



جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء - كلية القانون

التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية الموازي (دراسة مقارنة)

رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية القانون / جامعة كربلاء
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في القانون الخاص

كتبت بواسطة الطالبة

مها عامر ذيبان الحمداني

بإشراف

أ.م.د. رحيم عبيد عطيه الأسدي

شعبان 1443هـ

أذار / 2022م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ثُمَّ جَعَلْنَاكُمْ خَلَائِفَ فِي الْأَرْضِ مِنْ بَعْدِهِمْ لِنَنْظُرَ كَيْفَ تَعْمَلُونَ﴾

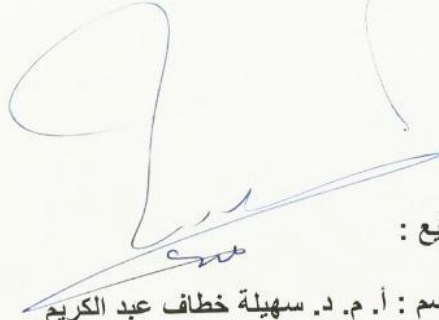
صدق الله العلي العظيم

سورة يونس: الآية 14

إقرار المقوم اللغوي

أشهد أنني قرأت رسالة الماجستير الموسومة بـ (التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية الموازي (دراسة مقارنة)) المقدمة من قبل الطالبة (مها عامر نزيان الحمداني) إلى مجلس كلية القانون - جامعة كربلاء , وقد وجدتها صالحة من الناحيتين اللغوية والتعبيرية, بعد أن أخذت الطالبة بالملاحظات المسجلة على متن الرسالة .

مع التقدير...



التوقيع :

الأسم : أ.م. د. سهيلة خطاف عبد الكريم

الاختصاص العام : لغة عربية

الاختصاص الدقيق : النحو

إقرار لجنة مناقشة ماجستير

نحن رئيس لجنة المناقشة وأعضائها نقر أننا اطلعنا على هذه الرسالة الموسومة بـ (التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية الموازي "دراسة مقارنة ")، وناقشنا الطالبة (مها عامر ذبيان) في محتواها، وفيما لها علاقة بها، ونعتقد إنها جديرة بالقبول لنيل درجة الماجستير في القانون / فرع القانون الخاص وبدرجة () .

التوقيع :
الاسم: أ.م.د. نهى خالد عيسى
(عضواً)

التاريخ: 2022 / 1 / 1

التوقيع :
الاسم: أ.م.د. اشراق صباح صاحب
(رئيساً)

التاريخ: 2022 / 1 / 1

التوقيع :
الاسم: م.د. رحيم عبيد عطية
(عضواً)

التاريخ: 2022 / 1 / 1

التوقيع :
الاسم: م.د. عقيل كريم زغير
(عضواً)

التاريخ: 2022 / 1 / 1

صادق مجلس كلية القانون / جامعة كربلاء على قرار لجنة المناقشة

التوقيع :
أ.د. ضياء عبدالله عبود الجابر
عميد كلية القانون / جامعة كربلاء
التاريخ: 2022 / 3 / 12

الإهداء

إلى العراق العظيم بلد المجد والحضارات

إلى كل من علمني حرفاً في هذه الدنيا الفانية

إلى كل من كان له دور ومساهمة في حياتي العلمية والعملية

إلى الأهل والأخوة والأصدقاء

إلى زملاء الدراسة

إلى كل من يسعدني بخاخي

أهدي ثمرة هذا الجهد المنواضع



الباحثة

الشكر والامتنان

من لم يشكر المخلوق لم يشكر الخالق.

عن الإمام زين العابدين (عليه السلام): يقول الله تبارك وتعالى لعبد من عباده يوم القيامة: أشكرت فلاناً؟ فيقول: بل شكرتك يا رب. فيقول: لم تشكرني إذ لم تشكره.

انطلاقاً من هنا وبعد الحمد والثناء والشكر لرب العالمين لما وفقني ومنّ عليّ بفضلته لإكمال متطلبات هذه الرسالة، أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى اللجنة العلمية في جامعة كربلاء كلية القانون حيث كانت هي صاحبة الفضل الأول بتسجيل عنوان الرسالة.

لا بد لي من وقفة إجلال واحترام إلى من علمني أصول البحث وكيفية الوصول إلى ما وصلت عليه الآن من علم ومعرفة استاذي ومشرفي الدكتور (أ.م.د. رحيم عبید عطية) حيث أتاح لي الكثير من وقته، ولم يبخل عليّ بشيء من فيض علمه وقاد الرسالة بالتوجيه والمتابعة المستمرة؛ لذا أجد نفسي مدينة له بالشكر والتقدير، فجزاه الله خير الجزاء ورزقه دوام التوفيق وانه سميع مجيب.

كما أتقدم بفائق الشكر والامتنان إلى الملاك التدريسي في جامعة كربلاء كلية القانون لما يتحلون به من أخلاق طيبة وروح تعاونية عالية وعلمية رصينة فكان لهم بالغ الأثر برفدي بوافر من المعلومات خلال رحلتي الجامعية، فجزاهم الله خير الجزاء.

وانتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أساتذتي في المراحل التحضيرية كافة مع حفظ الألقاب: عميد كلية القانون الدكتور عبد الله العماري، الأستاذ الدكتور عقيل مجيد السعدي، الدكتورة اشراق صباح، الدكتورة اسراء فهمي ناجي، الدكتور غسان المعموري، الدكتور حكمت الدباغ، الدكتور عادل شمran، الدكتورة سهيلة خطاف، لما بذلوه من جهود عظيمة من أجلنا، أسأل الله أن يوفقهم وأن يرزقهم الصحة والعافية. ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى موظفي مكتبة كلية القانون جامعة كربلاء لتعاونهم معي وتسهيل مهمة حصولي على المصادر.

كما واتقدم بالشكر والتقدير إلى الأخوات لما قدموه من تعاون معي وهم كل من أمناء مكتبة العتبتين المقدستين الحسينية والعباسية، ومكتبة جامعة وارث الأنبياء، ومكتبة جامعة أهل البيت (ع).

في مسك الختام أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من كان وجودهم داعماً وإيجابياً وحافزاً لمواصلة هذا الطريق لكم مني كل الود.



الباحثة

فهرست المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
5 - 1	المقدمة
70 - 6	الفصل الأول: سوق الأوراق المالية الثاني
35 - 7	المبحث الأول: ماهية السوق الثاني
21 - 8	المطلب الأول: التعريف بالسوق الثاني
19 - 8	الفرع الأول: تعريف السوق الثاني
21 - 19	الفرع الثاني: خصائص السوق الثاني
35 - 21	المطلب الثاني: أهمية السوق الثاني ونطاقه
27 - 21	الفرع الأول: أهمية السوق الثاني
35 - 27	الفرع الثاني: نطاق السوق
70 - 35	المبحث الثاني: عناصر السوق الثاني وتمييزه مما يشته به
54 - 36	المطلب الأول: عناصر السوق الثاني
45 - 36	الفرع الأول: العناصر البشرية
54 - 45	الفرع الثاني: العناصر الفنية
70 - 55	المطلب الثاني: علاقة السوق الثاني بغيره من الأسواق وتمييزه مما يشته به
63 - 55	الفرع الأول: علاقة السوق الثاني بغيره من الأسواق
70 - 64	الفرع الثاني: تمييز السوق الثاني عن السوق النظامي
128 - 71	الفصل الثاني: أحكام السوق الثاني
107 - 72	المبحث الأول: الإدراج والشطب في السوق الثاني
87 - 73	المطلب الأول: مفهوم الإدراج في السوق الثاني
84 - 73	الفرع الأول: التعريف بالإدراج وشروطه
87 - 84	الفرع الثاني: مزايا الإدراج في السوق الثاني
107 - 88	المطلب الثاني: الشطب والإدراج
99 - 88	الفرع الأول: شطب الإدراج من السوق الثاني
107 - 99	الفرع الثاني: آلية المقاصة والتسوية في السوق الثاني
128 - 108	المبحث الثاني: آلية النزول والصعود والرقابة في السوق

115 - 108	المطلب الأول: الانتقال بين السوق النظامي والسوق الثاني
111 - 108	الفرع الأول: النزول من السوق النظامي إلى السوق الثاني
115 - 111	الفرع الثاني: الصعود من السوق الثاني إلى السوق النظامي
128 - 115	المطلب الثاني: الرقابة على السوق الثاني
122 - 115	الفرع الأول: أهمية الرقابة وأهدافها
128 - 122	الفرع الثاني: الجهات المسؤولة عن الرقابة في السوق الثاني
133 - 129	الخاتمة
144 - 134	المصادر
a - b	Abstract

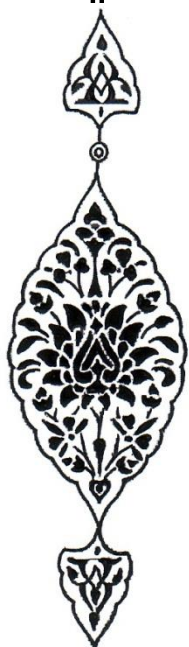
المُلخَص

تنقسم أسواق الأوراق المالية الى اقسام متعددة ومختلفة، ابتداءً من السوق الأول والذي يسمى بالسوق النظامي وهو ذلك السوق الأساس الذي يتم تنظيمه بنصوص قانونية محكمة ويمثل اهم أنواع هذه الأسواق، ثم بعد ذلك يأتي السوق الثاني والذي يسمى بالسوق الموازي، اذ يعد هذا السوق في المرتبة الثانية من حيث أهميته وتأثيره على التنمية الوطنية وعلى الشركات التجارية، اذ يتميز هذا السوق عن غيره من الأسواق المالية في ان شروط الادراج في هذا السوق تكون يسرة نوعاً ما مقارنة بالسوق النظامي، فضلاً عن ان التعامل في السوق الثاني يتم من قبل الشركات غير المدرجة او غير المقيدة في السوق النظامي، وفلسفة هذا الامر تتمثل في وضع وتمييز الشركات التي تعمل في السوق النظامي عن تلك الشركات العاملة في السوق الثاني، فضلاً عن جواز انتقال الشركات من السوق الموازي الى السوق النظامي في بعض الحالات وكما سنبينه في هذه الدراسة.

لذلك تتمثل إشكالية الموضوع في بيان القيمة القانونية للسوق الثاني ومدى كفاية النصوص القانونية في الالمام باحكام هذا السوق، اذ سنقف اولاً عن تعريف هذا السوق واهميته في مختلف الأصعدة كما نجد ان هذا السوق يقوم على عنصرين هما العنصر البشرية الذي تتمثل في الأشخاص الذي يتعاملون بهذا السوق ويشكلون عصب التعامل فيه، والعنصر الثاني هو العنصر الفني الذي الوسائل الالكترونية واهمها عنصر الانترنت، وعند التمعن في احكام هذا السوق نجد ان القوانين والتعليقات التي نظمت احكامه قد اشارت وبشكل صريح الى شروط ادراج الأوراق المالية في هذا السوق، كما اشارت الى جواز انتقال او صعود الشركات من السوق الموازي الى السوق النظامي في بعض الحالات، وايضاً اجازت نزول الشركات من السوق الموازي اذا تحققت حالة من حالات هذا النزول.

وفي الخاتمة توصلنا الى جملة من النتائج والمقترحات، فمن اهم النتائج التي توصلنا اليها هي اقتراحنا تعريفاً للسوق الموازي بأنه (هو ذلك النوع من الأسواق المالية الذي يتم فيه إجراء صفقات وعقود خارج السوق المنظم من خلال الشركات غير المقيدة في السوق النظامي أو الشركات التي لم يتوافر فيها شروط الادراج، والذي يتميز بشروط ادراج ميسرة)، ومن اهم المقترحات التي دعونا اليها هي، نظراً لارتباط السوق الموازي بالسوق النظامي في بعض الأمور، ندعو المشرع العراقي عند تنظيم السوق الموازي بقانون إلى التقريب قدر الإمكان بين هذين السوقين من حيث الفائدة التي تحققها هذه الأسواق في نطاق التنمية الوطنية، بمعنى آخر ضرورة اعتماد نفس الاليات التي تحقق الغرض من انشاء أسواق المال بشكل عام السوق الموازي بشكل خاص

المقدمة



المقدمة

أولاً- التعريف بموضوع البحث وأهميته

تتنوع أسواق المال في الكثير من دول العالم مما حدى ببعض الفقهاء والشرّاح إلى تقسيم هذه الأسواق إلى نوعين هما: السوق النظامي (السوق الأول) والنوع الثاني هو السوق غير النظامي السوق أو ما يسمى (السوق الثاني) إذ يعرف السوق بأنه (ذلك السوق المحدد بآليات منظمة يتحكم فيها بواسطة هيئات أو أفراد أو منشآت توجيه تفاعلات آلياته والتحكم غير المباشر بالتأثير على تفاعلات السوق النظامي). حيث يعتبر انشاء السوق الثاني نقطة دعم محورية وقيمة مضافة للسوق النظامي، باعتباره يقدم حافزا للشركات المدرجة في السوق النظامي؛ للمحافظة على اداء كفوء ونشاط فعال نتيجته عدم تراجع الشركة، الامر الذي قد يؤدي إلى انتقالها للسوق الثاني فضلاً عن ذلك يعتبر السوق محل الدراسة مؤهلاً ومدخلاً تنظيمياً للشركات التي لا تستطيع الاندراج في السوق النظامي مباشرة لكونها تفقد الشروط التي يتطلبها السوق النظامي لكي تتمكن من الاندراج فيه. وهذا ما سوف تركز عليه هذه الدراسة تباعاً.

ويحظى موضوع الدراسة بأهمية كبيرة؛ نظراً لهذا (السوق الثاني) من دور كبير في تعاملات أسواق المال؛ إذ تمثل عملية إنشاء السوق الثاني قيمة مضافة ونقطة دعم محورية للسوق النظامي، باعتباره مؤهلاً ومدخلاً تنظيمياً للإدراج في السوق النظامي على مستوى الشركات التي لا تفي باشتراطات الإدراج في السوق النظامي، إضافة إلى كونه حافزاً للشركات المدرجة في السوق النظامي في المحافظة على أدائها ونشاطها من التراجع، ومن ثم الاضطرار إلى الانتقال من السوق النظامي إلى السوق الثاني وما لذلك من انعكاسات سلبية على أسعار أسهم تلك الشركات وإقبال المستثمرين عليها. وبشكل عام، فإنه ومن خلال إنشاء السوق الثاني أهمية كبيرة حيث وانه يسهم في توسيع القاعدة الاستثمارية وذلك من خلال اتاحة الفرصة لادراج المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل الامر الذي ينعكس بشكل مباشر على زيادة عرض الاوراق المالية في السوق المالي، فضلاً عمّا يمثله السوق محل الدراسة من اهمية كعامل دعم واستقرار للسوق النظامي بحث يعمل كحافز للشركات المدرجة فيه والتي لديها رغبة بالانتقال للسوق النظامي على تطوير نشاطاتها وتنمية الاداء التشغيلي وزيادة الربح لكي تستوفي جميع الشروط التي يتطلبها السوق النظامي لإدراج الشركات فيه. فضلاً عن ذلك تتجلى اهمية الموضوع لما للسوق الثاني دور في احكام الرقابة على الشركات المدرجة فيه إذا تتم ممارسة هذه الرقابة من خلال هيئة الاوراق المالية وسوق الاوراق المالية مما يوفر المعلومات الموثوقة حول اداء هذه الشركات لجمهور المستثمرين.

ثانياً- إشكالية البحث

(3)

تتمثل الإشكالية الرئيسية لموضوع البحث بعدم وجود تنظيم قانوني خاص بالسوق الثاني في القانون العراقي (القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 مما يعني أن المنظومة القانونية العراقية أمام نقص تشريعي بشأن آليات العمل في السوق الثاني وما يتعلق بها، لكن ومن أجل تدارك هذا النقص فقد صدرت عن هيئة الأوراق المالية تعليمات رقم (15) لسنة 2015 تحت عنوان (شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية / السوق الثاني)؛ إذ بيّن فيه تعريف السوق الثاني وآليات العمل فيه وبعض الاحكام الأخرى، لكن هذا الامر لا يكفي حيث أن الموضوع بحاجة إلى دراسة معمقة من جوانب عديدة لكونه يثير إشكاليات فرعية أخرى هي:

- 1 - مدى فعالية النصوص القانونية الموجودة في اطار المنظومة التشريعية العراقية ودورها في تغطية احكام التعامل في السوق الثانوي؛ إذ إنّ معالجة موضوع مهم ومعقد من خلال تعليمات هو أمر بحاجة إلى إعادة نظر في مجمل نصوص هذه التعليمات وبيان مدى كفاية هذه النصوص في تنظيم السوق الثاني تنظيم قانوني سليم.
 - 2 - أنّ التعليمات المذكورة لم تبين آليات العرض والطلب في السوق الثاني من جهة، ومن جهة أخرى لم تبين التعليمات آلية الرقابة الصحيحة على هذا السوق من مختلف الجوانب، إذ نجد تناثر مسائل الرقابة على هذا السوق الامر الذي يكون بحاجة إلى تعديلات قانونية.
 - 3 - مدى الاستعانة بالتعليمات النافذة في العراق وتعليمات بعض الدول الأجنبية المقارنة، من أجل وضع تنظيم قانوني للسوق الثاني على شكل قانون وليس مجرد تعليمات؛ والسبب في ذلك ان هذه الأسواق تعد من اهم الأسواق التي تمارس دوراً كبيراً في مجال تداول الأوراق المالية بشكل لا يمكن انكاره أو التغافل عنه.
- يثير موضوع الدراسة تساؤلات عديدة هي:

- 1 - ما هو مفهوم السوق الثانوي؟
- 2 - ما الأهمية التي يحققها السوق الثاني وما خصائص هذا السوق؟
- 3 - كيفية الاستفادة من القوانين المقارنة في معالجتها لهذه المشاكل؟
- 4 - ما احكام التداول في السوق الثاني من حيث شروط الادراج وما يترتب على انشاء هذا السوق؟
- 5 - ما هي طرق انتقال الشركات من السوق الثاني إلى السوق النظامي؟ وما أسباب نزول الشركات من السوق النظامي إلى السوق الثاني؟ وما شروط شطب الشركات من السوق الثاني؟

ثالثاً- أسباب اختيار الموضوع

أبرز ما دفعنا لاختيار هذا الموضوع ما يأتي:

- 1 - من الممكن أن تكون هنالك قلة في الدراسات ولكنها وافية.
- 2 - حل مشكلة صعوبة العمل في السوق الثانوي للوصول التشريعي وفائدته الايجابية على الاقتصاد العراقي.

رابعاً- منهجية البحث

تحتاج الدراسة إلى منهج علمي ومنهجية تضبط بقية الدراسة؛ لذلك سيكون المنهج التحليلي المقارن هو المنهج المتبع في الدراسة من خلال استقراء نصوص القوانين وبيان الاحكام الخاصة بهذا الشأن.

خامساً- نطاق البحث ونوع الدراسة

نطاق البحث سيكون بين القانون العراقي بقوانينه المختلفة كقانون التجارة النافذ رقم (30) لسنة 1984، والقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74)، وتعليمات رقم (15) لسنة 2015 (شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية العراقي/ السوق الثاني، وقانون سوق الأوراق المالية السوري رقم (55) لسنة (2006)، ومقارنة بين قانون هيئة السوق المالي السعودي الصادر بموجب قرار سنة (2019)، وقانون هيئة سوق الأوراق المالية السوداني لسنة (2016)، مع الإشارة إلى القانون الأمريكي لسنة (1934) في بعض المفاصل.

سادساً- الدراسات السابقة

يعتبر موضوع التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية الثاني من المواضيع الحديثة وندرة الدراسات السابقة فيه واقتصر على دراستين فقط.

1 - السوق ، بحث صادر عن هيئة سوق المال الفلسطينية، 2008، (البحث تحدث بشكل مختصر عن تعريف السوق الثاني وآلية طرح الأوراق المالية فيه فقط، ولم يبين جزئيات الموضوع الأخرى).

2 - د. حيدر حسين ال طعمة، الأسواق المالية الناشئة، المفهوم، الأدوات، بحث منشور في مجلة سلسلة كراسات استراتيجية، 2014، (البحث تحدث عن أسواق المال بشكل عام ولم يتطرق إلى السوق الثاني إلا في عبارات قليلة وفي بعض الجزئيات).

سابعاً- خطة البحث

(5)

استناداً إلى ما سبق من أهمية الموضوع وإشكالياته والمنهج المتبع؛ لذلك قسمنا الدراسة إلى فصلين، في الفصل الأول نتناول مفهوم السوق الثاني ونقسمه إلى مبحثين، في المبحث الأول نتناول فيه ماهية السوق الثاني، وفي المبحث الثاني سنبين عناصر السوق الثاني وتمييزه عما يشته به، في حين نكرس الفصل الثاني إلى أحكام السوق الثاني ونقسمه إلى مبحثين، في المبحث الأول سنبين الإدراج والشطب في السوق الثاني، وسنتناول في المبحث الثاني آلية النزول والصعود والرقابة في السوق الثاني ثم نختم البحث بخاتمة تتضمن مجموعة من أهم النتائج والتوصيات.

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية الثاني

تمهيد وتقسيم:

يُعد السوق الثانوي من الأسواق التي يتم فيها تداول العملات والأسهم الموجودة في أسواق الأوراق المالية، إذ تنقسم أسواق رأس المال إلى تقسيمات متعددة، فهناك السوق الحاضرة والسوق الآجلة، وتنقسم السوق الحاضرة

إلى شقين أساسيين هما السوق النظامي أو الأولية المنظمة أو (سوق الإصدار)، وتدعى الثانية بالسوق الثانوية، أي سوق التداول، كما تنقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير المنظمة وتسمى أيضاً بالسوق الثاني ويطلق على السوق الذي يتم فيه شراء الأسهم وبيعها خارج قنوات التداول المعتادة، وعادة يتم إدراج أسهم الشركات في السوق الثاني، ويضم السوق الثانوي وهو الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى سوق ثالث الذي يعد جزء من السوق غير المنظمة، وسوق رابع وهو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة والمصدرة للأوراق المالية وبين المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة وتجار الأوراق المالية. وبناءً على ذلك سنقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: ماهية السوق الثاني .

المبحث الثاني: عناصر السوق الثاني وتمييزه مما يشته به.

المبحث الأول

ماهية السوق الثاني

كانت ولا زالت الدول المتقدمة مثل أمريكا، بريطانيا، وفرنسا، هي السبابة في إنشاء سوق مخصصة لتداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبعدها انتقلت إلى دول جنوب شرق آسيا منها كوريا، ومن ثم انتقلت إلى الدول العربية كما في تونس والمغرب وغيرها من الدول العربية حيث يتم تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي سبق تداولها من السوق الأولى فهي تعتبر أسواق تنتقل فيها الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة⁽¹⁾، وينقسم السوق الثانوي إلى قسمين القسم الأول سوق الأوراق المالية ويطلق عليها السوق المنظمة، أو سوق المزاد، أو السوق الرسمية أما القسم الثاني التي يتم التداول فيها خارج سوق الأوراق المالية ويطلق عليها السوق غير المنظمة، أو السوق غير الرسمية، أو السوق (الثاني) التي يتم من خلالها التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة وميسرة تحدد إدارة أسواق المال، ولمعرفة ماهية السوق الثاني يجب علينا أن نقف على تعريفه في الاصطلاح الفقهي والتشريعي وبيان أهميته وخصائصه، وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث من خلال تقسيمه إلى مطلبين، سنوضح في المطلب الأول التعريف بالسوق الثاني، ونتناول المطلب الثاني أهمية السوق الثاني ونطاقه وذلك كما يلي:

المطلب الأول

1 () ينظر: د. اديب قاسم شندي، الأسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، ص158.

التعريف بالسوق الثانوي

اختلفت تسميات السوق الثاني التي اعتمدها اسواق الاوراق المالية من دولة إلى أخرى إلا أن المعنى واحد، وهذا الاختلاف لم يقتصر فقط على التسمية إذ يلاحظ بأن هناك تعريفات عدة للسوق الثاني، وله الكثير من السمات التي تميزه عن غيره من الاسواق، ومن أجل ذلك ولغرض الوقوف على تعريفات السوق محل الدراسة بشيء من الدقة والوضوح وأيضاً لتحديد اختصاصه فإن ذلك يتطلب منا تقسيم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الأول تعريف السوق الثاني، وفي الفرع الثاني سوف نقوم ببيان اهم خصائص السوق الثاني، وكما يلي:

الفرع الأول

تعريف السوق الثاني

ابتداءً ومن خلال الاطلاع على القوانين المختلفة نلاحظ أن هناك اختلاف في التسميات التي تطلق على السوق الثاني، حيث نجد بأن المشرع الأمريكي أطلق عليه تسمية السوق الثانوي ومن أشهر تلك الأسواق وأهمها سوق ناسداك الأمريكي. في حين نجد ان المشرع السوري اعتمد تسمية السوق الثاني وذلك وفقاً لما ورد في المادة (2) من قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم(22) لسنة (2005) وتعديلاته حيث عرف السوق بأنها (السوق التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك لحين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية)⁽¹⁾؛ إذ اعتمد المشرع السوري تسمية السوق وذلك وفقاً لما ورد في المادة الثانية من قانون سوق الأوراق المالية السوري. أما القانون السعودي فقد اعتمد تسمية السوق الثاني من خلال القواعد الخاصة بالإدراج الصادرة عن شركة تداول السعودي والموافق عليها بموجب قرار هيئة السوق المالي السعودي بتاريخ (2017-12-27) المعدل بموجب قرار رقم(1-104-2019) والقرار رقم (1-22-2021)⁽²⁾، ولكن المشرع السوداني فقد ذهب على خلاف المشرع السوري والسعودي واتفقت مع المشرع الأمريكي فقد اعتمد تسمية السوق الثانوي وذلك وفق ما تضمنته الأحكام التمهيديّة للفصل الأول من قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة(2016)⁽³⁾.

بالنسبة إلى المشرع العراقي فقد اعتمد تسمية (السوق الثاني) وذلك في الفقرة (د) من المادة (1) من تعليمات رقم(15) الخاصة (بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية)(السوق الثاني) الصادرة

¹ () المادة (2) من قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم (22) لسنة 2005 المعدل.

² (2) قواعد الإدراج الصادرة عن شركة السوق المالي السعودي تداول بموجب قرار مجلس هيئة السوق المالي السعودي سنة 2017.

³ (3) الفصل الاول الاحكام التمهيديّة، قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة 2016.

وفق تحديثات سنة (2015)⁽¹⁾، ونحن نذهب مع التسمية التي اعتمدها المشرع العراقي والسبب في ذلك من وجهة نظرنا أنه سوق ثانوي؛ لكونه سوق خاص بتداول الأوراق المالية، وبذلك فهو يختلف عن سوق الاصدار الأولي، ولا يمكن أن يعتبر سوقاً موازياً؛ لأن كلمة موازي تدل على التماثل والتقابل والتساوي لسوق الاصدار الأولي. في حين أن تسميته بالسوق الثاني هي الأصح، من جانب آخر فإن وجود سوق أولي وهو سوق طرح وإصدار الأوراق المالية يتطلب وجود سوق آخر يدنوه في المرتبة يكون خاصاً بتداول الأوراق المالية للشركات التي يتم ادراج أوراقها في السوق الأولي، وعليه فإننا سنعتمد ما أخذ به المشرع العراقي مع ذكر التسمية التي درجت عليها القوانين وسوق ثانوي وهو خاص بتداول تلك الأوراق المالية.

لاشك أن يكون لكل مصطلح مفهوم ودلالة معينة؛ لغرض الوقوف على ماهيته وأهميته وخصائصه، وتمييزه من غيره من المفاهيم الأخرى التي قد تتشابه معه، لذلك لا بد من تعريفه، وعليه سنبين تعريف السوق الثاني وذلك ببيان ماذا يقصد بالسوق ابتداءً، وبعد ذلك نوضح المقصود بالسوق الثاني تشريعاً، وفقهاً، وسوف نخصص فقرة لبيان اسباب نشوء السوق الثاني وكما يأتي:

أولاً- التعريف الاصطلاحي

سنتناول التعريف الاصطلاحي للسوق من خلال بيان التعريف التشريعي والفقهي وكما يأتي⁽²⁾.

1- التعريف التشريعي:

لقد تباينت مواقف التشريعات من تعريف السوق الثاني حيث نجد إن المشرع الامريكي قد عرف السوق الثاني(O.T.C)⁽³⁾ عبارة عن ((شبكة اتصالات متطورة تربط الوسطاء المنتشرين جغرافياً، وعبر هذه الشبكة تتدفق الأوامر لتنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً على الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظمة وعلى أساس التفاوض على السعر)). ويؤخذ على هذا التعريف إن هذه الأسواق ليس لها هيكل تنظيمي ومؤسسي محدد، كما إن

(1) المادة (1) الفقرة (د) من تعليمات رقم(15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية/السوق الثاني.
(4) أما من حيث المنظور الاقتصادي فالسوق أوسع من مجرد مكان، (السوق: شخصية معنوية لا تهدف الربح مستقلة إدارياً ومالياً من قبل مجلس المحافظين وله الحق في تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة وبضمنها العقارات) ينظر: سوق العراق للأوراق المالية، الموقع الالكتروني: [http:// www.isx-iq-net](http://www.isx-iq-net) تاريخ الزيارة 2021 /9/12م.وقد ورد تعريف السوق في التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية العراقية تحديثات 2015 بأنه (سوق الاوراق المالية المرخص من قبل الهيئة).
(1) O.T.C هو اختصار لكلمة over the counter market. هو اختصار لكلمة متاجرة خارج سوق التبادل الاقتصادية، الموقع الالكتروني: <https://www.almaany.com> تاريخ الزيارة 2021 /9/12م.

الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تتوافر فيها شروط الإدراج في السوق المنتظمة⁽¹⁾. أي بمعنى أنه يوفر جميع الخدمات المتعلقة بالأسهم المتداولة خارج نطاق السوق الرسمي⁽²⁾.

أما المشرع السوري فقد عرف السوق الثاني في قانون سوق الأوراق المالية رقم (22) لسنة 2005 المادة (2) الفقرة (أ) من قانون سوق الأوراق المالية بأنها ((السوق التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية وقسمها إلى قسمين 1- السوق الثاني (أ) 2- السوق الثاني (ب))⁽³⁾.

من خلال هذا النص نلاحظ أن المشرع السوري اعتبر السوق الأولي بأنها أسواق يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من قبل المؤسسات لتمويل مشروعاتها ولدفع عملية التنمية الاقتصادية؛ أما السوق الثانوي اعتبره سوق يتم فيه تداول أوراق مالية أصدرت في السوق الأولي ومستوفية لشروط معينة ويتم تداولها من خلال وسطاء معتمدين ضمن الأنظمة والتعليمات المعمول بها. ونرى أن المشرع السوري اعتبر السوق الثاني سوق تداول للأسهم والشركات التي تحكمها شروط إدراج ميسرة، والسبب في ذلك هو ان السوق الثاني هو مقابل للسوق الرسمي، لذا يجب أن يحكمه شروط ادراج ميسرة ايسر من شروط السوق الرسمي.

أما المشرع السعودي فقد عد الأسواق الثانوية بأنها ((الأسواق التي يتم فيها إدراج الأوراق المالية للشركات بعد مرحلة الطرح الأولي، ويقوم فيها المستثمرين بشراء الأوراق المالية للشركات من مستثمرين آخرين بدلاً من الشراء من المصدر واعتبر السوق منصة استثمارية بديلة مخصصة للمستثمرين المؤهلين)) واعتبرها منصة بديلة لتداول الأسهم انطلقت في 26 فبراير عام 2017م. يعد سوق الأوراق المالية السعودي الأكبر نموا بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية⁽⁴⁾.

كذلك فقد وضع المشرع السعودي تعريف للسوق بموجب المرسوم الملكي رقم(م/30) بتاريخ 2/ 6/

(2) ينظر: د. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص103.

(3) ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية هو سوق نازداك (nasdaq)، ويعد ثاني أكبر الأسواق المالية في أمريكا من حيث حجم التداول بالدولار، والذي أسس عام 1971م حيث يتم التعامل في الأوراق المالية غير المسجلة ولاسيما السندات وأسهم الشركات الصغيرة. ومن أهم الانتقادات التي توجه إلى السوق الثانية فقدانه لآليات السيطرة على الأسعار مقارنة بالأسواق المنتظمة. نظرة تاريخية على مؤشر ناسداك، منشورة موقع مؤشر ناسداك الأمريكي، متاح على الموقع الإلكتروني www.us.tech100.com، تاريخ الزيارة 2021-10-14.

(4) ينظر: قانون سوق الأوراق المالية السوري، رقم (22) لعام 2005 م.
(4) د. هبة حسام، ما هو السوق الثاني السعودي وما خصائصه، مقال منشور في جريدة اليوم السابع، متاح على الموقع الإلكتروني: www.m-youm7.com، تاريخ الزيارة 2021-10-14.

1424هـ " بأنها السوق التي تتداول فيها الأسهم التي تم تسجيلها وطرحها بموجب الباب الثامن من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة"⁽¹⁾، ويلاحظ بأن هذا التعريف جاء مؤكداً بأن السوق يخضع إلى قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، حيث إن السوق الثانوي يتم فيه ادراج الأوراق المالية للشركات بعد مرحلة الطرح الأولي ويقوم فيها المستثمرين المؤهلين بشراء الأوراق المالية للشركات من مستثمرين آخرين بدلاً من الشراء من المصدر⁽²⁾.

عند النظر في التشريع السوداني نجد في قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة (2016) بالسوق الثانوي عرفه بأنه "السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكتب السوق"⁽³⁾. ويلاحظ على هذا التعريف بأن المشرع السوداني قد حدد عمليات الشراء الأوراق المالية التي تتم داخل السوق الثاني، أما أن تكون من خلال البائع بصورة مباشرة أو عبر وكيل ينوب عن البائع، وايضاً جعل تبادل ملكية الأوراق المالية أما في قاعة التداول أو في مكاتب السوق بمعنى انه قد اعطى مساحة واسعة وحرية للمتعاملين لكي يستطيعوا اتمام صفقاتهم المالية بالشكل الذي يحقق رضا اطراف التعامل.

يستخدم هذا المصطلح في المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل ويتم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ومن خلال تلك الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار⁽⁴⁾.

كما عرف السوق الثانوي في التشريع العراقي في الفقرة (د) من المادة (1) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية /السوق الثانوي بأنه ((ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج وتعليمات تداول خاصة بها))⁽⁵⁾، يلاحظ على التعريف الأخير

(2) ينظر: هيئة السوق المالية السعودية، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، بموجب القرار رقم 4-11-2004 وتاريخ 20/8/1425هـ الموافق 4/10/2004م، ص12.

(2) الموقع الرسمي لسوق الثاني السعودية (نمو)، متاح على الموقع الإلكتروني: www.saudieexchange.sa.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.

(4) أما بخصوص تعريف السوق الثاني فقد تطرق اليه المشرع السوداني في الفصل الأول من الأحكام التمهيديّة لقانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 حيث ورد التفسير (3) في هذا القانون ما لم يقتضي السياق معنى آخر "السوق الثاني" يقصد به السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتبادل ملكية الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، وتشمل السوق النظامية والسوق الثانوية.

(1) ينظر: محمد أحمد سليمان محمد عبدالله، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على صحة أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2018م، ص115.

(2) ينظر: تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية /السوق الثانوي منشورة في جريدة الوقائع العراقية، العدد(3652)، تحديثات 2015.

انه قيد التعريف بالغرض من انشاء السوق الذي يتمثل في تداول اسهم الشركات الحديثة التأسيس او الشركات التي لا تتوافر فيها شروط الادراج في السوق النظامي.

ينحصر سوق التداول (السوق الثانوي) في سوق العراق للأوراق المالية وآلية إدارته والتعامل به بموجب قانون السوق ونظامه الداخلي وتعليماته ويتم التداول عن طريق الوسطاء، وهو السوق الذي يتم فيه تداول أسهم الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتمارس أعماله مكاتب الوساطة في بعض المصارف في بغداد وهذه العملية لا زالت غير دقيقة وليس لها نظام محدد وغير خاضعة بشكل عملي لأي جهة رقابية رسمية محددة⁽¹⁾.

وفقاً لتعريفات السوق الثاني غير المنظمة يعتبر كل تاجر بمثابة صانع سوق (Market maker)⁽²⁾ للأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيها؛ إذ يقوم بالاحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شرائها وجود مركز دائم لبيعها، كما يتيح أيضاً للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء. وهكذا يؤدي التجار دوراً مشابهاً للمتخصصين (Specialists) في الأسواق المنظمة⁽³⁾، هذا وإذا كان بعضهم يؤدي دور تاجر الجملة الذي يبيع أو يشتري من تجار آخرين، فهناك فريق منهم يقصر نشاطه على تجارة التجزئة حيث يتعامل مباشرة مع الجمهور، وفريق آخر يمتد بنشاطه ليشتمل على كل من تجارة التجزئة. وبصرف النظر عن نوعية النشاط وأما إذا كان تجارة جملة أو تجارة تجزئة، فإن الورقة المالية الواحدة عادةً ما يتعامل فيها أكثر من تاجر واحد، بل وقد يتراوح عدد التجار الذين يتعاملون في ورقة مالية معينة ما بين (15) إلى (20) تاجر⁽⁴⁾.

من خلال ما استعرضناه من تعريفات للسوق الثاني والانتقادات التي حددناها تجاه كل تعريف يمكننا تعريفه بأنه (هو ذلك النوع من الأسواق المالية الذي يتم فيه إجراء صفقات وعقود خارج السوق المنظم من خلال إدراج الشركات غير المقيدة في السوق النظامي أو الشركات التي لم يتوافر فيها شروط الادراج، والذي يتميز بشروط ادراج ميسرة) ولعل الأسباب التي دفعتنا إلى تبني هذا التعريف يمكن إيجازها بما يأتي:

(3) ينظر: حسن النجفي، سوق بغداد للأوراق المالية، مطبعة النجفي، بغداد، العراق، 1992، ص80.
 (4) (Market maker): هي شركات الوساطة أو البنوك أو المؤسسات التي تقوم بتوفير السيولة لعملائهم وتسهيل عمليات التداول من خلال تمثيل الطرف الآخر لتنفيذ عملية التداول في سوق الأسهم أو العملات أو العقود المستقبلية.
 (5) المتخصص (Specialists): وهو عضو في السوق يتخصص في التعامل بورقة مالية معينة، ولا يجوز له أن يتعامل في أسهم هي من مسؤولية شخص آخر، ويقوم المتخصص بوظيفتين رئيسيتين هما: تنفيذ أوامر البيع والشراء المحددة نيابة عن أعضاء آخرين في السوق لقاء الحصول على جزء من العمولة، فضلاً عن البيع والشراء لحسابه الخاص لتصحيح أي اختلال في توازن العرض والطلب على الورقة المالية. مهدي عطية موحى الجبوري، الأسواق المالية الأولية والثانوية، مقال منشور في كلية الإدارة والاقتصاد، 2014 /1/12 على الموقع الإلكتروني: <http://business.uobabylon.edu.iq>
 (1) ينظر: د. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، مصدر سابق ذكره، ص31.

أ - (نوع من الأسواق) إذ تم التركيز على أن السوق هو سوق مقابل للسوق النظامي جريباً مع موقف المشرع العراقي بهذا الشأن.

ب - (سهولة الادراج) نظراً لما يتميز به السوق الثاني من سهولة في ادراج الأوراق المالية فكان لا بدّ من عرض هذا الامر في التعريف السابق.

2- التعريف الفقهي:

يعد السوق من أهم المواضيع التي انصب عليها اهتمام الفقهاء والشراح من خلال بيان تعريف هذا المصطلح؛ إذ عرفوا السوق بشكل عام بتعريفات مختلفة كل حسب نظرتهم، فمنهم من عرفه بأنه " الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري لتبادل السلع والخدمات بغض النظر عن المكان المادي للسوق"⁽¹⁾، من خلال هذا التعريف يتضح أنه قد ركز على خصيصة الغرض من السوق بأنه اسلوب لإتمام عملية تجارية تتم بين البائع والمشتري سواء أكان سوقاً مادياً أم افتراضياً كالتداول الإلكتروني.

هناك من عرف السوق بشكل عام "بأنه ذلك المكان الذي يقع فيه بيع وتصريف السلعة إما عن طريق المنتج مباشرة أو عن طريق الوسطاء وقنوات التوزيع المعروفة للمستهلكين المحتملين الذين من المتوقع أن تكون لهم حاجة أو رغبة يسعون إلى اشباعها عن طريق شراء السلعة"⁽²⁾، وعلى عكس التعريف السابق نجد أن التعريف الأخير قد ركز في تعريفه للسوق على معيار المكان وتفضيله على باقي المعايير الأخرى.

بتعبير آخر وهو "السوق الذي يتم فيه تداول أسهم الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية وتمارس أعماله مكاتب الوساطة في بعض المصارف في بغداد وهذه العملية لا زالت غير دقيقة وليس لها نظام محدد وغير خاضعة بشكل عملي لأي جهة رقابية رسمية محددة"⁽³⁾.

كذلك عرف السوق بأنه "المكان الذي يهيء الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها؛ لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها عن أصحاب الخبرة والمهارة من المنتجين وأصحاب المبادرات الصناعية، ويتم ذلك عن طريق الوسطاء"⁽⁴⁾، مما يؤخذ على التعريف السابق انه يقيد التداول في السوق بالأرصدة النقدية

(2) ينظر: د. أرشد فؤاد التميمي، د. عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص115.

(3) ينظر: د. عمر وصفي عقيلي، د. قحطان بدر العبدلي، حمد راشد الغدير، مبادئ التسويق (مدخل متكامل)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1994، ص71.

(1) ينظر: أياد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، كلية الادارة والاقتصاد، 2009م، ص105.

(2) ينظر: حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي، بدون سنة طبع، ص3.

الزائدة عن حاجة المستهلكين، وهذا الامر غير مقبول إذ يتم التداول في السوق بالأرصدة الزائدة عن الحاجة وغير الزائدة؛ إذ لا مانع في ان يتم التداول في السوق بالسلع والأوراق المالية رغم حاجة أصحابها اليها.

من خلال دراسة التعريفات المتقدمة للسوق يمكن تعريفه بأنه (المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لغرض تبادل السلع والخدمات). وتتمثل أسباب تبني الباحث لهذا التعريف بما يأتي:

أ - وجدنا ضرورة ترجيح ظرف المكان على باقي الظروف الأخرى؛ نظراً لأهمية هذا الظرف عند مقارنته بباقي المعايير. ولا يقتصر ظرف المكان على المكان المادي بل يقتصر به أيضاً المكان الافتراضي المتمثل بشبكة الانترنت في الأسواق الإلكترونية.

ب - التركيز على أن السوق هو مكان يلتقي فيه طرفان هما البائع والمشتري واللذان يمثلان اشخاص السوق والذي من دونهما لا يظهر التداول ولا تكون هنالك فائدة من السوق.

من خلال ما تقدم فإن السوق الثاني لم يتم الإتفاق على تعريف موحد له وقيلت فيه جملة من التعريفات ومنها السوق الثاني فهو "اصطلاح يطلق حكماً كونها لا تتحدد في مكان معين، وإنما تجري المعاملات على الأوراق المالية غير المدرجة في السوق الثاني الرسمية خارجها، عبر شبكة اتصالات تربط بين الوسطاء والتجار والمستثمرين ويتم التعامل من خلال تلك الشبكات على أساس أفضل الأسعار المطروحة"⁽¹⁾ يلاحظ على هذا التعريف بانه قد ركز على خصيصة عدم تقيد السوق بمكان محدد؛ إذ لا يقتصر السوق الثاني على المكان المادي فمن الممكن ان يتم بالتقاء الكتروني بين البائع والمشتري.

تعرف أيضاً السوق الثاني بالسوق غير الرسمية أو غير المنظمة بأنها" سوق للمفاوضة (Negotiation Market) غير رسمية (Informal) وغير مركزية، يجري التعامل بها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية"⁽²⁾، يتضح من هذا التعريف أنه أراد بيان محل التعامل في السوق الثاني الذي يتمثل بأوراق مالية غير مدرجة، كذلك ركز على خصيصة عدم الرسمية التي يتميز بها السوق الثاني كسوق مقابل للسوق الرسمي.

كما يقصد به "المعاملات التي تتم خارج سوق الأوراق المالية المنظمة، ليس لها مكان مادي، وهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق

(3) ينظر: حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، بحث منشور ضمن سلسلة (جسر التنمية)، العدد 27، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس، 2004، ص5.

(1) ينظر: د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص52.

المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عبر شبكة الاتصالات⁽¹⁾، يؤخذ على هذا التعريف بأنه يركز على المظهر الالكتروني للسوق الثاني، في حين ان التعامل في السوق لا يقتصر على الفضاء الالكتروني، بل قد يعتمد السوق على مكان مادي، لذا فمن الممكن أن يتم بالتقاء الكتروني بين البائع والمشتري، أو بالتقاء مادي.

منهم من وصفها بأنها "السوق التي يتم فيها التداول لأسهم الشركات التي لم تستوف شروط القيد المطلوبة والغرض منها عدم حرمان حاملو الأوراق المالية لهذه الشركات من التداول في سوق معروفة"⁽²⁾ يلاحظ الباحث على هذا التعريف بأنه قد أبرز الجانب الايجابي للسوق المتمثل في السماح لبعض الاشخاص بتداول أوراقهم المالية، فضلاً عن الإشارة إلى أن التداول في السوق يتم من خلال الشركات غير المقيدة في البورصة.

هناك من عرفه بأنه " ذلك الجزء من السوق الذي يتم خلاله تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها وتتنطبق عليها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذا السوق"⁽³⁾، يرى الباحث ان هذا التعريف يتميز باختصاره لتعريف السوق الثاني مع إبراز إحدى خصائص هذا السوق وهي خصيصة سهولة التداول. وكذلك أيضاً أقتصر فقط على الأسهم ولم يشر إلى الأوراق المالية بصورة عامة.

كما عرفه آخر "بأنها الأسواق التي لا تسري عليها القوانين والأنظمة التي تحكم الأسواق المنظمة، وإنما تحكمها أنظمة وأحكام خاصة"⁽⁴⁾، يلاحظ على هذا التعريف بأنه قد ركز على الجانب التنظيمي للسوق.

هناك من عرفه بأنه "سوق للتعاملات النقدية قصيرة الأجل، وتعاملاته بكميات كبيرة من النقد وبنسبة ضئيلة من الربح والمتعاملون فيه هم المصارف وبيوت الخصم"⁽⁵⁾. من أهم النقد الموجه إلى هذا التعريف هو أنه يقلل من نسبة الربح في السوق الثاني وهذا الامر ليس صحيحاً دائماً؛ إذ لا يخلو هذا السوق من بعض التعاملات ذات الربح الوافر.

من خلال ما تقدم فهو سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط إدراجها في

(2) ينظر: د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص7.

(3) ينظر: د. مصطفى كمال طه، د. شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، المركز القومي للاصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2018، ص31.

(4) ينظر: هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، السوق، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، 2008، ص1.

مناح على الموقع الالكتروني: www.cma.org.sa تاريخ الزيارة: 2021/2/28.

(1) ينظر: د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص28.

(2) ينظر: د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، ط1، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2018، ص125.

البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق وتقوم بهذه المهمة الشركة المالية أو البنوك أو الوسطاء دوراً أساسياً في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية؛ لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة من دون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور المصدرين ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين⁽¹⁾.

ثانياً: أسباب وأهداف نشوء السوق الثاني

1- أسباب نشوء السوق الثاني:

تجري عمليات التداول في السوق من دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها؛ إذ بالإمكان أن تتم هذه العمليات بواسطة الهاتف أو الحاسوب والحصول على الربح من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعلى ذلك فإن السوق غير المنظمة تعتبر أسلوباً لأجراء التعاملات بدلاً من كونها مكاناً لها⁽²⁾. وإن ظهور السوق هو إحدى نتائج نظام الرقابة على الصرف ويتشكل هذا السوق في حالة ما إذا لم يستطع البنك المركزي تلبية طلبات المواطنين على العملات الصعبة، فكلما كان عرض العملات الصعبة غير كافٍ كلما ازدادت سعة السوق أكثر، ممكن القول أن أحد أسباب نشوء السوق الثانوي هو الفرق بين سعر الصرف الرسمي و المرتفع كثيراً يمكن قبوله لسببين هما: السبب الأول: التوسع في الإصدار النقدي الذي يؤدي إلى وجود مداخل إضافية.

