



جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء - كلية القانون

# النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

رسالة مقدمة إلى مجلس كلية القانون - جامعة كربلاء

كجزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون الخاص

كتبت بواسطة الطالبة

مريم مسير جودة

إشراف

م. د. عقيل كريم زغير الحسناوي

رمضان / 1443 هـ

نيسان / 2022 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَإِنْ كُنْتُمْ عَلَى سَفَرٍ وَلَمْ تَجِدُوا كَاتِبًا فَرِهَانٌ مَقْبُوضَةٌ﴾

فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فليؤدِّ الَّذِي أُوتِيَ مِنْ أَمَانَتِهِ وَلِيَتَّقِ

اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا تَكْتُمُوا الشَّهَادَةَ ۗ وَمَنْ يَكْتُمْهَا فَإِنَّهُ آتَمَّ قَلْبُهُ ۗ

وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ عَلِيمٌ ﴿٢٨٣﴾

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

سورة البقرة/الآية (283)

## إقرار المشرف

أشهد إن رسالة الماجستير الموسومة بـ ( النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة ) المقدمة من قبل الطالبة ( مريم مسير جودة ) إلى مجلس كلية القانون - جامعة كربلاء بوصفها جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في القانون الخاص قد جرت تحت إشرافي ورشحت للمناقشة ... مع التقدير ...

 : التوقيع

الاسم : م.د. عقيل كريم زغير

الدرجة العلمية : مدرس

الاختصاص : القانون التجاري

جامعة كربلاء - كلية القانون

التاريخ : / / 2022

## إقرار المقوم اللغوي

أشهد أنني قرأت رسالة الماجستير الموسومة بـ ( الغطاء للضمان في سوق الأوراق المالية ( دراسة مقارنة ) ) المقدمة من قبل الطالبة ( مريم مسير جودة خضير ) 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. حازم فاضل البارز

الاختصاص العام : اللغة العربية

الاختصاص الدقيق : الأدب الحديث ونقد

إقرار لجنة مناقشة ماجستير

نحن رئيس لجنة المناقشة وأعضائها نقرر أننا اطلعنا على هذه الرسالة الموسومة بـ  
(الغطاء للضمان في سوق الأوراق المالية "دراسة مقارنة" )، وناقشنا الطالبة ( مريم مسير جودة )  
في محتواها، وفيما لها علاقة بها، ونعتقد إنها جديرة بالقبول لنيل درجة الماجستير في القانون / فرع  
القانون الخاص وبدرجة (مجدد) .

التوقيع :  
الاسم: أ.م.د. ميثاق طالب عيد

(عضواً)

التاريخ: / / 2022

التوقيع :  
الاسم: أ.د. أسراء فهمي تاجي

(رئيساً)

التاريخ: / / 2022

التوقيع :  
الاسم: م.د. عسقل كريم زغير

(عضواً)

التاريخ: / / 2022

التوقيع :  
الاسم: أ.م.د. رحيم عبيد عطية

(عضواً)

التاريخ: / / 2022

صادق مجلس كلية القانون / جامعة كربلاء على قرار لجنة المناقشة

التوقيع :  
أ.د. ضياء عبدالله عيود الجابر

عميد كلية القانون / جامعة كربلاء

التاريخ: ٢٤ / ٤ / 2022

# الإهداء

إلى من اصطفاه رب العالمين هدى ورحمة للناس اجمعين

\*\*\*محمد واله الطيبين الطاهرين

إلى التي مدتني بعطفها وظللتني برضاها وأنارتني بطيب دعواتها

\*\*\*والدتي الغالية

إلى اليد الطاهرة التي أزلت من أمامي أشواك الطريق

\*\*\*والدي العزيز

إلى النجوم التي تنير سماء حياتي وتذلل الصعاب في طرقاتي

\*\*\*أخوتي وأخواتي

إلى من وقف معيئاً لي وشجعني وأزرني عرفاناً بفضله وتقديرًا

لشخصه النبيل

\*\*\*أخي وصديقي

(محمد جاسم الخفاجي)

لهم اهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا

الباحثة

## شكر و عرفان

الحمد لله الذي لا يبلغ مدحته القائلون، ولا يحصي نعماءه العادون، ولا يؤدي حقه المجتهدون، والصلاة والسلام على نبيه محمد وآله الطيبين الطاهرين.

في البداية يطيب لي أن أتقدم بالشكر الجزيل والعرفان إلى أستاذي الفاضل الدكتور (عقيل كريم زغير الحسناوي) المشرف على الرسالة لما بذله من جهد ومتابعة دقيقة لمجريات البحث ولما أبداه من روح التعاون والعطاء والإرشاد في توجيه مسار البحث بملاحظاته السديدة والقيمة وحرصه على تحقيق النتائج المرجوة من البحث فجزاه الله خير الجزاء ومنحه الصحة والعافية إن شاء الله.

كما أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان إلى أساتذتي في كلية القانون / جامعة كربلاء لاسيما أساتذتي الذين تتلمذت على أيديهم أثناء مرحلة البكالوريوس والماجستير.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى موظفي كلية القانون جامعة كربلاء. وأتقدم بشكري الجزيل إلى زميلاتي في الدراسة والقسم الداخلي لمساندتهن الدائمة فجزى الله الجميع عني خير الجزاء وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

الباحثة

## جدول المحتويات

الصفحة	الموضوع
ii	الإهداء
iii	شكر و عرفان
iv - v	المحتويات
vi	المستخلص
4-1	المقدمة
53 -5	الفصل الأول : ماهية الغطاء في سوق الاوراق المالية
31-6	المبحث الأول: مفهوم الغطاء في سوق الاوراق المالية
12-6	المطلب الأول: التعريف بالغطاء في سوق الاوراق المالية
10-6	الفرع الأول: تعريف الغطاء في سوق الاوراق المالية
12-10	الفرع الثاني: خصائص الغطاء في سوق الاوراق المالية
31-12	المطلب الثاني: أطراف الغطاء في سوق الأوراق المالية
26-12	الفرع الأول: المستثمر في سوق الأوراق المالية
31-26	الفرع الثاني: الوسيط في سوق الأوراق المالية
53-31	المبحث الثاني : التكوين القانوني للغطاء في سوق الأوراق المالية
46-31	المطلب الأول: انواع الغطاء وأساس تقديره في سوق الأوراق المالية
38-32	الفرع الأول: انواع الغطاء في سوق الأوراق المالية
46-39	الفرع الثاني: أساس تقدير الغطاء في سوق الأوراق المالية
53-46	المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للغطاء في سوق الأوراق المالية
48-46	الفرع الأول: الغطاء في سوق الأوراق المالية وفاء مسبق
53-48	الفرع الثاني: الغطاء في سوق الأوراق المالية رهن حيازي



95-54	الفصل الثاني : آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية
80-55	المبحث الأول : آثار تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية
61-55	المطلب الأول: وظائف الغطاء في سوق الأوراق المالية
57-56	الفرع الأول: الحماية من عجز المستثمر وامتناعه عن الوفاء
61 -57	الفرع الثاني: الحد من المضاربة الضارة في سوق الأوراق المالية
80-61	المطلب الثاني : التزامات طرفي الغطاء في سوق الأوراق المالية
74-61	الفرع الأول: التزامات الوسيط
80-75	الفرع الثاني : التزامات المستثمر
95-80	المبحث الثاني: الآثار المترتبة على الأخلال في تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية
89-80	المطلب الأول: أثر أخلال الوسيط بطلب الغطاء
87-81	الفرع الأول: الجزاء القانوني المترتب على الأخلال بطلب الغطاء
89-87	الفرع الثاني: الجزاء المدني المترتب على الأخلال بطلب الغطاء
95 -89	المطلب الثاني: أثر أخلال المستثمر بتقديم الغطاء
91-90	الفرع الأول: الحق بتغيير المركز القانوني للمستثمر
95-91	الفرع الثاني: التنفيذ على الغطاء
98-96	الخاتمة
109-99	المصادر
A-B	Abstract

## المستخلص

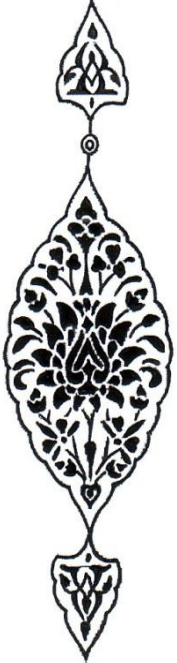
لا شك أن نهضة الامم والشعوب تقاس بمقدار نهضتها الثقافية و الاقتصادية، وان اقتصاد اي بلد لا ينهض الا إذ كان هنالك استثمار واستقرار في هذا البلد ، وان الاستثمار يحتاج إلى سوق متطورة ، هذا وان السوق لا تتطور إلا بتطور الاليات والوسائل المستعملة وهذه الآليات متعددة ومتجددة وتحتاج إلى قوانين منظمه ومتطورة تعمل على تأمين حقوق جميع المتعاملين داخل سوق الأوراق المالية و توفر الضمان لهم .

