، فجوهر المقامرة أو الرهان هو ربح أحد الأطراف وخسارة الآخر بناءً على واقعة مستقبلية غير معروفة وقت التعاقد ومستقلة عن إرادة الأطراف¹.

ب- موقف القانوني المدني من عقد الرهان

سندرس إبطال القانون المدني لعقد الرهان، ومن ثم استثنائه لأنواع معينة من العقود من هذا البطلان، واستقراء موقع العقد المستقبلي على الأوراق المالية من هذه القواعد.

١- بطلان عقد الرهان

نصت المادة ٧٠٥ من القانون المدني السوري الخاصة بعقد المقامرة أو الرهان على ما يلي: "١- يكون باطلاً كل اتفاق خاص بمقامرة أو رهان".

وعلى هذا، فإن القانون المدني قد اعتبر عقد المقامرة أو الرهان عقداً باطلاً، وعلى اعتبار أن تكيفنا القانوني للعقد المستقبلي على الأوراق المالية هو عقد رهان، فإنه عقد باطل وفقاً للقانون المدني السوري، ولا يمكن اعتماده في سوق الأوراق المالية في ظل النص على بطلانه.

٢- عقود الرهان المستثناة من البطلان

نصت المادة ٧٠٦ من القانون المدني السوري على أنه:

¹ أنظر: د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط، الجزء السابع، المجلد الثاني، عقود الغرر، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، الصفحتين ٩٨٦، ٩٨٧.

١- يستثنى من أحكام المادة السابقة (التي أبطلت عقد الرهان)، الرهان الذي يعقده فيما بينهم المتبارون شخصياً في الألعاب الرياضية. ولكن للقاضي أن يخفض قيمة هذا الرهان إذا كان مبالغاً فيه.

٢- ويستثنى أيضاً ما رخص فيه قانوناً من أوراق اليانصيب^١.

ومن الواضح أن القانون المدني قد أخرج من دائرة بطلان عقود الرهان عقود المراهقات الرياضية، وأوراق اليانصيب، ولكنه لم ينص على أي عقد آخر، وعلى اعتبار أن الاستثناء يؤخذ بدقة ولا يجوز توسيع نطاقه إلا بنص قانوني جديد، فلا يمكن اعتبار العقد المستقبلي على الأوراق المالية مستثنى من بطلان عقود الرهان.

- ومما تقدم فإننا نرى عدم إمكانية اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية المنظمة حتى وإن أقر مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية العقد المستقبلي كورقة مالية معتمدة في السوق لأنه عقد باطل بموجب القانون المدني. ولذلك فإن على المشرع السوري القيام بتعديلات قانونية وتنظيمية عديدة إن أراد اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية كورقة مالية في السوق.

المطلب الثاني: التعديلات القانونية المطلوبة لاعتماد العقد المستقبلي

سنقوم بتحديد التعديلات القانونية المطلوبة من المشرع إذا رغب باعتماد العقد المستقبلي كورقة مالية متداولة في السوق، وذلك ابتداءً بالقواعد العامة المنصوص عليها في القانون المدني، وانتهاءً بقواعد قانون سوق الأوراق المالية والأنظمة الصادرة بمقتضاه، وهذه التعديلات يجب الأخذ بها مجتمعة حتى لا يحدث تعارض بين القوانين، أو بين القوانين والأنظمة.

أولاً: التعديلات القانونية المطلوبة على القانون المدني

نقترح أن يقوم المشرع بإضافة استثناء جديد على عقود الرهان الباطلة وفقاً للمادة ٧٠٥ منه، والتي نصت عليها في المادة ٧٠٦ منه. فيُضاف فقرة ثالثة على المادة ٧٠٦ التي حددت العقود المستثناة من البطلان بحيث تستثنى العقد المستقبلي على الأوراق المالية، ويكون نصها كالتالي: "٣- يُستثنى من تطبيق أحكام المادة السابقة (م ٧٠٥ التي أقرت بطلان عقود الرهان) عقود المشتقات المالية ومن أهمها العقد المستقبلي على الأوراق المالية وعقد الخيار، بشرط أن يكون التعاقد والتسوية النقدية لهذه العقود في بورصة الأوراق المالية، ووفقاً لقانون وأنظمة السوق^١."