بدأ السوق الثاني نشاطه في تشرين الثاني من العام (1980) في العديد من البلدان⁽³⁾، ومن الضروري السماح للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم، بالحصول على رؤوس الأموال اللازمة من أجل تدعيم هيكلاتها المالية وتحقيق تطورها، على أن يترافق ذلك مع التخفيف من الشروط التي تخضع لها الشركات المسجلة في سوق التسعير الرسمي التقليدي⁽⁴⁾، لقد ارتفع عدد الشركات المسعرة في السوق الثاني من إحدى عشرة شركة في العام (1980) إلى (210) في العام (1984) لكي يعود ويتضاعف تقريباً في العام (2001). في هذا السوق لا يوجد حد أدنى للرسملة (Capitalisation) البورصوية، كذلك فإنَّ كلفة القبول فيه هي متدنية؛ إذ يتوجب فقط تقديم ثلاث

(3) ينظر: د. دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات: تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية، جامعة الزيتونة الأردنية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، بدون سنة طبع، ص 152.

(4) ينظر: شهاب أحمد صيوان، مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الثامن والأربعون، 2016، ص 400.

(1) بدأ السوق الثاني على سبيل المثال في بريطانيا وفرنسا وأمريكا ومنها سوق ناسداك.

(2) ينظر: د. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا نقدية ومالية، ط1، ج2، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003، ص 59.

ميزانيات سنوية، واثبات أن (10%) على الأقل من الأسهم توجد بحوزة الجمهور، مع الإشارة أيضاً إلى أن أسهم المشروع ليست متداولة في (London stock Exchange) أن نجاح السوق كان غير قابل للجدل، لكن هذا الأخير شهد مضاربة حادة إلى جانب هذا السوق، أنشئ أيضاً سوق آخر خارج التسعير للمشروعات الصغيرة جداً غير القادرة على تلبية شروط التسعير في السوق الثاني، أو أيضاً للمشروعات المنشأة حديثاً⁽¹⁾.

السبب الثاني: القدرة أو النقص في السلع والخدمات المستوردة في السوق المحلية⁽²⁾.

تنشأ هذه الأسواق نتيجة إخفاق بعض منشآت الأعمال والشركات التجارية من دخول سوق الأوراق المالية، بسبب القوانين والضوابط التي تحكم دخول السوق المنظمة؛ لذا يتم اللجوء إلى السوق الثاني أو السوق (غير المنظمة) لتداول الأوراق المالية التي لم تكتسب الشروط القانونية للدخول إلى السوق المنظمة، وتتعامل السوق الثاني أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وخاصة السندات، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، وفي مقدمتها السندات الحكومية، إذ تظهر طلبات البيع والشراء لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني على هيئة عروض (Offers)⁽³⁾.

2- أهداف نشوء السوق الثاني:

تتضمن الأسواق الثانوية أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وقبل ذلك هناك السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول)؛ أن من بين الأسباب التي تؤدي إلى نشوء السوق الثانوي ترجع إلى تحقيق الأهداف الآتية⁽⁴⁾:

- 1- توسيع القاعدة الاستثمارية، وذلك من خلال إدراج المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل، الأمر الذي يعمل على زيادة عرض الأوراق المالية في السوق المالي⁽⁵⁾.
- 2- إتاحة المزيد من الفرص الاستثمارية عبر إدراج المزيد من الشركات في السوق، ما يؤدي إلى زيادة الخيارات

(3) ينظر: د. وسام ملاك، المصدر السابق، ج2، ص59.

(4) ينظر: قندوز هشام، العلاقة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في المدى الطويل حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2015-2016، ص80.

(5) ينظر: حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية- النشأة - المفهوم- الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، كربلاء، 2014ص20.

(1) ينظر: السوق، الصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الإدارة العامة للبحاث والتطوير، 2008م، متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://www.pcma.ps> تاريخ الزيارة 16-11-2021.

(2) المصدر نفسه.

الاستثمارية المتاحة، ويتيح للمستثمرين فرصة تقييم هذه الشركات وتحديدًا الصغيرة والحديثة، وذلك من خلال التزام هذه الشركات بشروط الإفصاح ومتطلباته.

3- تحفيز الشركات المدرجة في السوق النظامي على تطوير أدائها، والمحافظة على تطوره وعدم تراجعها، وبالتالي الانتقال للإدراج في السوق، وكذلك توجه عدد كبير من الشركات للإدراج في السوق يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق المالي⁽¹⁾.

4- يعتبر السوق أحد عوامل الاستقرار والدعم للسوق النظامي؛ كونه يمثل سوقاً تأهلياً للشركات التي لا تستوفي شروط الإدراج في السوق الرسمي، وهو أمر يشجع هذه الشركات على التطوير وتنمية الأداء التشغيلي وزيادة الربحية. حيث يتم ملاحظة مدى يسر وسهولة الشروط التي لا بد أن تتوفر في الشركة لكي تتمكن من الإدراج في السوق الثاني وبساطتها عن تلك التي يتطلبها السوق النظامي مثال على ذلك إن من شروط الإدراج في السوق يجب أن يكون قد مضى على مزاولة الشركة لنشاطها مدة لا تقل عن سنة وأن تكون اصدرت بيانات مالية سنوية واحدة على الأقل مدققة من قبل مراقب حسابات مستقل وهذا ما نصت عليه تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق الثاني) في المادة (2) الفقرة (ب) منه. أما في المقابل فيلاحظ بأن الشروط التي يتطلبها السوق النظامي لكي تتمكن الشركة من الإدراج فيه أكثر صرامة حيث يشترط في المادة (3) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية النظامي أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق⁽²⁾.

5- إحكام الرقابة وحماية حقوق المستثمرين، حيث ومن خلال إدراج الشركات في السوق، تتمكن هيئة الأوراق المالية من إحكام الرقابة على هذه الشركات، وذلك عبر إخضاعها لشروط الإفصاح ومتطلباته، ما يوفر المعلومات الموثوقة حول أداء هذه الشركات لجمهور المستثمرين. حيث ورد في تعليمات رقم (10) الخاص بالإفصاح عن النسب المؤثرة في المادة (2) منه الجهات الواجب عليها الإفصاح ب- الشركة المدرجة: (على كل شركة مدرجة الإفصاح في تقريرها السنوي عن عدد المساهمين الذين يمتلكون (10%) فأكثر من أسهمها المصدرة)⁽³⁾.

(3) المصدر نفسه.

(1) ينظر: تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق الثاني) وأيضاً تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق النظامي).
(2) ينظر: تعليمات رقم (10) الخاص بالإفصاح عن النسب المؤثرة.

بناءً على ما تقدم يمكن الوقوف على أهم النتائج والمقترحات الخاصة بهذا الفرع، فمن أهم النتائج التي توصلنا إليها هي:

- أ - على الرغم من أن وضع التعاريف ليس من مهمة المشرع إلا أن الكثير من التشريعات اشارت إلى تعريف السوق ؛ وهذا الامر يدل على أهمية هذا السوق في نطاق تداول الأوراق المالية.
- ب - اختلفت معايير الفقه والشرّاح بخصوص تعريف السوق، فهناك من ركز على جانب المكان، وهناك من ركز على معيار سهولة والتداول، وهناك من ركز على فرض المقابلة بين السوق والسوق النظامي.

الفرع الثاني

خصائص السوق الثاني

لا يمكن حصر خصائص السوق ببعض الخصائص الجزئية، إذ لا بد من استخراج هذه الخصائص من السوق الثاني باعتباره سوقاً أولاً، وباعتباره سوقاً مقابلاً للسوق النظامي ثانياً، لذا يجب أن تستخرج الخصائص الأخرى من هاتين الخصيصتين. لذا سنكرس هذا الفرع لبيان خصائص السوق الثاني، من خلال ما يتميز به من خصائص معينة تميزه عن باقي الأسواق، يمكن من خلالها تصنيفه أو تمييزه عن السوق الرسمي وهي كما يأتي⁽¹⁾:

أولاً: أنه سوق ثانوي يختص بتداول الأوراق المالية فبالتالي انه يختلف عن السوق الاولي الذي يعتبر سوق اصدار لتلك الاوراق المالية، حيث إنّ السوق الاولية يجري فيه عمليات بيع وشراء الاوراق المالية المصدرة لأول مرة؛ إذ إنّ أغلب الاصدارات اما أن تتم بالطرح العام الذي يعني بيع الاستثمارات الجديدة لعموم المستثمرين، أو عن طريق الطرح الخاص والذي يقصد به بيع الاصدارات الجديدة من الاستثمارات إلى عدد محدد جدا من المستثمرين⁽²⁾، أما الاسواق الثانوية فهي سوقا لتداول تلك الاوراق المالية التي سبق اصدارها بحيث يتم التداول ما بين المستثمرين، ويساعد السوق الثاني على تسعير الاوراق المالية المصدرة في السوق الاولية بحيث ان نجاح التداول في السوق الاولي يعتمد على كفاءة وفاعلية حجم التداول في السوق الثاني⁽³⁾.

ثانياً: أنه سوق غير نظامي تجري فيه عمليات التداول من دون وجود مكان أو زمان محددين فإمكانه أن تتم هذه العمليات بواسطة جهاز الهاتف أو الحاسوب. ومن ثم فهو يختلف عن السوق النظامي حيث وردت في التعليمات

(3) ينظر: حمدي أحمد، محاضرة بعنوان: واقع القطاع غير المنظم وأنشطة منظمة العمل العربية بشأن هذا القطاع، منظمة العمل العربية، 20-22 سبتمبر، 2004، ص8-9.

(2) ينظر: د. مهدي عطية الجبوري، الاسواق المالية الاولية والثانية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بابل، محاضرات منشورة على الموقع الالكتروني: www.uobablon.edu.iq.com تاريخ الزيارة 14-10-2021.

(3) ينظر: ارشد فؤاد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، مصدر سابق ذكره، ص41.

الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات(2015) في الفقرة الخاصة بالتعاريف إذ عرفت السوق النظامي بأنه (السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة)⁽¹⁾.

ثالثاً: أن شروط الإدراج في هذا السوق أيسر وأكثر مرونة من السوق النظامي. والسبب في ذلك حيث نلاحظ أن شروط الإدراج أكثر صرامة من السوق الثاني ويجب أن تكون الشركة قد مارست نشاطاً فعلياً وحققت ربحاً قابله للتوزيع من جراء ذلك النشاط في آخر سنتين مالييتين سابقتين على تقديم الطلب وهذا ما نصت عليه تعليمات رقم(6)⁽²⁾. وان لا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن(100%) عن رأسمالها المدفوع هذا ما نصت عليه المادة (7) من التعليمات ذاتها الخاصة بالسوق النظامي.

رابعاً: للوسيط دور أساسي في السوق بحيث يعد حلقة وصل بين العملاء والسوق لكي يتم إجراء الصفقات. حيث ورد في تعليمات تداول الأوراق المالية في المادة الأولى منه تعريف الوسيط موضعاً بأنه "الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة أعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية والمقيدة في سجل جمعية وسطاء المال في العراق"⁽³⁾. ومن ثم يمكن أن نستنتج أن الوسيط هو الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس ويكون للشركة مثلاً لها يستطيع الوسيط أن يعين ممثلاً له يكون شخصاً طبيعياً تكون مهمته تقديم خدمات الوساطة المتعلقة بمعاملات الأوراق المالية في السوق نيابة عنه ويكون مسجلاً في سجل ممثلي الوسطاء حيث يلاحظ بأن سجل ممثلي الوسطاء هو السجل الذي تحتفظ به السوق لحفظ كافة المعلومات المتعلقة بممثلي الوسطاء العاملين في السوق⁽⁴⁾.

خامساً: تعتبر سوق جديدة بمعايير أكثر مرونة للشركات الصغيرة والمتوسطة، ويخصص التداول فيها فقط للمستثمرين المؤهلين⁽⁵⁾. حيث وأنّ معايير الطرح والادراج في سوق السوق الثاني أكثر مرونة في جميع دول محل المقارنة. ونذكر على سبيل المثال وليس الحصر إنّ عدد المساهمين في السوق الرئيسية السعودي(200)

(3) التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، ص3.

(4) تعليمات رقم(6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي، ص35.

(5) التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية المادة الأولى، ص11.

سجل الوسطاء: هو السجل الذي يحتفظ به السوق لحفظ كافة المعلومات المتعلقة بالوسطاء والعاملين في السوق. يتم التداول في السوق من خلال الوسطاء حصراً وتثبت عمليات التداول بموجب قيود في سجلات السوق تطابق في كل جلسة تداول وهذا ما نصت عليه المادة(2) الفقرة(أ) من تعليمات تداول الأوراق المالية.

(1) تعليمات تداول الأوراق المالية، مصدر سابق، ص11.

(2) المستثمرين المؤهلين: يلاحظ ان مصطلح المستثمرين المؤهلين خاص ومتداول في السوق السعودي حيث تم تحديد الجهات التي يمكنها الاستثمار في هذا السوق ومنهم الشركات المملوكة من الحكومة مباشرة أو عن طريق محفظة يديرها شخص مرخص له لممارسة أعمال الادارة. الشركات والصناديق المؤسسة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية أيضاً قد يكون المستثمر المؤهل عميل لشخص مرخص له في ممارسة أعمال الادارة بشرط أن يكون قد تم تعيينه بشروط تمكنه من اتخاذ القرارات الخاصة بقبول المشاركة في الطرح والاستثمار في السوق(النمو) نيابة عن العميل من دون الحاجة إلى الحصول على موافقة مسبقة منه، مثال على ذلك يلاحظ بأن معايير الطرح والادراج في سوق نمو السوق السعودي أكثر مرونة.

مساهم على الأقل، أما سوق النمو فيلاحظ أنه يتطلب (50) مساهم على الأقل⁽¹⁾.

المطلب الثاني

أهمية السوق الثاني ونطاقه

يعد السوق الثاني من أهم الأسواق التي تتم فيها تداولات الأسهم الموجودة في سوق الأوراق المالية، إذ هناك الكثير من القنوات المختصة بالسوق الثاني والتي تتم بصورة غير رسمية ويعيد عن سوق الأسهم العالمي، وللسوق الكثير من المميزات التي تجعله محل جذب لأنظار الكثير من المستثمرين في العالم، إذ أنه يعد من الأسواق التي تعمل على تمويل أكبر عدد ممكن من الشركات، وتوفر الكثير من رؤوس الأموال الضخمة للمشاريع والشركات الكبرى فضلاً على ذلك يعمل على انعاش الاقتصاد ويزيد من قنوات التداول. وبناء على ذلك سوف نقوم بتقسيم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الأول أهمية السوق الثاني، وفي الفرع الثاني سوف نقوم ببيان نطاق السوق الثاني وذلك كما يلي:

الفرع الأول

أهمية السوق الثاني

يعد وجود سوق اصدار أولي وسوق تداول ثانوي أحد أهم العوامل التي أدت إلى زيادة المنافسة بين الشركات لرفع مستوى الكفاءة حيث أصبحت المؤسسات المالية والمصرفية أكثر حرية ومرونة في تعاملاتها بتوفر السيولة النقدية بشكل ايسر من ذي قبل، والامر الأكثر اهمية انها قادت السوق إلى خلق المزيد من الأدوات المالية ففي هذه الحالة قد شجعت الإبداع واستخدمته⁽²⁾. وعليه سوف نقوم بتوضيح أهمية السوق من عدة جوانب وكما يلي:

أولاً- أهمية السوق الثاني للتنمية الوطنية

(3) الموقع الرسمي لسوق تداول السعودي: www.SaudiexChange.Sa.com تاريخ الزيارة 2021 /9/18.

(1) ينظر: سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، مصدر سابق ذكره، ص126.

يكون للسوق الثاني أهمية كبيرة على مستوى التنمية الوطنية؛ إذ تعد أسواق الأوراق المالية من أهم المداخل المالية للدولة؛ نظراً لما تحققه الدولة من سيولة نقدية نتيجة التعامل في أروقة هذا السوق؛ إذ يسعى نظام كل دولة إلى تقوية أوراقه المالية وازدياد التعاملات الواردة عليها من أجل استمرار حركة التداول، ويعمل السوق إلى ذلك كونه يضفي صفة العمق والإتساع للورقة المالية وتوفر المرونة النسبية في تسهيلها، هذا بجانب كفاءة وفاعلية السوق في تحقيق القيمة العادلة للورقة المالية من أجل أن تباع بالسعر المناسب الذي يحقق رضا الأطراف، كذلك ان هذه الأسواق توفر معلومات منتظمة تمكن المستثمرين من الكشف عن الأسعار المناسبة والمقبولة من قبلهم، وهي بذلك تسهم في خفض كلفة البحث عن الأصول المالية⁽¹⁾، وتظهر هذه الأهمية من خلال الرجوع الى اهداف أسواق المال بشكل عام، اذ نص قانون سوق العراق للأوراق المالية المرقم (74) المؤقت لسنة (2004) المعدل في القسم الثاني منه على " ... 6- تهدف سوق الأوراق المالية لتحقيق الآتي ... ح - انشاء ودعم الاتصالات مع اسواق الاوراق المالية في الاسواق العربية والعالمية والمفيدة في تنمية اسواق الاوراق المالية وغيرها من الاسواق المجازة"⁽²⁾.

ثانياً- أهمية السوق الثاني بالنسبة للشركات التجارية

يوفر السوق الثاني للشركات الكثير من المسائل المهمة في حياتها الاقتصادية مثل السمعة التجارية⁽³⁾، سيولة رأس المال⁽⁴⁾، إمكانية زيادة رؤوس الأموال الذاتية (Fonds propres) وسهولة أخذ مشاركات... الخ، وقد يسمح السوق الثاني للعديد بتحقيق أرباح مهمة جداً (إذ إن بعض الأسعار تضاعفت مرتين أو ثلاث مرات) إذ ان احتراف الشركات في العمل في هذا السوق سيساعدها بشكل كبير على تحقيق أرباح مستمرة ومضاعفة نظراً إلى

(2) ينظر: أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، مصدر سابق ذكره، ص100.

(3) ينظر: د. أديب قاسم شندي، مصدر سابق ذكره، ص163.

(3) الشهرة: يقصد بها القيمة المعنوية التي تكتسبها الشركة على مر الزمن، منشور على موقع معاني الالكتروني: www.almaany.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.

(4) تعرف سيولة رأس المال: بأنها مقياس لمدى امتلاك الفرد أو المؤسسة من اموال أو الممتلكات التي يمكن تحويلها بسرعة إلى نقود للوفاء بالالتزامات المستمرة، هديل تيسير شراري، مقال منشور على الموقع الالكتروني: www.mawdoo3.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.

عنصر الاحتراف والخبرة التي ستكسبها هذه الشركات وخاصة إذا ما تم تنظيم السوق الثاني بقانون وازداد اقبال المتعاملين عليه.

لكن بعض المدخرين قد يغامر بالذهاب إلى ما هو أبعد من ذلك فيرغب بتحقيق اسرع عملية ربحية، إلا أن الربح يصبح أقل احتمالاً وهؤلاء لن يحصدوا سوى خيبة الأمل التي تنتظرهم. فهذا السوق أكثر ضيقاً، ومن ثم أكثر مضاربة من سوق التسديد الشهري، أو سوق التسعير الرسمي الفوري التقليدي⁽¹⁾. وهذا الامر يعد امراً طبيعياً؛ لأن التعامل في السوق الثاني شأنه شأن أي تعامل تجاري يكون معرضاً للربح والخسارة، مثال على ذلك السوق الثاني في السعودية حيث "يعتبر جاذباً للشركات الباحثة عن قروض تمويلية للنمو، خاصة لما تدره عملية الإدراج في السوق من منافع عديدة، أهمها اعتبار هذا السوق بوابة للتمويل لخدمة التوسع، كما يمنح أفضلية عند طلب التسهيلات المصرفية، ويسهل الاندماج والاستحواذ"⁽²⁾، وتظهر هذه الأهمية من خلال الرجوع إلى أهداف أسواق المال بشكل عام، إذ نص قانون سوق العراق للأوراق المالية المرقم (74) لسنة (2004) المعدل في القسم الثاني منه على " ... 6- تهدف سوق الأوراق المالية لتحقيق الآتي ... هـ – للمساعدة في زيادة رأس مال الشركات المدرجة أو التي تنوي أن تدرج نفسها في قائمة السوق".

ثالثاً: أهمية السوق الثانوي للمستثمرين

ابتداءً نوضح بأن الاستثمار يعني شراء اصول ذات قيمة تدعى قيمة الأصول الرأسمالية حيث يقوم المستثمر بشرائها لتحقيق هدف معين قد يكون رغبة منه بارتفاع قيمتها مع مرور الوقت أو رغبة منه في توفير مصدر دخل جديد له، أو في سبيل تحقيق الأمرين معاً معنى ذلك أي من أجل ارتفاع قيمتها بمرور الوقت وتوفير مصدر دخل جديد له⁽³⁾.

في قانون الاستثمار الأمريكي لعام (1940) المعدل فلم يتطرق إلى تعريف المستثمر وانما ذكر شركة الاستثمار بأنه هو الذي يصرح بأنه منخرط في المقام الأول أو يقترح الانخراط بشكل أساسي في أعمال الاستثمار أو اعادة منح أو المتاجرة في الأوراق المالية⁽⁴⁾.

(3) ينظر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا نقدية ومالية، مصدر سابق ذكره، ج 1، ص 143.

(4) ينظر: معلومات منشورة على الموقع الرسمي لجريدة اليوم السابع، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://www.youm7.com/story> تاريخ الزيارة 2021 /3/7م.

(1) الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودي، متاح على الموقع الإلكتروني: www.com.org.sa.

(2) قانون الاستثمار الأمريكي لعام (1940).

أما بخصوص قانون الاستثمار السوري رقم (18) لسنة (2021) فقد عرف المستثمر في المادة(1) بأنه الشخص الطبيعي أو الاعتباري، السوري أو غير السوري الذي يستثمر في أراضي الجمهورية العربية السورية وفقاً لأحكام هذا القانون⁽¹⁾.

أما المملكة العربية السعودية فقد حددت المستثمر بالشخص طالب الترخيص حيث تضمنت اللائحة التنفيذية لنظام الاستثمار الأجنبي الصادرة وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار رقم(74/2) لسنة(2014) في المادة الأولى منه بيان الشخص طالب الترخيص بأنه:

- 1- الشخص الاعتباري الذي لا يتمتع بالجنسية العربية السعودية ويقدم للمملكة بغرض الاستثمار.
- 2- الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يتمتع بالجنسية العربية السعودية الشريك مع الشخص الاعتباري الوارد في الفقرة (1) ⁽²⁾.

أما بالنسبة إلى قانون تشجيع الاستثمار القومي السوداني لسنة(2013) فقد تطرق إلى تعريف المستثمر في المادة الخامسة منه بأنه أي شخص سوداني أو غير سوداني يستثمر أمواله في السودان وفقاً لأحكام هذا القانون⁽³⁾. وقد ورد تعريف الاستثمار في قانون الاستثمار العراقي رقم(13) لسنة(2006) المعدل سنة (2015) في المادة(1) منه الفقرة السادسة بأنه "توظيف رأس المال في أي نشاط أو مشروع اقتصادي يعود بمنفعة على الاقتصاد الوطني وفقاً لأحكام هذا القانون"⁽⁴⁾.

أما المستثمر العراقي: الشخص الحاصل على إجازة الاستثمار والذي يحمل الجنسية العراقية إذا كان طبيعياً أو شخصاً معنوياً أو مسجلاً في العراق، وهذا ما ورد في المادة الأولى الفقرة التاسعة من قانون الاستثمار العراقي رقم (13) لسنة 2006⁽⁵⁾.

بما إنَّ السوق الثانوي هو سوق بيع وشراء الأوراق المالية؛ لأن الأوراق المالية للسوق الثانوية لا تصدر مباشرة من قبله إلى المستثمرين، لأنه وكما معروف بأنه هو سوق تداول للأوراق المالية، حيث ان السوق الأولي (سوق الاصدار) هو المسؤول عن اصدار تلك الاوراق، ومن ثم يتم بيع الأوراق المالية من قبل المستثمرين الحاليين إلى مستثمرين آخرين في السوق الثانوي، ففي بعض الأحيان يحتاج المستثمر إلى النقد، ويرغب مستثمر

(3) قانون الاستثمار السوري رقم(18) لسنة(2021)، المادة(1).

(4) اللائحة التنفيذية لنظام الاستثمار الأجنبي السعودي الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار رقم(74/2) لسنة (2014).

(5) قانون تشجيع الاستثمار القومي السوداني لسنة(2013)، المادة(5).

(6) قانون الاستثمار العراقي رقم(13) لسنة(2006)، المادة(1) الفقرة السادسة.

(1) قانون الاستثمار العراقي رقم(13) لسنة(2006)، المادة(1) الفقرة التاسعة.

آخر شراء أسهم الشركة؛ لأنه لا يستطيع الحصول عليها مباشرة من الشركة حيث يستطيع المستثمرين الاجتماع في السوق الثانوية وتبادل الأوراق المالية نقداً عبر وسيط يسمى (وسيط في شركات السوق الثانوية) لا تحصل على رأسمال إضافي حيث يتم شراء وبيع الأوراق المالية بين المستثمرين فقط حتى لا يكون هناك تكوين رأسمالي بشكل مباشر ولكن السوق الثانوي يسهم بشكل غير مباشر في تكوين رأس المال من خلال توفير السيولة للأوراق المالية للشركة. وفي حالة عدم وجود سوق (ثاني)، فيمكن للمستثمرين استعادة استثماراتهم فقط بعد انتهاء فترة الاسترداد أو عند حل الشركة، مما يعني ان الاستثمار سوف يتم حظره لفترة طويلة من الزمن ولكن مع وجود سوق (ثاني)، يمكن للمستثمرين تحويل أوراقهم المالية إلى نقد كلما أرادوا ذلك، كما انه يعطي الفرصة للمستثمرين لتحقيق الربح، حيث يتم شراء وبيع الأوراق المالية بسعر السوق الذي يكون بشكل عام أكثر من السعر الأصلي للأوراق المالية، وهذه السيولة التي يقدمها السوق الثانوي تشجع هؤلاء المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية الذين يرغبون في الاستثمار لفترة صغيرة من الوقت حيث يوجد خيار بيع الأوراق المالية في الوقت المناسب لهم. ويمكن تلخيص اهمية السوق الثاني بأنها تؤدي خدمة عظيمة لجمهور المستثمرين من حيث توفير الجهد الذي يبذلونه والوقت الذي يستغرقونه⁽¹⁾؛ لأنها توفر للمستثمرين السيولة والربحية معاً، وتتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بسهولة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة السوقية المشتراة عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي⁽²⁾.

من خلال ما تقدم نرى بأن السوق الثاني تؤدي دوراً مهماً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية. ونجاحها سينعكس إيجاباً على أداء السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطاً وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية. وكذلك تؤدي دوراً مهماً في حماية المستثمرين فالأسعار والعمليات المالية لا تخضع لتأثير العوامل الجانبية مثل المكان أو حجم الاستثمار أو العلاقات الشخصية. ويتميز السوق بشفافية حيث بإمكان المستثمرين في السوق الثانوي التزود بسرعة وبدقة بالمعلومات كافة التي يحتاجونها حول الشركات والأسواق. وتخضع السوق الثانوي لقوانين ونظم تضمن سلامة التبادل وتحقق المساواة بين المستثمرين.

كذلك تؤدي الأسواق الثانوية دوراً مهماً في المشروعات الاقتصادية حيث إن وجودها يشجع المستثمرين على شراء الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية؛ لأنهم لا يستطيعون تسهيل الأوراق المالية التي بحوزتها في الحال

(2) ينظر: خليل الهندي، القاضي انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص17.

(3) ينظر: حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية- النشأة - المفهوم- الأدوات، مصدر سابق ذكره، ص18.

وبالسعر العادل طبقاً للعروض والطلبات، وفي حالة عدم وجود هذه الأسواق يتردد المستثمر في شراء الأوراق المالية المصدرة من أسواق الإصدار من البداية مما يؤدي إلى تخفيض حجم الأموال المتاحة لتمويل الصناعات والحكومات⁽¹⁾، كذلك تظهر أهمية السوق بالنسبة إلى المستثمرين لما يتمتع به هذا السوق من سهولة إدراج الأوراق المالية بشكل أقل صرامة من السوق النظامي، ومن ثم يمكن معظم الشركات غير المدرجة من الإدراج كما في سوق الأوراق المالية السوري إذ اشترط توفر شروط أقل صرامة لكي تتمكن الشركة من الإدراج في السوق الثاني السوري ومنها ما ذهبت إليه المادة (4) من نظام قواعد وشروط الإدراج وتعديلاته رقم (505) لسنة (2010) حيث نصت على أنه "اشترطت مضي سنة واحدة على الأقل من تاريخ بدء الانتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة"⁽²⁾. وفي السعودية يهدف السوق الثاني إلى إتاحة الفرصة أمام الشركات المؤهلة الصغيرة والمتوسطة لتنويع مصادر التمويل من أجل توسيع وتطوير أعمالها ونشاطاتها مما يسمح لها بالانتقال إلى السوق الرئيسية بعد تحقيق جميع شروط الإدراج في التداول⁽³⁾. أما في السودان فيلاحظ أيضاً بأنها اشترطت شروطاً أقل صرامة وأكثر مرونة ويسر على الشركات الراغبة بالإدراج في السوق الثاني السوداني إذ ذهبت شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق الثاني السوداني في الفقرة (ج) على أنه (أن يكون قد مضى عام على تأسيس الشركة وصدرت ميزانية مراجعة)⁽⁴⁾.

أما المشرع العراقي فقد نص في المادة (2) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق (الثاني) حيث نلاحظ بأن هذه المادة بفقراتها المتعددة قد اشترطت شروطاً أقل صرامة من تلك التي اشترطتها تعليمات رقم (6) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق النظامي، وهذا ما سوف نقوم ببيانه بشكل مفصل في الفقرة الخاصة بالتمييز ما بين السوقيين.

خلاصة القول نستطيع أن نبين أهم ما توصلنا إليه من نتائج خاصة بهذا الفرع، وهي كالاتي:

- لا تقتصر أهمية السوق الثاني على نطاق معين، فتارة نجد أنّ السوق الثاني يمثل جانباً مهماً في انعاش التنمية الوطنية، وتارة أخرى يكون لهذا السوق دوراً كبيراً في إفساح المجال للشركات التجارية للعمل في الأوراق المالية

(1) ينظر: محمد محمود أحمد عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، مصدر سابق، ص28.

(2) ينظر: المادة (4) من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية وتعديلاته رقم (505) لسنة 2010.

(3) ينظر: دليل الإدراج لعام 2019 السوق المالية السعودية.

(4) الفقرة (ج) شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق السوداني.

وتكوين عنصر الاحتراف الذي سيساعدها في تحقيق الأرباح المطلوبة، وتارة أخرى يكون للسوق أهمية في جعل المستثمرين يستثمرون أموالهم في السوق الثاني؛ نظراً لسهولة التعامل الذي يتميز به هذا السوق.

الفرع الثاني

نطاق السوق

في أغلب الأحيان تعود السوق الثاني لشركات صغيرة الحجم ومحلية، والتي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أحد أفراد العائلة ولكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة ومعروفة تفضل الإدراج في السوق الثاني على الرغم من امتلاكها شروط الإدراج في سوق الأوراق المالية المنتظمة؛ وذلك تجنباً للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات. وتدار من قبل التجار الوسطاء الذين ينفذون الصفقات على أساس الاحتفاظ بمخزون، وبأسلوب التفاوض على السعر وقد يلعب كل تاجر دور بائع الجملة أو تجزئة أو الأثنين معاً، وبذلك يكتسب التجار في السوق الثاني صفة صناع للسوق (Market Makers)⁽¹⁾. ويعرف صانع السوق بأنه (مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستثمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائه وفق آلية تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة المطلوبة ورأس المال، حسب تقديراته المالية والفنية، وإيجاد العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبينة بشكل أساسي على التأثير في قوى العرض والطلب، وقد يكون صانع السوق بنكاً أو مؤسسة مالية وسيطة أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكنها من حفظ التوازن في الأسعار، بالتدخل بالأسعار في حال انخفاض أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعرية مبالغ فيها)⁽²⁾ وتمثل بيوت السمسة⁽³⁾، والوسطاء، والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً في حدود السوق، ويتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظمة، وتشكل عملية التعارض بين البائع والمشتري أساس آلية تسعير تداول السوق الثاني أو غير المنتظمة من لدن مجموعة من التجار المرتبطين بشبكة اتصالات قوية سواء أكانت هاتفية أو حاسوب، والتي تمكنهم من تحديد

(1) ينظر: خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص78-79.

(1) د. نغم حسين نعمة و طه أحمد عبد السلام، آليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية، المجلد الثالث عشر، العدد(45)، لسنة 2018، ص32.

(2) السمسار: هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعدة عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يأخذها من البائع والمشتري، ينظر: زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1994، ص196.

أفضل الأسعار ويعد هؤلاء التجار بمنزلة صناع السوق للجملة والمفرد⁽¹⁾.

ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة، أنه لا توجد آليات للحد من التدهور، أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، بخلاف الأسواق المنظمة، ويتم تحديد الأسعار بالتفاوض بين المتعاملين، وعادة ما يسبق عملية التفاوض هذه قيام المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة والتجار، وتوجد في معظم الدول خاصة المتقدمة منها شبكة قوية من وسائل الاتصال الحديثة، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة يتعامل فيها، ولعل هذا ما دعا بعضهم إلى اعتبار الأسواق غير المنظمة طرفاً لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكاناً لإجراء تلك المعاملات⁽²⁾.

ويتمثل أدوات السوق الثاني والأسهم والسندات وهي على النحو الآتي:

تتنوع الأسهم بحسب الزاوية التي ينظر منها: فتنقسم من حيث الشكل إلى أسهم إسمية وأسهم لحاملها وبحسب طبيعة الحصة التي تمثلها، وتنقسم الأسهم إلى نقدية وعينية، وبحسب الحقوق التي تمنحها لأصحابها، تنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، وبحسب علاقتها برأس المال، تنقسم إلى أسهم رأس مال وأسهم تمتع. وتعتبر الأسهم والسندات أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية السوق الثاني وتعد السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها ومؤسساتها الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها. ومن خلال هذا سوف نتطرق إلى التعريف الفقهي والتشريعي إلى الأسهم والسندات وبيان أقسامها على النحو الآتي:-

ان التطرق للأسهم والسندات يكون بصورة مختصرة؛ لأنها من المواضيع المهمة التي بحثت بصورة مستفيضة الغاية من ذكرها هو بيان مدى علاقتها بالسوق الثاني.

1- الأسهم (Shares):

أ- التعريف الفقهي للأسهم:

قدم الفقه تعريفات عديدة للسهم إذ عرفه بأنه "عبارة عن صك يمثل حصة في رأس مال المنشأة قابل للتداول في السوق الثانوية وله ثلاث قيم، قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قيمة السهم، القيمة الدفترية والتي تعادل

(3) ينظر: أحمد حسن عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص11.

(4) ينظر: أبو عمر ديبان محمد الديبان، المعاملات المالية إصالة ومعاصرة، ط2، الفرع الثاني - الأسواق غير المنظمة، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، 1432هـ، ص51.

حقوق القيمة لدى المنشأة، والقيمة السوقية التي يباع فيها أسهم في سوق رأس المال وقد تكون أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية"⁽¹⁾.

هناك تعريف آخر للسهم يرى أنه "النصيب الذي يشترك به المساهم في شركات الأشخاص، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة"⁽²⁾.

ذهب جانب آخر من الفقه إلى أن السهم هو "صك له قيمة اسمية متساوية وقابل للتداول بالطرق التجارية وممثل لحصص نقدية أو عينية يدفعها المساهمون للشركة وهو يجسد حق المساهم في الشركة"⁽³⁾.

عرفه فقهاء القانون التجاري السعودي بأنه "الصك الذي يعطي للمساهم في شركة المساهمة لكي يمثل مقدار الحصة أو الحصص التي يشترك بها المساهم في رأس مال الشركة"⁽⁴⁾.

في ضوء ما تقدم من تعريفات نلاحظ بأن الفقهاء اجتهدوا في تعريف السهم وابرز خصائصه، ولكن لم تتحدد وجهتهم فمنهم من أخذ بالمعيار الموضوعي ومنهم من أخذ بالمعيار الشكلي ومنهم من أخذ بالمعيارين الموضوعي الذي نقصده الحصة والمعيار الشكلي الذي يمثل الصك. وعليه من وجهة نظر الباحث يمكن تعريف السهم بأنه: (الوثيقة التي تثبت ملكية كل شريك في الشركة والذي يمثل ايضاً حصة الشريك في نفس الشركة).

ب- التعريف التشريعي للأسهم:

(1) ينظر: رسمية قرياقص، أسواق المال- أسواق رأس المال- المؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999م، ص20.

(2) ينظر: محمد عبد الحميد محمد عطيه، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011م، ص35.

(3) ينظر: عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والاجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014م، ص191.

(4) ينظر: فوزي عطوه، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والتشريعية والإسلامية، منشورات الحلبي، لبنان، 2005م، ص136.

لم يرد تعريف الأسهم في التشريع الأمريكي وإنما ذكر سوق الأسهم بأنه مكان مزاد حيث يقوم المستثمرون بشراء وبيع أسهم الشركات المدرجة في البورصة، ويتكون سوق الأسهم من قبل اثنين من أكبر البورصات في العالم بورصة نيويورك وبورصة ناسداك للأوراق المالية⁽¹⁾.

اعتبر المشرع السوري الأسهم بأنها أوراق تمثل حق من حقوق الملكية للشخص المستثمر في شركة معينة حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية في القيمة ويستطيع المستثمر أن يشتري أكثر من سهم في تلك الشركة، إذ نص قانون سوق الأوراق المالية السوري في المادة (3) منه على " يقصد بالأوراق المالية ... أ – اسهم الشركات السورية القابلة للتداول ...".

لم يتطرق المشرع السعودي إلى تعريف الأسهم بل نص عليه القانون السعودي وأشار بجواز اصدار الأسهم الممتازة هذا ما ذكرته المادة(103) من نظام الشركات السعودي لسنة(1965) بقرار من الجمعية العامة.

وعلى صعيد التشريع العراقي لم يتضمن كلاً من قانون الشركات العراقي والقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية تعريفاً للسهم، واكتفت (م29) أولاً من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997) المعدل بذكر خصائص السهم وقسمت رأس المال في الشركة المساهمة والمحدودة إلى أسهم اسمية نقدية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة⁽²⁾.

من خلال التعريفات الأنفة الذكر يمكن أن نستنتج أن السهم هو (ورقة مالية تمثل حصة الشريك في الشركة، أو ملكية الشريك جزء من رأسمال الشركة).

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع عديدة من حيث الشكل، ومن حيث الحقوق، ومن حيث طبيعة الحصة، ومن حيث استرداد قيمة السهم ومن ثم نحدد أي من هذه التقسيمات ندرج ضمن السوق الثاني في التعاملات فيما يأتي:

1- تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى

أ- السهم الاسمي: وهو السهم الذي يسجل باسم شخص معين في سجل المساهمين لدى الشركة، وتسجل اسمه على وجه الصك بحيث يمكنه بيع هذا الصك إلى مستثمر آخر وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول

(1) دليل تداول سوق الأسهم الأمريكي واستثماره في 2021م، منشور على شبكة المعلومات الانترنت، ومتاح على الموقع الإلكتروني، <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/s>، تاريخ الزيارة، 31 /3 /2021م.
(2) ينظر: المادة (م29) أولاً من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 المعدل.

يسمى جدول التنازلات⁽¹⁾.

ب- السهم لحامله: وهو السهم الذي تنتقل ملكيته بمجرد المناولة من يد إلى يد وبذلك هي تشبه النقود، فالشخص الذي يحوّلها هو مالكها، وهذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين منها: عدم الإعلان عن اسم المستثمر، سهولة التداول، فضلاً على ذلك أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي، كما أن لها عيوب ومنها: عرضتها للسرقة والضياع، وحملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية؛ لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم⁽²⁾.

2- تنقسم الأسهم من حيث الحقوق إلى:

أ- السهم العادي: وهو الذي ليس له امتياز أو أفضلية، وإنما يمنح صاحبه الحقوق العادية. ويتمتع حامل السهم العادي (المستثمر) ببعض الحقوق ومن أهمها الحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها، كما يتمتع صاحب السهم بمسؤولية محدودة بحصته في رأس المال. أما بالنسبة إلى عيوبه من وجهة نظر المستثمر من أبرزها أن صاحبه ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات، ما لم تحقق الشركة أرباحاً ولم تقرر الشركة توزيعها⁽³⁾.

ب- السهم الممتاز: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، وعادة تكون تشبه السندات في أولوية حصولها على العائد، وتشبه الأسهم العادية في تواجدتها وخاصة فيما يتعلق بحقوق المساهمين، فهي دائمة لتكوين الاحتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم⁽⁴⁾. لا يجوز عادة لأصحابها الحق في الترشيح أو المشاركة في إدارة الشركة⁽⁵⁾.

3- تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة إلى:

أ- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً. وهذه الأسهم قد

(1) ينظر: عاطف وليم إدراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005م، ص21.
(2) ينظر: جون وايت، ترجمة خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003م، ص72.
(3) ينظر: إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010م.
(4) ينظر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات - وثائق- الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000م، ص39.
(5) ينظر: د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص108.

تكون محررة، أي: دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة، أي: دفعت بعض قيمتها، كالنصف مثلاً، إذ لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزءاً منها، ويكون مطالباً بالباقي، بحيث لو صفت الشركة وعليها ديون مثلاً، طُلب المساهم فيدفع المتبقي من قيمة السهم⁽¹⁾.

ب- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة مقابل حقوق مادية مثل العقارات والمنقولات أو حقوق معنوية مثل براءات الاختراع، وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب⁽²⁾.

4- تنقسم الأسهم من حيث استرداد قيمة السهم إلى:

أ- أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند فسخ الشركة، أو انقضاءها بأي سبب من أسباب الانقضاء، ويحق لحامل هذا السهم في الحصول على قيمة السهم عند تصفية الشركة⁽³⁾.

ب- أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تستهلكها الشركة، ويستطيع أصحابها الحصول على قيمتها في حياة الشركة كما يحصل في شركات استغلال المناجم أو الآبار، أو الشركات التي تحصل على امتياز حكومي باستغلال مرفق من المرافق العامة مثلاً لمدة معينة، تصبح موجودات الشركة بعدها ملكاً للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف بمرور الزمن⁽⁴⁾.

وبعد بيان معنى الأسهم وأنواعها يرى الباحث أن ربط مسألة الأسهم بموضوع السوق الثانوي هو ارتباط منطقي وبحاجة إلى ذكره وتحليله، وذلك لأن السوق الثانوي هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية غير المقيدة بسوق الأوراق المالية، بمعنى اخص تداول الأسهم غير المقيدة بسوق الأوراق المالية، ومن ثم لا بد من الوقوف بشكل جلي على المراد بعبارة الأسهم.

2- السندات (Bonds):

تعد السندات من مصادر التمويل المهمة للشركات وخصوصاً الكبيرة منها، وتعد كذلك من الأدوات المهمة للتحكم في عرض النقد خصوصاً في البلدان المتقدمة اقتصادياً وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة (Open

(1) ينظر: د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، ط1، دار كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005م، ص117.

(2) ينظر: د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، المصدر السابق، ص117.

(3) ينظر: أبو عمر ديبان بن محمد الديبان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، مصدر سابق ذكره، ص159.

(4) د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مصدر سابق ذكره، ص119.

(market Operations) حيث تعد وسيلة مهمة في التأثير على حجم الائتمان لدى المصارف⁽¹⁾. قد تحتاج الشركات في بعض الأحيان إلى أموال إضافية نتيجة لتوسع نشاطها أو تطراً ظروف تجعل الشركة بحاجة إلى سيولة نقدية، ولتحقيق ذلك تلجأ الشركات إلى عدة طرق قانونية منها زيادة رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب فيها، لكن هذه الوسيلة قد لا تلقى ترحيباً لدى الجمهور كلما كان نشاط الشركة يدر أرباحاً جيدة، إذ يؤدي ذلك إلى تقاسمهم الأرباح مع المساهمين القدامى، مما يدفع الشركات إلى وسيلة أخرى هي الاقتراض من أحد البنوك، إلا أن هذه قد لا تفلح كلما كان المبلغ المطلوب كبير والأجال طويلة، لذلك لا يبق أمام الشركة إلا التوجه إلى الجمهور للاقتراض عن طريق طرح سندات القرض للاكتتاب العام فيها⁽²⁾.

على صعيد التشريعات فقد عرف المشرع السوري السند العادي وفق المادة (9) من قانون البيئات رقم (359) لسنة (1947) على أنه "هو الذي يشتمل على توقيع من صدر عنه أو على خاتمه أو بصمة اصبعه وليست له صفة السند الرسمي".

أما بالنسبة إلى المشرع العراقي فيلاحظ بأنه لم يعرف السندات في قانون الشركات العراقي المعدل رقم (21) لسنة (1997) إلا أن القانون المؤقت لأسواق رأس المال العراقي أمر سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة رقم (74) لسنة (2004)⁽³⁾ فقد تضمن تعريفاً في القسم (1) المادة (15)، بأنها "أسهم تجارية ذات قيمة مالية، من ضمنها أسهم الشركات المساهمة أو الأموال المشتركة، الحكومية التي تصدرها الشركات، حقوق بيع السندات، شركات محدودة أو أية أشكال استثمارية أخرى".

يرى الباحث في هذا النص أنه غير مترابط وركيك الصياغة وهذا التعريف ينطبق على الأوراق المالية والسبب في ذلك أن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية كتب باللغة الانكليزية وعندما ترجم إلى اللغة العربية كانت الترجمة غير صحيحة حيث ترجع مصطلح (Stock) يشمل كل من الأسهم و السندات.

يمكن تصنيف السندات إلى أنواع عديدة يمكن استعراضها بشكل موجز مع بيان مدى تداولها في السوق الثانوي ومنها ما يأتي⁽⁴⁾:

1- **السندات الحكومية:** وهي التي تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصادية أو نقدية أو لمواجهة العجز في

Kidwell David and others , financial institutions , markest and mony ,8th edition, (1) USA,2003,p62

(2) ينظر: د. محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، ط3، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1983، ص337.

(3) ينظر: جريدة الوقائع العراقية العدد (3983) الصادرة في حزيران 2004م.

(4) ينظر: حيدر ال طعمة، الاسواق المالية (النشأة ، المفهوم ، الادوات)، مصدر سابق، ص25.

الموازنة العامة، وتتباين أنواع هذه السندات من بلد إلى آخر، إلا أن أكثرها شيوعاً هي:

أ- أدونات الخزينة: وهي "سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين ثلاثة إلى ستة أشهر وتقوم بطرحها في السوق عن طريق البنك المركزي"⁽¹⁾.

ب- إشعارات الخزينة: تمثل إشعارات الخزينة أحد أنواع السندات الحكومية، وتختلف اشعارات الخزينة عن أدونات الخزينة في جانبين: الأول كونها تصدر بالقيمة الدفترية بدلاً من إصدارها بخصم من قيمتها الاسمية، والثاني كونها تعطي دفعات ثابتة من خلال معدل الكوبون المثبت عليها.

ت- سندات الخزينة: عبارة عن سندات تصدرها الحكومة وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر إلى عام، وهذه السندات لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم معين عن القيمة الاسمية، يمكن اطفؤها قبل تاريخ الاستحقاق⁽²⁾.

ث- الإصدارات الخاصة: هذا النوع لا يمكن بيعه للجمهور، إذ تقوم الحكومة بإصداره وبيعه مباشرة إلى الصناديق الحكومية مثل صناديق التقاعد الحكومية وصناديق شركات التأمين.