وتعد سوق الأوراق المالية واحدة من أهم آليات اقتصاد البلد حيث أن تطورها ارتبط بالتطور الاقتصادي لمعظم دول العالم ، لذلك حاولت وتحاول اغلب دول العالم العمل على إيجاد وسائل لزيادة التعامل في هذا السوق وجلب ثقة المتعاملين به ،بتوفير افضل السبل لضمان حقوقهم كفرض الضمانات العامة والخاصة ، ومن هنا انطلقت فكرة البحث في التطرق إلى أحد هذه الضمانات الموجودة في تعاملات سوق الأوراق المالية والتي تعمل على ايجاد وسائل تساعد على زيادة الثقة بالتعامل داخل سوق الأوراق المالية وهو (الغطاء للضمان في سوق الأوراق المالية) . فالغطاء ما هو الا ضمان خاص مقرر للوسيط بموجب قواعد وأعراف السوق ،الا أن انه يتطلب من الوسيط أن يصدر من جانبه عمل ايجابي يتمثل بطلب الغطاء من المستثمر ،فالذي يرغب بالتداول عليه ان يضع الغطاء في حسابه لدى الوسيط الذي قام باختياره ليمثله داخل السوق، هذا وان قيمة هذا الغطاء تختلف باختلاف العمليات التي يأمر الوسيط بها ودرجة خطورتها ،إلا أن الأمر لا ينتهي هنا بل يلتزم المستثمر بالمحافظة على نسبة الضمان الذي يلتزم بتقديمه للوسيط ، إذ أن أسعار الأوراق المالية عرضة لتقلبات السوق ارتفاعا أو انخفاضاً ، ومن ثم فإن نسبة الضمان تتغير تبعا لذلك هذا وان للغطاء آثار ايجابية واسعة على السوق فهو يعمل على توفير الحماية للوسطاء من خطر إخلال عملائهم وامتناعهم عن الوفاء فضلا عن الدور الذي يؤديه من أجل الحد من المضاربة الضارة.

ولم ينظم المشرع العراقي الغطاء سواء في قانون سوق الأوراق المالية المؤقت رقم 74 لسنة 2004 أم في التعليمات الخاصة بتنظيم التداول في سوق الأوراق المالية التي تلت صدور القانون المذكور على خلاف بعض القوانين المقارنة التي وضعت أحكام خاصة للغطاء.

لذا جاءت هذه الدراسة لمعالجة هذا القصور التشريعي من خلال تناول موضوع (النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية ) وتحليل أحكامه مقارنة بالتشريعات الاخرى المتطورة في هذا المجال من اجل الوصول إلى نتائج ومقترحات تعالج هذا القصور التشريعي وتكون عاملاً من عوامل التطور الاقتصادي في البلد.

# المقدمة



## المقدمة

## أولاً - موضوع البحث

شهدت الأسواق المالية في العالم، خلال العقدین الأخيرین، تطورات مهمة بحيث أنها أصبحت المرآة العاكسة لتطور اقتصاد الدول التي تتواجد فيها، إذ أن التطور الذي عرفته هذه الأسواق، يؤكد على دورها الحيوي في تعبئة المدخرات ومن ثم يتم توظيفها بما يخدم عمليات التنمية للقطاعات الاقتصادية المتعددة، ويعود بالفائدة على المجتمع بأسره.

ومن هنا يمكن اعتماد مقولة تتلخص بأنه لا أثر لأقتصاد في دولة تفتقر إلى سوق مالي متطور وقوي، لأن السوق هو أحد أهم مكونات الاقتصاد الوطني وآليات تجميع الموارد المالية، وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية المنتجة. وحتى يقوم أي سوق مالي ناجح، بأدواره ومهامه، لا بد من توفير ضمانات كافية للتعاملات التي تجري داخله، ومن ضمنها حماية هذه التعاملات من عجز المستثمر، وعدم الوفاء، والتقلبات الاقتصادية، وان الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الاسواق المالية يتوجب ان تكون هناك قواعد قانونية تضمن مخاطر التعاملات التي تجرى في هذا السوق، وتوفير ظروف ومحيط اقتصادي ملائم لهذا التعامل ومن ابرز الضمانات لتحقيق ذلك هو الغطاء.

أذ إن الغطاء هو عبارة عن مبلغ من النقود أو الأوراق المالية التي يسهل تحويلها إلى نقود يتسلمها الوسيط من المستثمر ضماناً لتنفيذ هذا المستثمر لألتزاماته، وبذلك فهو يمثل احد الضمانات المقررة للوسيط في سوق الأوراق المالية للحصول على حقوقه من المستثمر متى اخل الأخير بالتزاماته لأن عدم تنفيذ المستثمرين لألتزاماتهم في عقد الوساطة لا يضر بمصلحة الوطاء فقط وإنما يضر بالثقة العامة الواجب توافرها في عمليات السوق وهو ما يلحق الضرر في النهاية بالاقتصاد الوطني.

## ثانياً - اهمية البحث واسباب اختياره

إن موضوع البحث وهو (النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية) تتجلى أهميته، في كونه يلقي الضوء على أهم الجوانب المبهمة بالنسبة لقانون سوق الاوراق المالية والتعليمات المتعلقة به، خاصة وان المشرع العراقي لم يوضح العديد من الجوانب المهمة للسوق، ومن اهمها أحد ضمانات التعامل في السوق الا وهو الغطاء، إذ إن ازدياد أهمية سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر تكون من خلال تأثيرها على مجمل الحياة الاقتصادية في العالم وازدياد اعتماد الكثير من البلدان على نشاط تداول الأوراق المالية في تطوير وتحفيز اقتصاداتهم المتكئة؛ وللوقوف على مدى مواكبة سوق العراق للأوراق المالية لأسواق الأوراق المالية في العالم بالنسبة

لهذا الضمان في عمليات التداول ، والذي يؤدي دور مهم في حماية الوسيط بصورة خاصة ، وسوق الاوراق المالية بصورة عامة.

هذا من الناحية النظرية ، اما من الناحية العملية فان لهذا الموضوع اهمية قصوى سواء على المستوى القانوني والاقتصادي، حيث انه يحقق فائدة كبيرة للوسيط ، لأن وجود التنظيم القانوني الذي يحدد حقوق الوسيط في التعاملات المالية من خلال لزوم توفير الغطاء يوفر له الامان والاطمئنان في القيام بعمله كما انه يضمن له حقوقه ، لما له اثر بالتالي في انهاء او الحد من النزاعات القانونية في هذا المجال، وتحقيق التطور الاقتصادي المنشود للبلد.

### ثالثاً: اسباب اختيار الموضوع

إن أسباب اختيار الموضوع ترجع الى:

- 1- إن الدافع من وراء بحث موضوع الغطاء ، هو لبيان أوجه قصور التشريع العراقي ، وخاصة القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية لسنة 2004، واقتراح مجموعة من النصوص لتنظيم الغطاء بصورة مباشرة وشاملة لكل ما يتعلق به مع ابراز دوره كأداة ضمان في السوق وذلك من خلال الاستفادة من التشريعات المقارنة.
- 2- الدور البارز الذي تلعبه الاسواق المالية في الحياة الاقتصادية للبلدان المختلفة خاصة في العراق نتيجة للانفتاح الاقتصادي الواعد ، لذا لا بد من وجود ضمانات للتعامل في هذا السوق تساعد المتعاملين فيه لإتمام أعمالهم التجارية.
- 3- تقديم دراسة قانونية وافية عن (الغطاء) في سوق الأوراق المالية لتلبي حاجة المكتبات العراقية ، وحاجة المتخصصين في سوق الأوراق المالية .

### رابعاً- اشكالية البحث

يعاني العراق اليوم من نظام اقتصادي متأخر، وهذا بدوره يعود إلى تأخر ادوات النظام الاقتصادي ومنها على وجه الخصوص سوق الأوراق المالية. حيث إن العنصر الاساس لتطور سوق الأوراق المالية يكمن في تحقيق الامن والاستقرار القانوني لتعاملاتها ، وهذا الاخير لا يتحقق ما لم يكن هناك ضمان لتعاملاتها تكفله القوانين الوطنية، ومن أهم هذه الضمانات المؤثرة في السوق هو الزام المستثمر بتقديم غطاء لضمان حقوق الوسيط من جهة وتوفير الامان لعمليات سوق الأوراق المالية من جهة أخرى.