^١ ومن خلال هذه الفقرة المقترحة يتم إلغاء صفة البطلان عن العقد المستقبلي إن تم إبرامه وتسويته النقدية في بورصة الأوراق المالية، أما خارج حدود هذه البورصة فيكون العقد عقداً أجلاً كما ذكرنا سابقاً ويبقى العقد الأجل في هذه الحالة عقداً باطلاً حتى يتم استثنائه من بطلان عقود الرهان بنص صريح أيضاً.

ثانياً: التعديلات القانونية المطلوبة على قانون سوق الأوراق المالية والأنظمة الصادرة بمقتضاه

سندرس التعديلات المطلوبة على قانون سوق الأوراق المالية، ومن ثم التعديلات التنظيمية المطلوبة على أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية الصادرة بمقتضاه.

أ- التعديلات المطلوبة على قانون سوق الأوراق المالية

نقترح أن يقوم المشرع بإضافة فقرة جديدة إلى نص المادة ٣ التي حدّد من خلالها الأوراق المالية المقبولة كمحل للتداول في بورصة الأوراق المالية بحيث تنص على ما يلي: "المشتقات المالية التي يُشتق سعرها من سعر أصلها، كالعقد المستقبلي على الأوراق المالية، وعقد الخيار". ويستطيع المشرع الاكتفاء بنوع واحد فقط من المشتقات أو أن يعتمدها كاملة بحسب متطلبات السوق وظروفه واحتياجات المتعاملين فيه.

ب- التعديلات المطلوبة على أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية

تنقسم هذه التعديلات المطلوبة على أنظمة سوق دمشق للأوراق المالية بهدف اعتماد العقد المستقبلي كورقة مالية إلى تعديل مفهوم الأوراق المالية، وتعديل نظام التسوية.

١- تعديل مفهوم الأوراق المالية

نقترح أن يتم تعديل المادتين الأوليتين من تعليمات التداول ونظام قواعد وشروط الإخراج في سوق دمشق للأوراق المالية فيُضاف فقرة جديدة إلى تحديد الأوراق المالية المشمولة بمفهوم الأوراق المالية، تنص على: "المشتقات المالية التي يُشتق سعرها من سعر أصلها، كالعقد المستقبلي على الأوراق المالية، وعقد الخيار".

وعلى سلطة السوق أن تلتزم بالأوراق المالية التي تمّ تحديدها من المشرع في قانون سوق الأوراق المالية وفقاً للمادة ٣ منه، ومنها العقد المستقبلي على الأوراق المالية.

٢- تعديل نظام التسوية

على اعتبار أن العقد المستقبلي على الأوراق المالية مقترن بنظام التسوية النقدية، فيجب أن تقوم سلطة السوق بتعديل نظام النقص والتسوية بهدف اعتماد نظام التسوية النقدية بعد اعتماد العقد المستقبلي.

وسندرس التعديلات المطلوب على تعريف التسوية، وعلى تحديد آلية تنفيذها، المنصوص عليها في أحكام نظام النقص والتسوية في سوق دمشق للأوراق المالية الصادر بقرار مجلس إدارة السوق رقم ٢٣٢ لعام ٢٠٠٩.

* تعديل تعريف التسوية: نقترح أن يتم تعديل نص المادة ١٥ من نظام النقص والتسوية في سوق دمشق للأوراق المالية رقم ٢٣٢ لعام ٢٠٠٩ فيُصبح نصّها كالتالي: ١- يقصد بالتسويات المالية قبض ودفع أثمان الأوراق المالية الناتجة عن عقود التداول المنفذة في السوق.

٢- ويُقصد بالتسوية النقدية قبض ودفع فروق أثمان الأوراق المالية بين تاريخي التعاقد والتسوية الناتجة عن عقود التداول المستقبلية المنفذة في السوق.