بناءً على ذلك تعد السندات الحكومية بشكل عام أكثر جاذبية بالنسبة إلى المستثمرين من الأفراد والمصارف والجهات المستثمرة الأخرى، بسبب ما تتمتع به هذه السندات من محدودية في درجة المخاطر والالتزام المالي من قبل الحكومة، بتسديد قيمة السند من تاريخ الاستحقاق المتفق عليه فضلاً على أن السندات الحكومية عادة ما تكون مغرية للمستثمرين، بسبب الاعفاء الضريبي على عوائدها، وأيضاً بسبب درجة سيولتها، باعتبار أن السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى، إذ تلتزم الدولة عند طرحها لهذه السندات بأن تعطي الحق للمستثمرين بتحويل تلك السندات إلى نقد، من قبل المصرف الوسيط بين الدولة وصاحب السند.

2- سندات الشركات: وهي تلك السندات التي تصدر عن الشركات والمؤسسات المالية وأهم أشكالها:

أ- السندات العادية: وهي التي تصدر بقيمة اسمية محددة تدفع عند الاكتتاب أو على شكل أقساط بحسب الاتفاق بين الشركة المصدرة لهذه السندات والمكاتب (المقرض) وتسترد بنفس القيمة خلال فترة القرض كما تستحق عنها فوائد ثابتة سنوياً يتم الإعلان عنها في نشرة الاكتتاب⁽³⁾.

(1) حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، بحث منشور في مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد التاسع، مارس، 2006، ص14.

(2) ينظر: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، قسم إدارة الأعمال، 2007م، ص58.

(3) د. طعمة الشمري، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، السنة السابعة، 1983، العدد الرابع، ص317.

ب- السندات ذات النصيب: وهي سندات تصدر بذات الطريقة التي تصدر بها السندات العادية ولكن تكون فائدتها أقل قليلاً في الغالب، حيث يجري تعيينها بطريقة القرعة في صورة سحب دوري تمنح بمقتضاها السندات الفائزة جوائز مالية ويخضع اصدار مثل هذه السندات لتنظيم قانوني خاص، أو لإذن حكومي⁽¹⁾.

ت- السندات بخصم: وتصدر بقيمة اسمية محددة ويمكن المقرض بدفع قيمة أقل وتقوم الجهة المصدرة برد القيمة الاسمية عند الاستحقاق ويسمى الفرق بين سعر الاصدار والسعر المدفوع عند الرد (علاوة الرد) وهي تمثل مجموع الفوائد المستحقة عن مدة القرض⁽²⁾.

ث- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

- وهي السندات التي تخول لصاحبها في تواريخ محددة آجلة حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقاً وذلك وفق شروط وقواعد محددة في العقد⁽³⁾.

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم دون انتظار لمدة معينة.

ج- السندات المضمونة: وهي السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة والتي تصدر كالسندات العادية وتكون مضمونة بضمان عيني (رهن) أو ضمان إحدى المؤسسات أو البنوك⁽⁴⁾.

بناءً على ذلك يمكننا القول بأن نطاق سوق الأوراق المالية الثاني يتمثل بالأسهم والسندات بأنواعها ودليل ذلك ما ورد في النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية سنة (2008) في المادة الأولى من الفقرة (11) حيث تضمنت ذكر الأوراق المالية بكونها شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية بما في ذلك أسهم الشركات أو السندات التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة أو مشتقات الأوراق المالية القابلة للتداول أو لمجموعة تلك الأوراق أو المؤشر الخاص بها. أما الفقرة الثانية عشر من المادة الأولى ذاتها فقد حددت سندات الحكومة بالسندات المدعومة بكامل الثقة والاعتماد أو المضمونة من الحكومة العراقية.

المبحث الثاني

عناصر السوق الثاني وتمييزه مما يشته به

-
- (1) محمد يوسف ياسين، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص46.
(2) ينظر: بوضياف عبيد، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص74.
(3) محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص33.
(3) ينظر: مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال، بورصات الأوراق المالية، مصدر سابق ذكره، ص28-29.

يتميز السوق بكونه سوقاً يتمتع بإجراءات تداول ميسرة بعض الشيء ويتم فيه التداول من قبل الشركات غير المقيدة في السوق النظامي، لذا فإن هذا الأمر يتطلب أن يقوم السوق على عناصر عديدة مهمة تسهل تحقيق الغرض من انشائه؛ ونظراً لتعدد أسواق المال إلى سوق نظامي وسوق ثاني وغيرها، لا بد من بيان مدى ارتباط السوق بالسوق النظامي وتمييز السوق مما يشته به؛ لذا سوف نقوم بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين نتناول في المطلب الأول عناصر السوق، وفي المطلب الثاني سوف نخصصه لبيان علاقة السوق الثاني بغيره من الأسواق، وتمييز السوق الثاني عن السوق النظامي، وذلك كما يلي:

المطلب الأول

عناصر السوق الثاني

للقوف على عناصر السوق الثاني، لا بد من تحديد الأشخاص التي تتضمن المتعاملون والوسطاء، وكذلك معرفة العناصر الفنية التي تتضمن الانترنت وأجهزت التداول، ولهذا سيتناول هذا المطلب التعريف بالمتعاملين والشروط الخاصة لمزاولة هذه المهنة، وتصنيفهم في الأوراق المالية ووسائل حمايتهم، وكذلك معرفة من هو الوسيط وأهم التعريفات في الفقه القانوني للوسيط والتعريفات التشريعية حسب المشرعين الذين تناولوا تعريفهم وفق المواد القانونية وذلك في الفرع الأول، أما في الفرع الثاني فسوف نقوم ببيان أهم العناصر الفنية.

الفرع الأول

العناصر البشرية

بما إن المتعاملين والوسطاء من العناصر البشرية للسوق فلا يمكن إنكار الدور الكبير أو الأهمية الكبيرة التي يحظى بها هؤلاء في نطاق سوق الأوراق المالية؛ لذا سنبين معنى المتعاملين والوسطاء وكما يأتي:

أولاً: المتعاملون:

إنّ المتعامل في سوق الأوراق المالية الذي يجب عليه الإفصاح عن مصالحه المتحققة والتي ستتحقق في أوراق مالية لجهة معينة هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري على حد سواء أو مجموعة من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين حققت أو ستحقق لديهم مصلحة في تملك أوراق مالية لجهة مصدره، ويشمل الشخص الطبيعي في هذا الالتزام هو شخصياً بالإضافة إلى زوجته وأبنائه القصر⁽¹⁾.

(1) ينظر: جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010م، ص242.

يمكن تمثيل المتعاملين بواسطة شركات البورصة، أو شركات الإدارة، أو بواسطة ما يسمى بالأطراف المقابلة (Contrepartistes)⁽¹⁾. وغالباً ما يندرج المتعاملين في السوق الثانوي بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية، حيث تقوم بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على مستوى البلد تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام كما هو الحال في الولايات المتحدة.

ويطلق على هذه الشبكة ناسداك⁽²⁾. ويعد المتعاملون بالأوراق المالية أكثر الأطراف في سوق الأوراق المالية تعرضاً للمخاطرة؛ تبعاً لنجاح أو فشل الجهة التي يتم التعامل في أوراقها المالية⁽³⁾.

في ضوء ذلك وإن الكثير من المتعاملين في السوق الثانوية يعدونها سوق للمتاجرة في الأوراق المالية بغية تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة ليس للاحتفاظ بها؛ بل ليبيعهها عندما يرتفع سعرها في السوق؛ ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها⁽⁴⁾. وعليه يمكن تصنيف الأطراف المتعاملة في السوق المالية إلى ثلاث فئات:

1-العارضون لرؤوس الأموال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وينقسمون إلى فئتين الأولى تضم أصحاب الادخار الفردي – وهو

(1) ينظر: د. وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية، مصدر سابق، ج 1، ص 82. المقصود بالأطراف المقابلة: 1- وسيلة لزيادة الأمان والسلامة والشفافية تخضع للإدارة والتنظيم الملائمين يمكنها بالفعل أن تحد من مخاطر الطرف المقابل بين المتعاملين والمخاطر النظامية المرتبطة بتداعي إخفاقات الأطراف المقابلة.

2- تتيح المركزية الفرصة لزيادة الشفافية نظراً لما تجمعها من معلومات عن كافة العقود التي تخضع للمقاصة.

3- تتسم بتركيز المخاطر الائتمانية والتشغيلية المرتبطة بإخفاقاتها الذاتي، مما يتعين معه أن تكون أوضاعها المالية سليمة وأن تخضع لإجراءات حذرة لإدارة المخاطر ومستوى فعال من التنظيم والرقابة، ينظر: جون كيف، اليساندرو غالو، الياس كازاريان، إيزاك لوستغارتن، كريستين سامبيك، ماتموهان سينغ، زيادة الأمان في عقود المشتقات المتداولة خارج البورصة دور الأطراف المقابلة المركزية، تقرير الاستقرار المالي العالمي عدد ابريل، 2010، ص 8.

(2) ينظر: شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، من دون طبعة، دار حميترا للنشر والترجمة، 2018، ص 77. الجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية (The National Association Of Securities Dealers) هو اختصار لكلمة (NASDAQ) ويقابلها القوانين محل المقارنة في السوق الثانوي السوداني والسوق الثانوي السعودي والسوق الثانوي السوري والسوق الثانوي العراقي.

(3) ينظر: طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000م، ص 53.

(4) حدد القرار رقم (480) لسنة (2002) من قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) بشأن نظام المتعاملون الرئيسيون في المادة (الأولى) المتعاملون الرئيسيون في الأوراق المالية الحكومية هي مؤسسات تقيد لدى وزارة المالية طبقاً للمعايير التي يحددها وزير المالية، وتلتزم بضمان الإصدارات الأولية للأوراق المالية الحكومية وتنشيط التعامل في الأسواق الثانوية، وذلك وفقاً للنظم والأحكام والإجراءات التي يصدر بها قرار من وزير المالية، ينظر: الوقائع المصرية، العدد (91) في 21 أبريل سنة 2002م، ص 2.

الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الانفاق – وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس وأما الفئة الثانية تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار⁽¹⁾.

بمعنى أدق وهم الذين يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، فضلاً عن الحكومات التي تصدر السندات بغية تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

2- **الطالبون لرؤوس الأموال:** وهم العارضون للقيم المنقولة ويأخذون شكل الشركات الصناعية والتجارية والمصارف والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، وكذلك الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو من جهة نفقات غير عادية⁽²⁾. ويقصد هم أصحاب الأموال أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة.

3- **الوسطاء الماليون:** نظراً لنقص الخبرة والمعلوماتية عند المتعاملين في السوق المالية كان من الضروري تواجدهم وسطاء ماليين يتمتعون بالخبرة والكفاءة العالية في المجال المالي لتنفيذ أوامر عملائهم في الشراء والبيع ويمكن تقسيمهم إلى ثلاثة فئات وهم:

أ- السمسار: عرفته المادة(156) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية المصري رقم(95) لسنة(1992) بأنه "الشخص المعنوي المرخص الذي يتولى عملية الوساطة في نقل ملكية الأوراق المالية باسم ولحساب العميل"⁽³⁾.

ب- مساعدي السمسار(المندوب الرئيسي أو الوسيط): يتعاون السمسار في تنفيذ الأوامر مع مستخدم لديه يدعى(المندوب الرئيسي) ولا يجوز له أن يعمل باسم السمسار الذي يتبعه ويعمل لحسابه على مسؤوليته ولا يجوز لهذا المندوب أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار.

ت- المحكمون أو المراقبون: إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى سمسار، فإن وظيفة السوق المالية ليست إتمام العمليات فقط وإنما ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت ومنع أي انحراف والتأكيد من ان السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل ومن أجل ذلك لا بد أن يكون لكل بورصة مجلس إدارة ومحكمين تكون مهمتهم

(1) ينظر: محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق – أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص51.

(2) ينظر: أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، ط1، دار المنهج، عمان، الأردن، 1997، ص60.

(3) ينظر: المادة(156) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم(95) لسنة(1992).

التنظيم وتوفير المعلومات اللازمة للمتعاملين وكذلك الرقابة⁽¹⁾.

جدير بالذكر أن هناك تصنيف آخر لفئات المتعاملين في السوق المالية، وهم على النحو الآتي⁽²⁾:

- 1- المستثمرون التقليديون، وهم المصارف وشركات التأمين وصناديق التوفير وسائر الشركات المساهمة. وهؤلاء أكثر الأشخاص المعنويين اهتماماً بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية وذلك لما يتوافر لديهم من احتياجات يمكن استيعابها في سندات مضمونة الفائدة وقابلة للتحويل إلى نقود في أي وقت.
 - 2- الدولة والمؤسسات العامة المختلفة التي ترغب في تنفيذ مرافق عامة متنوعة أم مشروعات ليست منتجة في المدى القصير ولذا تلجأ إلى توزيع عبء تحمل كلفة تلك المشاريع على سنوات طويلة في شكل قروض أو سندات بدلاً من رفع أسعار الضرائب على المواطنين.
 - 3- الشركات المساهمة الصناعية والزراعية والسياحية المختلفة سواء أكانت تابعة للقطاع العام أو الخاص والتي يرغب أصحابها في إقامة مصانع جديدة أو تطوير المعدات القائمة ففي الحالة الأولى يعمدون إلى تكوين أو تأسيس الشركة وفقاً لقانون التجارة ودعوة مدخرين جدد إلى المساهمة معهم. وفي الحالة الثانية قد يميلون إلى زيادة رأس المال بقبول مساهمين جدد أو إصدار قروض أو الأثنين معاً.
 - 4- الأفراد العاديين والتجار، وهم يمثلون صغار المدخرين أو المستثمرين علماً أن اتجاه الدول والمصارف التجارية اليوم هو تشجيع صغار المدخرين والمستثمرين على دخول السوق المالية وجعل سوق الأوراق المالية في متناول الجميع.
- من خلال النظر في هذين التصنيفين نعتقد أن التصنيف الثاني الذي ورد أعلاه هو التصنيف الأدق؛ لكون إن التصنيف الذي ورد فيه المحكمون أو المراقبون لا يعتبرون ضمن المتعاملون وإنما يدخلون ضمن الجهاز الإداري للسوق الثانوي إضافة إلى ذلك الوسيط لا يمكن اعتبارهم ضمن المتعاملون.
- ولابد من الملاحظة أن لهؤلاء المتعاملون في السوق وسائل تعمل على توفير الحماية لهم وهذه الوسائل يمكن تحديدها مما يأتي:

1. الشفافية: "تعرف الشفافية بأنها ضمان دقة التقارير وشموليتها وحسن توقيت إصدارها وتمثل الشفافية بأنها إحدى

(1) ينظر: د. خالد أحمد فرحان المشهداني، د. رائد عبد الخالق عبدالله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مصدر سابق ذكره، ص 99-100.

(2) ينظر: د. خليل الهندي، د. انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مصدر سابق ذكره، ص 37.

مبادئ حوكمة الشركات التي تعتمد عليها مبادئ السوق⁽¹⁾، بحيث يتم رفع مستوى الشفافية بغية تمكين وإحاطة المتعاملين في الأسواق المالية بكل الأحكام المتعلقة بالمنتجات والخدمات المالية مثل أسعار المنتجات والخدمات المقدمة، وشروطها، والمخاطر المتوقعة... وما سوى ذلك.

2. **المعاملة العادلة:** وذلك بتعزيز ممارسات الخدمات المالية العادلة والمنصفة، من خلال وضع الحد الأدنى من المعايير للمؤسسات المالية أثناء تعاملهم مع العملاء؛ ليضمن المتعاملون بأن المنتجات والخدمات المالية المعروضة عليهم آمنة وغير مضللة، وكذا لضمان سلوكيات مقدمي الخدمات المالية ووكلائهم والعاملين لديهم بأنها غير عدوانية أو تعسفية، الأمر الذي يضمن حرفية مقدمي الخدمات المالية واحترامهم لحقوق المتعاملين. وتظهر هذه الحماية من خلال الرجوع الى اهداف أسواق المال بشكل عام، إذ نص قانون سوق العراق للأوراق المالية المرقم (74) لسنة (2004) المعدل في القسم الثاني منه على " ... 6- تهدف سوق الأوراق المالية لتحقيق الآتي ... ب - تعزيز مصالح المستثمرين في الاسواق الكفوءة، الموثوق بها، التنافسية، الشفافة والصادقة".

3. **الحد من المخاطر:** باتخاذ التدابير اللازمة والمناسبة من قبل مقدمي الخدمات المالية التي تكفل وتحد وترصد وتخفف من وطأة المخاطر التي يواجهها المتعاملون كالنصب والاحتيال، أو تناول بيانات العملاء بشكل غير ملائم، والتي تزداد درجة خطورتها تبعاً مع نمو الخدمات المالية المبتكرة.

4. **تسوية المنازعات وحل شكاوى المتعاملين:** من خلال توفير آليات تتسم بالكفاءة والفعالية والسرعة لتسوية وحل المنازعات أو شكاوى العملاء المتعلقة بتوفير الخدمات المالية. وينبغي على مقدمي الخدمات المالية أن تكون لديهم الإمكانيات والنظم الفعالة لمعالجة أي استفسارات أو شكاوى مقدمة من المتعاملين، وتظهر هذه الحماية من خلال الرجوع الى اهداف أسواق المال بشكل عام، إذ نص قانون سوق العراق للأوراق المالية الذي نص في القسم (14) منه على "1- التحكيم قد تتخذ السوق ضوابط تخص الهيئة في تفويضها السلطة للقيام بالتحكيم في الخلافات بين الاعضاء وبين الاعضاء وزبائنهم الذين يقبلون بالتحكيم وقد يفوض سوق الاوراق المالية سلطة التحكيم لمؤسسة مخولة من قبل الهيئة، شريطة ان تكون كل قواعد التحكيم خاضعة للمصادقة، الاضافة والالغاء من قبل الهيئة".

5. **تعزيز الثقة:** إن توفير حماية المتعاملين يعد ضرورة وأساساً لضمان الثقة في النظام المالي الكلي، ويسهم في تعزيز كفاءة واستقرار الأسواق المالية، والحصول على نتائج مرضية لكل من المؤسسات المالية والمتعاملين⁽²⁾.

(1) نادية عبيد خضير المحامي، حوكمة الأوراق المالية دراسة مقارنة، ط1، مكتبة القانون المقارن، بغداد، العراق، 2020م، ص55؛ كذلك ينظر: حريزي رايح، البورصة والأدوات المالية نحل التداول فيها، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص164.
(1) ينظر: دليل حماية المستثمرين في سوق رأس المال السعودي، الهيئة العامة للرقابة المالية، ص5.

ثانياً: الوسيط (الوسطاء)

1- التعريف الفقهي:

لقد وردت عدة تعريفات فقهية للوسيط في سوق الأوراق المالية ومنهم من عرفه بأنه "هو الشخص الذي قد يكون فرد أو مؤسسة يتولى معاونة المستثمرين الرغبين في بيع أوراقهم المالية لأشخاص آخرين من المستثمرين مقابل عمولة، وهو ليس بتاجر، ولا يبرم الصفقة باسمه"⁽¹⁾. وهذا التعريف يجانب الصواب بالقول بعدم توافر الصفة التجارية للوسيط فهو يمارس عملاً تجارياً احترافياً باسمه ولحسابه وعلى وجه الاعتقاد فهو تاجر.

ويعرف أيضاً "يقوم بحكم مهنته العادية. سواء لحسابه أو لحساب زبائنه بعمليات مالية تتناول مختلف الأدوات المالية أو القيم المنقولة المطروحة للتداول. كما يقوم بالعمليات المتعلقة بإدارة المحافظ المالية وسائر القيم المنقولة وفقاً للقوانين والأنظمة"⁽²⁾، يلاحظ على التعريف السابق بأنه يوسع من عمل الوسيط إذ يتعدى عمله مجرد التقريب بين وجهات النظر.

ايضا يعرف بأنه "هو نفسه السمسار يحترف مهنة الوساطة ولديه إلمام بتفاصيلها قد لا يعرف التاجر نفسه الذي يوسطه أو غيره من المتعاقدين معه هذه التفاصيل"⁽³⁾. ان التعريف السابق لم يذكر جوهر عمل الوسيط الذي يتمثل في التعامل نيابة عن الأطراف بعد تقريب وجهات نظرهم بخصوص تعامل معين.

يعرفه آخر بأنه "كل شخص ذو دراية وكفاية في سوق الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية؛ وذلك لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية بيع وشراء"⁽⁴⁾. ويلاحظ على هذا التعريف:

1. إنه أشار على أن الوسيط من دون تحديد طبيعته هل هو شخص طبيعي أم معنوي.
2. حدد هذا التعريف عمل الوسيط بالبيع والشراء من دون أن يحدد العمليات الأخرى.
3. في الوقت نفسه أشار إلى أن العمولة التي يتلقاها الوسيط تكون من الطرفين البائع والمشتري.

(2)Francis jack clark,Management OF investments ,Mcgraw Hill Book Company ,New york ,1983,p20.

(3) ينظر: خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مصدر سابق ذكره، ص152.
(4) ينظر: طارق عبد الرؤوف رزق، الوكالات التجارية والسمسرة، عقود التوسط في القانون الكويتي، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2008م، ص261.

(5) ينظر: محمد يوسف ياسين، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص72.

كذلك عرف الوسيط بأنه "كل شخص معنوي أعطي له حق التوسط من قبل لجنة البورصة في عمليات البيع والشراء داخل البورصة وذلك مع الإحتفاظ بالحقوق المكتسبة من قبل أشخاص طبيعيين باعتبار ان حق التوسط في البورصة كان يمنح أيضاً قبل تاريخ نفاذ هذا النظام الداخلي للأشخاص الطبيعيين"⁽¹⁾. وعلى الرغم من أن هذا التعريف قد أشار إلى طبيعة شخصية الوسيط وأهم شرط من شروطه ألا وهو الترخيص، إلا إنه ما يؤخذ عليه أن هذا التعريف حدد التعامل في البورصة في عمليات البيع والشراء داخل البورصة للأوراق المالية، كما أنه لم يشير إلى موضوع التعامل في الأوراق المالية. كذلك أشار هذا التعريف إلى احتفاظ الأشخاص الطبيعيين بالحقوق المكتسبة.

2- التعريف التشريعي:

حظي تعريف الوسيط في سوق الأوراق المالية باهتمام تشريعي فقد عمدت بعض القوانين المعنية بالسوق تعريفه بصراحة. فقد عرف الوسيط في قانون تداول الأوراق المالية الأمريكي لسنة (1934) في المادة (6/3) من قانون بورصة الأوراق المالية بأنه: "أي شخص يشارك في إتمام صفقات الأوراق المالية لحساب الغير ولكن لا يشمل ذلك المصرف"⁽²⁾.

كما عرف المشرع السوري الوسيط بأنهم (أداة اتصال بين العميل والسمسار من خلال الأوامر التي يتلقونها من العميل، وينقلوها إلى السمسار)⁽³⁾. كما اعتبر الوسيط في المرسوم التشريعي السوري رقم(55) لسنة (2006) بأنه "الشخص المرخص له من قبل الهيئة لممارسة أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه، والذي يتمتع بالجنسية السورية".

عرفه المشرع السعودي في المادة (32) من قانون هيئة السوق المالية السعودي بأنه "شركة المساهمة التي تعمل بالوساطة، ووكيل الوسيط الذي يعمل لدى شركة الوساطة".

في ضوء ذلك نصت المادة(31) من نظام السوق المالية التي تخص تنظيم الوسطاء والأعضاء مفادها بأنه "لا يجوز لأي شخص ممارسة أي من الأعمال المنصوص عليها في المادة(32) من هذا النظام داخل المملكة أو الإدعاء بممارستها، مالم يكن حاصلاً على ترخيص من الهيئة بذلك، حتى لو كانت الورقة المالية ذات صلة بتلك الأعمال مدرجة أو متداولة في سوق مالية منظمة خارج المملكة".

(1) ينظر: خليل الهندي، القاضي انطوان الناشف، المصدر السابق نفسه، ص114.

(2) Broker means " any person engaged in the business of effectuations in securities for the account of others but dose not include a bank..

(3) ينظر: الموسوعة العربية، القانون التجاري، سوق الأوراق المالية.

أما موقف المشرع العراقي من تعريف الوسيط، نجد أول تعريف للوسيط في سوق الأوراق المالية العراقي ورد في الفقرة (السابعة) من المادة (1) من قانون سوق بغداد للأوراق المالية المرقم (24) الملغى لسنة 1991م، والتي جاء فيها "الوسيط هو كل شخص طبيعي أو معنوي يجاز من مجلس إدارة السوق بممارسة الوساطة في بيع أو شراء الأوراق المالية". ولكن المادة (10) من القسم (1) فقرة (1) من قانون سوق العراق للأوراق المالية المرقم (74) لسنة 2004م⁽¹⁾، والتي تنص على أن الوسيط "هو الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين بموجب الفصل (5) (1أ) من هذا القانون والمتعامل في معاملات السندات في سوق الأوراق المالية أو الشخص القانوني المخول بموجب الفصل (5) (1ب) وقد يقبل المصرف كوسيط إذا خول بالعمل وفقاً لتلك الصلاحية".

نلاحظ مما سبق أن المادة أعلاه لم تعرف الوسيط وإنما حددت الأشخاص الذين يمكن أن يكونوا وسطاء؛ والسبب في عدم دقة التعريف الذي أورده المشرع العراقي في القانون المؤقت؛ لأنه اكتفى ببيان الأشخاص الذين يحق لهم مباشرة أعمال الوساطة، من دون أن يتعرض إلى بيان العمل الذي يقومون به في سوق الأوراق المالية، والأشخاص الذين يقوم الوسيط بأعمال الوساطة لصالحهم ودون أن يتعرض إلى حقوق الوسيط، هذا قدر تعلق الأمر بتعريف الوسيط، في القانون المؤقت.

بين القانون العراقي أنه لا يجوز لأي شخص فتح حساب تداول لدى أي وسيط والتداول بالأوراق المالية المدرجة في السوق إلا بعد الحصول على رقم مستثمر، ولا يجوز تخصيص أكثر من رقم مستثمر واحد لكل مستثمر، ويتم إصدار رقم المستثمر من خلال الوسيط أو من خلال السوق وفقاً للإجراءات التي يضعها المجلس⁽²⁾.

تتم عملية التداول من خلال صدور أمر من العميل البائع أو المشتري إلى الوسيط ببيع أو شراء وثائق الاستثمار ويجب أن تكون تعليمات العميل محددة وواضحة لنوع وكمية الورقة المالية التي يرغب في تنفيذها ومدة تنفيذ الأمر ويجب على شركة الوساطة التأكد من وجود رصيد من الوثائق الاستثمارية يكفي لدى العميل في حالات البيع ووجود رصيد نقدي للعميل في حالات الشراء وذلك قبل تنفيذ الأمر ثم يتم ادخال الأمر على نظام التداول الإلكتروني في سوق الأوراق المالية فإذا لقي الأمر قبولاً لدى وسيط آخر تم تنفيذه، وبعد ذلك تبدأ مرحلة المقاصة والتسوية التي تتم بين الوسيط وجهة الإيداع المركزي التي يترتب عليها انتقال ملكية وثائق الاستثمار للمشتري وتسليم الثمن للبائع⁽³⁾.

(1) نشر هذا القانون في جريدة الوقائع العراقية، العدد (3983) حزيران، 2004م.

(2) ينظر: المادة (5/أ، ب، ج) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007م.

(3) ينظر: عامر مصطفى محمود إمام، القانون الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلوان، 2008، ص145.

من خلال ما تقدم نستنتج ما يأتي:

أ- تمثل العناصر البشرية للسوق الثاني في الأشخاص الذين يقومون بعملية تداول الأوراق المالية في هذا السوق، ومن خلال استقراء موقف التشريعات وموقف الفقه والشراح وجدنا أن الجانب البشري يتضمن المتعاملون وهم البائع والمشتري من جانب، والوسطاء الذين يقومون بتسهيل عملية التداول من جانب آخر.

ب- من خلال استقراء ما ورد من تعاريف لمن يعمل كوسيط نلاحظ بأن الوسيط قد يكون شخصاً طبيعياً وهذا ما ورد في القانون الأمريكي الذي أجاز للشخص الطبيعي والمعنوي إتمام الصفقات المتصلة بالأوراق المالية لحساب الغير.

أما بشأن المقترحات الخاصة بهذا الفرع نجد أن المشرع العراقي لم يؤكد في تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية العراقي/السوق (الثاني) على أن التعامل في هذا السوق يجب أن يتم من قبل الوسيط فقط، إذ لا بد من ذكر هذا الأمر المهم عند تشريع قانون خاص بالسوق، ونقترح أن يكون ذلك بتضمين التعليمات المذكورة اعلاه نصاً قانونياً جديداً كان تكون المادة (10) وتنص على انه (يقصر التعامل في السوق الثاني على الوسطاء فقط، وتراعى في ذلك احكام الوسيط المنصوص عليها في القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004).

تشمل فئة الوسطاء (Brokers) والوكلاء (Dealers) الذين يقومون بتسهيل عملية انتقال الأموال في السوق المالي من المستثمرين والمضاربين لإنجاز عملية البيع والشراء، وبعض الكتاب والباحثين عدّ صناع السوق كوسطاء وتجار لخبرتهم في السوق الثاني أو السوق غير المنظمة وبإمكانهم التعامل بأي من الأسهم المدرجة في الموازنة ويحتفظ بحافظهم بمخزون كبير من هذه الأسهم يتيح للراغبين في شرائها وجود مراكز دائماً لبيعها، كما يتاح للراغبين في شرائها وجود مراكز دائماً للشراء وبينما تقتصر مهمة الوسيط بالعمولة على مطابقة أوامر البيع والشراء الصادرة عن المستثمرين⁽¹⁾.

في رأينا يندرج سمسرة الأوراق المالية وصناع السوق والوسيط التاجر والمتخصصون ضمن الفئات المختلفة للوسطاء في عمليات البورصة، فجميعهم يعتبرون وسطاء ويؤدون دوراً مهماً في الأسواق المالية، ويظهر أن الدور الكبير الذي يقوم به الوسيط في السوق المالي في حالة ممارسته بيع شراء الأوراق المالية لصالحه إذ

(2) ينظر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، بدون بلد نشر، 1999، ص102.

يعتبر المحرك الأساسي لنشاط السوق من خلال تحقيقه التوازن فيه بين العرض والطلب في الأوراق المالية إذ يعمل على المحافظة على الأسعار وجذب عدد أكبر من المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية للسوق.

الفرع الثاني

العناصر الفنية

تؤدي شبكة الانترنت دوراً مهماً في بيع وشراء الأوراق المالية وكسب المزيد من الأسواق العالمية. وتحظى قضية تطور الأسواق المالية باهتمام واسع خاصة بعد أن شهدت تجارة الأسهم عبر الانترنت نمواً سريعاً في الآونة الأخيرة بفعل التوسع في استخدام شبكة الانترنت، كما اتجهت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية والأجنبية إلى توافر آليات لتداول الأسهم عبر الانترنت، ومع التزايد المستمر والدور الذي تؤديه شبكة الانترنت، كان من الضروري أن يظهر مفهوم التداول عبر الانترنت في الأسواق المالية وهو عبارة عن عملية بيع وشراء الأوراق المالية إلكترونياً عبر الانترنت⁽¹⁾. ومن هنا لابد من تحديد العناصر الفنية التي لها الدور الكبير في عمل السوق الثانوي وهذه العناصر هي:

أولاً- الانترنت

الانترنت عبارة عن "شبكة عالمية (Network) تربط الحواسيب والشبكات الصغيرة، بعضها ببعض، عبر العالم، وذلك من خلال خطوط نقل مختلفة، كالخطوط الهاتفية، أو الألياف الضوئية، وغيرها من تقنيات الاتصال، بغية تأمين خدمات عديدة لجميع الأفراد بشكل متواصل على مدار الساعة، في شتى أرجاء المعمورة"⁽²⁾.

يتيح نظام التداول الإلكتروني عبر شبكة الانترنت إمكانية اتصال واجتماع أطراف التداول بصورة افتراضية، ويبدأ هذا الاتصال بقيام المستثمر بإرسال رسالة إلى نظام السوق ويبدأ هذا النظام بترجمة هذه الرسالة إلى أوامر، ويثبتها في صورة عروض وطلبات، وتنفذ هذه الأوامر وفق آليات واضحة، وتنتهي بتصفية الصفقات المنفذة⁽³⁾. ومن خلال الانترنت أيضاً يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما ان تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض⁽⁴⁾. ويوفر نظام التداول عبر الانترنت للمستخدمين التفاعل مباشرة مع خدمة أنظمة التداول الموجهة

(1) اسامة عبد السلام السيد، الاقتصاد الرقمي، بدون دار طباعة، بدون سنة طبع، ص33.

(2) ينظر: حمود الشريقات، التراضي في التعاقد عبر الانترنت، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص6.

(1) ينظر: محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية وصوره وآثاره، بحث منشور في الدورة العاشرة للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة من 23-27 شوال في 6/2، 2010م، ص34.

(4) ينظر: عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص295.

خصيصاً لاحتياجاتهم الخاصة وبالتالي فإنها تمكنهم من اتخاذ القرارات المناسبة، ويمكن القيام بعملية التداول من خلال أجهزة الحاسوب المزودة بالإنترنت، وإدراج الأوامر من خلال الموقع الذي تستخدمه شركات السمسرة، ويمكن للعميل إدخال الأوامر الخاصة بشراء أو بيع الأوراق المالية بشكل مباشر عبر شبكة الإنترنت⁽¹⁾. وموقف المشرع السوري بخصوص الإنترنت فقد اصدر اليات وضوابط استخدام خدمة التداول عبر الإنترنت وذلك وفقاً للقرار رقم (1424)، فيلاحظ بأن المادة (3) نصت على انه "على الشركة الراغبة بتفعيل خدمة التداول عبر الإنترنت التقدم إلى السوق بطلب لتفعيل الخدمة، وذلك بعد الحصول على الموافقة الاولية من الهيئة"⁽²⁾. وبخصوص المشرع السعودي قد فعل خدمة تداول الالكترونى عبر الإنترنت وذلك وفق ما صدر عن الهيئة المالية السعودية بتصريحها عبر موقعها الرسمي بتقديم الكثير من الخدمات للمستثمرين في سوق المال السعودي عبر الإنترنت⁽³⁾ اما المشرع السوداني فلم يتطرق إلى استخدام خدمة التداول عبر الإنترنت في قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة (1994). اما المشرع العراقي فقد اصدر تعليمات خاصة بتقديم البيانات المالية الكترونياً وذلك في المادة (2) من تعليمات رقم (11) تقديم البيانات المالية الكترونياً إذ نصت (ترسل الشركة إلى الهيئة البيانات المالية المستوفية للشروط (مختومة وموقعة) إلى الهيئة من قبل المدير المفوض ومحاسب الشركة عبر البريد الالكتروني لدائرة الرقابة والتفتيش بصيغة (بي دي اف) أو (كي بي جي) وعلى الشركة أن ترسل النسخة الورقية الاصلية خلال فترة ثلاثة ايام عمل من تاريخ الارسال).

ثانياً- أجهزة التداول الالكتروني

يقصد بالتداول الالكتروني بأنه "إمكانية قيام المستثمر بنفسه بإدخال أوامر الشراء أو البيع والإلغاء أو التعديل بذاته، عبر استخدام شبكة الإنترنت، ويتم التعامل بهذا النظام من خلال الاشتراك في الشركات المرخص لها لمزاولة هذا النشاط"⁽⁴⁾. وتتم عمليات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عن طريق نظام التداول الالكتروني، الذي يتلقى أوامر البيع والشراء ويُحدد ترتيب هذه الأوامر وآلية ووقت تنفيذ الصفقات وفق أحكام "نظام قواعد التداول وتعديلاته" المعمول به في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث ان نظام التداول الالكتروني يتلقى الاوامر من خلال الوسطاء المرخصين وذلك بعد ان يتم تفويضهم من قبل العملاء، أو مباشرة من قبل العملاء

(1) ينظر: حسام مسعودي، اثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على اداء السوق المالية السعودية، بحث منشور في مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد(4)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص125.

(2) المادة(3) اليات وضوابط استخدام خدمة التداول عبر الإنترنت قرار رقم 1424.

(3) الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية السعودية، متاح على الموقع الالكتروني: www.cam.org.sa، تاريخ الزيارة 14-2021-10.

(1) ينظر: مراد محمود المواعدة، مخاطر تداول الأوراق المالية عبر شبكة المعلومات الدولية دراسة في التشريع الاماراتي، بحث منشور في مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد (15)، العدد 2 ديسمبر، 2018م، ص2.

عند استخدام خدمة التداول عبر الانترنت، إذ انها تسمح للعميل بأرسال اوامره مباشرة إلى نظام التداول الإلكتروني من دون الحاجة لتدخل الوسطاء.

التداول الإلكتروني ليس جديداً في سوق دمشق للأوراق المالية، فهو التداول المعمول به عن طريق الوسطاء منذ تأسيس السوق. بينما تأتي خدمة التداول عبر الانترنت كخدمة جديدة تقدّمها شركات الوساطة وتوافق عليها كل من الهيئة والسوق⁽¹⁾.

أما المملكة العربية السعودية فقد سعت منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، حيث كان باكورة أنظمتها نظام (ESIS) للتداول الإلكتروني الذي يوفر الضمان والرقابة للمشاركين، الذي تم تشغيله عام (1990م)، وفي عام (2001م) تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدرتها الاستيعابية والتقنية⁽²⁾.

في عام (2001) أدخلت مؤسسة النقد السعودي نظام التداول الإلكتروني الذي أتاح نقل المعلومات وتداول الأوراق المالية عبر شبكة المعلومات الدولية الانترنت⁽³⁾.

وقد حرص المنظم السعودي على توفير عملية التداول الإلكتروني وذلك بموجب المرسوم الملكي رقم (15) وتاريخ 1428/3/1هـ؛ حيث تمت الموافقة على الترخيص بتأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية" (تداول) والتي من أهم أغراضها توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها⁽⁴⁾ إلى جانب ذلك يلاحظ بأن هيئة السوق المالية قد صرحت في الموقع الرسمي لها بتقديم الخدمات الإلكترونية وذلك تحقيقاً لرؤية المملكة العربية السعودية والتي تنص على تمكين الجميع من استخدام خدمات حكومية فعالة بطريقة آمنة ومتكاملة وسهلة عبر قنوات الكترونية متعددة وذلك تطبيقاً لقرار مجلس الوزراء رقم (40) لعام (1427هـ) بشأن اقرار ضوابط تطبيق المعاملات الإلكترونية الحكومية حيث إنّ من جملة الخدمات الإلكترونية التي تقدمها هيئة الاوراق المالية السعودية للمستثمرين في سوق الاوراق المالية استقبال المعاملات والبلاغات والشكاوى الكترونياً عبر

(2) التداول عبر الانترنت / التداول الإلكتروني، الموقع الرسمي لهيئة الاوراق والاسواق المالية السورية، متاح على الموقع الإلكتروني: www.scfms.sy.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.

(3) محمد بن إبراهيم السحبياني، نظام التداول الإلكتروني في سوق توريننتو المالية والسوق السعودية، بحث منشور في مجلة أوريد الدولية للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد الثاني، العدد الخاص، آب 2020، ص 177.

(4) ينظر: عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والاجرائية لاصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، مصدر سابق ذكره، ص 103.

(5) ينظر: المادة (3) من المرسوم الملكي رقم المادة (15) وتاريخ 1428/3/1هـ بتأسيس شركة تداول.

الانترنت⁽¹⁾، أما بخصوص موقف المشرع السوداني من استخدام الانترنت في السوق الثاني لإتمام عمليات التداول فنلاحظ بأن قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة (1994) جاء خالياً من نص تصريح خاص بالتداول عبر الانترنت.

أما المشرع العراقي فقد خصص مجموعة من القواعد التي تحدد الآلية التي يتم من خلالها التداول الالكتروني عبر الانترنت وذلك في الفصل الثاني (ثانياً) قواعد التداول الالكتروني من التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية تحديثات(2015) الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية⁽²⁾.

تم تطبيق التداول الالكتروني في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تم إطلاق وتنظيم أول جلسة تداول بالآلية النظم الالكترونية من خلال استخدام نظام (Horizon & Equator) المصدر من شركة (OMX Technology) الذي يمثل الترابط والاندماج والمحاكات بين نظام التداول (Horizon) ونظام الإيداع (Equator) والذي يتم تطبيقه في أغلب أسواق المال العربية وعدد من أسواق المال العالمية⁽³⁾، وفي عام (2012) اجريت دراسة وتحليل التداول الالكتروني الذي تم اقتراحه من قبل (Nasdaq OMX) الذي يتم استخدامه في البورصات العربية والعالمية ويطلق على هذا النظام نظام (X-STREAM) ودراسة مدى أهميته في زيادة فعالية الأنشطة في سوق العراق للأوراق المالية، وتم تحديث وتطبيق نظام التداول الالكتروني من نظام (Horizon) إلى نظام التداول الحديث (X-STREAM) إذ تم البدء بتنفيذ المشروع فعلياً في 1/7/ 2013 وتم اطلاقه في 26/10/2014 وفق الخطة التي وضعت للمشروع وبقرار من مجلس المحافظين والدعم من قبل (Nasdaq OMX) ويعد هذا المشروع من أهم وأضخم الأنظمة والمشاريع التي تم تنفيذها في سوق العراق للأوراق المالية منذ عام (2009).

من مزايا تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الانترنت، تشكل خدمة التداول الالكتروني خطوة متقدمة في سوق الأوراق المالية؛ نظراً لما تقدمه من مزايا كثيرة في مقدمتها السهولة والسرعة إلى جانب إمكانية التداول من أي مكان سواء أكان المستثمر داخل البلد أم خارجه.

(1) الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية السعودية، متاح على الموقع الالكتروني: www.cma.org.sa، تاريخ الزيارة 2021-10-14.

(2) الفصل الثاني قواعد التداول الالكتروني، التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية تحديثات 2015 الصادرة عن هيئة الاوراق المالية.

(3) ينظر: نعم حسين نعمة، هبة مهدي صالح، التداول الالكتروني في سوق العراق للأوراق المالية الواقع والطموح، مصدر سابق ذكره، ص177.

على الصعيد التشريعي العراقي لم نجد تعريفاً تشريعياً في القانون العراقي للتداول عبر الانترنت في تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الانترنت في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2015م، إذ وإن ما أورده التعليمات هو تعريف خدمة التداول عبر الانترنت، إذ نصت على أنه "خدمة التداول عبر الانترنت التي يقدمها الوسيط للمستثمر الراغب بذلك، إذ تمكنه من ادخال أوامر الشراء والبيع ومتابعتها بنفسه من خلال استخدام شبكة الانترنت عبر نظام مرخص"⁽¹⁾ أما في تشريعات الأوراق المالية العراقية فلم يرد تعريفاً لمصطلح التداول، وإنما ورد مصطلح نظام التداول ويقصد به نظام التداول الالكتروني المستخدم في السوق⁽²⁾.

قد وضحت تعليمات حركة التداول في هيئة الأوراق المالية العراقية في المادة (5) المعدلة بقرار مجلس إدارة سوق الأوراق المالية في 29/11/2017 بإنشاء الموقع الالكتروني لشركة أو الجهة طالبة القيد ونصت المادة أعلاه على أن تلتزم الشركة أو الجهة طالبة قيد أوراقها المالية بإنشاء موقع الكتروني لنشر القوائم المالية الدورية والسنوية وغيرها من البيانات والمعلومات التي تحددها إدارة سوق الأوراق المالية. ويلزم الا يتم نشر أية بيانات أو معلومات على هذا الموقع قبل نشرها على شاشات التداول في سوق الأوراق المالية، ويجوز أن تنشر الشركة أو الجهة البيانات المشار إليها على موقع تخصصه البورصة لهذا الغرض بدلاً عن ذلك مقابل سداد الشركة مقابل الخدمات المقررة عن ذلك⁽³⁾.

مما تقدم يمكن تعريف نظام التداول الالكتروني بأنه (حزمة من البرامج التي تقوم بتبويب معلومات الأوراق المالية وتنظيم قائمة أسعار لها، ليتم التعامل بها عبر المحطات الطرفية المرتبطة بها، من خلال المكاتب المتخصصة للقيام بعمليات البيع والشراء ومزاولة عملية التداول بشكل الكتروني بين المستثمرين، ويتميز نظام التداول الالكتروني بسرعة العمليات وإمكانية التسويات مباشرة واكتشاف الأسعار والتنافس وفقاً لقاعدة السعر في اكتساب الملكية).

مما يجدر الإشارة إليه إنّ نظام التداول الخاصة بالسوق الثانوي وسوق الأوراق المالية تخضع لرقابة هيئة الرقابة المالية وإشرافها على أساس أنها الجهة المنظمة للسوق، والسبب في ذلك لضمان سير المعاملات بشكل يحقق التوازن بين مطالب مختلف المتعاملين، هذا وقد نص المشرع على واجب الالتزام بتقييم البيانات والمعلومات

(1) ينظر: المادة (2) من تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الانترنت في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2016م. إذ تمت المصادقة على هذه التعليمات من قبل هيئة الأوراق المالية بتاريخ 4/4/2016م بموجب الكتاب المرقم 12/13 في 9/7/2016م ومرفقة به تعليمات تداول المستثمرين عبر الانترنت في سوق العراق للأوراق المالية: متاح على الموقع الالكتروني: Email: irakisc@isc.gov.iq تاريخ الزيارة 5/3/2021م.

(2) ينظر: المادة 2 من تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الانترنت في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2016م.

(3) هيئة الأوراق المالية للتداول في سوق العراق للأوراق المالية لعام 2017، متاح على الموقع الالكتروني: <https://sy.vivisoltk.com> تاريخ الزيارة 17/2/2021م.

المتعلقة بالشركات المتداولة وأوراقها المالية بسوق الأوراق المالية (سوق الاصدار)، أو العاملة في مجال الأوراق المالية (سوق التداول)؛ إذ فرض على شركات الاكتتاب العام والشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية، الإستمرار في تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاطها، ونتائج أعمالها إلى الهيئة العامة للرقابة المالية، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح... الخ⁽¹⁾.

يتم نظام التداول للتصديق على الأوامر عن طريق إدخال الأوامر بعد أن تستلم الأوامر من العملاء ويتم إدخالها مباشرة على الشاشات الخاصة بشركات الوساطة الموصلة بنظام التداول الخاص بالبورصة، يتم التأكد من ان الأمر لا يتجاوز الحدود الموضوعة للعميل مثال (10% من أسهم الشركة المقيدة) يتم قبول الأمر فقط إذا كان في الحدود المسموح بها في نظام التداول؛ وبعدها يتم التصديق على الأمر بمجرد قبول الأمر من ناحية نظام التداول سوف يتم إدخال الأمر على شاشات التداول الخاصة بشركة الوساطة داخل وخارج أسواق الأوراق المالية وبمجرد تنفيذ الأمر يتم معرفة ذلك من خلال الشاشات الخاصة بشركة الوساطة⁽²⁾.

تستخدم شاشات التداول لفتح شاشة مراقبة السوق، حيث يستطيع المستخدم مشاهدة أسعار الأوراق المالية الموجودة في السوق ومشاهدة ملخص أداء السوق بسرعة عالية جداً، إذ إنّ استخدام شاشات تداول الكترونية ونظام تداول الكتروني ساهم وبشكل كبير في اعطاء مرونة كبيرة ومعلومات مختلفة للوسطاء وسهلت عليهم معرفة العمليات المنفذة وغير المنفذة و اجراء تحليل دقيق لمعرفة اوضاع الشركات التي يتم تداول اسهمها بشكل اسرع وتحقيق شفافية عالية و امان كبير للمتعاملين والمستثمرين في السوق⁽³⁾، ومن هنا تأتي أهمية شاشات التداول حيث تراقب أسواق الأوراق المالية عمليات التداول في صالات السوق أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار والهدف الأساسي منها هو حماية المستثمرين خاصة الصغار منهم⁽⁴⁾.