وحيث لم يرد في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم 74 لسنة 2004 ولا تعليمات التداول في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2015 شيء بشأن الزام المستثمر بتقديم غطاء

بصورة صريحة ومباشرة ، وإنما كل ما نص عليه في هذا الخصوص هو إشارة عابرة للغطاء في المادة (11 و12 من القسم الخامس ) من القانون أعلاه.

اذ نصت المادة (11): "على الوسيط ان لا يتعامل في بيع السندات نيابة عن الزبون ما لم يقرر الوسيط وفقا لمثل تلك القواعد التي قد تفرض من قبل السوق او مركز الايداع ان تلك السندات في حوزة المركز وان للزبون منفعة ملكية خاصة فيها".

بينما نصت المادة (12) : "على الوسيط ان لا يشترك في عملية شراء السندات نيابة عن الزبون ما لم يقرر الوسيط وفقا لتلك القواعد التي قد يفرضها السوق او مركز الايداع ، بان الزبون يملك الأموال الكافية لتسديد تلك السندات".

لذا تتمثل الاشكالية الأساس للدراسة في القصور التشريعي في القانون العراقي، بسبب عدم وجود أحكام قانونية تفصيلية للغطاء في قانون سوق الأوراق المالية المؤقت يضمن تعاملات السوق ويحافظ على حقوق أعضائه، إذ يلاحظ ان موقف المشرع العراقي بهذا الخصوص ومن خلال النصوص السابقة لا يصل إلى حد الزام المستثمر بوضع هذه الأموال او السندات الممثلة لها في حيازة الوسيط ليتمكن من التنفيذ عليها واستيفاء حقه بصورة مباشرة في حالة عجز المستثمر او امتناعه عن الوفاء مما يجعل حقوق الوسيط عرضة للضياع ، وهذا يعتبر فراغ تشريعي يؤدي إلى حصول المشاكل والنزاعات الكثيرة بهذا الخصوص مما يؤثر سلباً على ضمان عمليات التداول في سوق الأوراق المالية.

وقد تداركت القوانين المقارنة هذا النقص التشريعي من خلال تضمين قوانينها نصوص تلزم المستثمر بتقديم الغطاء لضمان حقوق الوسيط وتوفير الامان لعمليات سوق الأوراق المالية. إذ يلاحظ ان كل من المشرع الفرنسي والكويتي قد نص صراحة على هذا الحق للوسيط. فالمشرع الفرنسي في بادئ الامر وفي المرسوم الصادر في 7 اكتوبر 1890 أعطى الخيار للسماح في طلب الغطاء من عدمه ، إلا أنه تدارك هذا الخلل و جعل هذا الأمر ( طلب الغطاء ) إلزامي على عاتق السماسر في المادة ( 7 ) من المرسوم الصادر في 3 يناير 1968 باعتبار أن الغطاء مقرر لحماية المصلحة العامة وهي توفير الأمان لعمليات السوق وليس مجرد حماية مصالح الوسطاء . وكذلك الحال بالمشرع الكويتي في المادة ( 167 ) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية والتي ألزمت المستثمر بوضع حد أدنى من هامش التغطية لضمان تمويل تنفيذ الصفقة.

### خامساً- اسئلة البحث

بناء على ما سبق ان الباحثة تعتزم معالجة الأسئلة الآتية :

- 1- ماهو الغطاء وهل يعد جزء من الذمة المالية للوسيط ؟
  - 2- إلى أي مدى يمكننا إن نلزم المستثمر على تقديم الغطاء حسب أحكام القانون العراقي؟
  - 3- ما أحكام الغطاء للضمان في القوانين المقارنة ؟
  - 4- الى أي مدى يمكننا ان نستفيد من القوانين المقارنة فيما يتعلق بتنظيم الغطاء؟
- وهذه التساؤلات تجسد اشكالية بحثنا والتي سنجيب عليها من خلال هذه الدراسة .

### سادساً- منهجية البحث

اعتمدنا في هذا البحث " النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية " على المنهج التحليلي للنصوص القانونية وكذلك المنهج المقارن ، من خلال مقارنة التشريع العراقي بالتشريع المصري والفرنسي والكويتي ، وتحديدًا في القوانين التي تتعلق بسوق الأوراق المالية والتعليمات واللوائح التنفيذية الخاصة بها ، علما أن المشرع العراقي لم ينص على طلب الغطاء في قوانين سوق الأوراق المالية بصورة صريحة. بذلك يكون المنهج المتبع في هذه الدراسة هو المنهج التحليلي والمنهج المقارن .

### سادساً- خطة البحث

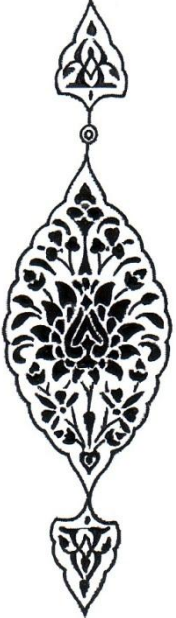
سيتم توزيع موضوع رسالتنا ( النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية ) على فصلين، نخصص الفصل الأول لبيان ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية ، وسنتناوله على مبحثين ، سيكون المبحث الأول مخصصة لتوضيح مفهوم الغطاء في سوق الأوراق المالية ، وسنعقد المبحث الثاني لبيان التكوين القانوني للغطاء في سوق الأوراق المالية ، في حين سنبيين في الفصل الثاني احكام الغطاء في سوق الأوراق المالية ، وسنقسمه على مبحثين ، نتطرق في المبحث الأول إلى آثار تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثاني سنبيين جزاء الأخلال بتقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية ، وسنختم الرسالة ببيان أهم الاستنتاجات والمقترحات التي سنتوصل إليها .

الفصل الأول

ماهية الغطاء

في سوق

الأوراق المالية





## الفصل الأول

### ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

للصفقات التي تجرى داخل سوق الأوراق المالية ضمانات خاصة بها تميزها عن الضمانات العامة مثل حق الحبس وحق الامتياز حيث يطلق عليها تسمية ضمانات الوفاء العامة اما بالنسبة إلى الضمانات المالية (الغطاء) فتعد من ضمانات الوفاء الخاصة بعمليات سوق الأوراق المالية. ولما كان الوسيط "أحد أشخاص السوق" وانه لا يتصور أن يتم تنفيذ اي عملية تداول للأوراق المالية (الأسهم والسندات ) من دون وجود الوسيط المرخص له بهذا العمل ، واستناد على ذلك فإنه يتمتع بالضمانات القانونية التي اقرتها التعليمات والقواعد لأشخاص السوق بإعتباره فرد منهم ،ولأن من حقه حماية نفسه من أخلال المستثمرين في تنفيذ التزاماتهم أو من النتائج التي تترتب على إفلاسهم ، ولذلك ظهرت الحاجة إلى تشريع نصوص تسمح للوسطاء بالحصول على الضمانات الكافية التي تضمن تنفيذ المستثمرين لألتزاماتهم التي لا يسري أثرها على الوسطاء فقط وأما على الثقة اللازم توفرها في عمليات السوق بصورة عامة . والذي يعد من الضروريات لتوفير البيئة المناسبة ليؤدي سوق الأوراق المالية دوره الأمثل المرجو منه فمن دون وجود ضمانات تكفل عملياته وحقوق الاشخاص العاملين فيه يفقد هذا السوق أهميته والثقة فيه وفي العمليات التي تجرى داخله.

من اجل البحث في ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية يقتضي بناً أولاً: بيان مفهوم هذا الغطاء من خلال تطرقنا إلى تعريفه وخصائصه ، ومن جهة أخرى بيان كل من أنواع هذا الغطاء مع بيان أطراف هذا الغطاء ،وانتهاءً بتحديد طبيعته القانونية ، إذ إن معرفة كل هذا سيساعدنا للانطلاق بمساحة واسعة لتحديد ماهية هذا الغطاء الذي يعد ضمان من ضمانات سوق الأوراق المالية لذلك فمن الضرورة معرفة جوانبه التفصيلية، وهو ما سنتطرق له في بحثين: نتناول في المبحث الأول مفهوم الغطاء في سوق الأوراق المالية، في حين نكرس المبحث الثاني لبيان التكوين القانوني للغطاء في سوق الأوراق المالية على الشكل الآتي:

**المبحث الأول****مفهوم الغطاء في سوق الأوراق المالية**

إن التعامل بالأوراق المالية المقيدة في السوق يستلزم وجود غطاء يضمن تنفيذ هذه التعاملات فعند صدور أوامر من المستثمر إلى الوسيط يطلب منه تنفيذ عملية شراء أو بيع لحسابه، فعندما يتلقى هذا الأخير مثل هذه الأوامر فإنه يطلب من المستثمر قبل إجراء هذه العمليات ان يسلمه الصكوك التي يريد بيعها أو المال اللازم للوفاء بتمن الورقة المالية التي يطلب شراؤها<sup>(1)</sup>، إذ تمثل كل من الصكوك والأموال التي يتسلمها الوسيط غطاء لضمان العمليات التي يقوم بها داخل السوق، لذا فالتساؤل الذي يثار في هذا الصدد هو، ما المقصود بالغطاء في سوق الأوراق المالية؟ وما هي خصائصه؟ ومن هو الذي يقدمه والى من يقدم؟ .