**** تعديل آلية التسوية:** نقترح تعديل نص المادة ١٧ من نظام التقاص والتسوية في سوق دمشق للأوراق المالية رقم ٢٣٢ لعام ٢٠٠٩ فيصبح نصها كالتالي: يتولى المركز (مركز المقاصة والحفظ المركزي) تسوية عقود تداول الأوراق المالية المودعة لديه على أساس:

١- تسليم الورقة المالية مقابل تسديد أثمانها.

٢- دفع فرق السعر بين تاريخ التعاقد وتاريخ التسوية النقدية في العقود المستقبلية.

النتائج والمناقشة

إن ماهية العقد المستقبلي على الأوراق المالية كورقة مالية يعني:

"العقد النموذجي (النمطي) الملزم قانونياً، والذي يُعقد بين طرفين متداولين في بورصة الأوراق المالية، محلّه بيع أو شراء ورقة مالية معينة بسعر مستقبلي معين على أن يتم تأجيل تسويته النهائية عبر نظام التسوية النقدية إلى تاريخ مستقبلي معين، ويأخذ فيه مركز المقاصة والحفظ المركزي مركز كلا الطرفين في تنفيذ التزاماتهما".

وفيما يخص المناقشة حول ضرورة وجود واعتماد العقد المستقبلي في بورصة الأوراق المالية، فهذا الموضوع مرتبط بشكل كامل مع الأدوار التي يلعبها العقد المستقبلي في السوق من حيث التغطية على الأخطار المالية والمضاربة على فروق الأسعار، فعلى إدارة السوق أن تطلب اعتماد هذا العقد من المشرع إذا رأت الحاجة إلى تعزيز تغطية المستثمرين للأخطار المالية التي قد يتعرضون لها خاصة عند وجود تقلبات عميقة في الأسعار السوقية في البورصة، أو عند نقص سيولة السوق والرغبة بضح سيولة جديدة عبر المضاربين على الأسعار، استناداً إلى أن العقد المستقبلي يخدم مصالح المستثمرين الذين يتجنبون الأخطار المالية (المستثمرين الراغبين بتغطية الأخطار المالية)، والمستثمرين الذين يحبون خوض غمار هذه الأخطار (المضاربين)^١. ولكن بالمقابل على إدارة السوق أن تضع في حساباتها حساسية تنظيم العقود المستقبلية على استقرار السوق^٢، حيث أن المشتقات المالية لا تؤدي بالضرورة إلى تقلب الأسواق، ولكنها ليست آمنة على الاستقرار المالي بالمعنى الواسع^٣.

^١ B. TEBOGO, op. cit., page ٦.

^٢ انظر في تقييم وجهة النظر التي تقول بأن تنظيم سوق العقود المستقبلية قد يؤدي إلى عدم استقرار السوق، وزيادة تكلفة التعاملات التداولية على المستثمرين لدى: S. BECKETTI, D.J. ROBERTS, op. cit., page ٣٧, ٣٩. وللإطلاع على التاريخ التنظيمي لعقود المستقبلات، انظر:

J. KEAVENY, "In Defense of Market Self-Regulation - An Analysis of the History of Futures Regulation and the Trend toward Demutualization", Brooklyn Law Review ٧٠ (٢٠٠٤-٢٠٠٥). See also:

E. JOUINI, "Produits Dérivés, Control de Risques et réglementation", Revue D'économie Financière, ١٩٩٦, pp. ٢٠٣-٢٢٠.

أمّا عن اعتماد العقد المستقبلي على الأوراق المالية من الناحية القانونية والتنظيمية، فنحن نرى أنّ مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية لا يُمكنه اعتماد هذا العقد واعتباره ورقة مالية في السوق حتى يتم تعديل القانون المدني الذي ينص على بطلان عقود الرهان والمقامرة.