من شروط الحصول على الخدمة في شاشات التداول هي: أن تحدد الأسواق عدد شاشات التداول المسموح بها لكل عضو وذلك بما ينسجم مع الإمكانيات الفنية ورخص الاستخدام الممنوحة للسوق. بحيث ان لا يزيد عدد

(1) ينظر: د. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، مصدر سابق، ص 260.
(2) ينظر: أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الاموال (البورصة، صناديق الاستثمار، اسواق رأس المال) الخطوات العملية والثغرات القانونية، مصدر سابق، ص 98.
(3) هبة مهدي صالح، د نغم حسين نعمة، دور التداول الالكتروني والابداع المركزي في اداء سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2008-2018)، بحث منشور في مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 15، العدد 2020، ص 52، ص 1.
(4) ينظر: محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية والعالمية التحليل المالي والاقتصادي، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، ص 79.

شاشات التداول لدى الوسيط على عدد الوسطاء المعتمدين لديه؛ كما يجوز للوسيط تقديم طلب إيقاف أو الغاء إحدى شاشات التداول المستخدمة لديه ويلتزم الوسيط بأحكام أسس تقديم معلومات التداول الفورية للأعضاء⁽¹⁾.

يلاحظ نص المادة (5) المتعلقة بالتعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في تحديثات (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية، والتي حددت الالتزامات والتعهدات للمخولين التي من بينها تهيئة الشاشات وهذا ما نصت عليه الفقرة (ثانياً) حيث جاء فيها (تهيئة الشاشات والحاسبات والأجهزة المطلوبة من قبل السوق وحسب المواصفات).

أما فيما يخص تداول الأوراق المالية في السوق الثاني: نلاحظ أن هذه التعليمات لم ينص بصورة مباشرة على توفير الجوانب الالكترونية ولكنها أحالت بهذه الخطوة إلى السوق النظامي وهذا ما نصت عليه الفقرة (و) من المادة (3) من التعليمات التي نصت على أنه: (يتم اتباع نفس تعليمات التداول المعمول بها في السوق النظامي ما لم يرد نص في هذه التعليمات بخلافها)⁽²⁾.

أيضاً ما نصت عليه الفقرة (ز) من المادة (3) نفسها من التعليمات: (يتم ادخال الأوامر وتنفيذها من خلال محطات التداول الخاصة بكل مخول في قاعة التداول وذلك من خلال نظام تداول خاص بالسوق الثاني).

حيث نلاحظ بأن هذا النشر يتم عن طريق الانترنت وذلك باستخدام الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية وسبب ذلك هو عدم وجود استقلالية ما بين السوق الثاني والسوق النظامي بحيث أنه لا يوجد موقع خاص الكتروني ومستقل تحت مسمى السوق الثاني، وهناك اعتماد على الانترنت واعتماد على شاشات العرض عن طريق نشر البيانات اليومية للتداول في السوق الثانوي لكن هذا النشر يتم بالاشتراك في موقع سوق العراق للأوراق المالية لذلك ندعوا المشرع إلى انشاء موقع خاص ومستقل بالسوق الثاني لكي يتم فيه عرض تداول وبيان عدد الصفقات وعدد الأسهم وقيمة كل منها الخاصة بالسوق الثاني.

يمكننا بيان أهم المزايا العامة التي تحقها عمليات التداول الإلكتروني عبر الانترنت على النحو الآتي:

1. يتميز التداول الإلكتروني للأوراق المالية عبر شبكة الانترنت بالسرعة الفائقة في تنفيذ العمليات للمستثمرين وتسويتها، إذا ما قورنت بالطرق الأخرى، إذ يمكن النظام للمستثمر وفي أي مكان من العالم أن يتحقق من رصيده النقدي، ورصيده من الأسهم، ومراقبة محفظته الاستثمارية وما طرأ عليها من أرباح أو خسائر،

(1) الموقع الرسمي للحكومة الأردنية الالكترونية ، متاح على الموقع الإلكتروني: [https:// portal.Jordan.gov](https://portal.Jordan.gov) تاريخ الزيارة 2021 /2 /19م.

(2) ينظر: المادة (3) من تعليمات 2015، ص38.

وله إضافة أو تعديل أو إلغاء أوامره وتنفيذها وتسوية هذه العمليات من خلال الجهاز المحمول من دون الحاجة للذهاب للسوق أو الاستعانة بوسيط⁽¹⁾.

2. انخفاض تكلفة العمولة التي يدفعها المستثمر إلى الوسيط لقاء تزويده بالخدمة مقارنةً مع العمولة التي يدفعها المستثمر فيما لو قام الوسيط بتنفيذ العملية⁽²⁾.

3. يوفر حساب المستثمر الإلكتروني خدمة شراء وبيع الأوراق المالية في أكثر من سوق للأوراق المالية.

4. القضاء على أغلب المشاكل الناجمة من عمليات التداول والتي يمكن أن تحصل بين المستثمرين وبين الوسطاء في شركات الوساطة⁽³⁾.

5. زيادة حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بسبب انخفاض الرسوم المفروضة على هذا النوع من التداول، ويفضل إزالة العوائق التقليدية أمام المستثمر في شراء أو بيع الأوراق المالية.

على الرغم من المزايا العديدة التي يوفرها نظام التداول الإلكتروني في السوق الثاني، إلا أن هناك تحديات تواجه عملية تداول الأسهم عبر شبكة الانترنت، وغالباً ما يكون المستثمر ضحيتها، لظروف خارجة عن إرادته كتعرض نظام التداول الإلكتروني لخلل أو عطل مفاجئ أو عدم توفر عنصر الأمان في مواقع شركات الوساطة والتي يمكن أن تؤدي إلى فشل في إدارة عمليات البيع والشراء. وتتمثل أهم المخاطر العامة للتداول الإلكتروني فيما يلي⁽⁴⁾:

1. **عدم مراعاة الدقة في تحديد الكمية المباعة أو المشتراة من الأوراق المالية:** فقد يترتب على عدم مراعاة الدقة في تحديد أوامر البيع والشراء، إعاقة تنفيذ العملية أو تنفيذها بصورة غير تلك التي يرغب فيها المستثمر؛ لذلك يتعين على المستثمرين عبر شبكة الانترنت في الأوراق المالية الحرص دائماً ببذل أقصى حماية ممكنة، حتى لا يتعرضوا للخسائر الفادحة حال اندفاعهم بالضغط على زر تنفيذ الأوامر، ولتفادي هذا الخطر يقترح الباحث استخدام أجهزة الكترونية فعالة يمكن من خلالها تحقيق أقصى قدر من الدقة في التعامل بالأوراق المالية.

2. **الاتصال غير الآمن بالوسيط:** قد يفتقر موقع شركة الوساطة لعنصر الأمان سواء أكان عن طريق تداول

(1) د.عنايات النجار، **التداول الإلكتروني**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر التجارة الإلكترونية وأمن المعلومات (الفرص والتحديات)، القاهرة، الفترة من 16-20 نوفمبر 2008، ص28.

(2) ينظر: أشرف الضبع، **تسوية عمليات البورصة**، دار النهضة العربية القاهرة، مصر، 2007م، ص144.

(3) ينظر: ريان هاشم حمدون، **التنظيم القانوني للتداول الإلكتروني للأوراق المالية**، ط1، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص102.

(4) ينظر: أشرف الضبع، **عمليات البورصة**، المصدر السابق، ص145.

الأوراق المالية أم المعلومات أم اتمام الصفقات عبر موقعها، وهو ما يشكل خطورة كبيرة في عملية التداول⁽¹⁾، وفي هذا النطاق يقترح الباحث استخدام أحدث وسائل الحماية الالكترونية المتطورة التي تحمي البيانات والتعاملات في هذا السوق.

في رأينا في حالة فقدان موقع شركة الوساطة لعنصر الأمان يتوجب على العميل أو المستخدم التواصل بملاك الموقع (السوق الثاني) واعلامهم بالخطأ أو الانتظار حتى يصلح الموقع قبل استخدامه، أو النقر على زر (أرجع) أو زيارة موقع آخر تجنباً للمخاطرة في التواصل مع موقع الشركة.

3. المخاطر التشغيلية: إنّ كثرة الأعطال التقنية في جهاز الحاسب الآلي مثل فقدان كلمة المرور الخاصة بحساب المستثمر، أو التزاحم على شبكة الانترنت؛ نتيجة لوجود طلبات كثيرة على المواقع، سواء بالبيع أو الشراء أو البيع في الوقت المطلوب.

نرى في هذا الشأن أنه يتعين على المتداول الالكتروني في حالة علمه بأن المستخدم وكلمة المرور قد فقد، وان هناك طرفاً ثالثاً يقوم باستخدامهما من الضروري أن يبلغ شركة الوساطة المالية من أجل اتخاذ الإجراءات المناسبة لمنع اختراق حساب المتداول الالكتروني من أجل أن لا يترتب عليه مخاطر عديدة. وبالرجوع إلى قانون التوقيع الالكتروني العراقي ذي الرقم (78) لسنة (2012) حيث أجاز اعتماد التقنيات الالكترونية في إجراء وإثبات المعاملات مثل الطلبات والمستندات والمعاملات التي تتم بوسائل الكترونية عن بعد حيث نظم أحكامها في (29) مادة والذي كان من ضمن أهدافه توفير الحماية لتلك المعاملات وتعزيز الثقة في صحتها وسلامتها في الاثبات⁽²⁾.

4. تعدد الوسطاء الالكترونيين: وهم عبارة عن منشآت توزيع متخصصة تعتمد على الانترنت لتسهيل التقاء البائعين مع المشترين، وبالتالي فإن هذه الشركات توفر بيانات عن العملاء مع احترام شروط الخصوصية وتساعد البائعين على الحصول على عملاء جدد بواسطة القوائم البريدية التي تحتفظ بها والتي تحتوي الكثير من البيانات المفيدة مثل التاريخ الشرائي للعميل وبياناته الديموجرافية ... الخ وبطبيعة الحال فإن توفير هذه البيانات (بالمقابل المالي) سوف يمكن من التفاعل مع العميل بحسب حاجاته ورغباته، ومن أمثلة هؤلاء الوسطاء يمكن ذكر موقع الياهو دوت كوم (yahoo.com) والذي يعتقد الكثير بأنه موقع تصفح وخدمات بريد مجانية ولكنه في الحقيقة يجمع بيانات المتصفحين والمشاركين في بريده ويبيعها للأغراض

(1) ينظر: د. عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية دراسة تأصيلية مقارنة، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، السعودية، 2018، ص263.

(2) ينظر: قانون التوقيع الالكتروني والمعاملات الالكترونية العراقي رقم (78) لسنة (2012).

التسويقية⁽¹⁾. إن كثرة الوسطاء الإلكترونيين قد يجعل عملية اختيار الوسيط ومتابعته من قبل الجهات الرقابية أمراً بالغ الصعوبة؛ لذلك يجب على المستثمر التأكد من حقيقة السمسار الذي يتعامل معه من حيث المصداقية وشفافية ونزاهة تنفيذ تلك الأوامر، كما يجب أن تكون شركة السمسرة معروفاً عنها السمعة الحسنة⁽²⁾، ونعتقد أنه من الضروري متابعة جداول أسماء الوسطاء بدقة قبل التعامل في هذا السوق. ونستنتج من خلال ما تقدم ما يأتي:

أ - وجود عناصر فنية تعمل على تحقيق هذا الغرض، وأهم هذه العناصر هو عنصر الانترنت وعنصر أجهزة التداول الإلكتروني.

ب - قد يتعرض الانترنت إلى الانقطاع المفاجئ أو قد يتعرض المتعامل إلى الاختراق الإلكتروني؛ لذا لا بد من توفير وسائل الحماية المطلوبة قدر الإمكان.

لذلك نقترح على الجهات المختصة أن تواكب التطورات التكنولوجية على مستوى الانترنت، من أجل إدخال هذا النظام في آلية عمل السوق الثاني، مع ضرورة توفير برامج الحماية الآمنة التي تعمل على حماية الشبكة والمتعاملين من مخاطر الاختراق الإلكتروني وغيرها. ومن أهم المقترحات التي من شأنها تجاوز المخاطر:

1. الاستعانة بمتخصص حماية متطور مواكب للتكنولوجيا الحديثة وفي تطور يساهم في تأمين الحساب بشكل متجدد وكذلك الاستعانة بخبراء وسطاء على أرض الواقع ذي سمعة حسنة؛ لتقديم كافة الاستشارات الصحيحة في الوقت المناسب.

2. توفير شبكة انترنت عالية الجودة بصورة مستمرة وتوفير برامج حاجبة وواقية لكافة المعلومات والبيانات والتعامل بكل حساسية مع المعلومات السرية والحسابات الحساسة واستخدام أجهزة مكتبية حديثة ومحمولة عالية الجودة لتجنب الأعطال التي قد تؤثر على التداول؛ لتجنب الانجراف وراء قراءات السوق لعدم الوقوع فريسة للأسهم الوهمية التي قد تطرح لخداع المتداول الحقيقي.

المطلب الثاني

(1) ينظر: د. أحمد امجدل، مبادئ التسويق الإلكتروني، كلية إدارة الأعمال، جامعة طيبة بالمدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، دار كنوز المعرفة، ص114-115. بحث منشور على الموقع الإلكتروني: www.darkonoz.com

(2) ينظر: اشرف الضبع، عمليات البورصة، المصدر السابق، ص147.

علاقة السوق الثاني بغيره من الاسواق وتمييزه مما يشته به

تتعدد اسواق المال في نطاق تداول الأوراق المالية، فلا تقتصر هذه الأسواق على نوع واحد، لذلك ترتبط هذه الأسواق مع بعضها كحلقة وصل تربط كل منها بالسوق الاخر، فضلاً عن اختلاف السوق الثاني عن غيره من الأسواق في نقاط معينة تبرز أهمية هذا السوق، لذا سوف نقوم بتقسيم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الاول علاقة السوق الثاني بغيره من الاسواق، أما الفرع الثاني فسوف نخصه لتمييز السوق الثاني عن السوق النظامي، وذلك كما يلي:

الفرع الأول

علاقة السوق الثاني بغيره من الاسواق

لغرض ايضاح العلاقة التي تربط السوق بغيره من اسواق المال سوف نقوم بإعطاء صورة واضحة عن تلك الاسواق، وذلك كما يلي:

أولاً- السوق الأولي(سوق الإصدار)(Primary Market)

تعرف على أنها "السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) عند اصدارها لأول مرة، وإن الشركات تصدر أسهمها وتبيعها لأناس يرغبون بشرائها، وبعملية الشراء هذه يقدموا أموالهم للشركة التي أصدرت تلك الأسهم وباعتها لهم بسعر محدد سلفاً وفق القيمة الاسمية للورقة المالية، وبهذا يكون هناك شركات بائعة للأوراق المالية وأشخاص مشتريين لها، إنها عملية تبادل للأموال (النقد) بين فئتين هما: الناس الذين لديهم فائض من المال والفئة الثانية الشركات المستخدمة لتلك الأموال وبحاجة لها، وتتم عملية بيع الأوراق المالية وشرائها في مؤسسات مالية يطلق عليها مصارف الاستثمار وتكون بمثابة الوسيط بين البائع والمشتري"⁽¹⁾. وتكوّن السوق الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوامر المالية لحساب منشأة الأعمال والجهات الحكومية، وتتمثل تلك المنشآت في شركات الوساطة الكبيرة التي يطلق عليها مصارف الاستثمار، كما قد تتمثل في المصارف التجارية وذلك في الحالات التي تنسم فيها سوق رأس المال بالصغر⁽²⁾.

(1) ينظر: د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، مصدر سابق ذكره، ص12.
(2) ينظر: إسماعيل أحمد الشناوي و عبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعة، الاسكندرية، 2002م، ص122.

ثانياً- السوق الثانوي (سوق التداول) (Secondary Market)

فهي "سوق الأوراق المالية ويتم فيها التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل، وذلك من خلال المصارف المتخصصة ومصارف الاستثمار (مؤسسات مصرفية) وشركات الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التأمين والإدخار (مؤسسات غير مصرفية)"⁽¹⁾، وعرفت بأنها "السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعضهم مع بعض، وليس مع المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق"⁽²⁾ وبناءً على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويلاً فعلياً للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية في حين نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات⁽³⁾. نستخلص من ذلك ان السوق الثانوية هي سوق تداول يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وتوفر للأوراق المالية التي سبق صدورهما في السوق الأولية عنصر السيولة.

حيث عرفها المشرع السوري السوق الثاني في قانون سوق الأوراق المالية في أحكام القانون (22) لعام (2003) الفصل الأول المادة (2) الفقرة (أ) منه هي "السوق التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج مسيرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية".

في نظام سوق الأوراق المالية السعودي الصادر عن هيئة الأوراق المالية السعودية ذكر في المادة (الأولى) منه تعريفاً للسوق بأنها "سوق مالية مرخص لها - وفقاً لأحكام هذا النظام- بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة" واطلق النص فلم يحدد السوق بنوع معين وإنما أعطى مساحة لإنشاء سوقاً مالياً يكون مرخصاً له بتداول الأوراق المالية.

عرف المشرع السوداني السوق (الثاني) في المجلس الوطني التشريعي بأنه "السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، وتشمل السوق النظامية والسوق الثانوية"⁽⁴⁾.

كذلك عرفها القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) تعني (سوق الأوراق

(1) ينظر: سامي عبد الباقي، النظام القانوني لعروض الشراء في الأسواق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006م، ص2.

(2) إبراهيم إبراهيم و شيرين الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1990، ص17.

(3) ينظر: حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية الناشئة - المفهوم - الأدوات، مصدر سابق ذكره، ص17.

(4) الفصل الأول من الاحكام التمهيدية لقانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة 2016.

المالية العراقي أو أي سوق أخرى مماثلة كالهئية، وتنسجم مع قواعدها قد تجاز بموجب هذا القانون)، نلاحظ بأن كلمة أي سوق أخرى مماثلة تدل على اعطاء الصلاحية لإنشاء أسواق أخرى وتكون معترف بها ويمكن أن نعتبر السوق الثانوي إحدى تلك الأسواق التي تم انشائها بناءً على ذلك النص. وتكون معترف بها من قبل سوق الأوراق المالية العراقي⁽¹⁾.

من خلال ما تقدم يتضح من مفهوم السوق (الثانوية) أن الفرق الأساسي بينها وبين الأسواق الأولية هو أن الأموال تتدفق من المشتري إلى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع مصدر الورقة المالية؛ لذلك هذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري. ومثل هذه الخاصية تكسب السوق الثانوية صفة الأسواق المستثمرة والتي تعني أن الأسعار تتحدد يومياً من خلال تدفق الأوامر من المشتري إلى البائع عبر الوسطاء والسماسرة؛ ويمكن للمقرض الذي أقرض الشركة من خلال شراء السندات من السوق الأولية أن يبيع دينه أو جزءاً منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها، كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة عن طريق شراء الأسهم من الأسواق الأولية أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه لآخر وذلك، وذلك ببيع هذه الأسهم، أو جزء منها.

علاوة على ذلك تعتبر السوق الثانوية سوق متاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها كثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها، وإنما يبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها.

ينقسم السوق الثاني (سوق التداول) يقسم إلى قسمين هما:

1- السوق المنظم

هي الأسواق التي يكون تأسيسها وفق الأصول القانونية والتشريعية في الدولة المعينة وتحكمها التعليمات والإجراءات والأنظمة الخاصة بالبنك المركزي بوصفه الجهة الحكومية المنظمة للعمل النقدي ومن دون تدخل من قبله⁽²⁾. وتتميز هذه السوق بوجود مكان مادي ملموس تتوفر فيه الوسائل اللازمة للالتقاء بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية ووكلائهم، ويتم بيع الأوراق المالية في هذه السوق بالمزاد حيث يتم قبول السعر الأعلى ثم الأدنى

(1) القسم (1) المادة (3) من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004.

(2) ينظر: سرمد كوكب الجميل، ص 17-18. ومن هذا النوع من السوق بورصة بيروت التي تظم عملها مراسيم متعددة كان آخرها المرسوم الاشتراعي رقم (120) لسنة (1983) وقد ذهب مجلس شوري الدولة اللبناني في إحدى قراراته إلى أن " بما أن بورصة بيروت تعتبر من المؤسسات العامة لأنها أنشأت بقرار من حاكم لبنان الكبير رقم (1509) بتاريخ 1920/6/8 " رقم القرار 94/57 / تاريخ 9 / 11 / 1994. محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 20.

فالأدنى، إلى أن يتم تصريف كامل البضاعة⁽¹⁾.

تكمن أهمية السوق المنظمة من كونها توفر علانية الصفقات وحرية المساومة عبر آلية السوق (العرض والطلب) على الأوراق المالية. هذا بجانب إن التشريعات التي تصفها لجنة السوق توفر الحماية للمتعاملين وضمان حقوقهم، ولذلك لجنة السوق المنظمة تضع شروطاً لأدراج الورقة المالية والتي تتعلق بعدد المساهمين، وعدد الأسهم التي يكتنيها الجمهور، والقيمة السوقية للسهم، والأرباح قبل الضريبة في السنوات الأخيرة⁽²⁾.

2- السوق غير المنظم:

وهي الأسواق التي لا تخضع لضبط الحكومة ورقابتها، وعلى الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق رغم شرعيتها إلا أنها قد تكون متجاوزة في بعض الأحيان على التعليمات والنظم والقوانين ولكنها تراقب من قبل الحكومة بوصفها سوقاً غير منظمة ولكنها في الوقت نفسه تكون أسواقاً مرنة في التعامل وتتسم بانخفاض كلفها⁽³⁾. المقصود من ذلك أنها أسواق ليس لها نظام رسمي وإنما يغلب عليها الطابع العرفي، وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات، ويتم التعامل بها من خلال شبكة اتصالات قوية تربط بين التجار والوسطاء والمستثمرين، ويتحدد سعر الورقة المالية على وفق ظروف العرض والطلب، ويتم التعامل فيها على أوراق مالية غير مقيدة أو مدرجة في البورصات من خلال الوسطاء خارج البورصة، وهؤلاء الوسطاء هم الذين صنعوا هذه السوق، غير أن هذا لا يمنع السوق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية هذا في حالة التشريعات التي أجازت تداول الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية خارج السوق⁽⁴⁾.

يتضح من أهم ما تتصف به السوق المالية غير المنظمة هو عدم خضوعها لتعليمات محددة على عكس السوق المنظمة، ولا يتوفر فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء والمستثمرين والمضاربين الذين لهم دور فعال ومؤثر في تحديد الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض والطلب.

لابد للإشارة هنا أن عملية إصدار الأوامر الأولية في السوق الأولية تكون وفق أسلوبين هما⁽⁵⁾:

- (1) ينظر: حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية النشأة – المفهوم- الأدوات، مصدر سابق ذكره، ص18.
- (2) ينظر: خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مصدر سابق ذكره، ص18.
- (3) ينظر: د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، مصدر سابق ذكره، ص17-18.
- (4) ينظر: سيف إبراهيم المصاروة، مؤسسات الأوراق المالية، تداول الأوراق المالية الحماية الجزائية، دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012م، ص63.
- (1) ينظر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات – أوراق- بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، رام الله، فلسطين، 2007، ص239.

أ- **الأسلوب المباشر:** وفق هذا الأسلوب تقوم الجهة المصدرة للأوراق المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايعة (Auction) وبخاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية⁽¹⁾. ويطلق على هذه السوق بالسوق الثانية، ويتم التعامل بالأسهم التي يتم تداولها فيها وفق الأحكام التي تقرها المادة (66) من قانون الشركات رقم (21) لسنة 1997 المعدل التي ألزمت بوجود تنظيم عقد بيع الأسهم في مجلس مؤلف من البائع والمشتري ومدوب الشركة ويتضمن بيانات محددة ويجب تسجيله في سجلات الشركة.

ب- **الأسلوب غير المباشر:** بمعنى أن يتولى أمر تسويق الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة، من المؤسسات المالية المتخصصة في هذا الشأن كمصارف الاستثمار⁽²⁾.

خلاصة القول أن الأسواق الأولية هي أسواق منظمة قد تنشأ فيها علاقة مباشرة بين المدخرين والمستثمرين، عن طريق الشراء المباشر للأوراق المالية من المدخرين من الجهات الاستثمارية التي تصدر هذه الأوراق من دون وسيط، أو أن يتم هذا وبصورة غير مباشرة عبر جهات وسيطة تتولى مهمة التوسط بين المدخرين تارة وبين المستثمرين تارة أخرى.

ينقسم السوق غير المنظم إلى قسمين هما:

أ- السوق الثالثة (The Third Market)

نشأت هذه الأسواق منذ بدايات عام (1960) كسوق منافس للأسواق المنتظمة والثانوية. ويرجع سبب نموها رغبة المستثمرين الكبار والمستثمرين المؤسسين ففي تخفيض كلفات الصفقات وتجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العمولات الثابتة غير القابلة للتفاوض. وتعود رغبة هؤلاء المستثمرين في تخفيض العمولات المدفوعة إلى شركات الوساطة بسبب حجم الصفقات الكبيرة التي يتعاملون بها. وتشكل صناديق التقاعد وصناديق الوصاية التي تدار من قبل المصارف التجارية القطاع الأكبر استثماراً في هذه السوق⁽³⁾.

تعرف على أنها "السوق التي يتم التعامل فيها خارج البورصة، وذلك من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج البورصة، وهذه الأسواق على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية"⁽⁴⁾.

تمثل هذه السوق جزء من السوق غير المنظمة (الثانية)، إذ تتكون من بيوت السمسرة ومن غير الأعضاء

(2) ينظر: د. حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية، النشأة، المفهوم، الأدوات، مصدر سابق ذكره، ص 17.

(3) ينظر: د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مصدر سابق ذكره، ص 70.

(4) ينظر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مصدر سابق ذكره، ص 105.

(1) ينظر: د. عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مصدر سابق ذكره، ص 43.

المسجلين في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وتتميز معاملاتها بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء الوسطاء حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة⁽¹⁾ ولعل السبب في قيام هذه السوق هو الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في المصارف لذلك قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات بالولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المقيدة في جداول أسعار السوق الرسمية⁽²⁾. وكذلك أن التعامل في هذه الأسواق لا يقتصر على ساعات محددة خلال اليوم، بالإضافة إلى أنه يمكن التعامل في هذه الأسواق حتى بعد التوقف فيها داخل السوق المنظمة⁽³⁾. وتلجأ العديد من المؤسسات والشركات التجارية للتعامل بهذه السوق تجنباً للإختناقات الحاصلة في البورصة (السوق المنظمة) والمرتبة على تنوع المعاملات وكثرتها، فضلاً على انخفاض العمولة على الصفقات المبرمة في هذه السوق، لأن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في هذه السوق، كما في السوق المنظمة⁽⁴⁾، ومن أمثلة شركات السمسرة في هذه الأسواق هي شركة (Bernard LMid-off) والتي تعمل على المتاجرة بالأوراق المالية المدرجة في سوق نيويورك ومقابل عمولات منخفضة جداً قد تصل إلى (نصف سنت) للسهم الواحد، وأحياناً هذه العمولات قابلة للتفاوض⁽⁵⁾. والدافع من خلق هذا السوق الحصول على العمولة وان منح هذه العمولة كون ان السماسرة في السوق الثالث غير ملزمين بحد أدنى من العمولة ولا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة فضلاً على ذلك انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين وعادة تكون محدودة.

عرفت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية السوق الثالثة "بأنها السوق خارج المقصورة حيث تتم من خلالها الصفقات الكبرى".

على الرغم من أن المشرع العراقي أجاز إنشاء السوق الثالثة إلا أنه لم يبين المقصود بها سوى أنها سوق خارج المصارف، وأناط بمجلس إدارة السوق تبني قواعد خاصة بشأن إدراج وتداول الأوراق المالية، حيث تنص المادة (7) من القسم الثالث من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي على أنه (يجوز لمجلس الإدارة تبني

(2) ينظر: د. أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 11.

(3) ينظر: د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مصدر سابق ذكره، ص 58.

(4) ينظر: محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الابراهيمية، مصر، الدار الجامعية، 1997م، ص 77.

(5) ينظر: خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم تحليل-استراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 10.

(6) ينظر: خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، مصدر سابق ذكره، ص 79.

قواعد منفصلة تخص عملية إدراج تداول الأوراق المالية في السوق الثانية والسوق خارج البورصة (الثالثة).

ب-السوق الرابعة(The Fourth Market)

هو يشبه لحد كبير السوق الثالث من حيث انه يمكنه التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنتظمة وكذلك الاسواق غير المنتظمة⁽¹⁾ ويتم التعامل فيها مباشرة بين المؤسسات الكبيرة المصدرة للأوراق المالية، أو بين الأفراد الأغنياء المستثمرين، لا تعتمد على الوسطاء أو التجار، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة عبر شبكة اتصالات الكترونية وتليفونية إذ يمكن من خلال هذه الشبكة معرفة حجم ونوع وسعر الأوراق المالية السائدة في السوق⁽²⁾. وتنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، والهدف منها التخلص من العمولات التي يتقاضاها السماسرة من الأسواق الأخرى. ويتم التعامل في السوق الرابع مباشرة فيما بينها ومن دون وساطة بين المؤسسات الكبرى، والغاية منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، ومن ثم تخفيض النفقات وخاصة في حالة الصفقات الكبيرة، وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيها من خلال شبكات اتصال الكترونية تسمى إنستنت (Instinet)⁽³⁾.

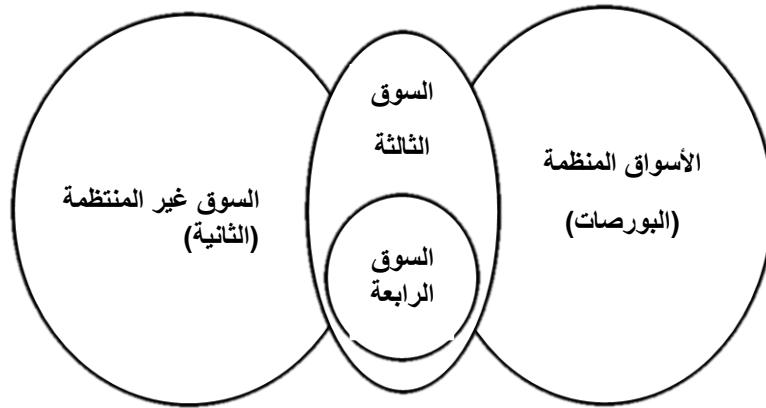
تهتم السوق الرابعة بالمستثمرين الأفراد الكبار أصحاب الثروة وصناديق الاستثمار الذين يبيعون ويشتررون الأوراق المالية مباشرة فيما بينهم، مما يمكنهم من اتمام الصفقات بسرعة من دون وساطة⁽⁴⁾. ويجب الإشارة أنه لا يمكن فصل هذه الأسواق عن بعضها بشكل قطعي، حيث إن السوق الرابع يشكل جزء من السوق الثالث باعتبارهما غير منظمين وهما بدورهما يشكلان حلقة وصل بين الأسواق المنظمة وغير المنتظمة، كما ويمكن التعامل بالأوراق المالية المتداولة في أسواق منتظمة وغير منتظمة، إلا ان المتعاملين في الأسواق غير المنتظمة ليسوا من أعضاء الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية⁽⁵⁾. ويعزو السبب في ظهور وانتشار هذه الأسواق الثالثة والرابعة أن التعامل في هذه الأسواق لا يقتصر على ساعات محددة خلال اليوم، فضلاً عن أنه يمكن التعامل في هذه الأوراق حتى بعد التوقف فيها داخل السوق المنظمة⁽⁶⁾.

-
- (1) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مصدر سابق ذكره، ص111.
 - (2) ينظر: صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، ط1، الاسكندرية، مصر، 2000، ص24.
 - (3) شبكة (Instinet): هي عبارة عن شبكة اتصال الكترونية يتم التعامل بين الشركات من خلالها وكذلك معرفة أسعار الأوراق المالية وحجم التعامل. د. أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013م، ص159.
 - (4) ينظر: محمد عبدالله شاهين، الأسواق المالية العربية(التكامل-التحديات-فرص النمو)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2016ص216.
 - (1) ينظر: د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1999، ص510.
 - (2) ينظر: محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق ذكره، ص75.

في بعض الحالات قد يستعين بوسيط لإتمام الصفقة، والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السمسرة، وفي هذا السوق يتم التعامل لكافة الأوراق المالية المتداولة في داخل البورصة أم خارجها⁽¹⁾.

نستنتج من خلال ما تقدم: إن السوق الثانوي ينقسم إلى أربعة أسواق وفقاً لأطراف التعامل وهي: السوق الأول الذي يتكون من الوسطاء المسجلين بالبورصة، والسوق الثاني الوسطاء العاملين في الأسواق غير المنتظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة، والسوق الثالث يتكون من بيوت الوساطة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق، والسوق الرابع يتكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة حيث يتم التعامل بينها مباشرة عن طريق شبكة الكترونية تسمى أنستنت (Instinet) حيث تتم الصفقات الكبيرة من دون الوساطة بهدف تخفيض النفقات.

الشكل رقم (1) يوضح العلاقة التي تربط بين الأسواق المنتظمة والأسواق غير المنتظمة وبين كل من السوق الثالثة والرابعة.



من خلال المخطط أعلاه يتضح لنا أنه لا يمكن فصل هذه الأسواق عن بعضها بشكل قطعي حيث إنه السوق الرابع يشكل جزء من السوق الثالث باعتبارهما غير منظمين وهما بدورهما يشكلان حلقة وصل بين الأسواق المنتظمة مثل البورصات والسوق غير المنتظمة، كما ويمكن التعامل بالأوراق المالية المتداولة في أسواق منتظمة وغير منتظمة.

(3) ينظر: د. ستار جبار خليل البياتي، إدارة الاستثمار والمحفظة الاستثمارية، محاضرات القيت على طلبة الدراسات العليا/ ماجستير إدارة الصيرفة والتمويل الكورس الأول من العام الدراسي 2020/2021م، جامعة النهرين، كلية الاقتصاد والأعمال، ص4.

من خلال ما تقدم يتضح لنا ما يأتي:

1- يستند تقسيم سوق المال إلى معيار الأهمية أو التنظيم، فهناك السوق الأولية أو السوق النظامية وهي السوق الأولى والأكثر أهمية في نطاق التداول، وهناك السوق الثانية والذي يأتي في المرتبة الثانية من حيث الأهمية، ثم يأتي السوق الثالث في المرتبة الثالثة والسوق الرابع في المرتبة الرابعة.

2- لا يمكن تحقيق الفصل التام بين السوق الثاني مع غيره من اسواق المال الأخرى، إذ تخضع جميع هذه الأسواق الى بعض الاحكام القانونية المشتركة، فضلاً عن كون بعض هذه الأسواق يعمل كحلقة ربط تربط بين هذه الأسواق المختلفة.

بناءً على ما تقدم فإننا ونظراً لارتباط السوق الثاني بالسوق النظامي في بعض الأمور، ندعو المشرع العراقي عند تنظيم السوق الثاني إلى التقريب قدر الإمكان بين هذين السوقين من حيث الفائدة التي تحققها هذه الأسواق في نطاق التنمية الوطنية، بمعنى آخر ضرورة اعتماد نفس الاليات التي تحقق الغرض من انشاء أسواق المال بشكل عام السوق الثاني بشكل خاص، ومن ضمن مظاهر التقارب نرى إمكانية استعانة المشرع بالقواعد الخاصة بالسوق النظامي لتتطبق على أي مسألة لم يرد لها ذكر في السوق الثاني، مع التمعن والتأكيد على ان تكون هذه القواعد مما تتماشى مع هيكلية ونظام السوق الثاني، ونقترح أن تضاف فقرة الى نص المادة (8) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية (السوق الثاني) بحيث تصبح بالشكل الاتي: ه- (تتبع فيما لم يرد به نص في هذا القانون احكام السوق النظامي بالقدر الذي لا تتعارض بهذه الاحكام من خصوصية هذا السوق).

الفرع الثاني

تمييز السوق الثاني عن السوق النظامي

بما أنه يوجد تشابه بين السوق الثاني والسوق النظامي، ولكن على الرغم من أوجه الشبه هذه هناك نقاط اختلاف بينهما، لذلك سنقسم هذا الفرع إلى فقرتين، نخصص الفقرة الأولى لبيان السوق النظامي، في حين نبحت في الفقرة الثانية أوجه الشبه والاختلاف بينهما من خلال الآتي:-

أولاً- السوق النظامي:

تخضع الأسواق النظامية إلى مجموعة من القواعد والأنظمة والأساليب والإجراءات والتعليمات المعتمدة في الأسواق المركزية وترتبط بها في تنفس عملياتها ونشاطاتها ومن الأمثلة على السوق النظامي سوق نيويورك للأوراق المالية وسوق عمان المالي⁽¹⁾.

إذ عرف السوق النظامي بأنه "السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات رقم(6) متطلبات إدراج الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"⁽²⁾.

على الرغم من وجود أوجه للشبه بين كل من السوقين النظامي والثاني في العراق، إلا انه يوجد أوجه اختلاف بينهما ايضاً، لذلك سوف نقوم ببيان كل من أوجه الشبه والاختلاف بين السوقين النظامي والثاني العراقي، مع بيان موقف القوانين محل المقارنة بالنسبة إلى السوق الثاني، وذلك كما يلي:

ثانياً- أوجه الشبه والاختلاف:

1- أوجه الشبه

أ- كلاهما سوق أوراق مالية

حيث يلاحظ بأن السوق النظامي هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات النافذة، وأما بخصوص السوق الثاني فإن التداول فيه يتم بالأوراق المالية الاسهم والسندات، لذلك فأنها تعتبر اسواق أوراق مالية لان التعامل والتداول في هذه الاسواق قائم على الاوراق المالية. وهو ما يتشابه مع القوانين محل المقارنة.

بخصوص القوانين محل المقارنة ورد تعريف للسوق الثاني السوري في قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم(22) لسنة(2005) في المادة(2) منه وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في قاعة أسهم شركات تحكمها

(1) ينظر: قيصر علي عبيد الفتلاوي، سلام عادل عباس النصراوي، دور الافصاح المحاسبي في ترشيد قرار الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العدد(36)، لسنة 2015م، ص193.

(2) ينظر: هيئة الأوراق المالية العراقية، التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015، ص3.

شروط ادراج ميسرة خاصة بهذا السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك لحين توفير الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية⁽¹⁾.

أما بخصوص سوق الأوراق المالية السعودي فلم يحدد المقصود بالسوق الثاني، إلا إن شركة تداول المالية السعودية المشاركة في اطلاق السوق الثاني (نمو) قد أعلنت في بيان لها على موقعها الرسمي بأنها سوق للتداولات المالية أطلقها السوق المالي في المملكة العربية السعودية سنة (2017)⁽²⁾.

ما جاء في قانون سلطة تنظيم أسواق المال السوداني لسنة (2016) فيلاحظ بأنه تضمن في الفصل الأول منه الفقرة الثالثة تعريف السوق الثانوي حيث يقصد به "هو السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو مكاتب السوق وتشمل السوق النظامية والسوق الثانوية"⁽³⁾.

حيث ورد في التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) تعريف السوق النظامي "هو ذلك السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة" وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة وتعليمات رقم (6) متطلبات ادراج الشركات في سوق العراق للأوراق المالية. وأيضاً ورد تعريف السوق (الثاني) بأنه الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج وتعليمات خاصة بها⁽⁴⁾.

ب- وجود اعتراف تشريعي

بالنسبة إلى القوانين محل المقارنة فنلاحظ إنَّ قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) فقد تضمن الكثير من المواد القانونية التي تحدد شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الثاني السوري.

أما بالنسبة إلى المملكة العربية السعودية فقد أصدرت شركة السوق المالية السعودية تداول قواعد الإدراج تداول قواعد الإدراج لتنظيم آلية عمل وإدراج الشركات في السوق الثاني السعودي وتمت الموافقة عليها من قبل مجلس هيئة السوق المالية السعودية بقرار رقم (3-123-2017) بتاريخ (27-12-2017).

(1) قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) الفصل الأول تعاريف وأحكام عامة، المادة (2).
(2) الموقع الرسمي لشركة تداول المالية السعودية، متاح على الموقع الإلكتروني: www.saudieexc.hange.sa.com تاريخ الزيارة 2021/9/24م.
(3) قانون سلطة تنظيم أسواق المال السوداني لسنة (2016) الفصل الأول، الفقرة (3).
(4) التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية.

أما المشرع السوداني قد وضع شروط ومتطلبات خاصة تتعلق بإدراج أسهم الشركات للتداول في السوق الثاني السوداني وان لم يتم تحديد سنة اصدار هذه التعليمات إلا أنه يدل على اعتراف المشرع في السودان بهذا التعريف.

كما نلاحظ أن السوق النظامي في العراق تنظم احكامه تعليمات خاصة به وهي تعليمات رقم (6) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي⁽¹⁾، وقانون سوق الاوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة (2004) وهو بحد ذاته دليل على مشروعية هذا السوق، و أما بخصوص السوق الثانوي فقد اصدر فيه المشرع العراقي تعليمات خاصة وهي تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق الثاني وهذا دليل واضح على اعتراف المشرع بمشروعية عمل هذا السوق.

كل ذلك يعتبر دليلاً واضحاً وصريحاً على وجود اعتراف تشريعي من قبل القوانين محل المقارنة بالسوق الثاني.

ج- الإفصاح عن المعلومات والاحداث الجوهرية

يقصد بالإفصاح اصطلاحاً ليس فقط مجرد توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها، بل أن تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، وكذلك في الحالة الاستثنائية، إلى الجهات الرقابية كالمهئية العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية بل وتلتزم أيضاً أن تحملها إلى علم المساهمين وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرون المحتملون⁽²⁾.

أما بخصوص متطلبات الإفصاح عن المعلومات والاحداث الجوهرية والبيانات المالية في السوق السوري فنلاحظ بأن المشرع السوري في المادة (37) من نظام قواعد وشروط الادراج وتعديلاته في سوق دمشق للاوراق المالية رقم (505) لسنة (2010) قد ذهب باتجاه الزام الشركة المدرجة اوراقها اصولاً بتزويد السوق بالتقارير والبيانات والمعلومات ومن بينها ما ذهبت إليه الفقرة(د) إذ نصت على أنه "المعلومات والقرارات الصادرة عنها والتي تؤثر على اسعار اوراقها المالية وذلك فور حدوثها أو اتخاذها، بالإضافة إلى ما ذهبت اليه الفقرة (ي) من المادة (37) من القانون المذكور أعلاه إذ نصت على انه (أية معلومات أو بيانات اخرى تراها السوق ضرورية"⁽³⁾.

(1) تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي.

(2) ينظر: صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، ط1، 2001، ص18.

(3) المادة (37) الفقرتين (د، ي) من نظام قواعد وشروط الادراج وتعديلاته في سوق دمشق للاوراق المالية رقم (505) لسنة 2010.

أما بخصوص متطلبات الإفصاح عن البيانات المالية والمعلومات في السوق الثاني السعودي فقد ذكر الموقع الرسمي لشركة تداول المالية السعودية بأنه من متطلبات الإفصاح عن البيانات المالية النصف سنوية يجب أن لا تتجاوز (45) يوماً من نهاية الفترة⁽¹⁾.

أما بخصوص موقف القانون السوداني فقد ذهبت الفقرة (هـ) من شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق الثاني السوداني على أنه (أن تقدم الشركة تقرير نصف سنوي عن الموقف المالي للشركة بتوقيع المدير العام ورئيس قسم الحسابات وميزانية سنوية مراجعة ومختومة بواسطة مراجع قانوني وتلتزم الشركة بنشرها في الصحف اليومية ولمدة يومين على الأقل).

في القانون العراقي ذهبت المادة (5) من تعليمات رقم (6) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق النظامي إلى أنه على مجلس إدارة الشركة تقديم تقرير يتضمن مجموعة من المعلومات المتعلقة بإعطاء نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وأهدافها وكشف بأسماء المساهمين في الشركة بطبيعة عمل الشركة وغيرها الكثير من المعلومات الضرورية. ويلاحظ بخصوص السوق الثانوي أن المادة (6) الفقرة (ج) من التعليمات الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية / السوق الثاني⁽²⁾ انه على الشركة (الإفصاح عن الاحداث الجوهرية التي تؤثر على أداء ونشاط وملكية واستمرار الشركة والتي يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق). وبخصوص موقف القوانين المقارنة من الإفصاح فنرى ان المشرع السعودي ذهب في المادة (26) من قواعد الإدراج السعودية من الباب (الخامس) المتعلقة بالالتزامات المستمرة إلى الزام المصدر بالإفصاح للجمهور وان يكون الإفصاح كاملاً، وواضحاً، وصحيحاً، وغير مضلل وان يكون مستوفياً لجميع متطلبات الإفصاح المنصوص عليها في النظام ولوائحه التنفيذية وقواعد السوق⁽³⁾.

د- متطلبات الإدراج

(2) الموقع الرسمي لشركة تداول المالية السعودية، متاح على الموقع الإلكتروني: www.saudiexchange.sa.com، تاريخ الزيارة 2021/9/24م.

(3) تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/السوق الثاني، ص39.

(4) المادة (26) من الباب الخامس للالتزامات المستمرة من قواعد الإدراج الصادرة بقرار مجلس هيئة السوق المالية السعودي، 2017، ص17.

حيث نصت المادة (19) من تعليمات رقم (6) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي العراقي بأن (تلتزم الشركة بإكمال إجراءات الإدراج في السوق خلال شهرين من تاريخ أخطارها بموافقة الهيئة على إدراجها في السوق بما في ذلك تسديد بدل الانتماءات والاشتراكات السنوية المقررة وتعتبر هذه الموافقة ملغاة في حال عدم التقيد بهذه المدة).

أما فيما يتعلق بمتطلبات الطرح والإدراج في السوق الثانوي فنلاحظ أن المادة (8) الفقرة (أ) من تعليمات رقم (15) من شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق الثاني⁽¹⁾ ذهبت إلى أنه (تقوم الشركة بإكمال متطلبات الإدراج خلال فترة لا تتجاوز (60) يوماً من تاريخ اخطار الشركة بالموافقة على الإدراج وبعبارة تعبر الموافقة ملغاة). أما بخصوص موقف القوانين محل المقارنة فنلاحظ انها لم تنص على تحديد مدة معينة يجب فيها على الشركات الراغبة بالإدراج أن تكمل متطلبات الإدراج في السوق (الثاني). ومن وجهة نظرنا نعتقد بانها حسناً فعلت بعدم تقييد الشركات بضرورة اكمال اجراءات الادراج خلال فترة معينة لما قد تواجهه الشركة من صعوبات ومعوقات بسبب الاجراءات الروتينية والتي قد تستغرق وقت اكثر بكثير من مدة (60) يوماً. لذلك ندعو المشرع العراقي إلى إعادة النظر بهذه المدة والتي بحسب تقديرنا تعتبر مجحفة بحق الشركات الراغبة بالإدراج في السوق (الثاني) لما قد تسببه من حرمان الشركات من الإدراج وجعلها مدة وان لم تكن غير محددة وانما تكون ضمن نطاق الواقعية والمقبولية.

2-أوجه الاختلاف

أ- من حيث عدد المساهمين في الشركات المدرجة

لا يقل عدد مساهمي الشركة المدرجة في السوق النظامي عن (100) مساهماً وذلك وفق المادة (4) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي⁽²⁾. أما السوق الثاني فيلاحظ أن تعليمات رقم (15) لم تتطرق إلى تحديد عدد معين من المساهمين الذين يجب أن تتضمنهم الشركة المدرجة. أما بخصوص موقف قوانين الدول محل المقارنة فنلاحظ بأن قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم(22) لسنة (2005) حدد عدد المساهمين بأن لا يقل عن عشرين مساهم في الشركة، أما المشرع السعودي حيث اشترط أن لا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن (50) مساهم عند الإدراج. أما المشرع السوداني بخلاف المشرع السعودي فلم ينص على تحديد عدد معين من المساهمين.

(1) تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق الثاني، ص39.
(2) تعليمات رقم (6) المادة (4) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي.