وللإجابة على كل هذه التساؤلات سنعمد إلى تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين نتطرق في المطلب الأول إلى التعريف بالغطاء في سوق الأوراق المالية، ونخصص المطلب الثاني لبيان أطراف الغطاء في سوق الأوراق المالية، على النحو التالي:

**المطلب الأول****التعريف بالغطاء في سوق الأوراق المالية**

لأجل إعطاء صورة دقيقة وواضحة عن معنى الغطاء، لا بد من بيان تعريفه من خلال التطرق إلى التعريفات التي قبلت فيه سواء على مستوى التشريعات، أم استناداً لأراء الفقهاء، فضلاً عن التطرق إلى أهم خصائص ومميزات هذا الغطاء في سوق الأوراق المالية. وعلى أساس ذلك سنقسم هذا المطلب على فرعين، نتطرق في الفرع الأول إلى تعريف الغطاء في سوق الأوراق المالية، والفرع الثاني سنبين فيه خصائص هذا الغطاء.

**الفرع الأول****تعريف الغطاء في سوق الأوراق المالية**

لبيان تعريف الغطاء في هذا الفرع سنتطرق إليه من الجانب اللغوي أولاً، ومن الاصطلاحي ثانياً.

(1) د. عبد الله الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، ط1، مكتبة زين الحقوقية والأدبية، بيروت، 2015، ص99.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

### أولاً- التعريف لغة

الغطاء لغة معناه، ما تغطي به أو غطى به غيره. والجمع هو الأغطية وقالو: اللهم أغطِ على قلبه، اي غشى على قلبه، وغطاء الشيء غطوا وغطاء وتغطية وأغطاء ستره وواره<sup>(1)</sup> أي ضمنه من الاعتماد وهو في ذلك يكون بمعنى الضمان.

### ثانياً- التعريف التشريعي

عند بيان تعريف الغطاء على المستوى التشريعي نلاحظ إن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة (2004) قد جاء خالٍ من اي تعريف لمصطلح الغطاء، وهذا ما عليه الحال أيضاً في التعليمات المتعلقة بهذا القانون<sup>(2)</sup>.

اما في مصر فلم يرد في قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) ولا في لائحته التنفيذية شيئاً بخصوص الغطاء ، بينما كانت المادة (69) من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية طبقاً للقانون رقم 161 لسنة 1957 الملغاة تنص على حق السماسرة في طلب الغطاء من عملائهم ، إذ كان (يجب على السماسر التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها لدى المستثمر صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد، وله أن يطلب من المستثمر أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد....) ، وفي ذلك إشارة إلى الغطاء دون وضع تعريف له.

الا أن إلى المشرع الكويتي وإن لم يعرف الغطاء الى أنه أشار اليه ضمن تعريفه للصفقات بهامش التغطية في المادة (167) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية والتي عرفت بأنها : " تلك التي يقوم بها الوسيط بتمويل جزء من قيمة الأوراق المالية في حساب المستثمر بضمانه الأوراق المالية في ذلك الحساب و يكون هامش التغطية هو الحد الأدنى من التمويل الذي يجب علي المستثمر سداه من أمواله لتنفيذ الصفقة"<sup>(3)</sup>.

(1) ابو الفضل جمال الدين بن محمد بن محمد بن مكرم (ابن منظور)، لسان العرب ، الطبعة الثالثة، دار احياء التراث العربي مؤسسة التاريخ العربي ، بيروت ، 1999م، ص3273.

(2) تعليمات التداول في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2004 و 2007 و 2015.

(3) وينظر بخصوص ذلك ايضا المادة 169 من اللائحة والتي تنص على انه "يجب على الشخص المرخص له عند قيامه بتنفيذ صفقة بهامش تغطية مع عميل أو لحسابه إجراء الآتي:  
- الطلب من المستثمر سداد هامش تغطية لا يقل عن خمسة وعشرين في المئة من قيمة الصفقة قبل تنفيذها.  
يجب أن يكون هامش التغطية إما نقداً، وإما على شكل مراكز استثمارية في أوراق مالية مدفوعة القيمة بالكامل، أو بضمان آخر مقبول.

- مراقبة هامش التغطية المقدم من المستثمر بشكل يومي، والتأكد من ان هامش التغطية يبقى مساوياً للحد الأدنى للنسبة المئوية البالغة خمسة وعشرين في المئة من القيمة الحالية لكل مركز استثماري في الورقة المالية ذات العلاقة.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

ومن خلال ما تقدم يتبين لنا إن السائد في مسلك التشريعات المقارنة هو عدم وضع تعريف للغطاء في سوق الأوراق المالية ويرجع السبب في ذلك إلى أن وضع تعريف للفكرة القانونية في داخل متن القانون يعد من المسائل التي على الاغلب ما تنتقد ، فليست من مهام المشرع وضع التعاريف للفكرة القانونية فقد تكون قاصرة عن الاحاطة بها، وفي حالة وضع تعريف لها قد يكون شامل وعام دون الغوص في التفاصيل التي تعد مهمة وضرورية لبيان المعرف وتوضيح معناه .وبسبب خلو القانون العراقي ،وبقية القوانين المقارنة من بيان تعريف لمصطلح الغطاء، صار من اللازم الألتجاء إلى الفقه لتحديد معنى الغطاء في سوق الأوراق المالية بصورة دقيقة.

### ثالثاً- التعريف الفقهي

فعلى المستوى الفقهي نجد ان الفقهاء قد طرحوا عدة تعاريف خاصة بالغطاء في سوق الأوراق المالية . فمنهم من عرفه على أنه (تعهد يتم بالضمان للنقود أو الأوراق المالية من مصدري الأوامر إلى الوسطاء ليضمن خطر غياب المستثمرين وأعتبره وديعة لضمان مبدئي)<sup>(1)</sup>.

مما يلاحظ على هذا التعريف هو وصفه للغطاء بكونه تعهد معناه أنه لا يتعدى حدود الوعد، فالتعهد ليس الا مجرد وعد بإنشاء الالتزام لمصلحة المتعهد له أو لمصلحة غيره. مما يترتب على ذلك هو إن المستثمر في هذه الحالة غير ملزم بوضع هذه الأوراق المالية والنقود في حيازة الوسيط هذا من جانب ،اما من جانب آخر نلاحظ انه لم يبين إن هذا الغطاء هو حق مقرر للوسيط بموجب أعراف وقواعد أسواق المال.

وهناك من عرفه بأنه (مبلغ من النقود أو أوراق تجارية أو مالية يسهل تحويلها إلى نقود تتسلمها شركات الوساطة من المستثمر كضمان للوفاء بالتزاماته المالية)<sup>(2)</sup>.

من الملاحظ على هذا التعريف أنه ينص على اعتبار إن الأوراق المالية يتم تحويلها بعد تسلمها إلى نقود، وان هذا ليس من الضرورة في جميع حالات الغطاء لأنه قد يكون لضمان حق الوسيط عندما يطلب منه المستثمر بيع الأوراق المالية ومن ثم فلا حاجة إلى تحويلها إلى نقود.

(1) د.باهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة ،بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة،2007م،ص417.

(2)محمد حسن عبد المجيد الحداد ، السمسرة في سوق الأوراق المالية بين القانون المصري والقانون العربي ، بدون طبعة ، دار الكتب القانونية ، مصر،2012، ص249.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وقد عرف الغطاء أيضاً بأنه (اجراء وقائي متمثل بطلب الوسيط مبلغ من النقود أو الأوراق التجارية أو المالية من المستثمر قبل أن يقوم بالتوسط لتنفيذ العملية)<sup>(1)</sup>، وضمن هذا السياق أيضاً عرف في كونه (عبارة عن مبلغ من النقود أو أوراق مالية مقررة لحماية الوسيط في سوق الأوراق المالية من عجز المستثمر أو امتناعه عن الوفاء)<sup>(2)</sup>.