الاستنتاجات والتوصيات

نستنتج من هذا البحث أنّ الأوراق المالية التي يُمكن أن تكون محلاً للتداول في بورصة الأوراق المالية متنوعة، ولا تقتصر على الأوراق المالية التقليدية، وهي ذات أدوار مالية هامة تساعد على إعطاء إدارة السوق خيارات عديدة لدى إدارتها للسوق وتوجيهها لنشاطه في الاتجاه السوقي الصحيح، ممّا يفرض على المشرع أن يُمدّد الطريق القانوني لاعتماد الأوراق المالية المشتقة ومن أهمها العقد المستقبلي على الأوراق المالية، وذلك بهدف الاستفادة من خيارات التغطية المالية والسيولة التي تضحها المضاربة في السوق.

وبعد الانتهاء من تحليل أفكار البحث، خرجنا بالتوصيات التالية:

أولاً: تعديل القانون المدني عبر إضافة استثناء جديد من بطلان عقود الرهان في المادة ٧٠٦ منه، وأن ينص هذا الاستثناء على عدم بطلان العقود المشتقة ومنها العقد المستقبلي على الأوراق المالية.

ثانياً: تعديل قانون سوق الأوراق المالية عبر إضافة المشتقات المالية إلى الأوراق المالية محل التداول المُحدّدة في المادة ٣ منه.

ثالثاً: ترك اعتماد سلطة السوق للعقد المستقبلي ولنظام التسوية النقدية لتقديرها، وذلك بعد فتح الباب تشريعياً لهذا الأمر عبر تعديل القانون المدني وقانون سوق الأوراق المالية.

رابعاً: ضرورة تشديد عقوبة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية بشكل مترافق مع اعتماد نظام التسوية النقدية فيها^١، ومن ثم تشديد الرقابة على التعاملات التداولية المستقبلية التي تؤثر على الأسعار، ومن الممكن إنشاء لجنة خاصة بالتعاملات المستقبلية^٢.

خامساً: عقد ندوات ومحاضرات وتوزيع مطبوعات ورقية وإلكترونية من إدارة سوق دمشق للأوراق المالية توضح بشكل مبسّط مفهوم العقد المستقبلي على الأوراق المالية وبماقي المشتقات، ودورها في التغطية على الأخطار المالية^٣ والمضاربة على فروق الأسعار، والتنظيم

^١ G. CAPELLE-BLANCARD, op. cit., page ١٢.

^١ وحول ارتباط التسوية النقدية بالتلاعب بالأسعار، أنظر:

Praveen KUMAR, Duane J. SEPPI, "Futures Manipulation with Cash Settlement", The Journal of Finance, Vol. ٤٧, No. ٤, Sep., ١٩٩٢, page ١٤٨٥.

^٢ J. HULL, op. cit., page ١٠.

^٣ G. CAPELLE-BLANCARD, op. cit., page ٢.

المقترح لهذه التعاملات كون التنظيم المالي أصبح من الأساليب الأساسية لمواجهة الأزمات المالية العالمية في الوقت الراهن¹.

تم بحمد الله

المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب العامة:

د. السنهوري، عبد الرزاق، الوسيط، الجزء السابع، المجلد الثاني، عقود الغرر، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩.

د. شفيق، محسن، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية- الأوراق التجارية، مطبعة دار نشر الثقافة، الإسكندرية، ١٩٥٢، الطبعة الثانية.

ب- الكتب المتخصصة:

د. الشعار، نضال، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، ٢٠٠٢.
د. الملحم، أحمد عبد الرحمن، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة دراسة مقارنة، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ٢٠٠١.

د. هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٣.

د. عبد الحميد، عاشور عبد الجواد، بعض جوانب أحكام قانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥.

ج- الرسائل العلمية:

د. محمد، سيد طه بدوي، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من وجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠، غير منشورة.

ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية:

أ- الكتب:

PAUL (Allen B.), "The Role of Cash Settlement in Futures Contract Specification", in: PECK (Anne E.), Futures Markets: Regulatory Issues, the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D.C., ١٩٨٥.

¹ S. PAGLIARI, "Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in the Regulation of Derivatives, Rating Agencies and Hedge Funds", European Law Journal, Special Issue: Financial Market Regulation and Economic Governance, Vol. ١٨, Issue ١, January ٢٠١٢, pp. ٤٤-٦١, at section VI.