ب-من حيث مدة الادراج

نصت المادة (4) فقرة (أ) من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية الصادر بقرار (2010/ 9/15) المعدل على أنه " يشترط لقبول إدراج أسهم الشركة في السوق الثاني توفر الشروط التالية: أ- مضي سنة واحدة على الأقل من تاريخ بدء الانتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة"⁽¹⁾. أما المشرع السعودي فلم يتطرق إلى ذلك.

في القانون السوداني فقد نصت شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق الثاني السوداني في الفقرة (ج) منه أن يكون قد مضي عام على تأسيس الشركة وصدت ميزانية مراجعة⁽²⁾.

لكي تتمكن الشركة من الادراج في السوق النظامي العراقي يجب أن يكون قد مضي على تأسيسها مدة لا تقل عن عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق ويجوز للهيئة قبول ادراجها بمدة لا تقل عن (سنة) وصدت بيانات مالية واحدة على الأقل مدققة من مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً وذلك بحسب المادة (3) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي⁽³⁾. أما المادة (2) من تعليمات رقم (15) من شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق الثاني ذهبت إلى انه لكي تتمكن الشركة من الادراج في السوق يجب أن يكون قد مضي على مزاوتها لنشاطها مدة لا تقل عن (سنة) وان تكون قد اصدت بيانات مالية سنوية واحدة على الأقل مدققة من قبل مراقب حسابات مستقل⁽⁴⁾.

أما بالنسبة إلى موقف قوانين الدول محل المقارنة يلاحظ هنا بأن توجه كل من المشرع السوري والمشرع السوداني مشابه لما أخذ به المشرع العراقي من تحديد المدة (بسنة واحدة) لكي تتمكن الشركة من ادراجها في السوق الثانوي.

ج-الافصاح عن البيانات المالية الفصلية

- (1) المادة (4) الفقرة(أ) من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية الصادر بقرار 2010/ 9/15 المعدل.
- (2) الفقرة (ج) من شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق السوداني.
- (3) تعليمات رقم (6) المادة (3) من شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق العراق للأوراق المالية / السوق النظامي.
- (4) تعليمات رقم (15) المادة (2) من شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق العراق للأوراق المالية / السوق الثاني.

تلتزم الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية الثانوي بتقديم ونشر بيانات مالية فصلية كل (ثلاثة اشهر) إلى الهيئة والسوق، وهذا ما نصت عليه المادة (6) الفقرة(ب) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية السوق(الثاني) الخاصة بمتطلبات الافصاح المقدمة من قبل الشركات المدرجة في السوق (الثاني)⁽¹⁾. أما السوق النظامي العراقي فلا وجود لمثل هذا الافصاح على عاتق الشركات فهي تلتزم فقط بتقديم بيانات مالية فصلية من أجل متطلبات إدراجها في السوق النظامي ويلاحظ بأن هذه البيانات لا بد من أن تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتقديم طلب الادراج وحتى نهاية الفصل الاخير الذي يسبق تاريخ ذلك الطلب مقارنة مع فترة المقابلة لها في السنة السابقة وتتضمن الميزانية العامة وحساب الارباح والخسائر وكشف التدفقات النقدية وذلك ما نصت عليه المادة (6) الفقرة (ب) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية / السوق النظامي⁽²⁾.

بخصوص موقف القوانين المقارنة يلاحظ بأن المشرع السوري في المادة(7) الفقرة(ي)⁽³⁾ ألزمت الشركات بضرورة تقديم أي معلومات أو بيانات أو وثائق أخرى تراها السوق ضرورية، وايضاً لم يحددها بمدة معينة حيث جعل تقديمها كلما دعت الحاجة وطلب السوق ذلك.

وأما المشرع السوداني قد نص في التعليمات الخاصة بأدراج اسهم الشركات للتداول في السوق لثاني في الفقرة (5)⁽⁴⁾ أن تقدم الشركة تقرير نصف سنوي عن الموقف المالي للشركة بتوقيع المدير العام ورئيس قسم الحسابات وميزانية سنوية مراجعة ومختومة بواسطة مراجع قانوني وتلتزم الشركة بنشرها في الصحف اليومية ولمدة يومين على الأقل، حيث إن المشرع السوداني لم يحدد المدة بثلاثة اشهر كما فعل المشرع العراقي وانما جعل تقديم المعلومات بطريقة سنوية ونصف سنوية.

الفصل الثاني

أحكام السوق الثاني

تمهيد وتقسيم:

يعد إدراج أو قيد أو ايداع الأوراق المالية في السوق الثاني أحد الشروط اللازمة لتصبح الورقة المالية قابلة للتداول في السوق المالي، ولإدراج الأوراق المالية والشركات أهمية كبيرة إذ تمكن المستثمرين من الحصول على رؤية واضحة وحقيقية عن المركز المالي والاقتصادي للجهة المصدرة للأوراق المالية من خلال الإطلاع على المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المساهمة الخاصة التي قامت بإصدار هذه الأوراق، وهنا لا بد من الإشارة إلى أن الإدراج لا ينطبق فقط على الشركات الحديثة النشأة التي لم تدرج سابقاً، وإنما ينطبق على الشركات المدرجة في السوق النظامي وهناك نوعين من الإدراج للسوق الموازي الأول ادراج الأوراق المالية والثاني إدراج الشركات. حيث فرضت القوانين والأنظمة المنظمة لأسواق الأوراق المالية العديد من الشروط التي يجب توافرها سواء اكان في الجهة المصدرة لهذه الأوراق، وكذلك في الأوراق التي ترغب بقيدها أم إدراجها. ومن جانب آخر ادراج الشركات في هذا السوق قد لا يدوم مما يترتب عليه صعودها إلى السوق النظامي، كما إنّ حركة التداول في السوق الثاني شأنها شأن بقية الأسواق المالية لا بد وأن يخضع لمستوى من الرقابة عليها فهي بطبيعة الحال جزء من سوق الأوراق المالية.

بناءً على ذلك قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: الإدراج والشطب في السوق الثاني.

المبحث الثاني: آلية النزول والصعود والرقابة في السوق الثاني.

المبحث الأول

الإدراج والشطب في السوق الثاني

يُعد إدراج الشركة أحد الشروط التي نص عليها قانون الأوراق المالية والتعليمات الصادرة حوله، لتصبح الورقة المالية قابلة للتداول في السوق المالي، لذلك لا يتم تداول الأوراق المالية في السوق المالي إلا بعد إدراج الأوراق المالية لدى السوق، وان كانت هناك بعض الاستثناءات على ذلك، الأمر الذي يتطلب تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول يتناول المقصود بالإدراج في السوق الثاني، والمطلب الثاني يتناول الشطب وآلية التسوية والمقاصة.

المطلب الأول

مفهوم الإدراج في السوق الثاني

لبيان المقصود بالإدراج في السوق الثاني، سنتناول في هذا المطلب معنى الإدراج في المفهوم الاصطلاحي وموقف المشرعين الأمريكي والسوري والسعودي والسوداني والعراقي منه، ومعرفة شروطه، فإن ذلك يتطلب تقسيمه إلى فرعين: الأول يتناول معنى الإدراج وشروطه، أما الفرع الثاني سنبحث فيه إجراءات الإدراج ومزاياه وفق المساقات الآتية:

الفرع الأول

التعريف بالإدراج وشروطه

يحقق الإدراج للشركات مزايا مهمة؛ إذ إنه يعتبر عامل ونقطة جذب للمستثمرين حيث يمثل ادراج الشركة دعاية مجانية ذات طابع تنافسي ايجابي كبير للمصدر وسبب ذلك لكونه يجعلها في مرتبة الشركات ذات المراكز المالية القوية الامر الذي يؤدي وبلا شك إلى زيادة ثقة الجمهور باسم الشركات المدرجة في سوق المال، حيث ان هذا الادراج يساعد على توفر المعلومات عن الشركات، ومن ثم يتيح لهم امكانية مراقبة اسعار الاوراق المالية بشكل مستمر⁽¹⁾، وعليه ومن أجل الوقوف على معنى الادراج وشروطه بشيء من الدقة والوضوح سوف نقوم ببيان معنى الادراج وشروطه، وذلك كما يلي:

أولاً- الإدراج

إدراج أو ايداع الأوراق المالية هو نظام يهدف إلى جمع الأوراق المالية وحفظها مركزياً لدى جهة واحدة، هي عادة إدارة تابعة لسوق الأوراق المالية، وتوكل في بعض الدول إلى شركات متخصصة في هذا الإدراج، وبعد هذه المرحلة يتم التعامل مع الأوراق المالية المدرجة عبر قيود دفترية، إذ يتم لدى الجهة المقيد لديها تلك الأوراق فتح حساب لكل مستثمر بعدد ما يملك من أوراق مالية، وعندما يقوم المستثمر بإصدار أمر لوسيطه المالي ببيع بعض الأوراق المالية التي يملكها، فإن ذلك يتم بواسطة النقل من رصيد حساب ذلك المستثمر إلى رصيد حساب المشتري، من خلال حسابات شركات الوساطة المالية، من دون أن تتم عملية تسليم وتسلم للصكوك التي تمثل

¹ () طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في اسواق المال وفقاً للنظام السعودي، ط1، المركز القومي للاصدارات القانونية، السعودية، 2015، ص46.

الأوراق المالية محل عملية التداول⁽¹⁾. أما بالنسبة إلى الإدراج في أسواق المال فإنه سيحقق للشركة جملة من الفوائد أهمها: تمكين المساهمين من تداول أسهمهم بالسوق في حالة الرغبة في تسيلها، أو شراء المزيد منها ويتيح للشركة فرصة الحصول على تمويل إضافي من خلال إصدار صكوك أو إنشاء صناديق استثمار يتم تداولها في السوق كونه لديه قدرة عالية لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم والصكوك الخاصة بالشركات المدرجة لجمهور المستثمرين مما يحفزهم للاستثمار في هذه الشركات. "ويعطى الإدراج في أسواق المال مؤشر للثقة بالشركة المدرجة ويمكنها من الترويج والدعاية عن نفسها وأنشطتها المختلفة، إذ أن الإدراج يعني استيفاء متطلبات الحوكمة والشفافية والضبط المؤسسي"⁽²⁾ ويتيح الإدراج للشركة فرص التملك والاندماج من خلال إجراءات منظمة منضبطة تحقق العدالة المطلوبة لكافة الأطراف. ومن خلال آليات التداول في السوق يتوفر التقييم العادل لأسعار أسهم وصكوك الشركات وفقاً لنظريات العرض والطلب التي تتوفر عبر منصات التداول. ويوفر مركز الإيداع خدمات حفظ أرصدة العملاء إلكترونياً مع تسجيل كافة الحركات التي تتم بجانب عمليات نقل الملكية والحجز والرهن بكل كفاءة ومهنية، مما يحفظ لكل الأطراف حقوقها بحيادية وأمانة⁽³⁾ وللإحاطة بالإدراج لا بد لنا من الوقوف على تعريفه من خلال ما يأتي:

1-تعريف الإدراج

لغةً: معنى الإدراج في اللغة الإدخال⁽⁴⁾.

اصطلاحاً: عرف الإدراج بأنه "قيد الشركة في البورصة وتسجيلها في جداول خاصة في البورصة حتى يمكن التعامل على أساسها بالبيع والشراء وغير ذلك في صور التعامل"⁽⁵⁾.

كما عرف الإدراج بأنه عبارة عن "العملية القانونية التي تنظم انضمام الشركات لأحدى البورصات، وقيد أوراقها المالية فيها، لتصبح محلاً للتعامل في البورصة"⁽⁶⁾.

(1) ينظر: عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2003، ص138.

(2) ينظر: حمدي شحده زعرب، الوجيز في أصول الفقه، ط7، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2006، ص2.

(3) ينظر: أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، مصدر سابق ذكره، ص32-33.

(4) الرازي، زين الدين (ت: 666هـ)، مختار الصحاح، تحقيق: يوسف الشيخ محمد، ط5، المكتبة العصرية الدار النموذجية، بيروت، لبنان، 1999، ص103.

(5) ينظر: حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، ط1، دار الكاتب العربي، 2006م، ص131.

(6) ينظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، دمشق، 2009م، ص324.

هناك من عرف القيد بأنه "إدراج الأوراق المالية بعد استيفائها للشروط القانونية في الجداول الخاصة ببورصة الأوراق المالية ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي يتطلبها القانون واللوائح التنفيذية والقرارات التي تصدرها الهيئة والخاضعة لرقابتها"⁽¹⁾.

على الصعيد التشريعي فقد ذهب المشرع السوري في تعريف الإدراج على أنه "قيد الورقة المالية في سجلات السوق بحيث تكون قابلة للتداول فيه"⁽²⁾.

أما بخصوص المشرع السعودي لم يعط تعريف واضح ومحدد للإدراج وإنما وضع له شروط وتعليمات خاصة به فقط، وبين بأنه بلغ مجموع الإدراجات في السوق الرئيسية والثانوية (262) شركة وورقة مالية وأدوات دين، حيث أدرجت (190) شركة في السوق الرئيسية وعشرة شركات في السوق و (62) إصدار الأدوات الدين بنهاية عام 2018م⁽³⁾.

أما المشرع السوداني فقد ذهب على خلاف المشرع السعودي إذ أنه عرف الإدراج في قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفصل الأول وفق المادة (4) لسنة (2016) بأنه "تسجيل الأوراق المالية المصدرة في جداول السوق المخصصة لتصبح قابلة للتداول وفقاً للشروط المحددة لذلك"⁽⁴⁾.

نلاحظ أن هناك تشابه بين القانون السوداني والقانون السوري من ناحية تعريف الإدراج وكلاهما قابلان للتداول ولكننا نجد أن المشرع السوداني قد أضاف تفصيل إلى التعريف من خلال تحديد الشروط التي يجب أن تتوافر حتى يخص التداول وهذا لم نجده في التشريع السوري.

أما المشرع العراقي فقد ذهب إلى تسمية الإدراج بالقيد، إذ لم يكن مصطلح القيد غريباً على المشرع العراقي إذ استخدمه في كثير من القوانين ذات العلاقة بقانون سوق الأوراق المالية، ومن هذه القوانين قانون الإثبات رقم (107) لسنة (1979م) حيث جاء النص فيه "لا تكون القيود الواردة في الدفاتر...."⁽⁵⁾ وكذلك عبارة "يجوز لمن كانت القيود المذكورة"⁽⁶⁾ وقد استخدم المشرع العراقي هذا المصطلح في قانون التجارة النافذ رقم (30) لسنة (1984) في الفصل الثالث منه حيث نص "تقيد في دفتر اليومية تفصيلاً...."⁽⁷⁾ وكذلك عبارة "يقيد

(1) ينظر: مصطفى منقذ يوسف، رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة دراسة قانونية مقارنة، ط1، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان، 2018م، ص120.

(2) ينظر: سوق الأوراق المالية الصادر بالمرسوم التشريعي رقم (55) لعام 2006 .

(3) دليل الإدراج 2019، السوق المالية السعودية، تداول، ص14.

(4) ينظر: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016.

(5) ينظر: المادة (28) الفقرة (أولاً) من قانون الإثبات العراقي رقم (107) لسنة 1979.

(6) ينظر المادة (30) من قانون الإثبات العراقي رقم (107) لسنة 1979.

(7) ينظر: المادة (13) من قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة 1984.

التاجر في آخر سنته المالية"، اما بالنسبة إلى قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) فقد جاء النص فيه "إذا قيد اسم شخص في سجل الأعضاء... قيد من يستحق العضوية..."⁽¹⁾.

وفي هذا المقام يلاحظ في المادة(17) أن هناك تناقض من قبل المشرع العراقي فيما يتعلق بتسمية الإدراج فتارة يطلق عليه تسمية القيد وتارة أخرى يطلق عليه الإيداع وسند ذلك هو المادة(17) التي نصت عليه⁽²⁾.

ينبغي على الجهة مصدرة الأوراق المالية، ولكي تتمكن من تداول أوراقها في سوق الأوراق المالية، أن تطلب من إدارة السوق المذكور قبول قيد أو إدراج تلك الأوراق، ومن ثم فإن القيد يمثل إعلاناً من إدارة السوق بقبول إدراج الأوراق المالية في جدول الأسعار الرسمي، وما يترتب على ذلك من آثار⁽³⁾.

يعنى القيد بأنه التسجيل والإدراج للورقة المالية في سجل التداول في سوق الأوراق المالية ويترتب عليها جواز التعامل بين المستثمرين والمدخرين على هذه الورقة المالية. وتأكيداً لهذا فقد ذهب جانب من الفقه إلى انه يقصد بقيد الأوراق المالية إدراجها في الجداول الخاصة بسوق الأوراق المالية ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال والبورصة، ويتم قيد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بناءً على طلب من الشركة المصدرة لهذه الأوراق ويتوقف قبول أو شطب القيد على إدارة سوق الأوراق المالية مع مراعاة القواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال⁽⁴⁾.

من خلال ما تقدم نرى بأن الإدراج هو نظام يهدف إلى جمع الأوراق المالية وحفظها مركزياً لدى جهة معينة تابعة للسوق المالي وتوكل في بعض الدول إلى شركات متخصصة بعملية الإدراج وفق أحكام وشروط ومعايير يتطلبها السوق المالي وهيئة الأوراق المالية لتصبح تلك الأوراق قابلة للتداول في السوق المالي.

(1) ينظر: المادة (130) من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997.
(2) ينظر: المادة (17) من قاعدة التشريعات العراقية سلطة الائتلاف المؤقتة رقم(74) لسنة(2004) بأنه(الشركات المدرجة تعني الشركات التي تم ادراجها للتعامل في سوق السندات المجاز).
(3) ينظر: فاروق إبراهيم جاسم، الاطر القانونية لسوق الأوراق المالية دراسة في القانون العراقي والقوانين العربية، ط1، 2013م، ص67.
(4) ينظر: د. عصام أحمد البهجي، مصدر سابق ذكره، ص332-333، وينظر: د. طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص519.

ثانياً- شروط الإدراج

يشترط لإدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية أن تتم موافقة هيئة الأوراق المالية على ذلك الإدراج، حيث تقدم طلبات ادراج الأوراق المالية اليها، وفي الجهة العليا التي تشرف وتراقب أعمال سوق الأوراق المالية المرخصة في الدولة⁽¹⁾.

فرضت القوانين والأنظمة المنظمة لأسواق الأوراق المالية العديد من الشروط التي يجب توافرها سواء اكان في الجهة المصدرة لهذه الأوراق، أم في الأوراق التي ترغب ببيعها. فضلاً عن إلزام الجهة المذكورة باتباع إجراءات محددة لقيود أوراقها في سوق الأوراق المالية. ومن خلال ما تقدم فإننا سنقوم بدراسة شروط الإدراج عن جانبين من حيث الشروط التي يجب أن تتوافر في الشركات ومن جانب آخر الشروط التي يجب أن تتوافر في سوق الأوراق المالية التي يمكن أن يتم تداولها فيه، وكما يلي:

1- الشركات المراد إدراجها

تتشابه الشروط التي تفرضها القوانين محل المقارنة مع ما ذهب اليه المشرع العراقي باشتراط ضرورة تقديم طلب إلى سوق الاوراق المالية وان يكون هذا الطلب مقدم من شركة مساهمة عامة لكي تتمكن من قبول طلب ادراجها في السوق الثاني باستثناء المشرع السوري حيث انه لم يحدد وبشكل صريح في كونها شركة مساهمة من عدمه. ومن تلك الشروط ما تهتم بسمعة السوق والمستثمرين إذ ان القوانين محل المقارنة مع المشرع العراقي اشترطت على أن لا يقل المبلغ المدفوع عن نسبة معينة من رأس مال الشركة، فضلاً عن ذلك اشترط مضي مدة محددة على تأسيس الشركة ومزاولة نشاطها لكي تتمكن من قبول طلب ادراجها في السوق الثاني، سوف نقوم باستعراض النصوص القانونية للقوانين محل المقارنة مع عرض للنصوص القانونية التي تضمنتها تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في السوق الثاني، فبالنسبة للمشرع السوري فقد وضع شروط وقواعد للإدراج في السوق (الثانوي أ و ب) التي وضحتها المادة(4) من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية وتعديلاته رقم (505) لعام (2010) المعدل الصادر بناءً على أحكام القانون رقم (22) لسنة (2005) وعلى أحكام قانون سوق الأوراق المالية رقم (55) لسنة (2006) تتلخص بالتالي⁽²⁾:

أ- مضي سنة واحدة على الأقل من تاريخ بدء الانتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.

(1) ينظر: د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، مصدر سابق ذكره، ص101.

(2) المادة (4) مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية رقم (22) لعام (2005)

ب- أن لا يقل رأس مال الشركة عن مئة مليون ليرة سورية، أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.

ج- أن لا يقل عدد المساهمين عن مئة مساهم.

د- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (90%) من رأس المال المدفوع.

هـ- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرة بالمئة.

و- أن تكون البيانات المالية وتقاريرها السنوية عن آخر سنة، معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وأن لا يتضمن تقرير مفتش الحسابات عن آخر سنة أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة⁽¹⁾.

ومن شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الثاني السعودي، أصدرت هيئة السوق المالية السعودية قواعد ولوحات خاصة بالتسجيل والإدراج يجب الالتزام بها من قبل كافة الشركات التي تسعى للإدراج في تداول، وتتضمن هذه القواعد المتطلبات الرئيسية التي يحتاج المصدر إلى الالتزام بها قبل وبعد عملية الإدراج وهي⁽²⁾:

أ- يجب أن تكون الشركة شركة مساهمة سعودية ما عدى الحالات التي تنطبق فيها أحكام المادة(14) من قواعد الإدراج.

ب- أن تكون الشركة مارست نشاطاً رئيسياً لمدة (3) سنوات على الأقل تحت إدارة لم تتغير في مجملها تغييراً جوهرياً.

ت- ألا يقل عدد المساهمين عن (200) مساهم.

ث- تملك قوائم مالية مدققة لثلاث سنوات على أن تكون الفترة الأخيرة فيها أقل من (6) أشهر على الأقل من تاريخ اعتماد نشرة الإصدار الخاصة بالشركة؛ وتتمتع بأداء مالي قوي.

ج- أن تمتلك الشركة فريق إدارة على قدر ملائم من الخبرة.

ح- يجب أن لا تكون الشركة قد نفذت إعادة هيكلة مالية معينة خلال السنة الأخيرة.

(1) وفي القانون اللبناني جاء في المادة(48) شروط الإدراج وموجبات الهيئة المدرجة حيث نصا بأنه " لا تدرج الأدوات المالية في البورصة إلا بموافقة هيئة الأسواق"، ويعد تحديد شروط الإدراج وموجبات المصدر بموجب الأنظمة الخاصة التي تتضمن على= سبيل المثال لا الحصر بالنسبة لشروط الإدراج: 1-الالتزامات المستمرة الملقاة على عاتق مصدري الأوراق المالية.2- التنفيذ الإلزامي للأنظمة. ينظر: قانون شروط الإدراج اللبناني وموجبات الهيئات المدرجة رقم 161 تاريخ 2011/8/17م.

(2) النظام الأساسي لشركة السوق المالية السعودية (تداول) المادة رقم 16 متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut> تاريخ الاطلاع 2021/7/5م.

خ- يجب أن يكون بحوزة الشركة رأس مال عامل كاف للعام القادم.

د- يجب أن لا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة للأسهم المدرجة عن (100) مليون ريال سعودي.

وحدد المشرع السوداني الشروط المطلوبة لإدراج أسهم الشركات للتداول في السوق (الثاني) وتتمثل هذه الشروط في(1):

أ- أن تكون شركة مساهمة عامة سودانية: أن يقسم فيها رأس المال إلى أسهم تكون متساوية القيمة ويكون لكل شريك عدداً من الأسهم.

ب- أن يكون رأسمال الشركة وفقاً لما يحدده قانون الشركات.

ت- أن يكون قد مضى عام على تأسيس الشركة وأصدرت ميزانية مراجعة.

ث- أن يكون مدفوعاً (25%) على الأقل من قيمة السهم.

ج- أن تقدم الشركة تقرير نصف سنوي عن الموقف المالي للشركة بتوقيع المدير العام ورئيس قسم الحسابات وميزانية سنوية مراجعة ومختومة بواسطة مراجع قانوني وتلتزم الشركة بنشرها في الصحف اليومية ولمدة يومين على الأقل.

ح- إذا كانت إحدى الشركات المدرجة أصلاً في السوق النظامي وانطبقت عليها شروط انتقال الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني وهذه الشروط هي:

- انخفاض حقوق المساهمين في الشركة إلى ما دون رأس المال المدفوع.

- إذا أظهرت الحسابات الختامية للشركة خسارة لمدة سنتين متتاليتين مهما بلغت قيمة هذه الخسارة.

- انخفاض عدد حملة الأسهم عن 100 مساهم.

- لم يتم تداول أسهمها في السوق النظامية لمدة ستة أشهر.

خ- يقدم طلب الإدراج إلى إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومرفق معه المستندات التالية:

- نسخة من عقد التأسيس والنظام الداخلي للشركة(اللائحة).

- كشف بأسماء المساهمين في الشركة وعدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم.

- كشف بأسماء أعضاء مجلس الإدارة وعدد الأسهم التي يمتلكها كلٍ منهم.
- أسماء الأشخاص المفوضين بالتوقيع نيابة عن الشركة ونماذج من توقيعاتهم المعتمدة.
- البيانات المالية الخاصة بإيرادات ومصاريف التأسيس (الميزانية الافتتاحية).
- محضر اجتماع الجمعية العمومية التأسيسي معتمدة من رئيس المجلس و(2) من أعضائه.
- تعهد مكتوب بالالتزام بالأحكام والنظم والتعليمات.

أما بالنسبة إلى شروط الإدراج في السوق الثاني العراقي فقد حددها المشرع العراقي في المادة (2) من تعليمات (15) الشروط المطلوبة لإدراج الأوراق المالية في السوق الثاني وهي على النحو الآتي(1):

أ- تقدم الشركة طلب إدراج إلى سوق الأوراق المالية موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض ويرفق بالطلب شهادة وعقد التأسيس مصدقة من دائرة تسجيل الشركات ويؤكد فيه عملها وقبولها بشروط الإدراج المعتمدة من السوق والهيئة.

برأينا ندعو المشرع العراقي إلى الأخذ بالقيود الإجباري، لكونه يوسع من نشاط عمل السوق بصورة عامة وذلك من خلال دخول الشركات المساهمة إلى السوق لتداول أوراقها، ومن أجل بسط رقابة الهيئة على الشركات المدرجة في السوق.

ب- أن تكون شركة مساهمة قد مضى على مزاوتها لنشاطها فترة لا تقل عن سنة، وأن تكون قد أصدرت بيانات مالية سنوية واحدة على الأقل مدققة من قبل مراقب حسابات مستقل.

ت- البيانات المالية للشركة تتضمن ما يلي:

أولاً: البيانات المالية السنوية للسنة السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج مشفوعاً بتقرير كل من مجلس الإدارة ومراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق وتتضمن: (الميزانية العامة، حسابات الأرباح والخسائر، كشف التدفقات النقدية، الإيضاحات الضرورية عن هذه البيانات).

ثانياً: البيانات المالية الفصلية التي تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الفصل الأخير الذي يسبق تاريخ ذلك الطلب مقارنة مع فترة المقابلة لها في السنة السابقة وتتضمن (الميزانية العامة، حسابات الأرباح والخسائر، كشف التدفقات النقدية).

ثالثاً: لا تقل حقوق الملكية عن (50%) من رأس المال.

رابعاً: موافقة مجلس إدارة الشركة على طلب الإدراج في السوق الثاني معززة بقرار الهيئة العامة بطلب الإدراج، وفي حالة عدم حصول موافقة الهيئة العامة تدرج الشركة بشرط أن يعرض الموضوع على أول اجتماع للهيئة العامة يلي تاريخ الإدراج وتقدم موافقة الهيئة العامة إلى الهيئة والسوق وبخلافه تشطب الشركة من الإدراج.

خامساً: تقدم الشركة تأييداً بالتقييدات القانونية على نقل ملكية الأوراق المالية موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض للشركة.

سادساً: أن تقوم الشركة بإيداع أسهمها في مركز الإيداع وتتعهد بالموافقة على شروط الإيداع.

سابعاً: تسديد يدل الانتماءات والاشتراكات السنوية المقررة.

ثامناً: أن تكون المدة التي يجب على الشركة الالتزام بها واكمال متطلبات الإدراج خلالها وهي (60) يوم من تاريخ اخطار الشركة بالموافقة على الادراج وبعبكسه تعتبر الموافقة ملغاة⁽¹⁾.

2- الشروط المتعلقة بالأوراق المالية المراد إدراجها

يشترط لإدراج الأوراق المالية أن تتم بموافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على ذلك الإدراج، حيث تقدم طلبات إدراج الأوراق المالية إليها وهي الجهة العليا التي تشرف وتراقب أعمال سوق الأوراق المالية المرخصة في الدولة. حيث تضع أسواق الأوراق المالية عادة شروطاً لتسجيل الأسهم التي تصدر عن الشركات المختلفة؛ وذلك من أجل السماح بتداول هذه الأوراق فيها وهناك متطلبات إدراج معينة يجب أن تتوافر في الشركات قبل أن يتم التسجيل تتعلق هذه المتطلبات بحجم الشركة وعمرها وسجل أرباحها وعدد الأسهم المتداولة فيها وقيمة هذه الأسهم وعندما تتوافر هذه المؤهلات في الشركة تقدم طلباً للجهة الرسمية المختصة لتسجيل أسهما في البورصة وعندئذ سيسمح لأسهمها أن تباع وتشتري داخل سوق الأوراق المالية⁽²⁾.

ابتداءً نلاحظ ان من اجراءات قيد أو ادراج الأوراق المالية في القانون الأمريكي فقد اشترطت المادة " (أ) من القسم(6)" من قانون الأوراق المالية لسنة (1933) تقديم طلب من الجهة المصدرة للأوراق المالية إلى لجنة الأوراق المالية والبورصات⁽³⁾.

(1) المادة(8/ أ) من تعليمات رقم(15).

(2) ينظر: د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مصدر سابق ذكره، ص91.

(1) Article (a/ Section 4) Securities Exchange U. S. Act, 1934 تتألف لجنة الأوراق المالية والبورصات بموجب قانون تداول الأوراق المالية الأمريكي لعام 1934 من خمسة أعضاء يتم تعيينهم بموافقة ومشورة مجلس الشيوخ الأمريكي.

أما شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الثاني السوري- ب) توفر الشروط الآتية⁽¹⁾:

أ- يشترط أن تكون الشركة قد استكملت إجراءات شهرها.

ب- أن لا يقل رأسمال الشركة عن خمسين مليون ليرة سورية، وأن يكون مدفوعاً بالكامل باستثناء حصة الدولة.

ت- أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن عشرين مساهماً.

ث- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن (75%) من رأسمالها المدفوع بالنسبة إلى الشركات المؤسسة بعد عام 2005. و 100% للشركات المؤسسة قبل عام 2005.

ج- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرة بالمئة.

ح- أن تكون البيانات المالية للشركة عن آخر سنة، معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وان لا يتضمن تقرير مفتش الحسابات أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.

وقد حدد المشرع السعودي الشروط العامة المطلوبة لإدراج الأوراق المالية، حيث نصت عليها المادة السادسة من قواعد الإدراج وهي كالآتي⁽²⁾:

أ- يشترط لقبول إدراج أوراق مالية أن يكون:

1- مستوفية للشروط النظامية في المملكة.

2- صادرة وفقاً للمتطلبات المنصوص عليها في النظام الأساسي للمصدر أو أي مستندات تأسيس أخرى، بحسب الحال.

3- قابلة لنقل الملكية والتداول، ويستثنى من ذلك القيود المشار إليها في الفقرة (ب) من هذه المادة.

ب- يجب أن تكون أي قيود على نقل ملكية الأوراق المالية موافقاً عليها من الهيئة عند الإدراج، ويجب تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لإتاحة التعامل في تلك الأوراق المالية بشفافية وعدالة.

(2) ينظر: المادة (5) من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية الصادر بالقرار رقم (505) بتاريخ 9/15/2010م المعدل، عدل مرات عديدة وآخرها القرار رقم (1041) لعام 2016.

(3) ينظر: المادة السادسة من قواعد الإدراج (تداول)، حسب قرار مجلس هيئة السوق المالية رقم (3-123-2017) بتاريخ (2017/12/27 م) المعدلة.

ج- يشترط في الأوراق المالية التي يقبل إدراجها أن تودع لدى المركز.

اما المشرع السوداني فقد أكد على ضرورة أن تطلب الشركات المساهمة العامة المؤسسة حديثاً من المجلس ادراج اوراقها المالية للتداول في السوق وذلك وفقاً لطلب ادراج تقدمه الشركة خلال مدة ثلاثة أشهر من تاريخ تسجيلها، وهذا ما تضمنته المادة (41) الفقرة (1) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 حيث نصت على انه (يجب على شركات المساهمة العامة المؤسسة حديثاً أن تطلب من المجلس ادراج أوراقها المالية للتداول في السوق وذلك بطلب للادراج يقدم بهذا الخصوص خلال مدة اقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ تسجيلها)⁽¹⁾. أما قانون سوق بغداد للأوراق المالية فيلاحظ بأنه يتطلب أن تقدم الشركة طلباً لتداول أسهمها وسنداتهما في السوق مرفقاً بالوثائق الآتية⁽²⁾:

1. شهادة تأسيس الشركة وعقدها وبيان الاكتتاب بأسهمها ومحضر اجتماع الهيئة العامة مصدقة من مسجل الشركات.

2. تقرير مفصل عن طبيعة نشاط الشركة وخططها المستقبلية.

3. مجموعة كاملة عن آخر بيانات وحسابات ختامية وميزانية عامة وتقرير مجلس الإدارة ومراقب الحسابات ومحضر اجتماع الهيئة العامة المتضمن المصادقة عليها.

نقترح على المشرع العراقي إضافة (فقرة) إلى المادة (الثانية) من تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط الإدراج في السوق الثانوي وهي فتح بوابة أو نافذة الكترونية خاصة بإدراج الشركات في السوق وذلك لمواكبة التطورات الحاصلة في الوطن العربي والعالم بشكل عام ومراعاة للظروف والأحداث الاستثنائية التي يمر بها العالم بشكل عام بسبب جائحة كورونا والتي أدت إلى وقف الحياة العملية على أرض الواقع والتحول إلى الوسائل الالكترونية والتواصل عبر الانترنت لكي يتم الاستمرار في العمل وعدم التوقف بسبب هذه الظروف الطارئة. حيث أن هذه البوابة أو النافذة سوف تسهل كثيراً على الشركات الراغبة بالأدراج في السوق الثانوي بإكمال إجراءات التقديم للسوق بالإضافة إلى توفير الوقت والجهد والمصاريف التي تتكبدها الشركات في الظروف العادية لغرض القيام بإجراءات الإدراج في السوق.

الفرع الثاني

(1) ينظر: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(2) ينظر: المادة (الثانية) من النظام الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية.

مزايا الإدراج في السوق الثاني

من مزايا الإدراج نلاحظ تحقق الشركات التي تدرج أسهما في الأسواق المالية مزايا عديدة للشركة المصدرة والمستثمرة على السواء منها(1):

1. توفر للمستثمرين معلومات كثيرة عن مدى قوة الشركة ومركزها المالي فضلاً عن السيولة في تداول أسهمها ويؤدي هذا بدوره إلى زيادة ثقة المستثمرين بهذه الشركات ومن ثم إلى قبول عائد فتحقق من الاستثمار في أسهمها.

2. إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى نقود وبالعكس بسرعة من خلال معرفة المستثمر لأسعار الأوراق المالية بصورة مستمرة.

في هذا الصدد ان لإدراج الشركات في السوق الثاني مزايا عديدة ومن أهمها الآتي(2):

1- **تعزيز هوية الشركة:** يوفر الإدراج ميزة تسليط الضوء على نشاط الشركة وأدائها وذلك من خلال التغطية الإعلامية وتوافر تقارير المحللين حولها، حيث انها تعتبر منصة تسويقية للشركة من خلال طرحها وإدراجها في السوق الثاني، حيث أن لكافة المتعاملين في السوق الثاني التعرف على الخدمات التي تقدمها الشركات المدرجة في السوق، كما يساعد في تعزيز العلامة التجارية للشركة حيث تؤدي إلى جذب مستثمرين وعملاء وموردين جدد... وغير ذلك. فمن خلال التغطية الإعلامية للشركات الراغبة بإدراج أسهمها وتسليط الضوء عليها فإن ذلك سوف يؤدي وبكل تأكيد إلى تحفيز المواطنين للاستثمار في أسهم الشركات المدرجة حيث تشهد عمليات الاكتتاب نجاحاً لافتاً يجذب معه أعداد كبيرة من المساهمين الجدد وهما يرفع من مكاسب سوق الأوراق المالية ويدفعها إلى تحقيق أرباح مهمة سواء على مستوى أحجام التعاملات أم القيمة السوقية وكما أنها تتيح للمساهمين تنويع محفظتهم الاستثمارية عبر توزيع المخاطر وتحقيق أكبر قدر من الأرباح وعدم تعرضهم إلى خسارة حيث أن التنوع في الاستثمار يضمن تدفق العوائد المالية بانتظام للمساهمين(3).

2- **زيادة خيارات التمويل:** يعتبر الطرح والإدراج في السوق الثاني أحد الخيارات المتاحة للشركات الصغيرة والمتوسطة في تنويع مصادر التمويل والوصول إلى هيكل رأس مال ذو كفاءة من ناحية التكلفة والمخاطر المصاحبة، ويعزز الطرح والإدراج في السوق الثاني لأسهم الشركة الخيارات المتاحة أمامها للحصول على

(1) ينظر: د. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مصدر سبق ذكره، ص 91.

(2) ينظر: دليل الإدراج لعام 2019، المملكة العربية السعودية، ص 46-47.

(1) العربي الصامتي، ادراج شركات جديدة في البورصة يشجع المواطنين على الاستثمار، مقال منشور في مجلة الشرق القطرية، متاح على الموقع الالكتروني: m.al-sharq.com/artic تاريخ الزيارة 2021/10/5م.

السيولة؛ إذ أنّ الوصول إلى السوق المالية سيساعدها في تحقيق أهداف النمو الخاصة بها، إضافة إلى توفير خيارات تمويل مرنة. إذ ان الاستثمار في السوق الثاني يعتبر عامل جذب بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة حيث ان لهذه الشركات دوراً مهماً في دعم الاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية فإن هذه الشركات تقوم بالاستفادة من مزايا الإدراج في السوق الثاني الذي يتميز بمتطلبات ادراج أكثر مرونة مقارنة بالسوق النظامي سواء كان ذلك من حيث القيمة السوقية أو أعداد المساهمين ونسب الأسهم المطروحة وغيرها من متطلبات الإدراج التي تمتاز بالمرونة واليسر بالنسبة إلى الشركات المتوسطة والصغيرة⁽¹⁾.

3- **تعزيز استمرارية الشركة:** إن إنشاء كيان قانوني منفصل ومدرج في السوق يوفر الطمأنينة بشأن استمرارية الشركة على المدى البعيد، والمخاطر المرتبطة بالشركات العائلية. والمقصود هنا بالكيان القانوني المنفصل هو الفصل بينها وبين الفرد أو المالك بشكل قانوني، مثل الشركة ذات المسؤولية المحدودة أو شركة مساهمة.

4- **تعزيز مصداقية الشركة في السوق:** تعد الشفافية وتوافر المعلومات سمتان تتعلقان بالشركات المدرجة حيث تخضع تلك الشركات لإشراف هيئة السوق المالية وهو ما يقتضي نشر المعلومات بشكل دوري وفي أوقات محددة. ودليل ذلك ما ورد في القوانين محل المقارنة حيث ورد في المادة السابعة الفقرة (ي) من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية لسنة (2010) المعدل (الزام الشركات بضرورة تقديم أي معلومات أو بيانات أو وثائق أخرى يراها السوق ضرورية)⁽²⁾. وفيما يخص موقف القانون السعودي فنلاحظ أن ما ذهبت إليه المادة (29) من وسائل الإفصاح ومتطلباته الشكلية في الفقرة (أ) انه (... يجب أن يكون أي اشعار في السوق وأي افصاح للجمهور أن يقوم به المصدر باللغتين العربية والانكليزية وأن يكون من خلال النظام الآلي الذي تحدده السوق لهذا الغرض)⁽³⁾. حيث يهدف هذا الاجراء إلى تحسين سبل الإفصاح وتوفير الأدوات اللازمة من خلال تمكين المستثمرين للوصول إلى كافة المعلومات التي تساعدهم من أجل اتخاذ القرار المناسب لهم ولرفع مستوى الشفافية والإفصاح وتماشياً مع برنامج تطوير القطاع المالي والتي تتمثل أحد ركائزه الأساسية بإمكانية وصول المستثمرين إلى الإفصاحات المنشورة بكل سهولة أما تعريف المصدر فهو "الشخص الذي يصدر أوراقه المالية أو يعتزم اصدها" وذلك ما ورد في المادة (الأولى) من الفصل الأول الخاص بالنظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم(م/30) بتاريخ 31

(2) نبذة عن السوق نمو، تقرير منشور على الموقع الرسمي لشركة الانماء للاستثمار شركة مساهمة سعودية مغلقة، الموقع الإلكتروني: <http://www.alinmainvestment.com> تاريخ الزيارة 2021/10/5م.

(3) المادة (7) الفقرة (ي) من نظام قواعد وشروط الإدراج في السوق السوري لسنة (2010).

(1) ينظر: قواعد الإدراج الصادرة عن شركة السوق المالية السعودية تداول الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم(3)/123/ بتاريخ 2017/12/27.

2003/7/2003⁽¹⁾. أما بخصوص القانون السوداني نصت المادة(44) انه يجب على المصدر مد السلطة بالمعلومات والبيانات التي تطلب الافصاح عنها، وذلك وفقاً لما تحدده اللوائح، أما المادة (45) الفقرة(1) نصت على أنه يجب على المصدر ابلاغ السلطة كتابة بأي قرارات يتخذها مجلس ادارته، أو أي معلومات عنه من شأنها التأثير على أسعار أوراقه المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً، ونصت الفقرة (2) يجوز للسلطة أن تطلب من المصدر نشر أي معلومات ايضاحية حول أوضاع أوراقه المالية، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين وذلك على نفقته⁽²⁾.

أما فيما يخص القانون العراقي فقد ورد في المادة (السادسة) من تعليمات رقم(15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق (الثاني) حيث نصت المادة (السادسة) (متطلبات الافصاح المقدمة من قبل الشركات المدرجة في السوق الثاني) أ-تقديم بيانات مالية سنوية مدققة من مراقب حسابات مخول قانوناً إلى الهيئة والسوق ونشرها خلال فترة (150) يوم من انتهاء السنة ب- تقديم ونشر بيانات مالية فصلية كل ثلاثة أشهر إلى الهيئة والسوق ج- الافصاح عن الأحداث الجوهرية التي تؤثر على أداء ونشاط وملكية واستمرار الشركة والتي يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق.

5- **توسيع قاعدة المستثمرين وفرصة الدخول في أسواق جديدة:** يتيح فرصة للشركات لتنويع قاعدة المستثمرين وذلك بدخول مستثمرين كمؤسسات وأفراد من ذوي الخبرة والذين قد يسهمون في تطوير أعمال الشركة؛ كما أن اتاحة الفرصة للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في السوق الثاني قد يفتح أبواباً للتوسع في أسواق أجنبية؛ والسبب في ذلك يتمثل بأن السوق الثاني يسمح للمستثمرين الأجانب بالدخول في هذه الأسواق للاستثمار وفق شروط خاصة بهم، وبخصوص ذلك ندعو كل من القوانين محل المقارنة (القانون الأمريكي، السوري، السعودي، السوداني، والعراقي) بالإضافة إلى ذلك نقترح على المشرع الأمريكي والعراقي الحدو بما ذهبت إليه السعودية حيث إنها كانت التجربة الأكثر وضوحاً بإصدارها دليل استرشادي لاستثمار الأجانب غير المقيمين في السوق الثاني ففي المادة (2) منها حددت الفئات الأجانب غير المقيمين المسموح لهم في الاستثمار في السوق الثاني ومن هذه الفئات 1- مستثمر أجنبي مؤهل وفقاً للقواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة 2- مستفيد نهائي في اتفاقية مبادلة مبرمة مع شخص مرخص له 3- شخص اعتباري يجوز له فتح حساب استثماري في المملكة وحساب لدى مركز

(2) ينظر: قواعد الادراج الصادرة عن شركة السوق المالية السعودية تداول الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم(3)/123/ بتاريخ 2017/12/27 .
(3) ينظر: قانون سلطة تنظيم أسواق المال السوداني لسنة 2016، ص21.

الإيداع على أن يكون مرخصاً له أو مؤسساً في دولة تطبق معايير تنظيمية ورقابية مماثلة للمعايير التي تطبقها الهيئة أو مقبولة لديها... "4- شخص طبيعي يحمل جنسية إحدى الدول التي تطبق معايير تنظيمية ورقابية مماثلة للمعايير التي تطبقها الهيئة أو مقبولة لديها...." (1).

6- **توفير السيولة المباشرة للمساهمين:** يعتبر الاستثمار في شركة مدرجة أحد أشكال الاستثمار الأكثر جاذبية بسبب سهولة قيام المستثمرين لبيع الأسهم وشرائها في السوق المالية بشكل فوري. باعتبار أن هذا السوق هو سوق لتداول الأوراق المالية المتمثلة بالأسهم والسندات ومن ثم يستطيع المستثمرين بيع وشراء الورقة المالية بكل سهولة. فهذه الأسواق الثانوية تنتقل فيها الأموال من الأفراد إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات فهي تعتبر سوق لتداول الأوراق المالية (2).

7- **سهولة المقارنة والتحليل:** يعطي مؤشر السوق الثاني ومعلومات الشركات المشاركة في السوق قدرة إضافية للمحللين الماليين في فهم البيانات واتخاذ القرارات بشكل أكثر كفاءة، من ناحية فهم الدورات الاقتصادية وتقييم الشركات المشابهة. إذ يستطيع المحللين الماليين فهم البيانات المالية عبر ما يتم عرضه بشاشات العرض الخاصة بعرض حركة الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية إذ تعطي صورة واضحة عن حركة التداولات وقيمة أسهم كل شركة، حيث إن شاشات عرض الأسهم أو سوق الأوراق المالية تمكنها من متابعة أخبار ومستجدات الشركات اليومية كما أن مشاهدة تذبذبات المؤشرات والأسعار صعوداً وهبوطاً (3).

المطلب الثاني

شطب الإدراج

تفقد الشركة مزاياها بمجرد شطبها من سوق الأوراق المالية، في حالات بينها التشريعات البعض منها يتعلق بخطأ من قبل الشركة في حين يتعلق البعض الآخر بعدم رغبتها في الاستمرار وبالتالي سوف تنقطع صلتها بسوق الأوراق المالية، وليبيان الشطب وآلية التسوية والمقاصة، لا بد من تقسيم هذا المطلب إلى فرعين: الأول شطب الإدراج من السوق الثاني، والثاني آلية المقاصة والتسوية في السوق الثاني.

(1) ينظر: الدليل الاسترشادي لاستثمار الأجانب غير المقيمين في السوق الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم (4)/95/2017 الموافق عليها في 16/10/2017 المعدل، ص2.

(2) ينظر: د. أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مصدر سابق ذكره، ص158.

(3) عبد العزيز حمود الصعيدي، كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، 2005، ص72.

الفرع الأول

شطب الإدراج من السوق الثاني

لغرض الإحاطة بموضوع شطب الإدراج من السوق الثاني لا بد من تناول موضوع شطب الإدراج في فقرتين الأولى نتناول فيها شطب إدراج الشركات وبيان تعريف الشطب والطرق التي يتم فيها شطب إدراج الشركة من السوق الثاني والفقرة الثانية نتناول فيها الجهات المشمولة بالشطب.

أولاً: شطب إدراج الشركات

الشطب هو "الغاء قيد الأوراق المالية للشركة من جداول السوق بسبب مخالفة الشركة لأحكام القانون والأنظمة والتعليمات بناءً على قرار صادر من السلطة المختصة"⁽¹⁾.

يعد الشطب كذلك "فقدان الورقة المالية لأحد شروط قيدها في السوق والتي على أساسها تم قبولها"⁽²⁾.