يلاحظ من خلال العرض المتقدم للتعريف التي سبقت من أجل بيان معنى الغطاء إنها تدل على استخدام الغطاء كضمان وهذه تمثل نقطة الوصل بين التعريف اللغوي للغطاء و التعريفات الفقهية التي قيلت فيه فنجد إن كليهما جاء للدلالة على الضمان .

هذا ويلاحظ أيضاً على التعريف المتقدمة إنها رغم الاختلاف في الصياغة إلا أنها تدور حول مضمون ومعنى واحد الا وهو اعتبار الغطاء ضمان مقرر للوسيط ليتمكن من الحصول على حقه من المستثمر أذ ما أحل هذا الأخير بالتزاماته .

وعلى أساس ذلك فللوسيط إذا ما تلقى أي أمر من المستثمر للقيام بعملية من عمليات سوق الأوراق المالية ، فله ان يمتنع عن ذلك مالم يطمئن المستثمر بتسليمه الصكوك التي يرغب ببيعها أو المال اللازم للوفاء بقيمة الأوراق المالية التي يريد شراؤها، ومثال على ذلك ان الوسيط عندما يتلقى أمر لبيع خمسين سهماً فإنه يستطيع الا ينفذ هذا الأمر مالم يحصل على هذه الأسهم الخمسين من المستثمر، وكذلك الحال بالنسبة إلى الشراء فإنه لا يقوم به إلا إذا تلقى الغطاء المتمثل في ثمن الشراء<sup>(3)</sup>.

ومن خلال كل ما تقدم يمكننا تعريف الغطاء في سوق الأوراق المالية على أنه (أوراق مالية أو تجارية أو أي مبلغ النقود يلتزم المستثمر بوضعه في حسابه لدى الوسيط لضمان عدم الأخلال بالتزاماته تجاه الوسيط وتوفير الأمان للعمليات التي يجريها).

وفي ذلك إشارة إلى مضمون هذا الضمان من جهة ومن جهة أخرى بيان وظيفة الغطاء، وعدم اقصرها على حماية مصالح الوسيط فقط انما إظهار الدور الذي يؤديه بالنسبة إلى العمليات التي يجريها الوسيط بشكل عام .

(1) عباس محمد موسى الموسوي، المركز القانوني للوسيط في سوق الأوراق المالية ، رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة كربلاء لنيل شهادة الماجستير، كربلاء، 2012م، ص123.

(2) علي فوزي، المركز القانوني للوسيط في سوق المال العراقي ، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية ، كلية القانون- جامعة بغداد، المجلد24، عدد1، ص156.

(3) د. عبد الله الطائي، مصدر سابق ، ص181.

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وبعد ان بينا تعريف الغطاء في سوق الأوراق المالية يثار تساؤل عن ماهي أهم خصائص هذا الغطاء؟ وهو ما سنحاول الاجابة عليه من خلال الفرع التالي.

### الفرع الثاني

#### خصائص الغطاء في سوق الأوراق المالية

من تعريف الغطاء في سوق الأوراق المالية يظهر لنا أن الغطاء في سوق الأوراق المالية يتسم بعدة خصائص مميزة يمكن بيان أهمها بالآتي :

#### أولاً- الغطاء وسيلة ضمان Guarantee Instrument

يعد الضمان من اهم خصائص الغطاء، فهو يعمل على تسهيل التمويل للعمليات التجارية، وتظهر اهميته في حالة نشوء التزام في ذمة طرف ضمانا لحق مقرر لطرف اخر<sup>(1)</sup>، إذ إن فكرة هذا الضمان تقوم على تخصيص مال معين لضمان وفاء المستثمرين بالتزاماتهم في عمليات شراء وبيع الأوراق المالية فقد جرت العادة على ان يقدم (المستثمر) تأمينا للوسيط متمثل (بالغطاء) لضمان الحصول على مستحقاتها من المستثمرين ، فأن عقد الوساطة يرتب في ذمة المستثمر جملة التزامات ، والتي تعد بدورها حقوق للوسيط الذي يبرم هذا العقد ،من أجل بيع وشراء الأوراق المالية لصالح العملاء، وبذلك يعد الغطاء وسيلة لضمان هذه الحقوق<sup>(2)</sup>.

وفي العمليات الأجلة حيث يتم تسليم الثمن والأوراق المباعة في تاريخ لاحق لعمليات التداول، ولما كانت أسعار الأوراق المالية عرضة للتقلب ،بالزيادة أو النقصان ومن ثم احتمال تراجع المستثمر البائع أو المشتري عن قراره في الشراء او البيع لهذه الأوراق المالية أي امتناعهم عن تسليمها أو تسلمها ،مما يعرض وسيط كل منهم للخسارة ،على اعتباره ضامن ومسؤول أمام الطرف المقابل ،وهنا يأتي دور هذا الغطاء على تحمل وضمان ما قد يعجز الوسيط عن تحمله من مسؤولية، ليمنحه من استخدامه للوفاء بالالتزامات التي امتنع عن ادائها أحد الطرفين (البائع أو المشتري) ويمنع بذلك تضرر الطرف المقابل له<sup>(3)</sup>.

(1) علي بن داه، الضمانات في البنوك التشاركية (خطاب الضمان أنموذجًا)، رسالة مقدمة إلى كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية جامعة بن زهر، مراكش، 2019م، ص1.

(2) د. عبد الله الطائي، مصدر سابق ، ص165.

(3) د.مبارك سليمان ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، ط1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ،الرياض، 2005، ص793-794.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وبذلك فإن الغطاء وان كان وسيلة للضمان بالنسبة إلى عمليات السوق عامة إلى إن هذه الوسيلة تكون أكثر فاعلية في عمليات السوق الآجلة بسبب ارتفاع نسبة المخاطر في مثل هذه العمليات إذ ما قورنت بالعمليات العاجلة .

### ثانياً- الغطاء حماية وقائية precautionary protection

يولي الاقتصاد أهمية كبيرة للوقاية من الأخلال بالعمليات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، لحمايتها من الكساد والازمات المالية التي تؤثر على اقتصاد البلاد والثقة بعمليات السوق<sup>(1)</sup>، وكما هو معلوم أن الأسواق المالية احتلت دوراً كبيراً من أجل إدارة اقتصاد جميع الأسواق والتعاملات المتعلقة بالأوراق المالية<sup>(2)</sup>، ولما كان العاملين في سوق الأوراق المالية ومن ضمنهم الوسطاء بحاجة إلى حماية وقائية من أي مخاطر تهدد مصالحهم سواء حاضراً أم مستقبلاً<sup>(3)</sup>، وخوفاً من ضياع حقوقهم لدى المستثمرين تقرر شمولهم بهذه الإجراءات المتمثلة في صورة الغطاء والذي يعد حماية وقائية لضمان وفاء المستثمر بالتزاماته وهو أحد التزامات المستثمر تجاه الوسيط والذي يفرضها عليه عقد الوساطة، إذ إن يعمد إلى طلب الغطاء من المستثمر قبل ان يقوم بتنفيذ أي أمر صادر إليه للقيام بالتوسط للشراء أو البيع في سوق الأوراق المالية ، وان هذا هو سبب تسميتها بالوقائية، فيطلب الوسيط الحصول عليه قبل ابرام العمليات وقاية من إي إخلال صادر من جهة المستثمر ليستطيع بعد ذلك إن يعمد إلى بيع تلك الأوراق على اعتبارها غطاء ، من دون الحاجة إلى إخطار لتسوية العمليات المتعلقة بالمستثمر في حالة امتناعه أو عجزه عن الوفاء<sup>(4)</sup>.

وهذا ما يستشف من نص الفقرة (11) القسم الخامس من القانون المؤقت لأسواق المال العراقي والتي تنص على أنه " على الوسيط إن لا يتعامل في بيع السندات نيابة عن الزبون ما لم يقرر الوسيط وفقاً لمثل تلك القواعد التي قد تفرض من قبل السوق او مركز الايداع أن تلك السندات في حوزة المركز وان للزبون منفعة ملكية خاصة فيها" وكذلك الحال بالنسبة إلى أوامر الشراء حيث

(1) توجان فيصل الشريده ، النظام القانوني لعمل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الأردني، اطروحة مقدمة إلى كلية الدراسات القانونية العليا جامعة عمان العربية ، لنيل شهادة الدكتوراه، المملكة الأردنية الهاشمية، 2004، ص235.