SILBER (William L.), "The Economic Role of Financial Futures", the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., ١٩٨٥.

ب- الأبحاث:

BECKETTI (Sean), **ROBERTS** (Dan J.), "Will Increased Regulation of Stock Index Futures Reduce Stock Market Volatility", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, November/December ١٩٩٠, pp. ٣٣-٤٦.

KEAVENY (Jake), "In Defense of Market Self-Regulation - An Analysis of the History of Futures Regulation and the Trend toward Demutualization", Brooklyn Law Review ٧٠ (٢٠٠٤-٢٠٠٥).

KUMAR (Praveen), **SEPPI** (Duane J.), "Futures Manipulation with Cash Settlement", The Journal of Finance, Vol. ٤٧, No. ٤, Sep., ١٩٩٢.

PAGLIARI (Stefano), "Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in the Regulation of Derivatives, Rating Agencies and Hedge Funds", European Law Journal, Special Issue: Financial Market Regulation and Economic Governance, Vol. ١٨, Issue ١, January ٢٠١٢, pp. ٤٤-٦١.

TEBOGO (Baitshipi), "Valuing Forwards, Futures and Swaps: How the Measurement Assists in Managing Financial Risk", October, ٢٠١١. See:

<http://ssrn.com/abstract=١٩٤١٣٧٣>.

ج- أوراق المؤتمرات:

CHUI (Michael), "Derivatives markets, products and participants: an overview", Proceedings of the workshop organized by the People's Bank of China and the Irving Fisher Committee, Zhengzhou, ٢٧-٢٩ September ٢٠١٠, in: Irving Fisher Committee (IFC) Bulletin, No. ٢٥, February ٢٠١٢, pp. ٣-١١.

د- القواميس:

Farlex Financial Dictionary, Farlex, Inc., ٢٠١١.

HARVEY (Campbell R.), ٢٠١١.

SCOTT (David L.), *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, Published by Houghton Mifflin Company, ٢٠٠٣.

ثالثاً: المراجع باللغة الفرنسية:

أ- الكتب:

HULL (John), *Options, futures et autres actifs dérivés*, ٢٨ décembre ٢٠٠٨. Voir le line: <http://www.assembla.com/code/fichesHull/subversion/node/blob/Fiche.pdf>.

MISHKIN (Frederic), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education France, ٨e édition, ٢٠٠٧.

ب- الأبحاث:

CAPELLE-BLANCARD (Gunther), "Les Marchés Dérivés Sont-Ils Dangereux?", *Revue économique*, ٢٠٠٩. Voir le line: www.cairn.info.

JOUNI (Elyés), "Produits Dérivés, Control de Risques et réglementation", *Revue D'économie Financière*, ١٩٩٦, pp. ٢٠٣-٢٢٠.

PERROT (Etienne), "la Bourse. exubérante autant que rationnelle", *SER-SA Études*, N° ٣٩٧, Paris, Décembre ٢٠٠٢\٦.

Future Contract on Securities (Essence and Adoption)

By:

Abstract

The research deals with the future contract which is concluded on the securities exchange on the securities traded in, so that delaying the final settlement of a trade to a certain date.

The research is divided into two parts:

The first one examines the essence of future contract on securities and explaining the concept of this contract which removing the ambiguity about its concept, types and to clarify its main roles in the securities exchange.

The second part of this research studies the adoption of future contract on securities as a tool of future trading under the Syrian law of the securities exchange, and the systems of the Syrian Damascus Securities Exchange, and the public rules of the Syrian civil law.

And we have finished to a set of findings and proposals, including: defining future contract on securities, and the need to amend the Syrian civil code and the Syrian law of the securities exchange, and the Syrian Damascus securities exchange regulations, and proposing alternative legislative and regulatory texts to ensure that the adoption of future contract on securities as a trading security in the exchange will not establish a confliction between laws itself, or between laws and regulations.

Keywords: Securities Exchange, Future Contract, Securities, Derivatives, Financial Instruments, Hedging, Speculation.