بالرجوع إلى تعليمات القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004م)، تبين لنا أنه التعليمات تخلص من تعريف شطب الشركات المدرجة، إلا أنه وبعد الإطلاع على تعليمات رقم (3)⁽³⁾ إيقاف تداول وشطب الشركات في سوق الأوراق المالية، والتعليمات المحدثة لسنة 2015م، يمكن أن نستنتج منها أن الشطب هو (الغاء إدراج الشركة من سوق الأوراق المالية)، والذي يترتب عليه الغاء قيد الأوراق المالية للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، ويلاحظ بأن شطب إدراج الشركة في السوق الثاني العراقي يتم بطريقتين إلا ان الجهة المسؤولة عن الشطب هي جهة واحدة وهذا ما أوضحته المادة(12) في تعليمات رقم(15) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق الثاني العراقي. والجهة المسؤولة على الشطب هو المجلس وضحت المادة (12) من التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية لعام 2015 بأنه "المسؤول قانوناً عن إدارة السوق" ويتم الشطب بحالتين الحالة الأولى من قبل المجلس والحالة الثانية الشطب من قبل جهات أخرى.

ثانياً- الجهة المخولة بالشطب

(1) ينظر: مصطفى منقذ يوسف، رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة-دراسة قانونية مقارنة، مصدر سابق ذكره، ص51.

(2) ينظر: مصطفى منقذ يوسف، المصدر السابق، ص152.

(3) تعليمات رقم (3) المادة(1) التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015، يتم إيقاف تداول أسهم الشركات في الحالات التالية:1- إذا فقدت الشركة شرطاً من شروط الإدراج الواردة في التعليمات الصادرة عن الهيئة،2- إذا أخلت الشركة بمستلزمات الإفصاح،3- إذا رأيت ضرورة ذلك لحماية المستثمر أو للمحافظة على سوق منتظم،4- إذا خالفت الشركة أي من قرارات أو تعليمات الهيئة أو السوق.

من أجل الوقوف على الجهات المسؤولة أو المخولة بشطب إدراج الشركات من السوق الثاني بشيء من الدقة والتفصيل، سوف نقوم ببيان هذه الجهات، وذلك كما يلي:

1- الشطب من قبل مجلس المحافظين:

ذكر المجلس في نظام قواعد وشروط الإدراج السوري وتعديلاته الصادر بقرار رقم (505) لسنة (2010) واتضح بأنه (مجلس إدارة السوق)، وأوضحت المادة (41) يتولى مجلس الإدارة معالجة الحالات غير المنصوص عليها في هذا النظام واتخاذ القرارات اللازمة بشأنها⁽¹⁾.

وفيما يتعلق بنظام السوق المالية السعودي عرف المجلس بأنه (هيئة السوق المالية) وأوضح في المادة (6) الفقرة (6) منه أنه يحق له إدراج أو الغاء أو تعليق إدراج أي ورقة مالية سعودية متداولة في السوق لمصدر سعودي في سوق الأوراق المالية خارج المملكة⁽²⁾.

أما قانون سلطة تنظيم أسواق المال السوداني لسنة (2016) يقصد بالمجلس هو (مجلس إدارة السلطة) المنشأ بموجب أحكام المادة (7) الفقرة (1) والسلطة يقصد بها "سلطة تنظيم أسواق المال المنشأة بموجب أحكام المادة (4) الفقرة (1)"⁽³⁾، وفيما ورد في قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في المادة (64) لسنة (1994) وضع المجلس الشروط والأسس التي يتم بمقتضاها تداول الأوراق المالية وتحويل وانتقال ملكيتها وذلك في السوق الثانوية، بما في ذلك شروط إدراجها وإيقاف التعامل بأوراقها وشطبها من لوائح السوق⁽⁴⁾ ودليل ذلك ما ورد في الفصل الثاني عشر من سلطة إصدار اللوائح والقواعد والأوامر المادة (70) الفقرة (أ) يجوز للمجلس إدراج الأوراق المالية وإيقاف التعامل فيها وشطبها.

بالرجوع إلى القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية الصادر بأمر سلطة الائتلاف المؤقتة رقم (74) لسنة 2004 الذي نص في المادة (5/ من القسم (1)) فيه المجلس هو "مجلس المحافظين لسوق الأوراق المالية" أو المحافظين الذين يشغلون مقاعد في المجلس.

أما تعليمات رقم (15) المتعلقة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق الثاني فقد نصت في المادة (7) تشطب الشركة بقرار من مجلس المحافظين في الحالات الآتية:

- (1) ينظر: نظام قواعد وشروط الإدراج وتعديلاته الصادر بقرار رقم (505) لسنة (2010)
- (2) ينظر: نظام السوق المالية السعودي، المادة (6) الفقرة (6) لعام 2003م.
- (3) ينظر: قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 الفصل الأول الأحكام التمهيدية.
- (4) ينظر: المادة (64) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

أ- عدم التزامها بشروط استمرار الإدراج: ففي حالة عدم التزام الشركة بهذه الشروط سوف يتم شطبها في السوق الثاني من قبل المجلس.

ب- عدم تداول أسهمها لمدة سنة من دون سبب مبرر: في حال إذا لم تقم الشركة بتداول أسهمها في السوق الثانوي مدة سنة من دون عذر مشروع بعدم تداول أسهمها. أما إذا كانت هذه المدة متقطعة لم تكن مدة سنة كاملة متصلة وكانت لديها عذر مشروع في عدم تداول أسهمها يعتبر استثناء. فضلاً عن ذلك يورد تساؤل وهو إن هذه المادة لم توضح ان هذه السنة هل هي سنة متصلة أم سنة منفصلة ومن ثم نقترح على المشرع أن يقوم بالتأكيد على انها سنة ومن ثم نقترح على المشرع إضافة كلمة إلى هذه الفقرة بأنها مدة سنة متصلة.

ت- عند صدور قرار بتصفيته أو دمجها: عند تحقق أي سبب من الأسباب التي تنقضي بها الشركة يجب بعدها القيام بتصفية الشركة كإجراء تالي لإنقضاء الشركة⁽¹⁾. والمقصود بالتصفية هي "إجراء العمليات الضرورية لتسوية ديون الشركة وتحويل ممتلكاتها إلى أموال نقدية، وتوزيع ما يتبقى منها على الشركاء بحسب أنصبتهم"⁽²⁾. وبخلاف ذلك تتم التصفية بقرار من المحكمة، وهو ما جاء في نص المادة (194) "تصفي الشركة البسيطة وفق ما هو منصوص في عقدها، وفي حالة عدم وجود نص بالطريقة التي يتفق عليها الشركاء بالإجماع وإلا بقرار من المحكمة" وعليه تكون التصفية:

1. أما بشروط يتضمنها عقد الشركة، يقتضي عند تحققها تصفية الشركة، كأن يتضمن العقد شرطاً بالتصفية عند خسارة الشركة (50%) أو أكثر من رأس المال، أو تصفية الشركة عند انسحاب مديرها.
2. قرار بإجماع الشركاء على التصفية، في حالة عدم وجود شروط في عقد الشركة على التصفية، ويجب أن يكون القرار بالإجماع.
3. بقرار من المحكمة ويصار اللجوء لذلك عندما لا يتحقق الإجماع المطلوب في الفقرة السابقة⁽³⁾.

نلاحظ في قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية: أنه في حالة الامتناع عن الإدراج يحق للمجلس فرض جزاء مالي على أي عضو يمتنع عن إدراج أوراقه المالية في السوق من دون سبب مشروع على أن يحدد المجلس ذلك الجزاء، وفي حالة الاستمرار في الامتناع عن الإدراج يفرض المجلس الجزاء المالي حسبما يراه مناسباً كل ستة

(1) ينظر: المادة (147) من قانون الشركات: 1- تنقضي الشركة في حالة عدم مباشرة الشركة نشاطها رغم مرور سنة على تأسيسها، دون عذر مشروع. 2- توقف الشركة عن ممارسة نشاطها مدة متصلة تزيد عن السنة دون عذر مشروع. 3- قرار الهيئة العامة بتصفيته.

(2) ينظر: لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية دراسة قانونية مقارنة، ط1، دار السنهوري، بغداد، 2015م، ص281.

(1) ينظر: لطيف جبر كوماني، المصدر سابق ذكره، ص129-130.

شهور⁽¹⁾.

أما الاندماج نوعان يقصد به "ضم شركتين أو أكثر قائمتين من قبل اما بإدماج أحدهما في الأخرى أو بتأليف شركة جديدة تندمج فيها الشركات القائمة"⁽²⁾.

هناك رأي آخر فقد ذهب في تحديد لمعنى الاندماج إلى القول بأنه "اتحاد الشركات ببعضها لتكوين شركة جديدة فقد تختلف في الاسم أو قد تتبنى اسم الشركة المندمج ولكن بتعديل عقدها بما ينسجم والوضع الجديد"⁽³⁾.

أفرد القانون السوري باباً لاندماج الشركات حيث جاء في المادة (218) ما يلي: للشركات أن تندمج في شركة أخرى سورية وفقاً للإجراءات الواردة في هذا الباب والمتعلقة بتعديل العقد أو النظام الأساسي، ويتم الدمج إما بأن تندمج شركة (الشركة المندمجة) بشركة أخرى (الشركة الدامجة) بحيث تنقضي الشركة المندمجة وتزول شخصيتها الاعتبارية وتبقى الشركة الدامجة وحدها القائمة بعد الدمج أو باندماج شركتين لتأسيس شركة جديدة تكون هي الشركة الناتجة عن الاندماج بحيث تنقضي الشركتان المندمجتان وتزول شخصيتهما الاعتبارية اعتباراً من تاريخ شهر الشركة الناتجة عن الدمج⁽⁴⁾.

عالج المشرع العراقي دمج الشركات في الفصل الثاني من قانون الشركات الجديد رقم (21) لسنة (1997) النافذ المفعول باعتباره سبباً من الأسباب التي تؤدي إلى انقضاء الشركات، إذ خصص له المواد (148-152)⁽⁵⁾ وعلى الرغم من أن قانون الشركات العراقي المذكور قد تضمن بعض الأحكام الخاصة بموضوع الاندماج إلا أنه لم يتطرق إلى تحديد معناه أو مفهومه.

لقد وضع المشرع العراقي الاندماج أو الدمج كما سماه المشرع العراقي في قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997 م المعدل وهو الذي قد يحصل بين الشركات الوطنية وربما يحصل بين شركة وطنية وشركة تابعة أو وليدة لشركة قابضة، وهذا الأخير هو الاندماج الدولي، أما الاندماج الداخلي فهو الذي يحصل بين الشركات الوطنية نفسها، إذ للاندماج صورتان، محلياً أو دولياً، الصورة الأولى اتفاق بين شركتين أو أكثر مستقلة عن الأخرى قانوناً، على الاتحاد بينهما أو بينهما عن طريق الضم، فتزول الشركة المنضمة (المندمجة) وتنقضي شخصيتها

(2) ينظر المادة (42) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994 .

(3) ينظر: سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004م، ص 447.

(4) ينظر: د. خالد الشاوي، شرح قانون الشركات التجارية العراقية، ط1، ج1، القاهرة، 1987، ص 503.

(5) المرسوم التشريعي رقم (29) لعام (2011) في قانون الشركات السوري وفق المادة (218)

(6) ان الاندماج في القانون العراقي وفقاً لأحكام قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997)، يمكن أن يتحقق بين شركات القطاع الخاص وهي (الشركة المساهمة والمحدودة، والتضامنية، والبسيطة، والمشروع الفردي) وكذلك فيما بين الشركات العامة، والشركات المختلطة على حد سواء.

المعنوية وتبقى الشركة الدامجة. ففي هاتين الحالتين أنه إذا تم تصفية الشركة أو دمجها مع شركة أخرى ففي هذه الحالة سوف يتم شطبها من الإدراج في السوق الثانوي.

2- الشطب من قبل جهات أخرى:

تعد ظاهرة شطب الشركات من الأمور المهمة كآلية لضبط السوق والزام الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية للائتمان لقواعد وشروط الإدراج بالسوق وقانون الشركات المدرجة ليكون حافزاً أمام الشركات للحفاظ على بقائها داخل السوق، وعندما يكون للمساهمين دور في حياة الشركة وخاصة الأقلية منهم ضعيف بالمقارنة بحملة الأسهم الأكثر في رأس مال الشركة فقد حدا بالتشريعات المختلفة سن قوانين لمراقبة أعمال الشركة وحماية مصالحهم سواء أكان عن طريق مراقب الحسابات أو عن طريق مسجل الشركات. ومن هنا نطرح السؤال الآتي: هل يمكن أن تكن هناك جهات غير مجلس المحافظين ولجنة الانضباط لها القدرة على شطب الشركات من السوق الثاني كمراقب الحسابات ومسجل الشركات باعتبارها جهات رقابية؟ هذا ما سنوضحه فيما يأتي:

أ- الشطب من قبل مراقب الحسابات:

يقصد بمراقب الحسابات بأنه "ذلك الشخص الذي يعهد إليه بواسطة جماعة الشركاء بالقيام بأعمال المراقبة الداخلية على الشركة كمرجعة وفحص حسابات الشركة وميزانيتها، وحساب الأرباح والخسائر فيها، وأعمال مجلس الإدارة ومدى التزام أحكام القانون في كل ذلك، وبشكل يحقق مصالح الشركة والشركاء والمصلحة العامة"⁽¹⁾.

يعد مراقب الحسابات أمين الشركة وحارس القانون المالي فيها، فهو يمارس رقابة الأرقام إذ عهد إليه المشرع بالتحقق من سلامة الحسابات وانتظامها ومراقبة صحة البيانات والمعلومات التي تدلى بها إدارة الشركة الخاضعة لرقابته وكلفه بحماية المصالح المتعارضة المختلفة يستوي في ذلك مصالح أغلبية المساهمين وأقليتهم وحقوق العاملين ومصالح الغير والدولة، ومن ثم فيتولى مراقب الحسابات مهمته من تاريخ انعقاد الجمعية العامة⁽²⁾.

استوجب القانون السوري أن يكون لشركة المساهمة مفتش حسابات أو أكثر وخصهم بأحكام في المواد من(185) حتى (193) تتعلق بتعيينهم وعزلهم واختصاصاتهم ومسئوليتهم. ويتمثل جوهر مهمة مفتش

(1) ينظر: محمد فريد العربي، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، 2002، ص478.
(1) ينظر: د. سلامة عبد الصانع أمين علم الدين، دور الرقابة في حوكمة الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص267.

الحسابات (مراقب الحسابات) بشكل عام، في مراقبة سير أعمال الشركة وتدقيق حساباتها⁽¹⁾.

طبقاً لنص المادة (191) من قانون الشركات السوري يكون مدقق الحسابات مسؤولاً تجاه الشركة التي يقوم بتدقيق حساباتها وتجاه مساهميها عن تعويض الضرر الذي سببته الأخطاء التي ارتكبها في تنفيذ عملهم أو عدم قيامه بالواجبات التي تقع على عاتقه بموجب أحكام القانون أو النظام الأساسي للشركة⁽²⁾.

في حين نص النظام السعودي في قانون الشركات في المادتين (130) و(123) من مشرع نظام الشركات على أن يتولى مراقب الحسابات مهمة الرقابة على حسابات الشركة نيابة عن المساهمين شخص أو أكثر واشترط فيهم شروطاً معينة يهدف منها ضمان الكفاءة والنزاهة في شخص المراقبين.

يعرف مراقب الحسابات في المملكة العربية السعودية "بأنه ذلك الشخص الذي تعينه الجمعية العامة العادية من بين المراقبين المصرح لهم بالعمل في المملكة والذي يعهد إليه بالقيام بأعمال المراقبة الداخلية على الشركة من مراجعة وفحص حسابات الشركة وميزانيتها وحساب الأرباح والخسائر وأعمال مجلس الإدارة ومدى مراعاة أحكام النظام في ذلك"⁽³⁾.

يكون لشركة المساهمة مراقب حسابات أو أكثر ممن تتوفر فيهم الشروط المنصوص عليهم في المادة (130) من نظام الشركات السعودي. والجمعية العامة هي من تعين مراقب الحسابات وتقدر اتعابه ومدة عمله، والهدف من ذلك في ان الجمعية هي من يحدد أتعاب المراقب هو لتأكيد استقلال المراقب تجاه مجلس الإدارة وحتى لا يكون موضوع التقرير أداء ضغط من المجلس على المراقب لتقرير مخالفات الهدف منها مصلحة أعضاء المجلس وليس الصالح العام للشركة، ولا يجوز تفويض مجلس الإدارة في تعيين المراقب أو تحديد اتعابه دون تحديد حد أقصى⁽⁴⁾.

فيما يتعلق بمسؤولية مراقب الحسابات السوداني هو التحقق من تطبيق الإدارة للقواعد المحاسبية المتفق عليها والتحقق من مراعاة القوانين والأنظمة والعقود المنظمة للمنشأة⁽⁵⁾. وبالانتقال إلى موقف القانون العراقي نجد ان

(2) ينظر: د. جمال الدين مكناس، القانون التجاري (الشركات التجارية)، من منشورات الجامعة الافتراضية السورية، 2018، ص239.

(3) ينظر: د. جمال الدين مكناس، ص241. وينظر: المادة(191) ثانياً من المرسوم التشريعي لقانون الشركات السوري رقم 29 لعام 2011.

(4) ينظر: محمد عطا الله الناجم الماضي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة دراسة مقارنة، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012م، ص180.

(1) ينظر: سمحة القليوبي، الشركات التجارية، ط4، دار النهضة العربية، 2008م، ص1005، والمادة (130) من نظام الشركات السعودي، الفرع الثاني: مراقب الحسابات.

(2) ينظر: محمد عبدالحليم زعيتير، العلاقة بين الرقابة الشرعية والرقابة المالية في المؤسسات الإسلامية، ط1، المطبعة العسكرية، 1999، ص123.

المادة (136) من قانون الشركات العراقي رقم(21) لسنة 1997 قد نصت على انه مراقب الحسابات هو "الشخص الذي يدلي برأيه حول الحسابات الختامية للشركة المساهمة أمام هيئتها العامة". حيث أوجب المشرع العراقي على مراقب الحسابات في الشركة المساهمة أن يقدم تقريراً عن الحسابات الختامية للشركة وعليه أن يفصح عن رأيه فيما يتعلق بهذه التقارير أمام الهيئة العامة من خلال مدى سلامة حسابات الشركة ومدى التزامها بالأصول المحاسبية المعترف بها وبشكل خاص تلك المتعلقة بمسك الدفاتر التجارية والسجلات المحاسبية وعملية جرد الموجودات، ومدى تعبير هذه الحسابات عن المركز المالي للشركة عند نهاية السنة المالية ونتيجة أعمالها، ومدى تطابق هذه الحسابات مع أحكام القانون وعقد الشركة⁽¹⁾.

نستنتج من ذلك أن شطب الشركات ليست من مهمة مراقب الحسابات حيث لا يوجد نص صريح وواضح يعطي صلاحية لمراقب الحسابات بالشطب، إلا أنه في بعض الحالات التي تتعلق بتقديم بيانات عن طريق الغش والاحتيال من قبل الشركة بإمكان مراقب الحسابات إبداء رأيه في التقرير السنوي الذي يقدمه عند اجتماع (الجمعية) العمومية ووفقاً للمادة(127) من قانون الشركات العراقي رقم(21) لسنة (1997م) حيث ترسل إلى مسجل الشركات باعتباره الجهة المسؤولة قانوناً عن شطب الشركات نسخة من الدعوة الموجهة إلى المساهمين لحضور اجتماع الهيئة العمومية لمناقشة الحسابات الختامية للشركة ويلاحظ أن من جملة ما يرفق بالدعوة الموجهة إلى مراقب الحسابات بشأن حسابات الشركة الختامية. واستناداً إلى المادة (128) من قانون الشركات العراقي رقم(21) لسنة (1997) فإنه للمسجل حق طلب أي بيانات أو ايضاحات أو مستندات من قبل الشركة بغية تنفيذ واجباته بموجب هذا القانون. ومن هنا نلاحظ بأن مراقب الحسابات كشخص لا يستطيع شطب الشركة من السوق الثاني، وطبيعة عمل مراقب الحسابات وما يتطلبه من بذل العناية اللازمة بغية القيام بمهامه من حيث الرقابة والتدقيق قد تسهم بشكل أو بآخر بقرار تصفية الشركة وهو ما يؤدي بطبيعة الحال إلى شطبها من السجل.

ب- الشطب من قبل مسجل الشركات:

يعد المسجل الشخص الأول الذي يباشر الرقابة على تأسيس الشركات ذلك أن معظم التشريعات التي أخذت بالرقابة السابقة اشترطت أن يتم تقديم طلب تأسيس الشركة إلى المسجل⁽²⁾ ولم يرد تعريف لمسجل الشركات من قبل المشرع العراقي سوى بعض الأحكام الخاصة التي أوردها المشرع العراقي تبين عمله ومن تلك الأحكام

(3) ينظر: المادة(136) من قانون الشركات العراقي النافذ، والمادة (46) من قانون المصارف العراقي رقم(94) لسنة 2004م.
(1) ينظر: مؤيد أحمد محي الدين عبيدات، الرقابة الحكومية على تأسيس الشركات (دراسة مقارنة)، ط1، دار الحامد للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2008م، ص109.

أشارت اليها المادة (17) من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997 المعدل⁽¹⁾.

عند الرجوع إلى التعليمات رقم (3) لسنة (2011) المعدلة نلاحظ أن شطب أوراق أي شركة من سجلات السوق قد اشارت اليه المادتين (5 و 6) من هذه التعليمات وقد حددت المادة (الخامسة) الحالات التي يجوز فيها شطب أوراق شركة ما من سجلات السوق⁽²⁾, ولا نجد في هذه التعليمات اية اشارة إلى شطب أوراق الشركة من سجلات السوق بناءً على ارادة الشركة أو السوق من دون تحقق شرط من هذه الشروط وحتى المادة (السادسة) من هذه التعليمات عندما اجازت للشركة تقديم طلب لشطب اوراقها من سجلات السوق فلم تترك ذلك لمحض ارادة الشركة وانما هناك مجموعة من الشروط يجب تحقق احدها حتى يحق للشركة تقديم طلب الشطب. وبذلك يكون عقد قيد الاوراق المالية من العقود اللازمة.

من خلال المقابلة التي اجريت مع السيد معاون المدير العام لدائرة تسجيل الشركات الكائنة في بغداد وحيث أجاب عن بعض التساؤلات نذكر منها على تأكيده بأنه الجهة المسؤولة عن شطب الشركات العامة وان كانت حالات الشطب في الوقت الحاضر من القلة بسبب أن الدولة أصبحت جزءاً من تلك الشركات ومن ثم فإن إمكانية تصفيتها وشطبها يعتبر أمراً غير ممكن، وأضاف إلى أنه تقع على عاتق دائرة تسجيل الشركات شطب الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية فقط بحيث أنه غير مسؤول عن شطب الشركات المدرجة في السوق

(2) ينظر: المادة (17) من قانون الشركات رقم 21/1997/ المعدل لسنة 2004 نصت المادة أنه: يقدم طلب التأسيس إلى المسجل ويرفق به: أولاً: عقد الشركة، ثانياً: وثيقة اكتتاب مؤسسي الشركة المساهمة موقعة منهم، ثالثاً: شهادة من المصرف أو من المصارف تثبت ان رأس المال المطلوب في المادة (28) قد أودع، رابعاً: دراسة الجدوى الاقتصادية والفنية في الشركة المساهمة. (2) نصت المادة (5) من تعليمات شطب ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية رقم (3) لسنة 2011 المعدلة على ما يأتي: للهيئة صلاحية شطب اية شركة من الادراج في السوق في الحالات التالية:

- أ- اذا اتخذ قرارا بتصفية الشركة.
- ب- عند افلاس الشركة او اذا اتخذ قرارا بحل الشركة.
- ت- اذا تغير نشاط الشركة بشكل يؤثر على سعر اسهمها في السوق.
- ث- اذا تم دمج الشركة مع شركة او شركات اخرى بحيث ترتب على ذلك انتهاء الشخصية المعنوية للشركة .
- ج- اذا توقفت الشركة عن ممارسة نشاطها لمدة سنة كاملة.
- ح- اذا استمر توقف الشركة عن التداول لمدة ستة اشهر دون ان تتخذ الشركة اجراءات مناسبة لاستئناف التداول .
- خ- اذا رات الهيئة ان هناك مبررا لشطب ادراج الشركة من السوق.

نلاحظ من خلال نص هذه المادة ان السوق لا يستطيع شطب ادراج الاوراق المالية من سجلات السوق بناءً على ارادته المنفردة الا عند تحقق احدي هذه الحالات ولا بد من الاشارة الى ان هذه المادة قد اعطت صلاحية شطب اوراق شركة ما للهيئة وليس لادارة السوق وكما هو واضح ان الهيئة لم تكن طرفاً في عقد قيد الاوراق المالية على اعتبار ان قرار قبول طلب القيد او رفضه يصدر من قبل مجلس ادارة السوق وليس من قبل الهيئة ولذلك كان لا بد على المشرع ان يعطي صلاحية الشطب من سجلات السوق لمجلس ادارة السوق باعتبارها الجهة التي اصدرت قرار قبول طلب الادراج ومن المنطقي ان يكون قرار الشطب يصدر من قبله.

الثانوي العراقي، وأضاف أيضاً إلى أنه لم تحصل سابقة قضائية بشطب الشركة من السجل بناءً على قرار قضائي⁽¹⁾.

صفوة القول نلاحظ بأن الجهة المسؤولة عن شطب الشركات المدرجة في السوق الثانوي هو المجلس فقط وفق ما حددته تعليمات رقم(15) شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الثانوي. وأما مراقب الحسابات فقد يكون له دور بشكل أو بآخر بتصفية الشركة وهو يؤدي بطبيعة الحال إلى شكلها بشطبها بناءً على التقرير السنوي الذي يرفعه إلى الجمعية العمومية في اجتماعها السنوي.

فيما يتعلق بشطب القيد، فقد أشار القانون المؤقت صراحة إلى جواز شطب القيد من قبل الجهة المختصة في السوق أو من قبل الهيئة العراقية للأوراق المالية عند عدم التزام الجهة المصدرة للأوراق المالية بقواعد قانون الأوراق المالية أو قواعد السوق، إذ قرر القانون المذكور "السوق الأوراق المالية (أما استناد إلى أمر الهيئة أو قرار خاص بها) رفض سندات أية شركة عراقية من التعامل في السوق عندما لا يفي المصدر بالالتزام بقواعد السوق أو قانون الأوراق المالية، أو إذا لم تعد سنداتنا تفي بمتطلبات السوق المدرجة"⁽²⁾.

ج- الشطب من قبل لجنة الانضباط

لجنة الانضباط هي لجنة تأديبية تنظر في القضايا التي تعتبر مخالفة للنظام أو خارجة على القواعد⁽³⁾، ونلاحظ بأن من مهام هذه اللجنة في سوق الاوراق المالية سواء أكان ذلك في التشريعات محل المقارنة أم في التشريع العراقي توجيه عقوبة تأديبية للشركات المدرجة في السوق عند ارتكابها أحد المخالفات التي تؤدي إلى انتهاء عضويتها فيه الامر الذي يؤدي إلى شطبها، وهذا ما نلاحظه في القانون السوري ما ورد في الفصل (العاشر) المادة(67) في الفقرات الآتية:

الفقرة (أ) للمدير التنفيذي أن يشكل بموافقة مجلس الادارة لجنة للتحقيق في أي مخالفة لأنظمة السوق المدرجة في المادة(10- ب) من هذا المرسوم التشريعي منسوبة لأحد الأعضاء أو لأحد الأشخاص التابعين له.
الفقرة(ب) تشكل اللجنة المشار اليها في الفقرة(أ) من هذه المادة برئاسة قاضٍ يسميه وزير العدل وعضوية اثنين من موظفي السوق ذوي الاختصاص وأي شخص آخر من ذوي الخبرة.

(1) مقابلة شخصية اجريت مع السيد معاون مدير عام دائرة تسجيل الشركات في بغداد، بتاريخ 21/6/2021م.

(2) الفقرة (و) / 5م/ قسم (3) من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية رقم(47) لسنة2004.

(3) تعريف ومعنى لجنة الانضباط، موقع معاني، متاح على الموقع الالكتروني: www.almaany.com، تاريخ الزيارة 13-2021-10.

الفقرة (ج) للجنة دعوة أي من أعضاء مجلس إدارة العضو أو هيئة مديرية بحسب واقع الحال أو أي من موظفيه أو مستشاريه لسماع أقوالهم بشأن المخالفات المنسوبة للعضو.

الفقرة (د) تدون أقوال أي شخص أدلى بها أمام اللجنة في محضر، يوقع عليه رئيس وأعضاء اللجنة والشخص الذي تم التحقيق معه، يتضمن الأسئلة التي وجهت إليه وأجوبته عليها.

الفقرة (هـ) للجنة دعوة أي من موظفي السوق أو مستشاريه أو الخبراء أو أي شخص تراه مناسباً لحضور جلسات التحقيق دون أن يكون له الحق في التصويت على قرارات اللجنة.

الفقرة (و) للجنة أن تستخدم أيضاً أجهزة التسجيل المرئي والسمعي لغايات تدوين محاضر التحقيق.

الفقرة (ز) ترفع اللجنة تقريرها إلى المدير التنفيذي الذي يقوم بدوره برفعه إلى مجلس إدارة السوق متضمناً الاجراءات التي قامت بها والنتائج التي توصلت اليها.

كذلك ما جاء في المادة (68) من القانون اعلاه الفقرة (أ) حيث نصت على: ينظر مجلس الإدارة في تقرير لجنة التحقيق المرفوع له ويجوز له أن يعاقب بوحدة أو أكثر من العقوبات التأديبية الآتية:

- 1- التنبيه.
- 2- الإنذار.
- 3- فرض غرامة مالية لا تقل عن عشرة آلاف ليرة سورية ولا تتجاوز مليون ليرة سورية.
- 4- فرض قيود على نشاط أو أي من الأشخاص المرتبطين به للمدة التي يحددها مجلس الادارة.
- 5- انتهاء العضوية.

أما موقف المشرع السعودي فقد أعطى صلاحية تعليق أو الغاء تداول الورقة المالية إلى هيئة السوق المالي السعودي وذلك من خلال ما جاء في المادة (6) من الفصل الثاني الخاص بهيئة السوق المالي السعودي في الفقرة (أ) التي نصت على انه (أ- تتولى الهيئة صلاحية تنفيذ المهام المنصوص عليها في هذا النظام، وكذلك اللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه ويدخل في ذلك على سبيل المثال لا الحصر: 6- الموافقة على ادراج أو الغاء أو تعليق ادراج أي ورقة مالية سعودية متداولة في السوق لمصدر سعودي في أي سوق للأوراق المالية خارج المملكة) وما نصت عليه المادة (7) من النظام ذاته إذ ذهبت إلى منع أي أوراق مالية في السوق أو تعليق اصدارها، أو تداولها إذ رأت الهيئة ضرورة ذلك⁽¹⁾.

(1) المادة السادسة الفقرة (أ) 6و7 من نظام السوق المالية السعودي الفصل الثاني.

هناك بعض العقوبات التي تفرضها لجنة الانضباط كما وردت في الفصل العاشر من النظام المالي السعودي الخاص بالعقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات وفق المادة(59) الفقرة (أ) ذهبت الى أنه في حالة أي شخص قد ارتكب أو اشترك أو شرع في أعمال أو ممارسات تشكل مخالفة لأي من أحكام هذا النظام، أو اللوائح أو القواعد التي تصدر للهيئة، أو لوائح السوق أو مركز الإيداع أو المقاصة فإنه يحق للهيئة في هذه الحالات إقامة دعوى ضده أمام اللجنة لاستصدار قرار بالعقوبة المناسبة وهي تعليق تداول الورقة المالية⁽¹⁾.

أما موقف القانون السوداني في سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة (1994) الفصل الثامن الخاص بلجنة المحاسبة حيث نصت المادة (53) الفقرة (1) (أ) بأنه يشكل المجلس من بين أعضائه لجنة محاسبه تتألف من: أ- أحد أعضاء المجلس يعينه رئيس المجلس ب- المدير العام ج- المسجل التجاري العام د- عضوين آخرين ينتخبهما المجلس من بين أعضائه. كما ورد في المادة(54) حول مباشرة الصلاحيات تباشر لجنة المحاسبة صلاحياتها بناءً على شكوى من المجلس أو من المدير العام أو من أي شخص آخر ذي مصلحة. وفي المادة(55) من ضمن اختصاصات المجلس بأنه تختص لجنة المحاسبة بالفصل فيما ينسب للأعضاء والوكلاء وممثليهم من مخالفات لأحكام هذا القانون واللوائح والقواعد الصادرة بموجبه⁽²⁾.

لكن المشرع العراقي فقد أعطى قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم(24) لسنة(1991م) الملغى سلطة تقديرية للجنة انضباط السوق في إصدار قرار الشطب وذلك بنص المادة(38/ سابعاً) على أنه ((للجنة فرض أي من العقوبات الآتية... سابعاً/ شطب تسجيل الشركة ووقف التعامل بأوراقها.

بالرجوع إلى القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) في القسم الحادي عشر منه الخاص بالأموال الانضباطية المادة(5) الفقرة (ز) حيث أعطت هذه الفقرة صلاحية إلى لجنة إدارة الاعمال بالتحقيق في قضايا تخصصها، ويضاف فرض العقوبات من قبل اللجنة إلى قواعد السوق وتشمل تعرض: ز- (حظر السندات المالية للشركة من الدخول في التعامل في السوق)⁽³⁾. ويمكن أن نسجل على النص الملاحظات الآتية:

1- إنّ المشرع العراقي أعطى صلاحية شطب الشركة وبين الحالات في تعليمات (2015) المادة(7) من تعليمات رقم (3) المذكورة آنفاً.

2- ذكر المشرع العراقي مصطلح(رفض سندات أي شركة عراقية) ويؤخذ على هذا النص أنه تناول مصطلح

(2) هيئة السوق المالية نظام السوق المالية السعودي المادة(59) الفقرة(أ).

(3) سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة (1994) الفصل الثامن المادة (53).

(3) القسم(11) من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم(74) لسنة 2004، المادة (5) الفقرة (ز).

الرفض وهذا المصطلح غير مقبول لكون الرفض عادة يكون قبل قبول إدراج الورقة المالية في السوق، ولكن بعد قبول إدراج الورقة في السوق وتداولها لا يمكن أن يكون جزءاً من إخراج الشركة هو الرفض بل يكون شطب قيد أوراقها المالية من جداول السوق. فضلاً على ذلك أنه استعمل مصطلح (السندات) وهو يناقض الواقع العملي والذي تتداول به الأسهم المملوكة للشركات فقط⁽¹⁾.

الفرع الثاني

آلية المقاصة والتسوية في السوق الثاني

تعد المقاصة في السوق الثاني إحدى الخطوات أو الإجراءات اللازمة لتسوية سريعة وأمنة وفعالة لعمليات التداول، بتحديد لها لصافي حقوق والتزامات الأطراف المتقابلة في هذه العمليات، وفي معظم أسواق الأوراق المالية تتوسط جهة مركزية كطرف مقابل مركزي للقيام بها.

تتم على أثر كل عملية بيع أو شراء لأوراق مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية عمليات مقاصة وتسوية للحسابات المتبادلة لأطراف الصفقات التي تمت، وذلك لغرض تحديد حقوق والتزامات الوسطاء الماليين المفوضين من قبل الأطراف، وتسوية المراكز الناشئة عن عمليات التداول بين أطراف تلك الصفقات، ثم اتمام عملية نقل ملكية الأوراق التي تمت عليها الصفقات من حساب مستثمر لحساب مستثمر آخر⁽²⁾. حيث كان التعامل في الأوراق المالية قديماً يتم بين البائع والمشتري مباشرة، ثم أصبح الأمر يتم من خلال وسيط الأوراق المالية ويكون التسليم والتسلم فوري، وقد كان الوسطاء يقومون بتنفيذ الصفقات للعملاء وكانت الأخطاء واردة بصورة كبيرة. لذلك أنشئت في العقود الحديثة شركات المقاصة والتسوية في الأوراق المالية أو ما يسمى ببيوت المقاصة والتي تهدف إلى تحقيق كفاءة أكبر في تنفيذ الصفقات من خلال فحص ومراجعة العمليات للتأكد من مصداقية وسلامة الورقة المالية، إذ يمكن تبسيط عمليات التداول إلى حد كبير باستخدام بيت المقاصة والذي يشترك في عضويته عدد من شركات الوسطاء والمصارف والمؤسسات المالية. والعضو في هذا النظام يجري التسوية مع جهة واحدة وهي بيت المقاصة بدلاً من التسوية مع عدد كبير من الأطراف⁽³⁾.

عليه سنتناول الموضوع وفق الفقرات الآتية:

(1) ينظر: د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مصدر سابق ذكره، ص 63.
(2) ينظر: هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، مصدر سابق ذكره، ص 63.
(3) ينظر: عصام حنفي محمود، شركة الإيداع والقيد المركزي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2007م، ص 82.

أولاً- تعريف المقاصة

يقصد بالمقاصة "معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيداً للتسوية؛ أما التسوية فيقصد بها التحويل الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المئمن (أي توثيق نقل ملكية المئمن كالأوراق المالية) " من البائع إلى المشتري"⁽¹⁾.

عرفها القانون السوري وفق المادة (362) بأنها "الدين من طرق انقضاء الالتزام حين يصبح المدين دائناً لدائنه فيفتضي الدينين في الوقت نفسه بمقدار الأقل منهما ويظل المدين ملزماً بالوفاء بالجزء المتبقي من الدين بالطريق العادي"⁽²⁾. وتماشياً مع ما تم ذكره حيث نصت المادة (17) من القانون السوري أن ينشأ في السوق مركز يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية، يتبع سوق دمشق للأوراق المالية، ويقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها، لقاء بدلات يحددها نظام البدلات الذي سيصدر بهذا الشأن⁽³⁾.

نصت المادة (18) من القانون السوري بأنه يحدد نظام إجراءات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن صحة عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته، وللهيئة صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده، أو تعديلها أو إلغاؤها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسباً⁽⁴⁾.

أما القانون السعودي فقد عرف المقاصة بموجب القرار رقم (3-127 - 2019م) بأنها "عملية تحديد حقوق كل طرف والتزاماته الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية، بما في ذلك حساب صافي الالتزامات، وضمان وجود الأدوات المالية أو النقدية للحد من التعرضات الناشئة عن ذلك"⁽⁵⁾. ووضع شروط في تنفيذها ومنها تقديم الخدمات المطلوبة لمقاصة صفقات الأوراق المالية التي تتم في السوق أو خارج المنصة وفقاً لأحكام هذه اللائحة وجوز لمركز المقاصة بعد الحصول على موافقة الهيئة تقديم أي خدمات أخرى إلى أعضاء المقاصة،

(2) ينظر: محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي نظّمته كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1424هـ، ص7.

(3) المادة (362) من القانون المدني السوري رقم (84) لسنة 1949.

(4) ينظر: المادة (17) من قانون سوق الأوراق المالية السوري: المرسوم التشريعي رقم (55) للعام 2006، ص10.

(5) ينظر: المادة (18) من قانون سوق الأوراق المالية السوري: المرسوم التشريعي رقم (55) للعام 2006، ص10.

(1) ينظر: قانون هيئة السوق المالي السعودي بموجب القرار رقم (3-127 - 2019م)، ص8.

وكذلك اشترط على أن يحدد مركز المقاصة العمليات التي تنفذ من خلالها المقاصة ويجوز أن تشمل تلك العمليات على العرض المفتوح والاحلال⁽¹⁾.

أما المشرع السوداني فقد عرف عملية المقاصة "بأنها معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم التزامات من قبل (الدائن والمدين) وذلك تمهيداً لعملية التسوية والتي تعني الدفع الفعلي للنقود والتسلم الفعلي للورقة المالية، وهاتان العمليتان تتمان في آن واحد، وتتولى عملية التقاص شركة مختصة بهذا الشأن كما تتم في بعض البورصات من خلال بنك التسوية"⁽²⁾.

أما في اطار التشريع العراقي واننا نجد انه قد أورد تعريف المقاصة في نص المادة (408) حيث تقول: "المقاصة هي اسقاط دين مطلوب لشخص من غريمه في مقابلة دين مطلوب من ذلك الشخص لغريمه"⁽³⁾ ومن خلال هذا التعريف يتضح لنا أن المقاصة هي احدى طرق انقضاء الالتزام فنفترض أن هناك شخصين أحدهما دائن والآخر مدين فبدلاً من أن يوفي كلٍ منهما بدينه للآخر ينقضي الدينان بقدر الأقل منهما. وفي هذا السياق نلاحظ من التعريفات أعلاه أن المقاصة تعد طريقاً من طرق انقضاء الالتزام⁽⁴⁾.

نفهم من ذلك أن المقاصة هي إحدى العمليات التي تلي تداول الأوراق المالية في السوق، وتشمل تحديد والتزامات كل طرف في عملية التداول تسبق عملية التسوية، والتي بدورها تحد من المخاطر المرتبطة بتعريف أحد الأطراف في عملية التداول.

نستنتج من ما سبق ذكره أن المشرع في قانون سوق الأوراق المالية لم يضع تعريفاً محدداً للمقاصة والتسوية وانما بين الجهة التي تقوم بالتقاص وحدها بمركز الايداع العراقي وكذلك بين الآلية التي يتم بها كل من المقاصة والتسوية.

لابد من الملاحظة هنا إلى أن عملية المقاصة لا تتم إلا من خلال عملية أخرى الا وهي عملية الايداع حيث تأسس مركز الايداع العراقي استنادا إلى القسم (9) من القانون المؤقت رقم (74) لسنة (2004) حيث ان المركز يعتبر جزء من سوق العراق للأوراق المالية ويفتح لمشاركة أي عضو في السوق⁽⁵⁾.

(2) ينظر: قانون هيئة السوق المالي السعودي بموجب القرار رقم (3-127 - 2019م)، ص20.

(3) ينظر: أز هري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، مصدر سبق ذكره، ص155.

(4) ينظر: القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951م.

(5) ينظر: عبد المجيد الحكيم، عبد الباقي البكري، محمد طه البشير، أحكام الالتزام، ط3، العاتك لصناعة الكتاب، ج2، 2009، ص290.

(5) عن مركز الايداع العراقي، منشور على الموقع الرسمي لمركز الايداع العراقي، متاح على الموقع الالكتروني: www.idc-stocks.com تاريخ الزيارة 2021-10-13.

يقصد بالإيداع الجهة المركزية التي تقوم بإجراء التسوية والتصفية لكل التعاملات بالسندات⁽¹⁾.

أما فيما يخص التشريعات القانونية محل المقارنة فنلاحظ بأن قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة(2005) قد حدد في الفصل الرابع الخاص بمركز المقاصة والحفظ المركزي للاوراق المالية قد نصت المادة(17) منه على (ينشأ في السوق مركز يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي للاوراق المالية، يتبع سوق دمشق للاوراق المالية، ويقوم بمزاولة عمليات ايداع الاوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها، لقاء بدلات يحددها نظام البدلات الذي سيصدر بشأنها)⁽²⁾.

فيما يتعلق بمركز ايداع الاوراق المالية السعودي فنلاحظ بان نظام السوق المالي السعودي قد نص في المادة (26) على "قيام مجلس ادارة السوق بأثناء ادارة تسمى(مركز ايداع الاوراق المالية) تكون هي الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات ايداع الاوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها، ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز ايداع الاوراق المالية إلى شركة بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة على التحويل، وللمجلس أن يعطي موافقته موضحا بها متطلبات هيكل الشركة وعملياتها وفقا لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين"⁽³⁾ حيث يتم تنفيذ عمليات الايداع والتسوية بالإضافة إلى التحويل والمقاصة وتسجيل ملكية الاوراق المالية المتداولة في السوق من قبل مركز ايداع الاوراق المالية بشركة السوق المالية السعودية⁽⁴⁾.

أما بخصوص موقف المشرع العراقي يلاحظ هنا إلى أن عملية المقاصة لا تتم إلا من خلال عملية أخرى ألا وهي عملية الايداع، حيث تم استحداث مركز لإيداع الأوراق المالية يعرف بـ (مركز الإيداع العراقي)، ويقصد بالإيداع: الإيداع العراقي والذي سيكون الجهة المركزية التي تقوم بإجراء بالتسوية والتصفية لكل التعاملات بالسندات، فقد اصدرت قاعدة التشريعات العراقية في أسواق الأوراق المالية التشريع (74) بتاريخ 2004/4/19م في القسم التاسع من مركز الإيداع والمقاصة والتسوية التعليمات الآتية⁽⁵⁾:

1- بالامتنال لباقي أحكام هذا القسم، يكون المركز جزء من سوق العراق للأوراق المالية ويفتح لمشاركة أي عضو في السوق واستناداً لتلك الشروط والتي يحددها مدير مركز الإيداع بقرار يصدره ويخضع لمصادقة

(1) المادة(13/ القسم(1)) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقية.

(2) المادة (17) من الفصل الرابع من قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم(22) لسنة 2005.

3 (المادة (26) من نظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) لسنة 2003.

4 (الموقع الرسمي لهيئة السوق المالي السعودي ،متاح على الموقع الالكتروني www.cma.org.sa.com، تاريخ الزيارة 2021-10-13.

(1) ينظر: قاعدة التشريعات العراقية في أسواق الأوراق المالية التشريع (74) بتاريخ 2004/4/19م، القسم التاسع.

مجلس الإدارة والهيئة. ويهدف مركز الإيداع إلى⁽¹⁾:

أ- تعزيز كفاءة التسوية السليمة المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية وفقاً لشروط تلك التعاملات.

ب- تعزيز الوصول الحر والغير متحيز لخدمات المقاصة والتسوية.

يجوز للهيئة وبقرار أن تطلب دخول الشخص غير المنتسب إلى السوق دخولاً منصفاً إلى مركز الإيداع على أن يكون ما يحمله من أوراق مالية أو نشاطات تجعل مشاركته المباشرة ذات فائدة للعمل الكفاء في السوق وكذلك الذي يتمكن من الدخول إلى السوق عن طريق أحد أعضائه.

2- تتم إدارة وعمل مركز الإيداع بموجب شروط أنظمتها المصدقة من مجلس الإدارة إضافة إلى الهيئة.

3- يفترض إجراء المقاصة والتسوية على كافة التعاملات التي تتم في السوق من خلال دوائر مركز الإيداع وعلى أساس ادخالها في السجلات. فعند ايداع السندات في المركز؛ لا يجوز سحبها ومن ثم تحويلها إلى شكل مادي. وتدعم أنظمة مركز الإيداع ما يثبت ملكية السندات. وقد تتخذ الهيئة أنظمة حول ضرورة التوديع في المركز لغرض الدخول في السجلات ونقل سندات أخرى لم تقبل في عملية التعامل في السوق ولكنها قدمت أو ستقدم للاكتتاب العام.

4- تكون تعاملات الأوراق المالية في السوق أو إذا ما نصت أنظمة الهيئة على خلاف ذلك والتي اجريت عليها المقاصة والتسوية من خلال دوائر مركز الإيداع خاضعة لفرضية الحسم. وهذا القسم يبطل المادة(66)، الفقرة الأولى من قانون الشركات رقم(21) لسنة(1977م). التحول القانوني في سجلات الإيداع للسندات المودعة يبطل شروط المادة (68) من قانون الشركات.

5- لن تغير السندات في الإيداع والمسجلة بأسماء آخرين لغرض اقتنائها أو نقلها في سجل الادخال كملكيات للإيداع أو السوق أو خاضعة لمطالبات الدائنين.

6- لن تخضع الديون أو الموجودات المكتسبة من قبل الإيداع ضمن نطاق التسوية التجارية والانتقال لمطالبات طرف ثالث والتي من شأنها تعطر عملية التسوية.

7- لن يوفر أي تمويل يستخدم لضمان تسوية الأعمال أو التمويل ليستعمل لأغراض أخرى من قبل الإيداع أو السوق أو ليخضع إلى مطالبات دائنيهم، عدى المطالبات الناشئة عن قوانين المساهمة في ذلك التمويل أو شروط صيانة تلك القوانين. هذا القسم سيبطل قانون الافلاس.