(2) أحمد بصري إبراهيم ، محمد حسن علي علوش، التدابير الواقية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقہ الإسلامي، بحث منشور بمجلة كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية، المجلد17، العدد 33، 2013م، ص140.

(3) مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان ، دمشق، 2009م، ص143.

(4) عبد الفضل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، بدون طبعة، مكتبة الجلاء الجديدة ، المنصورة، 1990، ص118.

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

بينت المادة 12 من القانون نفسه ان المشرع منع الوسيط من الاشتراك بأي عملية شراء مالم يتأكد قبل إجراء هذه العملية ان الزبون يمتلك من الأموال ما يكفي لتسديد ثمن تلك الأوراق التي يأمر بشرائها، وكان الأجر بالمشرع العراقي إن يكون أكثر حزم وعدم الاقتصار على التأكد من امتلاك المستثمر لثمن الأوراق التي يريد شرائها ، وتضمنين نص المادة ما يفيد ذلك . وهذا ما أكدته أيضًا المادة(262) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ، إذ لم تجيز للوسطاء تنفيذ إي عملية الآ عندما تتأكد من وجود الأوراق المالية لدى البائع او مودعة بإسمه في نظام الحفظ المركزي .

ما يترتب على هذه الخصيصة إن طلب الغطاء ما هو الا إجراء سابق على عمليات السوق اي إن الوسيط يعمد إلى طلبه قبل الشروع بعملية البيع والشراء لصالح المستثمر.

### **المطلب الثاني**

#### **أطراف الغطاء في سوق الأوراق المالية**

يقصد بأطراف الغطاء في سوق الأوراق المالية، الأشخاص الطبيعية أو المعنوية الذين يتم بينهم تقديم وتسلم الغطاء للضمان فهو يعد حق لطرف وواجب بالنسبة إلى الطرف الآخر. وإذا نظرنا إلى الغطاء بصورة عامة لتبين لنا أنه يكون بين شخصين هما الملتزم بالغطاء وصاحب الحق فيه، وذلك لأن الغطاء يقدم من قبل صاحب أوامر البيع و الشراء في السوق وهو(المستثمر)موجهاً إلى الشخص المسؤول عن تنفيذ هذه الأوامر متمثل (بالوسيط) ولتوضيح ذلك سنقسم هذا المطلب إلى فرعين تبعاً لأطراف الغطاء ،لنخصص الفرع الأول لبيان المستثمر بإعتباره هو الملتزم بالغطاء في سوق الأوراق المالية، اما الفرع الثاني فسنطرق فيه لصاحب الحق بالغطاء وهو (للسيط) في سوق الأوراق المالية.

### **الفرع الأول**

#### **المستثمر في سوق الأوراق المالية**

يرتبط المستثمر مع الوسيط بموجب عقد الوساطة<sup>(1)</sup>، والذي يرتب التزامات متقابلة بين الطرفين ،فكل التزام يقع على المستثمر، يمثل حقاً للوسيط، ويعد الغطاء أحد هذه الالتزامات التي تنبثق عن عقد الوساطة وتفرض على المستثمر تقديمه للوسيط من اجل ضمان حقه ، هذا وان الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق البيع أو الشراء للأوراق المالية لا يتم الا بوجود

(1) عقد الوساطة: عقد يبرمه وسيط الأوراق المالية مع المستثمر الذي يرغب في بيع أو شراء الأوراق المالية بمقابل عمولة واجر محدد متفق عليه بالعقد. عصام احمد البهجي، مصدر سابق، ص 675 .



## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وسيط عن المستثمر وذلك بسبب حظر التعامل المباشر في السوق ، ويطلق على الاستثمار في سوق الأوراق المالية بتسمية الاستثمار المالي والذي يعرف على أنه (شراء المؤسسة أو الفرد لأحد الأصول المالية كالأسهم، أو السندات، أو أدونات الخزينة أو الكمبيالات أو شهادات الإيداع، والتي تغل العوائد بما يتناسب مع حجم الخطورة المفترضة اثناء فترة الاستثمار)<sup>(1)</sup> ومن اجل الإحاطة بكل ما يتعلق بالمستثمر على اعتباره طرف من أطراف الغطاء كان لابد من التطرق اليه من خلال عدة محاور متمثلة بالاتي :

### أولاً- تعريف المستثمر في سوق الأوراق المالية

قبل الخوض في تعريف المستثمر كان لابد من بيان سبب اعتماد هذا التسمية في الوقت الذي استعمل فيه المشرع العراقي أكثر من تسمية موزعة بين (عميل و مستثمر و زبون ) ، فعند استقراء نصوص القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي ، نجد أن المشرع العراقي قد استعمل مفردات مختلفة للإشارة الى من يتعامل بالأوراق المالية المقيدة في جداول السوق بيعاً وشراءً، فتارة يستعمل مفردة عميل<sup>(2)</sup>، وتارة أخرى يستعمل مفردة زبون<sup>(3)</sup>، واحيانا يشير اليه بالمستثمر<sup>(4)</sup>، وهذا مسلك لا يحمد عليه فكان من الأفضل استعمال مفردة واحدة للدلالة على من يتعامل ببيع وشراء الأوراق المالية المرخصة .

وبما ان القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي قانون مترجم عن اللغة الانكليزية، لذا توجب علينا الرجوع الى نسخته الأصلية بهذه اللغة والوقوف على مفرداتها لنرى ما يناسبها من معنى في اللغة العربية، وتحديد المعنى المنسجم مع لغة القانون والمتداول في الوسط القانوني دون غيره من المعاني الأخرى قدر تعلق الأمر في موضوع البحث . ورد في القسم الخامس من القانون موضوع البحث كلمة (زبون) مترجمة عن كلمة (customer)<sup>(5)</sup> وعند البحث في معنى هذه

(1) د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير

الأسواق: دراسة واقعية للأزمات المالية العالمية ، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص166.

(2) بنظر القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ - القسم الخامس المادتين (١٣٠٩).

(3) نص المواد ( ١١ ، ٢٢ ، ١٦ ) من القسم الخامس من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي .

(4) نص المادتين ( 6-4 ) من القسم الثاني من القانون ذاته.

5) ( Article (9) section (5): A Broker shall not engage in a sale of securities on behalf of a customer unless the Broker has determined, in accordance with such rules as may be prescribed by the Exchange or the Depository, that the securities are in the custody of

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

المفردة في اللغة الإنجليزية تبين أنها تحمل مجموعة من المعاني، حيث تعني (زبون، عميل، شخص) <sup>(1)</sup>، وورد في القسم الخامس من القانون المؤقت أيضاً كلمة (عميل) مترجمة عن كلمة (client) <sup>(2)</sup> وتعني (زبون، الموكل، التابع، عميل زبون، العميل زبون) <sup>(3)</sup>، ومن خلال ما تقدم يبدو أن هناك معاني مشتركة ما بين المفردتين، حيث ان كل منهما يعني (عميل، زبون).

فالسؤال لماذا لم يستعمل المشرع معنى واحداً لكلا المفردتين في القانون المؤقت رغم وجود معاني مشتركة بينهما؟ ان السبب في ذلك هو الترجمة الحرفية البعيدة عن لغة القانون، وقد ساير المشرع مفردات القانون بهذا النوع من الترجمة دون اكثرات لما هو متداول من مفردات في نصوص القوانين التجارية العراقية ذات الصلة بالقانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية، فعند الرجوع الى هذه القوانين لا نرى ان المشرع قد استعمل مفردة (زبون)، ولو استقرأنا نصوص قانون سوق بغداد للأوراق المالية الملغي رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١ باعتباره اكثر القوانين صلة بالقانون المؤقت؛ وانهما ينظمان موضوعاً واحداً - هو سوق الاوراق المالية - لم نجد ان المشرع قد استعمل مفردة (زبون) ولا حتى مفردة (عميل)، ولكن استعمل مفردة (مستثمر) <sup>(4)</sup>، للإشارة الى من يتعامل في الاوراق المالية بيعاً وشراء. كما ان قانون التجارة العراقي النافذ رقم (30) لسنة 1984 هو الآخر لم نجد بين نصوصه مفردة (زبون)، أما مفردة (عميل) التي وردت في نص المادة (١٦٧/ ثانياً وخامساً) ونص المادة (٢٣٨) من القانون نفسه فقد استعملها المشرع في موضع الكلام عن العمليات المصرفية، كون هذه المفردة من المفردات الدارجة في اطار التعامل المصرفي فقط. وما يؤكد

---

the Depository and that the customer has an appropriate ownership interest in the securities,

P.h. Collin. Dictionary of Law, 4th edition, Bloomsbury Publishing plc., London. 2004, (1) .P.51 <https://en.oxforddictionaries.com/definition/client> تاريخ الزيارة 2022/4/18

(2) Article (11) sectin (5) : A Broker shall act on behalf of the seller or purchaser of securities in a manner that complies with the rules adopted by the Board of Governors. Such rules will include, but not be limited to a requirement that each client provide a signed authorization of the brokerage relationship on appropriate account opening documents. Brokers may not engage in securities transactions for a client or request .disbursement of client funds or securities without appropriate client authorization.