(2) ينظر: القسم التاسع مركز الإيداع والمقاصة والتسوية، قانون سوق الأوراق المالية العراقي المؤقت رقم(74) لسنة 2004.

8- يخول الإيداع المباشرة بعملياته في نفس الوقت الذي تباشر فيه السوق بعملياتها وتخضع كافة وسائل الإشراف وقواعد الإيداع لمصادقة السوق والهيئة.

وحدد في المادة السابعة عشر شروط لعمليات تنفيذ المقاصة وهذه الشروط هي:

أ- يجب على مركز المقاصة تقديم الخدمات المطلوبة لمقاصة صفقات الأوراق المالية التي تتم في السوق أو خارج المنصة وفقاً لأحكام هذه اللائحة ويجوز لمركز المقاصة - بعد الحصول على موافقة الهيئة - تقديم أي خدمات أخرى إلى أعضاء المقاصة.

ب- يجب أن يحدد مركز المقاصة العمليات التي تنفذ من خلالها المقاصة. ويجوز أن تشمل تلك العمليات على (العرض المفتوح، والاحلال).

ت- يجوز لمركز المقاصة اتباع عمليات مختلفة لتنفيذ المقاصة بحسب نوع الأوراق المالية أو الصفقات التي يجري المقاصة لها، وذلك وفقاً لقواعد مركز المقاصة الخاصة به⁽¹⁾.

ونلاحظ بأن هناك مبادئ أساسية يقوم عليها نظام التسوية والمقاصة هي:

1- التسليم مقابل الدفع: إذ يجب على الوسيط الوفاء بالالتزامات التي تنشأ عن عمليات التداول بمعنى التزام الوسيط عن البائع بتسليم المبيع ووسيط المشتري بدفع الثمن⁽²⁾.

2- أن تجري عملية المقاصة والتسوية على الأوراق المالية خلال المواعيد المحددة لها⁽³⁾، ويتولى مركز الإيداع إجراء عمليات المقاصة، وذلك ليحدد صافي حقوق والتزامات المستثمرين⁽⁴⁾، وبهذا أصبح نقل ملكية الأوراق المالية وفقاً لنظام الإيداع العراقي من خلال التحويل بين الحسابات، وإجراء المقاصة عليها عبر مركز الإيداع، وليس عن طريق تسليم وتسلم السندات التي تمثل الأوراق المالية⁽⁵⁾، ومن ثم يمتنع التعامل على الأوراق المالية المودعة أو اقتضاء الحقوق المترتبة عليها إلا من خلال القيد الدفترى لديها⁽⁶⁾.

ثانياً- أهمية المقاصة والتسوية:

(1) ينظر: المادة السابعة عشر من قانون هيئة السوق المالي السعودي الخاص بعمليات تنفيذ المقاصة.

(2) ينظر: فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 276.

(3) ينظر: عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص 497.

(4) ينظر: عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، مصدر سابق، ص 518.

(1) ينظر: عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، ط1، دار النهضة العربية، 2011، ص 289.

(2) ينظر: عمر ناطق الحمداني، المصدر نفسه، ص 289-290.

1. تؤدي شركات المقاصة والتسوية دوراً مهماً في تنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية؛ فبعد اتمام أي من هذه العمليات تتم المقاصة والتسوية بين الحقوق والالتزامات الناتجة عنها بصورة يومية. والمقاصة يتم عبرها تحديد المبالغ المستحقة على شراء الوساطة أو التي تليها⁽¹⁾، أما التسوية فيتم بموجبها نقل أرصدة الأوراق المالية من حساب العميل لدى وسيط المشتري؛ وذلك بناءً على ما تم تنفيذه بجلسة التداول المسجلة في سوق الأوراق المالية حيث يقصد بنظام التسوية داخل اسواق الاسهم بانها المهلة التي يتم اعطائها للبايع لكي يسلم الورقة المالية، ولمشتري الورقة حتى يدفع المبلغ المستحق من العملية⁽²⁾.

2. تعتبر المقاصة بالنسبة إلى كل طرف من طرفيها بمثابة ضمان يجنبه مزاحمة باقي دائني الطرف الآخر، فيما لو اضطر إلى الوفاء بما عليه، ثم الرجوع بما له على مدينه، وعلى هذا النحو تعتبر المقاصة حالة من الحالات النادرة التي يتمتع فيها الدائن العادي بامتياز فعلي بالنسبة لباقي دائني مدينه⁽³⁾.

3- تسهم المقاصة في الحد من مخاطر عمليات ما بعد التداول فضلاً عن مركزية إدارة المخاطر وتطوير خدمات المقاصة وفقاً لأفضل ممارسات إدارة المخاطر الدولية؛ لتحاذي بذلك الأسواق المالية العالمية المتقدمة والتي بدورها ستعمل على جذب المستثمرين إلى السوق المحلية إذ ان القيام بعمليات المقاصة والتسوية ووفاء كافة الاطراف بالتزاماتهم عند تسوية الصفقات يساعد على تطوير البنية التحتية للاسواق المالية ويقلل من مخاطرها ويعزز من كفاءتها الامر الذي سوف ينعكس بلا شك على جذب المستثمرين⁽⁴⁾.

تعتبر عمليات التسوية من أهم العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية، فهي من أهم العمليات التي تخدم نظام تداول الأوراق المالية، وذات تأثير ملحوظ وفعال على زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية. "فالتسوية هي العملية اللازمة لكي يكتمل فيها تداول الأوراق المالية وانتقال ملكيتها وحصول أطراف العمليات على حقوقهم على أساس من الكفاءة والأمان"⁽⁵⁾. واشترطت هيئة السوق المالية السعودية في المادة (90) شروطاً خاصة

(3) يتم ذلك بناءً على جميع العمليات المنفذة من جانب شركة السمسرة بطرح اجمالي قيمة مشتريات هذه الشركة من الأوراق المالية ليوم التداول من قيمة مبيعاتها من الأوراق المالية لذلك اليوم. ينظر: محمد سامي، عبد الصادق المسؤولية الخدمية في مجال الاستثمار: دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة وإدارة محافظ الأوراق المالية في البورصة القسم الأول، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، مج 36، العدد 2، 2012، ص47.

(4) لين شومان، ما المقصود بنظام تسوية صفقات الاسهم "t+2"، مقال منشور على الموقع الالكتروني www.alarabiya.com تاريخ الزيارة 2021-10-13.

(5) ينظر: عبد الرزاق السنهوري، الوسيط، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراعي، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2004م، ج3، ص777-840.

(6) كتيب مركز مقاصة الاوراق المالية، الصادر عن شركة السوق المالي السعودي (تداول)، متاح على الموقع الالكتروني www.tadawul.com، تاريخ الزيارة 2021-10-13.

(1) ينظر: أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، مصدر سبق ذكره، ص161.

بالتسوية ومنها⁽¹⁾:

1- يجب على مؤسسة السوق المالية أن تقوم حسبما تمليه الضرورة، وبما لا يقل عن مرة كل سبعة أيام، بتسوية سجلاتها التي تثبت فيها أصول عملائها غير الموجودة بحوزتها فعلياً، مقارنة مع الكشوفات التي تحصل عليها مركز الإيداع، أو من أمناء الحفظ، أو من أمناء الحفظ الخارجيين، وفي حال الاحتفاظ بأوراق مالية دون شهادة لدى جهة غير مركز الإيداع، أو أمناء الحفظ أو أمناء الحفظ الخارجيين، يجب تسوية سجلاتها التي تثبت فيها أصول عملائها غير الموجودة بحوزتها فعلياً مع الكشوفات التي تحصل عليها من الشخص الذي يحتفظ بسجل الأهمية.

2- يجب على مؤسسة السوق المالي أن تقوم حسبما تمليه الضرورة، وبما لا يقل عن مرة واحدة كل ستة أشهر بإجراء الآتي:

أ- تعداد جميع أصول العملاء الموجودين فعلياً بحوزتها، وتسوية نتائج ذلك التعداد مع السجل الخاص بذلك لديها.

ب- تسوية سجل مؤسسة السوق المالية للأوراق المالية التي يملكها العملاء مع سجلها لمكان حفظ أصول العملاء.

3- يجب أن يشمل التعداد والتسوية المذكوران في الفقرة (2) من هذه المادة جميع دفاتر وسجلات مؤسسة السوق المالية، ويجب أن يتم ذلك بتعداد وتسوية جميع الأوراق المالية وأصول العميل الأخرى في التاريخ نفسه.

4- يجب على مؤسسة السوق المالية إجراء التسويات خلال عشرة أيام من التاريخ الذي تشمله التسوية.

5- يجب على مؤسسة السوق المالية أن تصحح خلال ثلاثة أيام أي تناقض يُكتشف من خلال أي تسوية أجرتها، وفي حال اكتشاف مؤسسة السوق المالية أن التناقض ينطوي على نقص، يجب عليها تسديد النقص خلال ثلاثة أيام، ويجب عليها إبلاغ الهيئة إذا لم تتمكن من حل التناقض خلال سبعة أيام من اكتشافه.

اشترط المشرع السوداني في المادة (11)⁽²⁾ من لائحة التسوية والتقاص بسوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة (2010م) أنه "في حالة تخلف العضو عن الوفاء بجزء أو بكامل التزاماته المالية، يقوم بنك التسوية بإيقاف عملية التسوية المالية وإشعار السوق والصندوق بذلك فوراً وفق الصيغة المعتمدة من السوق، وفي الوقت الذي تحدده التعليمات الصادرة عن السوق".

(2) ينظر: المادة (90) من هيئة السوق المالية السعودية، ص110-111.
(2) المادة (11) لائحة التسوية والتقاص بسوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2010.

قد اشترط مركز الإيداع العراقي في المادة (1) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة أ- أن تلتزم الشركة المدرجة أسهمها في السوق بتزويد مركز الإيداع بسجل مساهميتها الذي يتضمن أسماء المساهمين وجنسياتهم وارصدتهم وقيود الملكية على هذه الأرصدة وسائر المعلومات المتعلقة بهم وذلك وفقاً للمواصفات المحددة في الإجراءات التي يضعها المجلس.

ب- يقوم مركز الإيداع بعد تحميل سجل المساهمين على انظمة مركز الإيداع الالكترونية بإرساله إلى الشركة للمطابقة مع السجل الموجود لديها⁽¹⁾.

من خلال ما تقدم نرى بما إن السوق الثانوي يرجع في آلية المقاصة والتسوية إلى ذات الطريقة التي تتم فيها المقاصة والتسوية في سوق الأوراق المالية لذلك ندعو المشرع العراقي إلى استحداث جهة خاصة بالسوق الثانوي العراقي تحت مسمى شركة المقاصة في السوق الثانوي وتناط بها مهمة القيام بواجبات المقاصة والتسوية تجاه الأطراف في السوق الثانوي وعلى وفق ما يتلاءم مع متطلبات وأهمية السوق الثانوي ووفق آلية العمل فيه وتكون معترف بها ومرخصة في عملها من قبل هيئة سوق الأوراق المالية العراقي، حيث يصبح النص عليه في تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في السوق الثاني كالاتي المادة (9): "يتم انشاء شركة خاصة للمقاصة في السوق الثاني من قبل سوق الاوراق المالية العراقي تناط بها مهمة القيام بواجبات المقاصة والتسوية تجاه الاطراف في السوق الثانوي، وعلى وفق ما يتلاءم مع متطلبات واهمية السوق وتنال الترخيص بالعمل من قبل هيئة سوق الاوراق المالية العراقي".

المبحث الثاني

آلية النزول والصعود والرقابة في السوق

تعد دراسة آلية النزول والصعود والرقابة من المتطلبات الأساسية المهمة في معرفة أحكام السوق الثاني، إذ ان نزول الشركة من السوق النظامي إلى الثاني وبالعكس لا يتم إلا بعد تحقق عدد من الشروط التي نصت عليها التشريعات محل المقارنة إلى جانب المشرع العراقي، بالإضافة لما للرقابة في السوق الثاني من دور كبير وفعال يسهم في تعزيز كفاءة الشركات المدرجة وحماية ادخار المستثمرين من خلال مراقبة العمليات المتعلقة بالتداول

(2) ينظر: هيئة الأوراق المالية، التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015، ص25.

وعمليات الايداع ومراقبة الوسطاء المخولين للعمل داخل السوق. ولذلك دعت الحاجة إلى تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، سوف نتناول في المطلب الأول آلية النزول والصعود في السوق الثاني، والمطلب الثاني سوف نخصه لبيان الرقابة على السوق الثاني وذلك كما يلي:

المطلب الأول

الانتقال بين السوق النظامي والسوق الثاني

لا يتحقق نزول الشركة وانتقالها من السوق الرئيسي النظامي إلى السوق الثاني إلا بعد أن تفقد الشركة المدرجة في السوق النظامي عدد من الشروط التي لا بد من توفرها لكي تتمكن بالاستمرار كشركة مدرجة في السوق النظامي، والعكس صحيح إذ عندما تحقق الشركة الشروط التي تمكنها من الاندراج والانتقال من السوق الثاني إلى السوق النظامي فإن ذلك سوف يؤدي وبطبيعة الحال إلى صعودها فتصبح شركة مدرجة في السوق النظامي، وبناء على ذلك لا بد من الوقوف على آلية الصعود والنزول في السوق الثاني بشيء من الدقة والوضوح، سوف نقوم بتقسيم هذا المطلب إلى فرعين، نتناول في الفرع الأول النزول عند انتفاء الشرط، ونتناول في الفرع الثاني الصعود عند توفر الشرط وذلك كما يلي:

الفرع الأول

النزول من السوق النظامي إلى السوق الثاني

تنتقل الشركة من السوق الرئيسي ولا تفقد عضويتها كشركة مدرجة فيه إلا بعد أن تنتفي الشروط التي تتطلبها قوانين سوق الأوراق المالية لكي تتمكن الشركة من الاستمرار فيه، فقد حددت كل من القوانين محل المقارنة وتعليمات رقم (6) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في السوق النظامي العراقي هذه الشروط، والملاحظ على ذلك بأن القوانين تختلف من دولة إلى أخرى فيما يتعلق بالشروط التي تتطلبها لكي تنزل الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني، وعليه ولغرض ايضاح موقف كل من القوانين محل المقارنة والقانون العراقي على حد سواء سوف نقوم ببيان ما تضمنته تلك القوانين من نصوص قانونية خصصت لهذا الموضوع، حيث ذهبت المادة (16) من نظام قواعد وشروط الإدراج وتعديلاته الصادر بالقرار رقم (505) لسنة 2010 المعدل على أنه (يتم نقل ادراج اسهم الشركة من السوق النظامية إلى السوق الثاني أ- بقرار من المدير التنفيذي في اي من الحالات الاتية: أ- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون مئة بالمئة من رأس مال الشركة المدفوع. ب- وجود خسائر صافية لدى الشركة في آخر سنتين ماليين. ج- انخفاض عدد المساهمين عن مئتي مساهم. د- انخفاض نسبة الاسهم الحرة عن خمسة عشر بالمئة. ه- انخفاض نسبة ايام تداول اسهم الشركة عن

(20%) من العدد الكلي للأيام المتاحة للتداول على اسهم الشركة خلال العام. و- انخفاض معدل الدوران المرجح لاسهم الشركة خلال العام عن النسبة التي يحددها المدير التنفيذي، والمعتدة من قبل مجلس الإدارة⁽¹⁾. ويلاحظ بأن هذه المادة اعلاه قد اعطت صلاحية للمدير التنفيذي لسوق الاوراق المالية السوري بإصدار قرار يمكنه من نقل ادراج الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني السوري في حالة انخفاض اسهمها عن نسبة (15%) من نسبة الاسهم الحرة، واذا انخفض عدد المساهمين في الشركة عن (200) مساهم وغيرها من الحالات التي نصت عليها المادة السابق ذكرها.

أما موقف القانون السعودي فيلاحظ بأنه لم يتضمن إلى بيان الآلية التي يتم من خلالها انتقال الشركة من السوق الرئيسي السعودي إلى السوق الثاني.

أما القانون السوداني فكان هو الآخر قد حدد موقفا بخصوص حالة نزول الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني فعند انخفاض عدد حملة الاسهم إلى ما دون (100) مساهم، واذا حققت الشركة خسارة مالية لسنتين متتاليتين، وفي حالة انخفاض حقوق المساهمين إلى ما دون رأس المال المدفوع كل ذلك قد اعتبره سببا يؤدي إلى نزول الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني، وهذا ما تضمنته شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق الثاني السوداني في الفقرة (و) من شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق السوداني، إذ ذهبت هذه المادة إلى انه: إذا كانت احدى الشركات المدرجة اصلا في السوق النظامي وانطبقت عليها شروط انتقال الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني وهذه الشروط هي:

- انخفاض حقوق المساهمين في الشركة إلى ما دون رأس المال المدفوع.

- اذا اظهرت الحسابات الختامية للشركة خسارة لمدة سنتين متتاليتين مهما بلغت قيمة هذه الخسارة.

- انخفاض عدد حملة الاسهم عن (100) مساهم.

- لم يتم تداول اسهمها في السوق النظامي لمدة ستة اشهر.

أما موقف القانون العراقي فقد تطرق إلى الحالات التي تؤدي إلى نزول الشركة من السوق النظامي إلى السوق الرئيسي وذلك في تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في السوق الثاني العراقي في المادة (4) منها، حيث اعتبر المشرع العراقي أن انخفاض عدد العقود التي تنفذ على اسهم الشركة عن (25) عقد سنويا، أو

1 () المادة (16) نظام قواعد وشروط الادراج في قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (505) لسنة 2010 المعدل.

في حالة انخفاض حجم التداول السنوي عن (1%) من رأس مال الشركة وانخفاض عدد ايام تداولها عن (25) يوم خلال السنة، سبباً كافياً لكي تنزل الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني، بالإضافة إلى انه قد حدد نزول الشركة بناءً على قرار صادر من مجلس المحافظين يعد رفع توصية من المدير التنفيذي للسوق وبمصادقة الهيئة⁽¹⁾ في القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة (2004) قد حدد بأن السوق يجب أن تدار وتعمل بموجب توجيهات مجلس المحافظين⁽²⁾ المكون من تسعة اعضاء وهم كل من رئيس مجلس المحافظين، وعضو يمثل الشركات التي تكون سنداتهما مدرجة في السوق، وعضو يكون من كبار موظفي الجمعية العراقية للتعامل بالسندات، وعضو يمثل الوسطاء واربعة اعضاء يكونون محافظين عموميين مؤهلين ويجب أن يكونوا مستقلين عن السوق، وقد حدد بأن اعضاء مجلس المحافظين هم اشخاص مؤهلين ويمكن اعادة تعيينهم، وايضا، إذ نصت المادة (4) من التعليمات المذكورة أعلاه على أنه في حالة تحقق احدى هذه الحالات سوف تؤدي إلى نزول الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني⁽³⁾:

1- تنزل الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني في إحدى الحالات الآتية:

- أ- اخفاق الشركة في تنفيذ شرط من شروط الاستمرار في الإدراج في السوق النظامي(تعليمات رقم (6) وبقرار من مجلس المحافظين مصادق عليه من قبل مجلس الهيئة.
- ب- انخفاض عدد العقود المنفذة على أسهم الشركة عن (25) عقد سنوياً أو انخفاض حجم التداول السنوي عن (1%) من رأس مال الشركة وانخفاض عدد أيام تداولها عن (25) يوم خلال السنة.
- 2- تنزل الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني بقرار من مجلس المحافظين بعد رفع توصية من المدير المفوض للسوق وبموافقة الهيئة⁽⁴⁾.

من خلال استعراض أحكام القانون العراقي والقوانين محل المقارنة نجد أن المشرع السوري قد اعتبر نقل ادراج الشركة من السوق النظامي إلى السوق الثاني من باب العقوبة التأديبية بحق الشركة حيث ينظر في هذا الأمر مجلس الإدارة بناءً على تقرير لجنة التحقيق وهذا ما نصت عليه المادة(38)⁽⁵⁾ من نظام قواعد وشروط

(1) القسم (6) من القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية العراقي رقم(74) لسنة 2004.
(2) مجلس المحافظين: تعني مجلس المحافظين لسوق الاوراق المالية او المحافظين الذين يشغلون مقاعد في المجلس م(5) من القسم (1) من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية رقم (74) لسنة 2004.
(3) ينظر: المادة (4) من تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية، السوق الثاني العراقي.
(1) الهيئة: تعني الهيئة العراقية المؤقتة للسندات وسوق الاوراق المالية ، القسم (1) من القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004.
(2) المادة (38) من نظام قواعد وشروط الادراج في سوق الاوراق المالية السوري لرقم (505) لسنة 2010 المعدل.

الادراج في سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة(2005) حيث ذهبت إلى أنه: "ينظر مجلس الادارة في تقرير لجنة التحقيق المرفوع له ويجوز له ان يعاقب بوحدة أو اكثر من العقوبات التأديبية التالية: أ- التنبيه ب- الانذار ج- فرض غرامة مالية لا تقل عن عشرة الاف ليرة سورية ولا تتجاوز مليون ليرة سورية. د- نقل الادراج من السوق النظامية إلى السوق الثانية. هـ- تعليق الادراج. و- الغاء الادراج".

أما بخصوص كل من المشرع السوداني والمشرع العراقي فقد كان توجههم إلى الاقتصار فقط على ذكر حالات النزول لكن لم يتم بيان هل ان هذا النزول من باب العقوبة التأديبية للشركة أم لا.

الفرع الثاني

الصعود من السوق الثاني إلى السوق النظامي

لا يتم صعود الشركة مباشرة من السوق الثاني إلى السوق النظامي إلا بعد أن تستوفي الشركة شروطاً معينة، ولا بد لها من اتباع اجراءات خاصة قد حددتها قوانين سوق الاوراق المالية للدول محل المقارنة والقانون العراقي على حدا سواء، ويلاحظ بأن بعض الاجراءات التي اشترطتها القوانين محل المقارنة متشابهة إلى حد كبير مع تلك التي اشترطها القانون العراقي وان اختلفت في بعض الجزئيات، ونذكر من تلك الشروط ما يلي:

اولاً- تقديم الطلب

حيث نلاحظ بأن الشركة في السوق الثاني تصعد إلى السوق النظامي بناءً على طلب مقدم إلى سوق الاوراق المالية. فبالنسبة إلى هذا الاجراء نلاحظ بأن القانون السوري لم يشترط ان تقدم الشركة طلب إلى السوق المالي السوري وانما اقتصر فقط في المادة (15) منه إذ نصت على انه: (يتم نقل ادراج اسهم الشركة من السوق الثاني (أ) إلى السوق النظامية بقرار من المدير التنفيذي وذلك عند اكتمال شروط الادراج في السوق النظامية الواردة في المادة (3) من احكام هذا النظام، وتحقيق الشروط المبينة ادناه: أ- الا تقل نسبة عدد ايام تداول اسهم الشركة عن (20%) من العدد الكلي للأيام المتاحة لتداول اسهم الشركة خلال العام. ب- الا يقل معدل دوران اسهم الشركة خلال العام عن نسبة معينة يقترحها المدير التنفيذي وتعتمد من قبل مجلس الادارة)⁽¹⁾. اما بخصوص ما ذهب إليه المشرع السعودي فنلاحظ بانه قد اشترط على المصدر تقديم طلب إلى سوق الاوراق المالية السعودي وهذا تضمنته المادة (42) الخاصة بشروط الانتقال إلى السوق الرئيسي حيث نصت على أنه:- (أ- يجب على المصدر الذي لديه اسهم مدرجة في السوق الثاني ويرغب بالانتقال إلى السوق الرئيسية تقديم طلب إلى السوق وفقاً

1 () المادة (15) من نظام قواعد وشروط الادراج في سوق الاوراق المالية السوري رقم(505) لسنة 2010 المعدل.

لأحكام الباب الثالث من هذه القواعد. وأن يستوفي جميع المتطلبات التي تنطبق على الشركات المدرجة في السوق الرئيسية⁽¹⁾.

أما المشرع السوداني فقد ذهب مع ما ذهب إليه المشرع السعودي باشتراط أن تقدم الشركة طلب إلى سوق الخرطوم للاوراق المالية لكي تتمكن من الادراج في هذا الاخير وذلك في المادة (ز) من شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق الثاني السوداني⁽²⁾.

وموقف المشرع العراقي مشابه إلى موقف كل من القانون السعودي والسوداني بخصوص ضرورة تقديم طلب للادراج من الشركة إلى سوق الاوراق المالية العراقي حيث نصت المادة (5) من تعليمات رقم(15) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية/السوق الثاني على أنه: "الصعود من السوق الثاني إلى السوق النظامي: تصعد الشركة إلى السوق النظامي بطلب من مجلس ادارة الشركة في حالة توفر شروط الادراج الواردة في التعليمات الصادرة عن الهيئة المطبقة على الشركات المدرجة في السوق النظامي (تعليمات رقم (6)"⁽³⁾.

ثانياً- موافقة الهيئة العامة

ويلاحظ بأن هناك بعض من الشروط لم تتطلبها جميع التشريعات محل المقارنة ومنها ضرورة الحصول على موافقة الهيئة العامة لكي تتمكن الشركة من ادراج اسهمها في السوق النظامي حيث يلاحظ بأن كل من قانون سوق الاوراق المالية السوري وقانون سوق الخرطوم للاوراق المالية لم تشترط الحصول على موافقة الهيئة العامة للسوق، أما المشرع السعودي فيلاحظ في المادة (14) الخاصة بالموافقات المطلوبة لتقديم طلب ادراج اسهم أو ادوات الدين أو ادوات الدين القابلة للتحويل حيث نصت على أنه "لا يجوز للمصدر تقديم طلب ادراج اسهم أو ادوات الدين أو ادوات الدين القابلة للتحويل إلا بعد الحصول على جميع الموافقات المطلوبة بموجب نظام المصدر الاساسي ونظام الشركات ولوائحه التنفيذية. ويستثنى من ذلك موافقة الجمعية العامة غير العادية على زيادة رأس المال المصدر على أن تصدر هذه الموافقة قبل ادراج الاوراق المالية ذات العلاقة. وفي حال كان المصدر منشأة

1 () المادة (42) من قواعد الادراج الصادرة عن شركة السوق المالية السعودية تداول والموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 27-12-2017.

2 () المادة (ز) من شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق السوداني.

3 () المادة (5) من تعليمات شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية العراقي/السوق الثاني.

ذات اغراض خاصة، لا يجوز للمصدر تقديم طلب إدراج أوراق مالية إلا بموافقة مجلس ادارة المنشأة ذات الاغراض الخاصة ومجلس إدارة الراعي"⁽¹⁾.

أما بخصوص موقف القانون العراقي فقد اشترط على الشركة بأن تكون قد حصلت على موافقة الهيئة العامة لكي تتمكن من ادراج اسهمها في سوق الاوراق المالية وأن تكون مصدقة من قبل دائرة تسجيل الشركات أو بأمر من الجهة القطاعية على ادراجها في سوق العراق للاوراق المالية وهذا ما نصت عليه المادة(2) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في السوق النظامي حيث نصت على أنه "يشترط ان تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة العامة على ادراج اسهمها في سوق العراق للاوراق المالية مصدقة من قبل دائرة تسجيل الشركات أو بأمر من الجهة القطاعية على ادراجها في سوق العراق للاوراق المالية"⁽²⁾.

ثالثاً- عدد المساهمين

من جملة الشروط التي لا بد من أن تتوفر في الشركات الراغبة بالانتقال إلى السوق الرئيسي النظامي نلاحظ بضرورة أن لا يقل عدد المساهمين عن عدد معين وان اختلفت التشريعات محل المقارنة فيما يتعلق بعددهم حيث ذهب المشرع السوري إلى أنه يشترط على الشركة الراغبة بالانتقال من السوق الثاني إلى السوق النظامي أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن (30) مساهماً وهذا ما نصت عليه المادة (3)⁽³⁾ من نظام قواعد وشروط الادراج في سوق الاوراق المالية السوري رقم (505) لسنة (2010) المعدل.

أما بخصوص القانون السعودي فقد اشترط أن لا يقل عدد المساهمين عن (20) مساهماً لكي تتمكن الشركة من الادراج في السوق الرئيسي وذلك ما نصت عليه المادة (7) الفقرة (ب) حيث ذهبت إلى انه: "1- أن لا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن(200) مساهم عند الادراج"⁽⁴⁾. ونلاحظ بأن المشرع السوداني لم يحدد عدد المساهمين برقم معين لكي تتمكن الشركة من الادراج في السوق النظامي بخلاف المشرع العراقي حيث اشترط أن لا يقل عدد المساهمين عن (100) مساهم في الشركة لكي تتمكن من الانتقال إلى السوق النظامي وهذا ما نصت عليه المادة (4) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات الادراج في سوق الاوراق المالية /السوق النظامي⁽⁵⁾.

1 () المادة (14) من قواعد الادراج الصادرة عن شركة السوق المالي السعودي تداول الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ 2017-12-27.

2 () المادة (2) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية العراقي /السوق النظامي.

3 () المادة (3) من نظام قواعد وشروط الادراج في السوق المالي السوري رقم (505) لسنة 2010 المعدل.

4 () المادة (7) الفقرة (ب) من قواعد الادراج في السوق الرئيسية، الصادر عن شركة السوق المالية السعودية تداول الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ 2017-12-27.

5 () المادة (4) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية النظامي.

رابعاً: مضي المدة

أما فيما يتعلق بمضي المدة فلا بد للشركة لكي تتمكن من تقديم طلب الصعود أو الانتقال من السوق الثاني إلى السوق النظامي مضي مدة حيث اشترطت أغلب التشريعات محل المقارنة ذلك ومنها القانون السوري إذ ذهب في المادة (3) من نظام قواعد وشروط الإدراج وتعديلاته على أنه: "يشترط لقبول إدراج أسهم الشركات في السوق النظامية توفر الشروط التالية: أ- مضي مدة ثلاث سنوات على الأقل من تاريخ الانتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة". أما المشرع السعودي فقد اشترط في المادة (42) من شروط الانتقال إلى السوق الرئيسية في الفقرة (ب) على أنه: "لا يجوز للمصدر المدرجة أسهمه في السوق الثاني أن يقدم طلباً للانتقال إلى السوق الرئيسية إلا بعد مضي سنتين تقويميتين من تاريخ إدراج أسهمه في السوق الثاني".

أما القانون السوداني فيلاحظ بأنه في الفقرة (ج) (1) من شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق النظامي ذهبت إلى أنه: "ج- ان يكون قد مضى على قيام الشركة بنشاطها عام واحد على الأقل". والمشرع العراقي ذهب بذات الاتجاه الذي أخذ به القانون السعودي حيث اشترط في المادة (3) (2) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق النظامي العراقي على أنه: "ان يكون قد مضى على الشركة مدة لا تقل عن عامين، صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق ويجوز للهيئة قبول ادراجها بمدة لا تقل عن سنة واصدرت بيانات مالية واحدة على الأقل مدققة من مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً".

من خلال ما تقدم نرى بأن المشرع العراقي لم يحدد بعبارة واضحة ودقيقة هل أن صعود الشركة إلى السوق يكون بتوفر جميع شروط الإدراج اللازم توفرها في السوق النظامي أم أن توفر شرط واحد أو مجموعة من الشروط في الشركة يكفي لكي يتم صعودها إلى الأخير. ومن هنا نقترح على المشرع العراقي إعادة صياغة المادة الخامسة من تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية/ السوق الثاني لكي تكون أكثر دقة ووضوح من حيث المراد بها، وتكون كالاتي: المادة (5) الصعود من السوق الثاني إلى السوق النظامي: (تصعد الشركة الى السوق النظامي بطلب من مجلس ادارة الشركة في حالة استيفائها لشروط

1 () الفقرة (ج) من شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق النظامي السوداني.
2 () المادة (3) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية العراقي /السوق النظامي.

الادراج الواردة في كل من المادة الاولى، والثانية، والخامسة، والمادة الخامسة عشر من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية /السوق النظامي⁽¹⁾.

المطلب الثاني

الرقابة على السوق الثاني

لكي يجد مبدأ الرقابة على السوق الثاني مكانه الطبيعي في التطبيق، يجب التعريف بالرقابة ويجب أن تكون هناك جهات رقابية تمارس الرقابة والإشراف على تطبيق هذا المبدأ على أكمل وجه جنباً إلى جنب مع التشريعات المعمول بها، وذلك ضماناً لاستقرار السوق الذي أنشأت من أجله.

تتم عملية الرقابة على السوق الثاني عبر نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، بحيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومراكزها المالية باستمرار بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركات والمؤسسات بشكل سليم وتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري السليم، ولكي يتحقق هذا الهدف يجب أن تكون القوائم المالية معدة وفقاً للمعايير المحاسبية، وأن تكون خضعت لعملية تدقيق تنتهي بإعداد رأي مهني بخصوصها⁽²⁾، وعليه سوف نقوم بدراسة هذا المطلب من خلال تقسيمه إلى فرعين الأول أهمية الرقابة وأهدافها والثاني الجهات المسؤولة عن الرقابة:

الفرع الأول

أهمية الرقابة وأهدافها

تشكل الرقابة في سوق الاوراق المالية عموماً وفي السوق الثاني خصوصاً أهمية كبيرة لما لها من دور في تعزيز الثقة بالسوق وزيادة في فرص لجذب المستثمرين، ولما توفره من دور في خلق سوق آمن وفعال الامر الذي يؤدي بطبيعة الحال إلى جذب رؤوس اموال جديدة، بحيث تصبح هناك ثقة بالاسواق التي تخضع لعمليات تدقيق ومراقبة مستمرة، وعليه سوف نقوم ببيان أهمية الرقابة بشكل عام واهدافها تباعاً وذلك على فقرتين وكما يلي:

أولاً- أهمية الرقابة

(1) ينظر: المادة (1) والمادة (2) والمادة (5) والمادة (15) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية/ السوق النظامي.

(2) ينظر: عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2008م، ص144.

يعتبر وجود الرقابة في اسواق الاوراق المالية عموماً امرأ ضرورياً لما لها من اهمية كبيرة في تنظيم ومراقبة عمل الاسواق، ومن أجل اعطاء صورة واضحة عن تلك الاهمية سوف نقوم ببيان اهمية الرقابة بشكل عام دون حصرها بأسواق مال دول معينة، وهي كما يلي:

1- التغلب على المشكلات والمصاعب في حالات عدم التأكد:

إن التعاملات المالية قد لا تتماشى عادة مع الخطط الموضوعية أو أهداف المؤسسات المالية التي سيتم تنفيذها وتحقيقها مستقبلاً؛ لأن هناك الكثير من العوامل التي قد تحدث تغييرات مستمرة، ومن هنا نشأت حالات عدم التأكد ولذلك ومن خلال تطور نظام رقابي فعال يعمل على تنظيم وتطوير الاسواق المالية والانشطة والفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويسهم في الحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية، فمن خلال الرقابة يمكن متابعة أنشطة الشركات، واكتشاف الاخطاء والمعوقات وتصحيحها⁽¹⁾، وتمنحها السرعة في كشف وتصحيح الانحرافات وتحقيق الأهداف.

2- كشف الأشياء غير المنتظمة:

فأهمية الرقابة تتمثل في كشف الأشياء غير المنتظمة وغير مرغوب فيها في سوق الاوراق المالية مثل عدم تقديم تقارير مالية سنوية، أو عدم التزام الشركات المدرجة في السوق بالافصاح عن الاحداث الجوهرية، وغيرها من الاحداث غير المرغوب في حدوثها، وذلك من خلال ما تقوم به هيئات الاوراق المالية من مهام متمثلة بتنظيم ومراقبة الافصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية، ومراقبة الاسواق المالية، وبذلك فإن الكشف المبكر للأشياء غير العادية في الغالب قد يوفر الوقت والجهد ويحد من المشكلات أو المصاعب الصغيرة والتي قد تصبح أكثر تعقيداً لاحقاً⁽²⁾.

3- إدارة المواقف الصعبة:

عند زيادة عدد الشركات المدرجة في الاسواق المالية عموماً وزيادة عدد الصفقات التي يتم ابرامها بين المستثمرين والشركات خصوصاً، لا بد من استخدام العملية الرقابية لتعزيز عملية التنسيق بين ما يتم ابرامه، دفعا لأي غش محتمل أو القيام بمضاربات جامحة (غير مشروعة) الامر الذي يؤدي إلى احداث ازمات اقتصادية

(1) مجدي علي غيث، مبادئ ادارة الاعمال، بدون طبعة، بدون دار طباعة، ص20-22.

(2) د. محمد بن علي الشيبان العامري، الرقابة مفهومها واهميتها، مقال منشور على الموقع الالكتروني: www.sst5.com، تاريخ الزيارة 2021-10-14.

خطيرة⁽¹⁾، حيث إنّ أهمية الرقابة في اسواق الاوراق المالية عموماً تتجلى بضرورة حماية المواطنين والمستثمرين في الاوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.

4-استقلالية الرقابة:

إنّ وجود نظم رقابية جيدة مستقلة ادارياً ومالياً تقوم بها اسواق وهيئات المال يتم انشأها بموجب قوانين ويتم تحديد اختصاصاتها بموجب ذلك السند القانوني، يساعدها على اتخاذ قرارات صائبة اثناء ممارسة المهام المعهودة إليها، تكون بعيدة عن شائبة الخطأ حيث ان الهيئات التي تتولى مهمة الرقابة تتمتع بالاستقلال المالي والاداري فضلاً عن ذلك تمتعها بالشخصية الاعتبارية كل ذلك يسهم بشكل كبير بتحقيق رقابة فعالة متحررة من اي ضغوطات مادية أو معنوية قد تؤثر سلباً على ادائها لعملها، مما يحقق الهدف الاساسي من وجودها الا وهو المحافظة على اعمال المؤسسات المالية من الوقوع في المخالفات⁽²⁾.

من خلال ما تقدم نرى بأنه تتمثل أهمية الرقابة إلى حد كبير في أغراضها وأهدافها عبر عملية التقييم والمتابعة وتصحيح الأداء فالأنظمة الرقابية تزود الشركة بقوة التوجيه والتكامل والتحفيز وبذلك نستطيع القول أن الشركات التي تتمتع بإدارة جيدة هي تلك الشركات التي تمتلك أنظمة رقابية فعالة والتي من شأنها أن تعزز قدرتها على تنفيذ استراتيجياتها. وللرقابة أهمية في سوق الأوراق المالية حيث تقوم هيئة الأوراق المالية برقابة السوق ومتابعة أنشطة مراكز الإيداع وجمعية وسطاء الأوراق المالية وكذلك لها دور مباشر في مدى تقديم الشركات الوساطة لبياناتها وأيضاً تتابع هذه الهيئة تطبيق التعليمات الخاصة بالعباية الواجبة، وكذلك تقوم بتدقيق ملفات عمليات التداول اليومية ومدى مطابقتها لتعليمات التداول، ولها استقلال مالي وإداري والهدف الأول من انشائها حماية المستثمرين بالأوراق المالية، والعمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية والذي يهدف إلى حماية السوق من المخاطر، ونرى ان انضمام الهيئات إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية فسوف يساعد هذا الانضمام

1 () ينظر: د. فراس ياوز عبدالقادر، الجرائم الماسة بسوق الاوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث منشور، كلية القانون، الجامعة المستنصرية، ص1.

2 () ينظر: عماد الزيادات، استقلالية الرقابة الشرعية والزامية فتاواها وقراراتها في المؤسسات المالية الإسلامية (مع نماذج تطبيقية تشريعية وعملية في المملكة الاردنية الهاشمية)، بحث منشور في مجلة جامعة النجاح للابحاث(العلوم الانسانية)، مجلد 25(7)، 2011، ص1866.

لسوق للأوراق المالية بالانفتاح على الأسواق العالمية وكذلك تحتم عليه اعتماد المعايير الدولية ومتطلبات الأسواق الكفوة والذي ينعكس على جذب الاستثمار ودعم الاقتصاد⁽¹⁾.

ثانياً: أهداف الرقابة

لاشك من أن الرقابة التي يقوم بها كل من سوق الأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية غايتها تحقيق أهداف معينة، ولذلك سوف نقوم ببيان تلك الأهداف كما يلي:

1. متابعة تنفيذ الوظائف المخطط لها

من خلال مراقبة العمليات التجارية في السوق، وعمليات الإيداع ومراقبة كافة الوسطاء المخولين داخل السوق، وهذا ما ذهب إليه المشرع السوري في قانون هيئة الأوراق والاسواق المالية السورية رقم (22) لسنة (2005) حيث نصت المادة (3) الفقرة (ب/3) على أنه "تنظيم ومراقبة اعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة واشرافها"⁽²⁾. وهذا ايضا ما ذهب إليه المشرع السوداني في المادة (6) الفقرة (د) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة(2016) إذ نصت على أنه "وضع الاسس والضوابط التي تكفل سلامة المعاملات في السوق واسواق المال" ومن خلال تلك الضوابط يمكن اتمام المعاملات المالية على وفق الاسس والضوابط المعتمدة في السوق.

أما المشرع السعودي فقد ذهب في نظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي (م/30) بتاريخ 2-6-1424هـ إلى النص على اعطاء الهيئة من اجل القيام بمهامها صلاحية تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية⁽³⁾. وهذا ايضا ما صرحت به هيئة الأوراق المالية العراقية في موقعها الرسمي حيث اكدت على ان الهيئة تعمل على تعزيز الدور الرقابي وذلك من خلال تنظيم ومراقبة عمل اسواق الأوراق المالية، واصدار التعليمات التي من شأنها المساهمة في تنظيم عملهم⁽⁴⁾.

(1) ينظر: نادية عبيد خضير المحامي، **حوكمت سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة**، ط1، مكتبة القانون المقارن، بغداد، العراق، 2020م، ص166.

(2) المادة (3) الفقرة (ب/3) من قانون هيئة الأوراق والاسواق المالية السورية رقم(22) لسنة2005.

(3) الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية السعودية، متاح على الموقع الالكتروني: www.cma.org.sa، تاريخ الزيارة 2021-10-15.

(4) الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية، متاح على الموقع الالكتروني: www.isc.gov.iq، تاريخ الزيارة 2021-10-15.

2. ضمان احترام الشفافية والنزاهة

للحيلولة دون ظهور كل ما من شأنه أن يعرقل السير الامثل للسوق، وذلك من خلال إلزام الشركات على الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، وهذا ما نصت عليه المادة (3) الفقرة (ب/1) من قانون هيئة الأوراق والاسواق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) إذ ذهبت إلى أنه "1- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية"⁽¹⁾.

أما المشرع السعودي فيلاحظ أيضا هو الآخر قد ذهب باتجاه تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الاسهم والجمهور⁽²⁾، حيث جاء ذلك في نص المادة (5) الفقرة (6) من نظام السوق المالية السعودية لصادرة بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) لسنة(2003)⁽³⁾.

أما المشرع السوداني فيلاحظ بأنه ومن أجل إلزام الشركات بالإفصاح عن البيانات المالية والمعلومات المتعلقة بنشاطها قد خصص في قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة(1994) الفصل السابع تحت عنوان (المراقبة والإفصاح) حيث نصت المادة (46) تقديم الاحصاءات والبيانات "يجب على شركات المساهمة العامة الاعضاء تقديم المعلومات والبيانات والاحصائيات التي يتطلبها السوق وفق نماذج خاصة تعدها لذلك خلال مدة لا تزيد عن شهر من تاريخ الطلب"⁽⁴⁾.

أما المشرع العراقي فقد حدد اهداف الرقابة ومن ضمنها تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية⁽⁵⁾.

يلاحظ أيضا بأن المشرع العراقي قد اصدر تعليمات رقم(9) الخاصة بالإفصاح المالي لشركات الوساطة المالية حيث نصت المادة (1) على أنه "تقديم استمارة المعلومات التي تخص الشركة وفق النموذج الذي اقرته

1 () المادة (3) الفقرة (ب/1) من قانون هيئة الأوراق والاسواق المالية السوري رقم(22) لسنة 2005.

2 () الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية السعودية ، متاح على الموقع الالكتروني، cam.org.sa.com، تاريخ الزيارة 15-2021-10.

3 () نصت المادة (5) الفقرة (6) من نظام السوق المالية السعودية لسنة 2003 على انه (تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها ، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الاسهم والجمهور).

(4) المادة (46) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(5) ينظر: مصطفى منقذ يوسف، رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة دراسة قانونية مقارنة، مصدر سابق ذكره، ص58-59.

الهيئة خلال فترة لا تتجاوز (20) يوم عمل من بداية السنة وفي حالة حدوث أي تغيير على المعلومات المقدمة ابلاغ الهيئة خلال (5) ايام عمل من تاريخ التغيير"⁽¹⁾. وغيرها الكثير من النصوص القانونية التي تضمنتها هذه التعليمات الخاصة بالافصاح المالي لشركات الوساطة المالية.

3. المحافظة على كفاءة السوق

يتحقق ذلك من خلال تدقيق الملفات اليومية الخاصة بالتداول ومدى مطابقتها لتعليمات التداول، ومتابعة جلسات التداول بشكل مستمر، وتوفير الوسائل والنظم التي تضمن كفاءة سوق المال وشفافية النشاطات التي تمارس فيه مما ينعكس على زيادة الثقة بتلك الاسواق، فبالنسبة إلى المشرع السوري نلاحظ بأنه في المادة (3) الفقرة (أ/1) من قانون هيئة الأوراق وسوق الأوراق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) نصت على أنه "1- تنظيم وتطوير الاسواق المالية والانشطة والفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويسهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية"⁽²⁾.

أما المشرع السعودي فقد حدد في المادة (5) من نظام السوق المالية السعودية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) لسنة (2003) إذ نصت على أنه "على الهيئة تنظيم السوق المالية وتطويرها، إضافة إلى ذلك العمل على تنمية وتطوير اساليب الاجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الاجراءات الكفيلة بالحد من مخاطر التعامل بالأوراق المالية"⁽³⁾.

أما توجه المشرع السوداني بهذا الخصوص إلى تعاون الهيئة مع السلطة واسواق المال على اعداد البحوث والدراسات التي تؤدي إلى تطوير الاداء في مجال اسواق المال وهذا ما تضمنته المادة (56) الفقرة (د/1) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال السوداني لسنة (2016) إذ نصت على أنه "د- التعاون مع السلطة والسوق واسواق المال وصناديق الاستثمار والمراكز، على اعداد البحوث والدراسات التي تؤدي إلى تطوير الاداء في مجال اسواق المال"⁽⁴⁾.

أما المشرع العراقي فقد حددت هيئة الأوراق المالية العراقية إن من جملة الامور التي تقوم بها من أجل تعزيز الدور الرقابي على سوق اوراق المال والمؤسسات الخاضعة له قيامها بتدقيق ملفات التداول اليومية ومتابعة

1 () المادة (1) تعليمات رقم (9) الافصاح المالي لشركات الوساطة المالية العراقية.
2 () المادة (3) الفقرة (أ/1) من قانون هيئة الأوراق وسوق الأوراق المالية السوري رقم (22) لسنة 2005.
3 () المادة (5) نظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) لسنة 2003.
4 () المادة (56) الفقرة (د/1) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال السوداني لسنة 2016.

4. الإشراف والتفتيش على الجهات التي يرخص لها بالعمل في اسواق الاوراق المالية

حيث إنّ الهيكل الاداري لهيئة الاوراق المالية السورية يتكون من عدد من المديريات ومنها مديرية الرقابة والتفتيش إذ تتمكن من خلالها هيئة الاوراق المالية من ممارسة الرقابة على جميع الجهات الخاضعة لإشرافها والاطلاع على سجلاتها وقيودها والحصول على نسخ منها وذلك بهدف التأكد من مدى التزامها بالقوانين والانظمة والتعليمات⁽²⁾، فضلاً عن ذلك ما ذهبت إليه المادة (16) من قانون هيئة الاوراق والاسواق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) إذ نصت على أنه "يحق للهيئة اجراء أي تحقيق أو تفتيش أو تدقيق لتحديد ما إذا كانت اية جهة أو شخص قد ارتكب مخالفة أو اتخذ اجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكاب مخالفة لأي من احكام هذا القانون والانظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه. ويحق للهيئة تدقيق الوثائق والقيود والسجلات العائدة لأية جهة من الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة واشرفها والحصول على نسخ منها والتفتيش عليها بأشعار مسبق أو من دونه".