(3)

<https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/clent>

تاريخ الزيارة 2022/4/18 : <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/clie>

(4) المادة (٢٦ ط) والمادة (٢٧ رابعاً) من قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١ الملغي.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

كلامنا هذا هو نص المادة (١٦٧/خامساً) من قانون التجارة حيث نصت (يقصد بلفظة عميل في حكم هذه المادة كل شخص له حساب عند المسحوب عليه وحصل منه على دفتر صكوك او كان من حقه الحصول على هذا الدفتر) ويقصد بالمسحوب عليه في هذا النص هو المصرف كون الصك لا يسحب الا على مصرف)

نخلص من ذلك ان مفردة (عميل) رغم ورودها في هذا القانون الا ان استعمالها يقتصر على التعاملات المصرفية دون سواها .

اما بالنسبة الى قانون الشركات التجارية(١) رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل فهو الآخر لم ترد بين نصوصه مفردة (عميل او زبون) .

ومن خلال ما تقدم نخلص الى ان مفردة (عميل) من المفردات التي استعملها المشرع العراقي في نطاق ضيق في نصوص القوانين ذات الصلة بالقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي، ولو امعنا النظر في مواضع استعمالها في القانون المؤقت نفسه لتبين لنا ورودها في معرض تنظيم علاقة الوسيط بالمستثمر فقط دون المواضع الاخرى. اما مفردة (زبون) فهي من المفردات الطارئة على نصوص القوانين العراقية المنظمة لأسواق الاوراق المالية والقوانين ذات الصلة بها، وسبب ورودها هي الترجمة الحرفية غير الدقيقة لنصوص القانون موضوع البحث، فكان من الاولى استعمال مفردة (مستثمر)؛ لنشوز دلالة مفردة زبون الاصطلاحية واللغوية عن المعنى الذي وضعت من اجله، هذا فيما يتعلق بالمصطلحات البديلة التي استعملها المشرع في القانون المؤقت بدلاً من مصطلح (المستثمر) . الذي تم ذكره من قبل المشرع العراقي في القانون المؤقت في أكثر من موضع<sup>(١)</sup>، ورغم كثرة الاشارة اليه إلى أن المشرع العراقي لم يعرف المستثمر في قانون سوق الأوراق المالية المؤقت وانما أكتفى بالإشارة إلى حقوقه والتزاماته تجاه الوسيط، الا إن قانون الاستثمار العراقي رقم (13) لسنة 2006 المعدل قد عرف في المادة (1) الفقرة (تاسعاً) منه المستثمر العراقي على أنه (الشخص الحاصل على إجازة الاستثمار والذي يحمل الجنسية العراقية إذا كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً مسجلاً في العراق)، كما عرف المستثمر الأجنبي في الفقرة (عاشراً) من نفس المادة بأنه : الشخص الحاصل على اجازة الاستثمار و الذي لا يحمل الجنسية العراقية اذا كان شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً مسجلاً في بلد اجنبي . وفي ذلك إشارة واضحة إلى إمكانية إن يكون المستثمر شخصاً طبيعياً أو معنوياً بغض النظر عن كونه عراقياً او اجنبياً

1 ( ينظر نص المادة (6-4) من القسم الثاني من القانون وكذلك نص المادة ( 13 ) من القسم الخامس ومادة(6،8)من القسم السادس والمادة(8)من القسم الثاني عشر والمادة(2)من القسم الرابع عشر.

## الفصل الأول..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

بينما نجد إن المشرع المصري قد عرف المستثمر في المادة (228) من اللائحة التنفيذية<sup>(1)</sup> لقانون سوق رأس المال بأنه (أي شخص طبيعي أو اعتباري قامت الشركة بفتح حساب له أو بالتعاقد معه على التعامل في الأوراق المالية سواء قامت بالفعل بتنفيذ أي تعامل له أم لم تقم )، ومن خلال التعريف المتقدم للمستثمر يمكننا القول أن المستثمر في سوق الأوراق المالية قد يكون شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً وكذلك قد يكون بائعاً أو مشترياً أيضاً، من غير أن يشترط المشرع المصري في المستثمر اني يكون وطنياً أم اجنبياً.

ويظهر من ذلك إن المستثمر لا يستطيع الاستثمار إذ لم يكن مساهماً في شركة مدرجة أو مقيدة أوراقها في سوق الأوراق المالية، والمساهم في الشركة هو " كل من يملك سهماً أو أكثر من أسهم الشركة سواء حصل عليها عن طريق الاكتتاب فيها من أول الامر أم آلت اليه ملكيتها بأية طريقة من طرق اكتساب الملكية كالشراء او الميراث او الهبة او الوصية"<sup>(2)</sup>.

ومن خلال هذا التعريف يمكننا القول بأن الشخص يعد مساهم في الشركة عندما يمتلك أسهم فيها بغض النظر عن الطريقة التي تملك بها هذه الأسهم سواء كانت عن طريق الشراء أم الميراث أو الهبة، ولا يقتصر المستثمرين في سوق الأوراق المالية على الأشخاص الطبيعية، وانما يتمكن الشخص المعنوي من الاستثمار في السوق بطريقة التعاقد مع الوسيط المجاز له العمل في السوق وهذا ما جرى عليه الواقع العملي داخل السوق، فبإشراك العديد من الأشخاص المعنوية عملية بيع وشراء الأوراق المالية، سواء باشرت ذلك كمنشآت رئيس تتخصص بممارسته أم بصورة نشاط مستقل تهدف به إلى توظيف مدخراتها كمنشآت مستقل عن غرضها الرئيسي<sup>(3)</sup>، كما هو عليه الحال في شركات الاستثمار<sup>(4)</sup>.

### ثانياً - الشروط الواجب توفرها في المستثمر

بما أن المستثمر هو الركيزة الأساسية في سوق المال، فقد اشترطت له النظم التشريعية جملة من الشروط نوضحها على النحو الآتي:

- (1) صدرت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بقرار من مجلس الوزراء رقم (135) لسنة (1993).
- (2) بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010م، ص17.
- (3) ياسر احمد عبد محمد، التنظيم القانوني لعقد الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بابل لنيل درجة الدكتوراه، بابل، 2020م، ص43.
- (4) عرفت المادة (9/أولاً) من قانون الشركات العراقي النافذ رقم 21 /1997 المعدل لسنة 2004 شركات الاستثمار المالي بأنها ( شركة مؤسسة في العراق نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية العراقية، بما في ذلك الأسهم والسندات وحوالات الخزينة والودائع الثابتة).

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

### 1- أن يكون كامل الأهلية

بما إن التعامل في أسهم الشركات وسنداتها يعد من الأعمال التجارية التي أوردتها المادة الخامسة من قانون التجارة العراقي رقم 30 لسنة 1984 النافذ والتي يشترط لمزاولتها أن تتوافر في الشخص المتعامل بها الأهلية القانونية الكاملة، وفي الوقت ذاته نجد أنه لم يرد فيه أحكام خاصة بالأهلية لذلك ينبغي علينا أن نرجع في تحديد أهلية المستثمر إلى القواعد العامة في القانون المدني العراقي والتي تنظم أحكام الأهلية، وذلك طبقاً للمادة الرابعة الفقرة الثانية من قانون التجارة النافذ إذ نص على أنه " يسري القانون المدني على جميع المسائل التي لم يرد بشأنها حكم خاص في هذا القانون او اي قانون خاص اخر " ،وبذلك يعد الشخص الطبيعي أهل لمباشرة التصرفات القانونية عند بلوغه سن الرشد وذلك بإكمال (ثمانية عشر سنة ) من عمره من دون أن يعترضه أحد عوارض الأهلية<sup>(1)</sup>، الا انه يستثنى من ذلك الصغير المأذون الذي اتم (الخامسة عشر من العمر)وقد حصل على الأذن لمزاولة التجارة فهو يعد بمنزلة كامل الأهلية في حدود الإذن<sup>(2)</sup>، وكذلك الصغير الذي انتقلت اليه الأموال بالإرث<sup>(3)</sup>.