خص المشرع السعودي وكالة الهيئة للشركات المدرجة في السوق المالي السعودية بالإشراف على حوكمة وافصاح واعلانات الشركات المدرجة ومتابعة مدى التزام الشركات بنظام السوق المالية واللوائح التنفيذية⁽³⁾. أعطى المشرع السوداني هذا الحق لسلطة تنظيم سوق المال السوداني بأجراء الرقابة والتفتيش على السوق واسواق المال واي جهة مرخص لها بموجب احكام هذا القانون وهذا ما نصت عليه المادة (6) الفقرة (ب) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة (2016) إذ ذهبت إلى أنه "الرقابة والتفتيش على السوق واسواق المال، واي جهة مرخص لها بموجب احكام هذا القانون"، فضلاً عن ذلك فقد تطرقت المادة (49) الفقرة (أ) من القانون أعلاه إلى أنه "يجوز للمجلس للتأكد من مدى الالتزام بأحكام القانون أن يقوم بتفتيش ومراجعة: أ- كافة المصدرين⁽⁴⁾. ب- مؤسسات الجهاز المصرفي المسجلة كشركات مساهمة عامة بالتنسيق مع المصرف، على أن يقتصر التفتيش والمراجعة على الدفاتر والسجلات والمعاملات ذات الصلة بالأوراق

1 () الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية العراقية، متاح على الموقع الالكتروني، www.isc.gov.iq، تاريخ الزيارة 2021-10-16.

2 () الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية السوري، متاح على الموقع الالكتروني، www.scfms.sy، تاريخ الزيارة 2021-10-16.

3 () الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية السعودية، متاح على الموقع الالكتروني، www.cma.org.com، تاريخ الزيارة 2021-10-16.

4 () المصدر: يقصد به الجهة التي تصدر اوراقا مالية او تسعى في اصدارها، المادة (3) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال السوداني لسنة 2016.

يلاحظ ان هيئة الاوراق المالية العراقية تنقسم إلى عدة اقسام ومن ضمنها دائرة الرقابة والتفتيش التي تناط بها مهمة القيام بمتابعة مدى التزام الشركات المرخصة بأحكام القانون والتعليمات الصادرة بموجبه، فضلا عن ذلك يعهد إليها مهمة الرقابة على عمل واداء سوق الاوراق المالية ومركز الايداع للتأكد من قيامهم بوظائفهم وفقا للقانون والانظمة والتعليمات⁽²⁾.

الفرع الثاني

الجهات المسؤولة عن الرقابة في السوق الثاني

يقصد بالرقابة عموما بأنها التأكد من أن الخطة تم تنفيذها بحسب ما هو مقرر له وتتضمن قياس النتائج ومقارنتها بالأهداف وتحديد الانحرافات وتحليل اسبابها، ووضع حلول مناسبة لها⁽³⁾. وعليه سوف نقوم ببيان الجهات المسؤولة عن الرقابة وذلك كما يلي:

أولاً- سوق الأوراق المالية

تطرقت اغلب القوانين محل المقارنة إلى وضع تعريف محدد لسوق الاوراق المالية فبالنسبة إلى القانون السوري فقد وضع قانون هيئة الاوراق والاسواق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) وتعديلاته في المادة (1) منه تعريفا للسوق إذ نصت على ان الاسواق المالية هي "الاسواق المنظمة لتداول الاوراق المالية التي يمكن أن تنشأ في الجمهورية العربية السورية وفقا لأحكام هذا القانون"⁽⁴⁾، أما المشرع السعودي فقد عرف سوق الاوراق المالية في المادة (1) من نظام السوق المالية السعودي إذ نصت على أنه "السوق: سوق مالية مرخص لها – وفقا لأحكام هذا النظام – بمزاولة العمل في تداول الاوراق المالية في المملكة"⁽⁵⁾ وقد ذهب قانون سوق الخرطوم للاوراق المالية لسنة(1994) إلى تعريف سوق الاوراق المالية في الفصل الاول منه (3) إذ نصت على أنه "السوق: يقصد بها سوق الخرطوم للاوراق المالية المنشأة بموجب احكام المادة (8)، التي تنظم وتحكم الاوراق المالية والتي تتم من خلالها اصدار وطرح الاوراق المالية (السوق الاولية)، وتداول

1 () المادة (6) الفقرة (ب) والمادة (49) الفقرة (أ) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال السوداني لسنة2016.
 (2) الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية العراقية، متاح على الموقع الالكتروني: www.isc.gov.iq، تاريخ الزيارة 16-2021-10.
 (3) ينظر: نسرين محمد عبدالمنعم، الرقابة المالية على النفقات العمومية، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014، ص34.
 (4) المادة (1) من قانون هيئة الاوراق والاسواق المالية السورية رقم (22) لسنة 2005 وتعديلاته.
 (5) المادة (1) من نظام السوق المالية السعودية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ (2003-7-31).

الاوراق المالية والتعامل بها داخل السودان (السوق الثانوية)⁽¹⁾، أما المشرع العراقي فقد وضع تعريف لسوق الاوراق المالية في المادة (3) من القسم الاول إذ نصت على أنه "سوق الاوراق المالية – تعني سوق الاوراق المالية العراقية أو أي سوق اخرى مماثلة كالهيئة، وتنسجم مع قواعدها قد تجاز بموجب هذا القانون)⁽²⁾. من خلال ذلك نستطيع القول بأن سوق الاوراق المالية هو جهة حكومية تم انشائها وتشكيلها وتنظيم عملها وفقا لقوانين وانظمة ولوائح خاصة بها.

يلاحظ بأن سوق الاوراق المالية يمارس صلاحية القيام بالرقابة والتفتيش من خلال مجلس يشكل للقيام بمهام متعددة ومنها مهمة الرقابة على الشركات في سوق الاوراق المالية وان اختلفت تسميات هذا المجلس بين القوانين محل المقارنة إلا أنها تمارس ذات العمل المتمثل بالرقابة، حيث يقوم سوق الاوراق المالية السوري بالقيام بمهمة الرقابة على السوق وذلك بمراقبة اعمال السوق من أجل حماية المستثمرين من خلال انشاء مجلس ادارة السوق يقوم بإدارة السوق ومكون من (9) اعضاء يسمى بقرار صادر من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح من مجلس المفوضين، وقد حددت المادة (10) الفقرة (أ/2) من قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) مهام وصلاحيات مجلس ادارة السوق بأشراف مجلس مفوضي الهيئة إذ نصت على أنه (أ- العمل على ادارة وتطوير السوق بما في ذلك: (2) مراقبة اعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين المتعاملين والتأكد من أن التعامل يتم على اسس سليمة وعادلة، وله حق تعليق ادراج أي ورقة مالية في الحالات التي يراها ضرورية لحماية مصالح المستثمرين مع اعلام الهيئة بذلك)⁽³⁾. أما القانون السعودي فقد حدد نظام سوق المال السعودي في المادة (4) منه تنشأ في المملكة هيئة تسمى (هيئة السوق المالية) وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والاداري وحددت المادة (5) من نظام سوق المال السعودي في الفقرة (6) منها بأن من صلاحية مجلس هيئة السوق المالية القيام بعمليات المراقبة والتنظيم لأعمال الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة واشرفها، إذ جعل مهمة الرقابة لمجلس الهيئة حصرا دون غيرها من الجهات⁽⁴⁾. أما القانون السوداني نلاحظ بأن المجلس هو مجلس ادارة السلطة⁽⁵⁾ المنشأ بموجب احكام المادة 7(1) وهذا ما تضمنه الفصل الاول المادة (3) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة (2016)، حيث تضمنت المادة (12) الفقرة (د) تحديد اختصاصات المجلس وسلطاته إذ

(1) المادة (3) من قانون سوق الخرطوم للاوراق المالية رقم 1994.

2 () المادة (3) من القسم الاول من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية رقم (74) لسنة 2004.

3 () المادة (10) الفقرة (أ/2) من قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة 2005.

4 () ينظر: المادة (4) والمادة (5) من نظام سوق المال السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) لسنة 2003.

5 () يقصد بالسلطة: سلطة تنظيم اسواق المال المنشأة بموجب احكام المادة 4(1)، المادة (3) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال السوداني لسنة 2016.

نصت على أنه "وضع قواعد الرقابة والتفتيش على شركات الوساطة المالية والجهات الخاضعة لإشراف السلطة ورقابتها"، والمادة (12) الفقرة (ع) نصت على أنه "تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالسوق واسواق المال والجهات المصدرة للاوراق المالية، وتعامل الأشخاص المطلعين على تلك المعلومات، وكبار المساهمين والمستثمرين فيها"⁽¹⁾.

ثانياً- هيئة الأوراق المالية

وضعت أغلب القوانين محل المقارنة تعريفاً تشريعياً محدداً واضحاً وصريحاً لهيئة الاوراق المالية، فقد ذهب قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة (2005) في المادة (1)⁽²⁾ من الفصل الاول إلى تعريف هيئة الاوراق المالية إذ نصت على أنها "هيئة الاوراق والاسواق المالية السورية المحدثة بالقانون رقم (22) لسنة (2005)".

أما موقف المشرع السعودي فقد عرف الهيئة في المادة (1)⁽³⁾ من نظام السوق المالي السعودي إذ نصت على انه (الهيئة: هيئة السوق المالية).

أما القانون السوداني فقد عرف الهيئة في قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة (2016) في المادة (3)⁽⁴⁾ الهيئة يقصد بها هيئة الرقابة الشرعية العليا المنشأة بموجب احكام المادة (52)⁽¹⁾.

أما المشرع العراقي فقد وضع تعريف لهيئة الاوراق المالية وذلك في القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) إذ نصت المادة الاولى من القسم الاول على أنه "هيئة: تعني الهيئة العراقية المؤقتة للسندات وسوق الاوراق المالية"⁽⁵⁾. ويلاحظ بأن هيئة الاوراق المالية السورية تتشكل من عدد من المديریات تمثل الهيكل الاداري للهيئة ومن بين تلك المديریات (مديرية الرقابة والتفتيش) حيث تتبع هذه الهيئة ثلاث دوائر تناط بها القيام بمهام متنوعة ومتعددة ومن هذه الدوائر:

1- دائرة الرقابة على سوق دمشق للاوراق المالية.

2- دائرة الرقابة على شركات الخدمات والوساطة المالية العاملة في سوق دمشق للاوراق المالية.

3- دائرة الرقابة على الشركات المساهمة.

(1) المادة (12) الفقرة (د) والفقرة (ع) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال السوداني لسنة 2016.

(2) المادة (1) من قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة 2005.

(3) المادة (1) من نظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31-7-2003.

(4) المادة (3) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة 2016.

(5) المادة الاولى من القسم الاول من القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية رقم (74) لسنة 2004.

ومن بين المهام المناطة لهذه المديرية: 1- ممارسة الرقابة على جميع الجهات التي تكون خاضعة لإشراف هيئة الاوراق المالية السورية من خلال الاطلاع على سجلاتها وقيودها ولها الحق في الحصول على نسخ منها وذلك بهدف التأكد من مدى التزامها بالقوانين والانظمة والتعليمات النافذة، مثال على ذلك دراسة نسب التملك في الشركات، فضلاً عن متابعة الشائعات التي تؤثر بشكل أو بآخر على سعر الورقة المالية. 2- لها الحق بأجراء أي تحقيق أو القيام بالتفتيش وذلك وفق شعار مسبق أو بدونه لتحديد ما إذا كانت الجهات سابقة الذكر قد ارتكبت مخالفة واقتراح التدابير أو العقوبات المناسبة بشأنها، حيث تقوم بإحالة الملف المنظم بالمخالفة إلى مديرية الشؤون القانونية والمتابعة. كما تقوم مديرية الرقابة والتفتيش التابعة لهيئة الاوراق المالية السورية بالقيام بزيارات ميدانية على جميع شركات الخدمات المالية للتأكد من مدى مطابقتها للقوانين والانظمة، بالإضافة إلى تأكدها من مدى التزام الشركات المساهمة باللوائح والانظمة والتعليمات⁽¹⁾.

قد نظم المشرع السعودي في المادة الخامسة بموجب المرسوم الملكي رقم (م: 30) بتاريخ 31/3/2003 "بأنه يتم تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار السن والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور". تقوم الهيئة بممارسة اختصاصات ذات طبيعة رقابية وذلك للتأكد من أن التعامل في السوق على الأوراق يتم على أوراق سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية (المادة 4/43 قانون 95 لسنة 1992) وتطبيقاً لذلك أصدر مجلس إدارة هيئة سوق المال قراره رقم 15 لسنة 1995 في 28/12/1995م وذلك بشأن قواعد التفتيش والرقابة على الشركات العامة في مجال الأوراق المالية⁽²⁾.

يلاحظ بأن نظام السوق المالية السعودي قد حدد المهام التي تقوم بها هيئة الاوراق المالية السعودية في المادة (5) من نظام السوق المالي السعودي⁽³⁾، حيث اعتبر بأن الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام هذا النظام وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يلي:

1 () الهيكل التنظيمي لهيئة الاوراق والاسواق المالية السورية ، منشور على الموقع الرسمي لهيئة الاوراق والاسواق المالية السورية www.scfms.sy.ar.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.
 (2) ينظر: محمد عطا الله الناجم الماضي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، بدون مكان نشر، مكتبة القانون والاقتصاد، 2012م، ص26.
 (3) ينظر: المادة (5) من نظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31-7-2003.

1- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.

2- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

3- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

من خلال ذلك يتضح لنا أن هيئة سوق راس المال السعودية هي التي تقوم بالدور الرقابي من خلال الرقابة والتفتيش.

أما موقف المشرع السوداني فيلاحظ بأنه في المادة (15) الفقرة (1) من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية قد حددت انه للسوق هيئة رقابية اطلق عليها تسمية هيئة الرقابة الشرعية وتتشكل من ثلاثة اعضاء من علماء الشريعة الاسلامية ممن لهم المام بالمعاملات المالية تختارهم الجمعية العمومية، فقد نصت المادة اعلاه على ما يأتي، المادة (15) (1) تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية وتتشكل من ثلاثة اعضاء من علماء الشريعة الاسلامية ممن لهم المام بالمعاملات المالية تختارهم الجمعية العمومية. (2) تختص هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على اعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الاسلامية). حيث يلاحظ بأنها اعطت هيئة الرقابة الشرعية صلاحية للهيئة بالرقابة على أعمال السوق للتأكد من التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية⁽⁴⁾. حيث تختص هذه الهيئة بالرقابة على اعمال ومعاملات وأنشطة السوق وأسواق المال، بما فيها صناديق الاستثمار والمراكز، وذلك للتأكد من التزامهم بأحكام الشريعة الاسلامية في كل معاملاتهم وهذا ما صت عليه المادة (56) الفقرة (1) من قانون سلطة تنظيم أسواق المال في السودان إذ نصت على أنه "تكون للهيئة الاختصاصات والسلطات الآتية⁽²⁾:"

أ- الرقابة على أعمال ومعاملات وأنشطة السوق وأسواق المال، بما فيها صناديق الاستثمار والمراكز، وذلك لتأكد من التزامهم بأحكام الشريعة الإسلامية في كل معاملاتهم"⁽³⁾.

أما بالنسبة إلى موقف المشرع العراقي فمن خلال الرجوع إلى المادة(8) الفقرة (د) من تعليمات رقم (15) في شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية / السوق الثاني بأنه (للهيئة والسوق مراقبة التزام

(1) ينظر: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016: متاح على الموقع الالكتروني: <http://www.sanabelfs.com>

(2) ينظر: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016: متاح على الموقع الالكتروني: <http://www.sanabelfs.com>

(3) المادة (56) الفقرة (1) من قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة 2016.

الشركات المدرجة في السوق الثاني بتطبيق قانون الأسواق المالية النافذ والقواعد والتعليمات الصادرة عنه). أي بمعنى أنه لهيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية حق الرقابة على السوق الثانوي⁽¹⁾.

من خلال ما تقدم نقترح على المشرع العراقي تشكيل لجنة خاصة بالسوق الثاني تناط بها مهمة الرقابة على السوق الثاني وذلك للتخفيف عن الجهات المكلفة بالرقابة في السوق النظامي بموجب قانون سوق الأوراق المالية.

تعمل هيئة الأوراق المالية العراقية في تعزيز الدور الرقابي على سوق أوراق المال ومؤسساته والجهات الخاضعة لرقابة الهيئة مع مراعاة الحفاظ على استقلاليتها وذلك من خلال⁽²⁾:

1- تنظيم ومراقبة عمل الأسواق المالية ومتابعة أنشطة مراكز الايداع وجمعية وسطاء أوراق المال وإبداء الرأي والنصح حول برامجهم واصدار التعليمات التي من شأنها تنظيم عملهم وعمل الشركات المساهمة المدرجة.

2- متابعة تقديم شركات الوساطة للبيانات المالية وحسب تعليمات رقم(9) واتخاذ الإجراءات المناسبة بحق الشركات المخالفة (غرامة أو إيقاف عن عمل).

3- متابعة تطبيق تعليمات العناية الواجبة بالعملاء المتعاملين بالأوراق المالية.

4- تدقيق ملفات التداول اليومية ومدى مطابقتها لتعليمات التداول.

5- متابعة يومية لجلسات التداول المستمر والخاص.

تنقسم هيئة الأوراق المالية العراقية إلى عدة أقسام وهي على النحو الآتي⁽³⁾:

1- الدائرة الإدارية والقانونية-2 دائرة الرقابة والتفتيش-3 دائرة البحوث والدراسات، 4- دائرة الافصاح

(1) ينظر: المادة(8) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية / السوق الثاني. وفي بعض الدول ومنها العراق منح المشرع إلى الأجهزة الحكومية سلطة رقابية ما يوازي رقابة البنك المركزي، على سبيل المثال دولة الكويت في الدور الذي يمارسه ديوان الرقابة المالية الذي يدخل ضمن اختصاصاته الرقابة على أنشطة بورصة الأوراق المالية. ومثل هذا الاختصاص منحه المشرع العراقي أيضاً لديوان الرقابة المالية وفقاً لنظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم(5) لسنة 1998 الصادر بالاستناد للمادة 9/ 2 من قانون الشركات العراقي رقم(21) لسنة 1997، وبناءً على طلب من البنك المركزي العراقي بالقيام بمهمة الرقابة والتدقيق على حسابات الشركات الخاضعة لأحكام هذا النظام وفقاً لقانون الشركات العراقي⁽¹⁾.

(2) الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية: www.isc.gov.iq، تاريخ الزيارة 2021-10-14.

(3) ينظر: الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية: متاح على الموقع الإلكتروني: www.isc.gov.iq تاريخ الزيارة 2021 /7/14م.

المالي 5- ودائرة نظم المعلومات6- ودائرة نظم السوق.

حيث ان هيئة الاوراق المالية العراقية تمارس صلاحيتها بالرقابة من خلال دائرة الرقابة والتفتيش: إذ تقوم دائرة الرقابة والتفتيش بالمهام الآتية:

أ- الرقابة على عمل وأداء سوق العراق للأوراق المالية ومركز الإيداع للتأكد من قيامهم بوظائفهم وفقاً للقانون والتعليمات.

ب- متابعة التزام الشركات المرخصة بأحكام القانون والتعليمات الصادرة بموجبه.

ت- الرقابة على عمليات التداول بالأوراق المالية ومدى انسجامها مع القانون والتعليمات والقرارات الصادرة بذلك ومن ضمنها تداول الوسطاء والأشخاص المطلعين وأصحاب النسب المؤثرة وتقديم توصيات بالمخالفين.



الخاتمة

الخاتمة

بعد الانتهاء من هذه الدراسة الموسومة (التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية) سنبين أهم ما توصلنا إليه من نتائج ومقترحات:

أولاً- النتائج

1- يُعد السوق من أهم أسواق الأوراق المالية التي بحاجة إلى دراسة جوانبه القانونية وتحديد المعنى المراد منه؛ إذ اختلفت معايير الفقه والشراح بخصوص تعريف السوق، فهناك من ركز على جانب المكان، وهناك من ركز على معيار السهولة والتداول، وهناك من ركز على فرض المقابلة بين السوق والسوق النظامي، وإزاء تعدد هذه المعايير وبعد بيان كل ذلك اقترحنا تعريفاً للسوق بأنه (هو ذلك النوع من الأسواق المالية الذي يتم فيه إجراء صفقات وعقود خارج السوق المنظم من خلال الشركات غير المقيدة في السوق النظامي أو الشركات التي لم يتوافر فيها شروط الإدراج، والذي يتميز بشروط ادراج ميسرة).

2- لا تقتصر أهمية السوق على نطاق معين، فتارة نجد إن السوق الثاني يمثل جانباً مهماً في انتعاش التنمية الوطنية، وتارة أخرى يكون لهذا السوق دوراً كبيراً في إفساح المجال للشركات التجارية للعمل في الأوراق المالية، وتارة أخرى يكون للسوق الثاني أهمية في جعل المستثمرين يستثمرون أموالهم في السوق الثاني؛ نظراً لسهولة التعامل الذي يتميز به هذا السوق.

3- يتكون السوق الثاني من عنصرين هما: الأول هو العنصر البشري الذي يتمثل في الأشخاص الذين يقومون بعملية تداول الأوراق المالية في هذا السوق؛ إذ وجدنا أن الجانب البشري يتضمن المتعاملون وهم البائع والمشتري من جانب، والوسطاء الذين يقومون بتسهيل عملية التداول من جانب آخر، والعنصر الثاني هو العنصر الفني الذي يتمثل في هو عنصر الانترنت وعنصر أجهزة التداول الإلكتروني.

4 - يستند تقسيم سوق المال إلى معيار الأهمية أو التنظيم، فهناك السوق الأولية أو السوق النظامية وهي السوق الأولى والأكثر أهمية في نطاق التداول، وهناك السوق الثانية أو السوق والذي يأتي في المرتبة الثانية من حيث الأهمية، ثم يأتي السوق الثالث في المرتبة الثالثة والسوق الرابع في المرتبة الرابعة، ومع ذلك لا يمكن تحقيق الفصل التام بين السوق الثاني مع غيره من أسواق المال الأخرى؛ إذ تخضع جميع هذه الأسواق إلى بعض الأحكام القانونية المشتركة، فضلاً عن كون بعض هذه الأسواق يعمل كحلقة ربط تربط بين هذه الأسواق المختلفة.

5- إنّ الجهة المسؤولة عن شطب الشركات المدرجة في السوق الثانوي هو مجلس المحافظين واللجنة الانضباطية فقط وفق ما حددته تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات الإدراج في السوق الثانوي والقانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة (2004)، وأما مراقب الحسابات فقد يكون له دور بشكل أو بآخر بتصفية الشركة وهو يؤدي بطبيعة الحال إلى شكلها بشطبها بناءً على التقرير السنوي الذي يرفعه إلى الجمعية العمومية في اجتماعها السنوي. وإنّ مسجل الشركات هو الجهة المسؤولة عن شطب إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية النظامي.

6- إنّ المقاصة هي إحدى العمليات التي تسهل عملية تداول الأوراق المالية في السوق، وتشمل تحديد والتزامات كل طرف في عملية التداول تسبق عملية التسوية، والتي بدورها تحد من المخاطر المرتبطة بتعر أحد الأطراف في عملية التداول، وهناك مبادئ أساسية تقوم عليها عملية المقاصة وهي (التسليم مقابل الدفع) إذ يجب على الوسيط الوفاء بالالتزامات التي تنشأ عن عمليات التداول بمعنى التزام الوسيط عن البائع بتسليم المبيع ووسيط المشتري بدفع الثمن، والمبدأ الآخر هو (أن تجري عملية المقاصة والتسوية على الأوراق المالية خلال المواعيد المحددة لها).

7- إنّ قيد الشركة في السوق النظامي هو قيد غير ثابت؛ إذ يمكن أن تنزل الشركة من السوق النظامي إلى السوق ، وقد حددت تعليمات السوق في العراق حالات هذا النزول بحالتين هما، الحالة الأولى - اخفاق الشركة في تنفيذ شرط من شروط الاستمرار في الإدراج في السوق النظامي، وقرار من مجلس المحافظين مصادق عليه من قبل مجلس الهيئة. الحالة الثانية - انخفاض عدد العقود المنفذة على أسهم الشركة عن (25) عقد سنوياً أو انخفاض حجم التداول السنوي عن (1%) من رأس مال الشركة وانخفاض عدد أيام تداولها عن (25) يوماً خلال السنة.

8- تعد رقابة هيئة الأوراق المالية من أهم مظاهر الرقابة على السوق ، حيث يجب أن تتابع الهيئة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح، وكذلك للوقوف على سير أعمالها ونتائج عملياتها، وفرض بعض العقوبات في حق الشركات المخالفة مثل إيقاف التعامل بأسهمها، فرض غرامات مالية عليها.

ثانياً- المقترحات

1- نقتراح على المشرع العراقي تنظيم السوق الثاني (السوق) من خلال نصوص قانونية تصدر عن السلطة التشريعية، وليس من خلال تعليمات صادرة عن سوق الأوراق المالية؛ وذلك نظراً إلى أهمية هذا السوق في جانب تداول الأسهم والأوراق المالية وتنشيطاً لاقتصاد السوق.

2- نقتراح أن يتضمن القانون المذكور تعريف السوق الثاني والذي نقتراح بأن يكون النص بالشكل الآتي: (هو ذلك السوق الذي يتم فيه إجراء صفقات و عقود خارج السوق المنظم من خلال الشركات غير المقيدة في السوق النظامي أو الشركات التي لم يتوافر فيها شروط الادراج، والذي يتميز بشروط ادراج ميسرة).

3- نقتراح أن يتضمن هذا القانون كافة الإجراءات التي تسهل عمل هذا السوق، نحو سهولة طرح الأوراق المالية في التداول وسهولة إجراءات التداول بشكل عام، مع ضرورة اعتماد الجوانب الالكترونية في التداول قدر الإمكان.

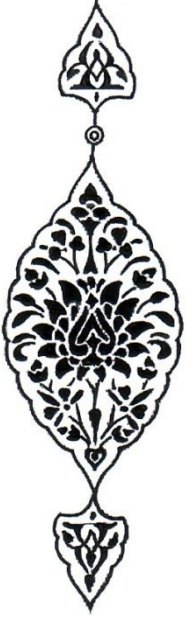
4- بعد استقراء نصوص القانون العراقي وجدنا أنه لم يؤكد في تعليمات السوق على أن التعامل في هذا السوق يجب أن يتم من قبل الوسيط فقط، إذ لا بد من ذكر هذا الأمر المهم عن تشريع قانون خاص بالسوق الثاني؛ إذ يجب أن تتضمن تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية/السوق الثاني نصاً قانونياً جديداً كأن تكون المادة (10) وتنص على أنه (يقتصر التعامل في السوق الثاني على الوسيط فقط، وتراعى في ذلك احكام الوسيط المنصوص عليها في القانون المؤقت لسوق العراق للاوراق المالية لرقم (74) لسنة (2004).

5- ندعو المشرع العراقي إلى استحداث جهة خاصة بالسوق الثاني تحت مسمى شركة المقاصة في السوق الثاني بحث يتم تخصيص نص قانوني لها في تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في السوق الثاني ويكون نص المادة كالآتي (9): (يتم استحداث شركة للمقاصة والتسوية من قبل سوق الاوراق المالية العراقي وتكون معترف بها ومرخصة للعمل من قبل هيئة الاوراق المالية العراقية للقيام بواجبات المقاصة والتسوية تجاه الاطراف في السوق الثاني).

6 - ندعو المشرع العراقي إلى ضرورة تحديد الجهة المسؤولة عن شطب الشركات بنص صريح وعلى وجه الدقة تلافياً لحالات الغموض التي يثيرها هذا الامر بحيث يكون اسم الجهة (لجنة شطب الشركات من السوق الثاني) .

7 - نلاحظ أن المشرع العراقي لم يحدد بعبارة واضحة ودقيقة هل أن صعود الشركة من السوق الثاني إلى السوق النظامي يكون بتوفر جميع شروط الإدراج اللازم توفرها في السوق النظامي أم أن توفر شرط واحد في الشركة يكفي لكي يتم صعودها إلى الأخير، ومن هنا نقترح على المشرع العراقي إعادة صياغة المادة (الخامسة) من تعليمات رقم (15) لكي تكون أكثر دقة ووضوح من حيث المراد بها، ونقترح النص على أن (صعود الشركة من السوق الثاني إلى السوق النظامي لا بد أن يكون بعد توافر جميع شروط قيد الشركة في السوق النظامي؛ من أجل الحفاظ على التمايز بين الشركات في السوقين المذكورين).

المصادر والمراجع



المصادر والمراجع

• القرآن الكريم

المصادر العربية

أولاً: الكتب

- 1- د. إبراهيم إبراهيم و شيرين الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1990م.
- 2- د. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010م.
- 3- د. أبو عمر دبيان محمد الدبيان، المعاملات المالية إصالة ومعاصرة، ط2، الفرع الثاني – الأسواق غير المنظمة، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، 1432هـ.
- 4- أحمد حسن عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998.
- 5- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 6- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، ط1، دار المنهج، عمان، الأردن، 1997.
- 7- د. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 8- د. أرشد فؤاد التميمي، عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان.
- 9- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017م.
- 10- اسامة عبد السلام السيد، الاقتصاد الرقمي، بدون دار طباعة، بدون سنة طبع.
- 11- إسماعيل أحمد الشناوي و عبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002م.
- 12- أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية القاهرة، مصر، 2007م.
- 13- أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال (البورصة، صناديق الاستثمار، أسواق رأس المال) الخطوات العملية والثغرات القانونية، ط1، دار ايتراك للطباعة والنشر، 2008م.
- 14- جمال الدين مكناس، القانون التجاري (الشركات التجارية)، من منشورات الجامعة الافتراضية السورية، 2018.
- 15- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2010م.
- 16- جون وايت، ترجمة خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003م.
- 17- حسن النجفي، سوق بغداد للأوراق المالية، مطبعة النجفي، بغداد، العراق، 1992.
- 18- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، ط1، دار الكاتب العربي، 2006م.
- 19- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي، بدون سنة طبع.
- 20- حمدي شحده زعرب، الوجيز في أصول الفقه، ط7، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، 2006.
- 21- حمود الشريفات، التراضي في التعاقد عبر الانترنت، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

- 22- حيدر حسين ال طعمة، الاسواق المالية (النشأة، المفهوم، الادوات)، مركز الدراسات الاستراتيجية، كربلاء، 2014م.
- 23- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016م.
- 24- د. خالد الشاوي، شرح قانون الشركات التجارية العراقية، ط1، ج1، القاهرة، 1987.
- 25- د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار- مفاهيم- تحليل- استراتيجية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
- 26- خليل الهندي، القاضي انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- 27- دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات: تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية، جامعة الزيتونة الأردنية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية.
- 28- رسمية قرياقص، أسواق المال- أسواق رأي المال- المؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999م.
- 29- ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الالكتروني للأوراق المالية، ط1، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.
- 30- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، 1994.
- 31- د. سالي عبد الباقي، النظام القانوني لعروض الشراء في الأسواق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006م.
- 32- د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، ط1، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2018.
- 33- د. سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004م.
- 34- سلامة عبد الصانع أمين علم الدين، دور الرقابة في حوكمة الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.
- 35- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط4، دار النهضة العربية، 2008م.
- 36- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار المعهد للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996م.
- 37- سيف إبراهيم المصاروة، مؤسسات الأوراق المالية، تداول الأوراق المالية الحماية الجزائية، دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2012م.
- 38- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، من دون طبعة، دار حميترا للنشر والترجمة، 2018.
- 39- صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، ط1، 2001.
- 40- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، ط1، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 41- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000م.
- 42- طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في اسواق المال وفقا للنظام السعودي، ط1، المركز القومي للاصدارات القانونية، 2015.
- 43- طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من وجهة القانونية، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.

- 44- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2003.
- 45- د. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2008م.
- 46- د. عاطف وليم إندراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005م.
- 47- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، 2009.
- 48- د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2004م، ج3.
- 49- عبد العزيز حمود الصعيدي، كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، 2005.
- 50- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 51- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات - وثائق- الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000م.
- 52- عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 53- عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية دراسة تأصيلية مقارنة، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، السعودية، 2018.
- 54- عبد المجيد الحكيم، عبد الباقي البكري، محمد طه البشير، أحكام الالتزام، ط3، العاتك لصناعة الكتاب، ج2، 2009.
- 55- د. عصام أحمد البهجي، الطبعة القانونية والاجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014م.
- 56- د. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2009.
- 57- د.عصام حنفي محمود، شركة الإيداع والقيود المركزي، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2007م.
- 58- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركات المساهمة (دراسة مقارنة)، دار الكتب القانونية، القاهرة، 2008.
- 59- عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، ط1، دار النهضة العربية، 2011.
- 60- د. عمر وصفي عقيلي، قحطان بدر العبدلي، حمد راشد الغدير، مبادئ التسويق (مدخل متكامل)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1994.
- 61- فاروق إبراهيم جاسم، الاطر القانونية لسوق الأوراق المالية دراسة في القانون العراقي والقوانين العربية، ط1، 2013م.
- 62- فراس ياوز عبدالقادر، الجرائم الماسة بسوق الاوراق المالية (دراسة مقارنة)، كلية القانون، الجامعة المستنصرية.
- 63- د. فوزي عطوه، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والتشريعية والإسلامية، منشورات الحلبي، لبنان، 2005م.
- 64- لطيف جبر كومانى، الشركات التجارية دراسة قانونية مقارنة، ط1، دار السنهوري، بغداد، 2015م.

- 65- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ط1، دار كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005م، ج1.
- 66- مجدي علي غيث، مبادئ إدارة الأعمال، بدون طبعة، بدون دار طباعة.
- 67- محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية والعالمية التحليل المالي والاقتصادي، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع.
- 68- د. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014م.
- 69- محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 70- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية، الإبراهيمية، مصر، 1997.
- 71- محمد عبد الحميد محمد عطيه، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، 2011م.
- 72- محمد عبدالحليم زعيتير، العلاقة بين الرقابة الشرعية والرقابة المالية في المؤسسات الإسلامية، ط1، المطبعة العسكرية، 1999.
- 73- محمد عبدالله شاهين، الأسواق المالية العربية (التكامل-التحديات-فرص النمو)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2016.
- 74- محمد عطا الله الناجم الماضي، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، 2012م.
- 75- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، بدون بلد نشر، 1999.
- 76- محمد علي جمعة، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية، تحرير: رفعت السيد عوضي، دار السلام والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1981، ج1.
- 77- محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، 2002.
- 78- د. محمد محمود أحمد عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014.
- 79- محمد يوسف ياسين، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.
- 80- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لعنانيا للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 81- محمود سمير الشرفاوي، القانون التجاري، ط3، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1983.
- 82- د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات - أوراق- بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، رام الله، فلسطين، 2007.
- 83- د. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2018.
- 84- د. مصطفى منقذ يوسف، رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة دراسة قانونية مقارنة، ط1، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان، 2018م.
- 85- د. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1999.
- 86- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المصارف، الإسكندرية، مصر، 1997.
- 87- مؤيد أحمد محي الدين عبيدات، الرقابة الحكومية على تأسيس الشركات (دراسة مقارنة)، ط1، دار الحامد للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2008م.

88- نادية عبيد خضير المحامي، حوكت سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، ط1، مكتبة القانون المقارن، بغداد، العراق، 2020م.

89- هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، مطبعة الجامعة.

90- د. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا نقدية ومالية، ط1، ج2، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003.

ثانياً: الأطاريح والرسائل الجامعية

1- أحمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية (السمسرة)، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، جامعة الجزائر، 2002.

2- أياد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، كلية الادارة والاقتصاد، 2009م.

3- بوضياف عبيد، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، 2007.

4- حريزي رابح، البورصة والأدوات المالية نحل التداول فيها، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.

5- عامر مصطفى محمود إمام، القانون الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلوان، 2008.

6- قندوز هشام، العلاقة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في المدى الطويل حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2015-2016.

7- محمد أحمد سليمان محمد عبدالله، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على صحة أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2018م.

8- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، قسم إدارة الأعمال، 2007م

9- نسرين محمد عبد المنعم، الرقابة المالية على النفقات العمومية، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014.

ثالثاً: البحوث القانونية

1- د. أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013م.

- 2- د. أحمد امجدل، مبادئ التسويق الالكتروني، كلية إدارة الأعمال، جامعة طيبة بالمدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، دار كنوز المعرفة، ص114-115. بحث منشور على الموقع الالكتروني: www.darkonoz.com
- 3- د. حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، بحث منشور في مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد التاسع، مارس، 2006.
- 4- د. حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد(4)، 2013، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- 5- د. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، بحث منشور ضمن سلسلة (جسر التنمية)، العدد 27، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس، 2004م.
- 6- د. حمدي أحمد، محاضرة بعنوان: واقع القطاع غير المنظم وأنشطة منظمة العمل العربية بشأن هذا القطاع، منظمة العمل العربية، 20-22 سبتمبر، 2004.
- 7- ستار جبار خليل البياتي، إدارة الاستثمار والمحفظة الاستثمارية، محاضرات القيت على طلبة الدراسات العليا/ ماجستير إدارة الصيرفة والتمويل الكورس الأول من العام الدراسي 2020/2021م.
- 8- د. شهاب أحمد صيوان، مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الثامن والأربعون، 2016.
- 9- طعمة الشمري، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، العدد الرابع، السنة السابعة، 1983.
- 10- د. علي فوزي الموسوي، المركز القانوني للوسيط في سوق المال العراقي، بحث منشور في جامعة بغداد، كلية القانون.
- 11- عماد الزيادات، استقلالية الرقابة الشرعية والزامية فتاواها وقراراتها في المؤسسات المالية الاسلامية (مع نماذج تطبيقية تشريعية وعملية في المملكة الاردنية الهاشمية)، بحث منشور في مجلة جامعة النجاح للابحاث(العلوم الانسانية)، مجلد 25(7)، 2011.
- 12- عنايات النجار، التداول الالكتروني، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر التجارة الإلكترونية وأمن المعلومات(الفرص والتحديات)، القاهرة، الفترة من 16-20 نوفمبر 2008.

13- د. قيصر علي عبيد الفتلاوي، سلام عادل عباس النصر اوي، دور الافصاح المحاسبي في ترشيد قرار الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العدد(36)، لسنة 2015م.

14- محمد بن إبراهيم السحبياني، التلاعب في الأسواق المالية وصوره وآثاره، بحث منشور في الدورة العاشرة للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة من 23-27 شوال في 6/2، 2010م.

15- محمد بن إبراهيم السحبياني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي نظّمته كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 1424هـ.

16- محمد بن إبراهيم السحبياني، نظام التداول الإلكتروني في سوق توريننتو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة، بحث معد ضمن الأعمال العلمية لإجازة التفرغ العلمي للمؤلف، الفصل الجامعي الأول، 1438هـ.

17- محمد سامي، عبد الصادق المسؤولية الخدمية في مجال الاستثمار: دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة وإدارة محافظ الأوراق المالية في البورصة القسم الأول، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، مج 36، العدد 2، 2012.

18- مراد محمود المواجدة، مخاطر تداول الأوراق المالية عبر شبكة المعلومات الدولية دراسة في التشريع الاماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد (15)، العدد 2 ديسمبر، 2018م.

19- نغم حسين نعمة، هبة مهدي صالح، التداول الإلكتروني في سوق العراق للأوراق المالية الواقع والطموح، مجلة أوريد الدولية للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد الثاني، العدد الخاص، آب 2020.

رابعاً: القوانين والتعليمات العراقية

- 1- قانون الاثبات العراقي رقم(197) لسنة 1979.
- 2- قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة 1984.
- 3- قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997.
- 4- قانون سوق الأوراق المالية العراقي رقم(47) لسنة 2004 المعدل.
- 5- قانون الاستثمار العراقي رقم(13) لسنة(2006).
- 6- قانون الاستثمار العراقي رقم(13) لسنة(2006)، المادة(1) الفقرة التاسعة.

- 7- قانون التوقيع الالكتروني والمعاملات الالكترونية العراقي رقم(78) لسنة(2012)
 - 8- تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق الثاني.
 - 9- تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية /السوق النظامي.
 - 10- النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة 1997.
 - 11- النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007م.
- خامساً: القوانين العربية المقارنة.**

- 1- قانون الاستثمار الأمريكي لعام (1940).
- 2- قانون سوق الأوراق المالية السوري، رقم (22) لعام 2005 م.
- 3- قانون سوق الأوراق المالية السوري: المرسوم التشريعي رقم (55) للعام 2006.
- 4- قانون سوق الأوراق المالية السوري: المرسوم التشريعي رقم (505) للعام 2010.
- 5- قانون الشركات السوري رقم (29) لسنة 2011.
- 6- قانون تشجيع الاستثمار القومي السوداني لسنة(2013).
- 7- قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة 2016.
- 8- قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016.
- 9- قانون هيئة السوق المالي السعودي بموجب القرار رقم (3-127 - 2019م).
- 10- قانون الاستثمار السوري رقم(18) لسنة(2021).
- 11- قواعد الإدراج (تداول)، حسب قرار مجلس هيئة السوق المالية السعودية رقم (3-123-2017) بتاريخ(2017/12/27 م).
- 12- اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المصري رقم(95) لسنة(1992).
- 13- اللائحة التنفيذية لنظام الاستثمار الأجنبي السعودي الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار رقم(74/2) لسنة (2014).
- 14- نظام قواعد وشروط الادراج السوري لسنة 2010 المعدل.
- 15- نظام السوق المالي السعودي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) لسنة 2003.
- 16- هيئة الأوراق أو الأسواق المالية السورية الصادر بالمرسوم التشريعي رقم (55) لعام 2006.
- 17- هيئة السوق المالية السعودية، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، بموجب القرار رقم 4-11-2004 وتاريخ 20/8/1425 هـ الموافق 4/10/2004م.
- 18- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، السوق، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، 2008.
- 19- دليل الإدراج 2019 السوق المالية السعودية، تداول.
- 20- الدليل الاسترشادي لاستثمار الأجانب غير المقيمين في السوق الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية

السعودية بموجب القرار رقم (4)/95/2017 الموافق عليها في 16/10/2017 المعدل.
21- شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق السوداني.

سادساً: المقالات والمواقع الالكترونية

- 1- التداول الالكتروني 2020، مقال متاح على الموقع الالكتروني، Editor- attach-1580
- 2- دليل تداول سوق الأسهم الأمريكي واستثماره في 2021 مقال منشور على شبكة المعلومات الانترنت ،
ومتاح على الموقع الالكتروني: <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/s>
- 3- سنابل للأوراق المالية متاح على الموقع الالكتروني: SANABEL SECURLTLES تاريخ الزيارة
2021 /6 /20
- 4- الشروط والأحكام الخاصة بشركة دراية، متاح على الموقع الالكتروني: [www. Derayah.com](http://www.Derayah.com). بتاريخ 2021 /2/28م.
- 5- قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016: متاح على الموقع الالكتروني:
<http://www.sanabels.com> . تاريخ الزيارة 2021 /2 /17م.
- 6- لين شومان، مقال منشور على الموقع الالكتروني www.alarabiya.com بتاريخ الزيارة 10-13-
2021.
- 7- محمد بن علي الشيبان العامري، الرقابة مفهومها واهميتها، مقال منشور على الموقع الالكتروني:
www.sst5.com، تاريخ الزيارة 2021-10-14.
- 8- معلومات منشورة على الموقع الرسمي لجريدة اليوم السابع متاح على الموقع الالكتروني:
<https://www.youm7.com/story> تاريخ الزيارة 2021 /3/7م.
- 9- الموقع الرسمي لاسواق العربية متاح على الموقع الالكتروني:
<https://www.alarabiya.net/aswaq/financial-markets>، تاريخ الزيارة 2021/6/12م.
- 10- الموقع الرسمي لمؤشر الفوركس، ومتاح على الموقع الالكتروني: <https://sy.vivisoltk.com>.
- 11- الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية العراقية:
<https://www.isc.gov.iq/?do=view&type=pages&id=10>
- 12- موقع المعاني، متاح على الموقع الالكتروني: www.almaany.com، تاريخ الزيارة 10-13-
2021.
- 13- الموقع الرسمي لمركز الايداع العراقي متاح على الموقع الالكتروني: [www.idc-
stocks.com](http://www.idc-stocks.com) تاريخ الزيارة 2021-10-13.
- 14- الموقع الرسمي لشركة تداول السعودية www.tadawal.com تاريخ الاطلاع 2021 /7/5م.
- 15- الموقع الرسمي للحكومة الاردنية الالكترونية، متاح على الموقع الالكتروني: portal.Jordan.gov .
<https://> تاريخ الزيارة 2021 /2 /19م.
- 16- الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودية: www.cma.org.sa تاريخ الزيارة: 2021 /2/28.

17- هديل تيسير شراري، مقال منشور على الموقع الالكتروني: www.mawdoo3.com، تاريخ الزيارة 2021-10-14.

18- هيئة الأوراق المالية العراقية: متاح على الموقع الالكتروني:

<https://isc.gov.iq/?do=view&type=pages&id=59> تاريخ الزيارة 2021 /7/14م.

19- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، 2008م، الموقع الالكتروني:

<http://www.pcma.ps>

سابعاً: المصادر الأجنبية

1-Backet,Michael&Essen,Yvette,HOW The Stock Markets Works,Third Edition , koga, page,Londdon &philadelphia,2010.

2-Broker means" any person engaged in the business of effections in securities for the .account of others but dose not include a bank.

3-Francis jack clark,Management OF investments ,Mcgraw Hill Book Company ,New york ,1983,p20.

4-Kidwell David and others , financial institutions , markest and mony ,8th edition, USA,2003,p62

ثامناً: المقابلات الشخصية

1- مقابلة شخصية اجريت مع السيد معاون مدير عام دائرة تسجيل الشركات في بغداد، بتاريخ 2021 /6/21م.

(a)

Abstract

Securities markets are divided into many different sections, starting with the first market, which is called the regular market, which is the basic market that is regulated by court texts and represents the most important types of these markets, and then comes the second market, which is called the parallel market, as this market is ranked The second is in terms of its importance and its impact on national development and commercial companies, as this market is distinguished from other financial markets in that the conditions for listing in this market are somewhat easier compared to the regular market, in addition to the fact that dealing in the second market is carried out by unlisted companies or Not restricted in the regular market, and the philosophy of this matter is to set and distinguish companies operating in the regular market from those operating in the second market, in addition to the permissibility of moving companies from the parallel market to the regular market in some cases and as we will show in this study.

Therefore, the problematic of the subject is the statement of the legal value of the second market and the adequacy of the legal texts in the knowledge of the provisions of this market, as we will first stand on the definition of this market and its importance at various levels. They form the backbone of dealing in it, and the second element is the technical element, which is electronic means, the most important of which is the Internet. When we look into the provisions of this market, we find that the laws and instructions that regulate its provisions have explicitly referred to the conditions for listing securities in this market, as well as the permissibility of transferring or ascending Companies from the parallel market to the regular market in some cases, and also authorized the departure of companies from the parallel market if a case of this decline is achieved.

(b)

In the conclusions, we reached a number of results and proposals, one of the most important results that we reached is our proposal for a definition of the parallel market as (it is the type of financial market in which deals and contracts are made outside the organized market through companies that are not registered in the regular market or companies that are not available. It contains the conditions for listing, which is characterized by easy listing conditions), and one of the most important proposals that we called for is, given the parallel market's connection with the regular market in some matters, we call on the Iraqi legislator, when regulating the parallel market by law, to bring as close as possible between these two markets in terms of the benefit that these markets achieve. Markets within the scope of national development, in other words, the need to adopt the same mechanisms that achieve the purpose of establishing capital markets in general, and the parallel market in particular.



**Republic of Iraq
Higher Education and Scientific Research
Karbala University - College of law**

The legal system of the parallel stock market

(A Comparative Study)

**To Council of the College of law/ Karbala University
in Partial fulfillment of the requirements
for the Master degree in private law**

A thesis submitted by Student

Maha amer thepan al-hamdani

Supervised by

DR. Raheem obaheed Ateya al- asadi

1443A. H / Shaban

2022 A.C / March