ومن ثم فإن كان المستثمر كامل الأهلية فإنه يستطيع التصرف بأمواله بالبيع أو الشراء بالسوق، أما في حالة كونه ناقص الأهلية فإنه لا يتمكن من التصرف بأمواله إلا بوجود الممثل القانوني وإلا عد تصرفه موقوف على اجازة ممثله، بينما يعد الصغير المأذون بمنزلة البالغ الرشيد في التصرفات المتداخلة في نطاق الأذن ويختلف حكم ذلك فيما إذ ما كان الأذن مطلقاً أم مقيداً في مجال محدد ، بينما نجد إن الصغير غير المميز عديم الأهلية فلا يحق له التعامل في الأوراق المالية وكذلك مختلف التصرفات وينوب عنه في التصرفات القانونية وليه<sup>(4)</sup>، باستثناء الذي انتقلت اليه هذه الأموال عن طريق الإرث .

هذا فيما يتعلق بأهلية العراقي أما الأجنبي فيرجع بتحديد أهليته إلى قانونه الشخصي (قانون الدولة التي يحمل جنسيتها)<sup>(5)</sup>، أما فيما يتعلق بأهلية المستثمر المعنوي فهو أيضاً لا يتمكن من التعامل بالأوراق المالية في حال لم يكن متمتع بالأهلية القانونية شأنه في ذلك شأن الشخص الطبيعي

(1) المادة (106) من القانون المدني العراقي .

(2) نظم القانون المدني العراقي أحكام الأذن للصغير في المواد (98-101) .

(3) د. باسم محمد صالح، القانون التجاري، ط1، العاتك، بغداد، 2017، ص104-107.

(4) المادة (99) من القانون المدني العراقي.

(5) المادة (18) من القانون المدني العراقي.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

، وتحدد اهليته استناداً لسند إنشائه ومعرفة فيما إذا ما كان هذا التصرف داخل ضمن الغرض الذي وجد من أجله ام لا (1).

٢- أن يكون ملكاً للأوراق المالية إذا كان المستثمر (بائع)، وفي ذات الوقت يجب أن لا يكون

ممنوعاً من تملكها إذا كان المستثمر (مشتري):

طالما أن الأوراق المالية هي أحد أنواع المنقولات فيشترط أن تكون مملوكة للمتصرف بها(2)، أي لا يحق للمستثمر التنازل عن ملكية الورقة المالية لأي شخص آخر ما لم يكن مالكا لها، وبما أن الأوراق المالية إما تكون سند ملكية كالأسهم أو مديونية كالسندات، فهذا يؤدي إلى اختلاف الوصف القانوني للمستثمر حسب نوع الورقة المالية الحائز لها، فيكون مساهم إذا كانت الورقة المالية التي بحوزته أسهم أو قد يكون دائن للجهة المصدرة للورقة المالية إذا كان حائزاً للسندات، وقد تكون الورقة المالية مملوكة لأكثر من شخص إن انتقلت ملكيتها إليهم بسبب الميراث، ومن أجل تبسيط عملية تداول الأوراق المالية المشتركة جاءت بعض التشريعات بنظام جديد يطلق عليه المالك المسجل الذي عرف بتعاريف عدة أبرزها هو الشخص الذي تودع وتفيد الورقة المالية باسمه لدى الجهة المختصة"، ومن خلال هذا النظام تسجل الورقة المالية باسم المالك المسجل الذي قد يكون شركة إدارة محافظ الأوراق المالي، أمناء الحفظ، وبنوك الإيداع، أو أي جهة أخرى يصدر بها قرار من الوزير المختص بعد أخذ رأي الهيئة، وتبقى الحقوق والمزايا للملاك المستفيدين (المستثمرين)(3).

وقد أشار المشرع المصري إلى المالك المسجل في نص المادة (5) من قانون الإيداع والقيود المركزي رقم (٩٣) لسنة ٢٠٠٠ المعدل بقانون رقم (١٤٣) لسنة ٢٠٢٠ ، حيث يساعد هذا النظام على تسهيل تداول الأوراق المالية المملوكة الأكثر من مالك لتخفيض من تكلفة تنفيذ عمليات التداول من خلال دمج أوامر المستثمرين المستفيدين وتوحيد أسعار التداول(4) ، وهذا ما عمد المشرع العراقي الي بيانه عند أصدره لتعليمات الحافظ الأمين رقم 17 لسنة 2012 لسوق العراق للأوراق المالية، حيث تبرز أهميته هذا النظام في تطوير نشاط الأسواق المالية بتشجيع المستثمرين

(1) المادة (4/48) من القانون المدني العراقي.

(2) د. عبد الرزاق أحمد السنهوري، مصادر الحق في الفقه الإسلامي، ج4، دار إحياء التراث العربي للنشر والتوزيع، بدون ط سنة 2001م، ص416.

(3) د.دعاء عماد مشهور، المالك المسجل والمالك المستفيد في سوق الأوراق المالية، المركز القومي للإصدارات القانونية، ط1، القاهرة، سنة 2016، ص15-22.

(4) دعاء عماد مشهور، مصدر سابق، ص28.

## الفصل الأول..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

الذين يشتركون في ملكية الورقة المالية الواحدة على تداولها في سوق رأس المال بعد إحاطتهم بعدد من الضمانات التي يوفرها لهم هذا النظام المتمثلة بمساعدة الوسيط في نجاح إبرام عقد التداول؛ لأن المالك المسجل يجب أن يكون شخصا ذا خبرة وكفاءة عالية في السوق، ومن الناحية العملية ينبغي على مالكي الورقة المالية المشتركة أن يختاروا أحدهم ليمثلهم أمام الوسيط ثم يتولى هذا الأخير بدوره إبرام وتنفيذ عملية التداول كما لو كان محل العقد ورقة مالية مملوكة لمستثمر واحد، غير أن ذلك لا يخلو من الصعوبات التي قد تواجه الوسيط فيما يتعلق بتعدد أوامر المستثمرين.

أما إذا كان المستثمر يرغب بالتعامل بالأوراق المالية بصفته (متنازلاً إليه) فيجب أن يكون غير منوع من التملك، فهناك أشخاص ممنوعين قانوناً من التملك وهم المحكومين بالسجن المؤبد أو المؤقت وهذا ما نصت المادة 46 من قانون العقوبات العراقي رقم (111) لسنة 1969 المعدل بقولها "الحكم بالسجن المؤبد أو المؤقت يتبعه بحكم القانون من يوم صدوره وحتى إخلاء سبيل المحكوم عليه من السجن حرمانه من الحقوق والمزايا التالية..... أن يكون عضواً في ... إحدى الشركات أو مديراً لها<sup>(1)</sup> .

استناداً إلى هذا النص يمنع كل شخص محكوم بالسجن المؤبد أو المؤقت من تملك الأسهم؛ لأن الحاصل على الأسهم هو وحده من يتمتع بحق عضوية الشركة أو يكون مديراً لها، غير أن المشرع لم يمنع المحكوم بالسجن المؤبد أو المؤقت من الاكتتاب على السندات، على الرغم من أن اكتتابهم على السندات سيؤدي إلى إعاقة تداولها مرة أخرى، لتجنب الكثير من المستثمرين الإقدام على التعامل مع هذه الفئات للمخاوف التي تنتابهم عند التعامل معهم مما قد يؤدي إلى اضطراب نشاط سوق الأوراق المالية.

ومن الجدير بالإشارة إلى أن المشرع قد حظر كل موظف من تداول الأوراق المالية وهذا ما نصت عليه المادة الخامسة من قانون انضباط موظفي الدولة رقم (14) لسنة 1991 المعدل بقولها "يحظر على الموظف/ ثانياً: مزاوله الأعمال التجارية وتأسيس الشركات والعضوية في مجالس إدارتها عدا أ. شراء أسهم الشركات المساهمة..."<sup>(2)</sup>، فنلاحظ أن المشرع في نص المادة سألفة الذكر قد حظر على الموظف مزاوله أي عمل تحاري وتأسيس الشركة والعضوية في مجالس إدارتها، ولعل السبب الذي جعل المشرع يحرم الموظف من الجمع بين الوظيفة وبين ممارسة التجارة لكون الأعمال التجارية تحتاج ممارستها إلى التفريغ التام لها وهذا يحتاج إلى جهد ووقت

(1) المادة (16) من قانون العقوبات العراقي رقم (11) لسنة 1999م.

(2) المادة الخامسة من قانون انضباط موظفي الدولة العراقية رقم (4) لسنة 1991م.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

مما يؤثر على الأداء الوظيفي، ولم يجعل المشرع حرمان الموظف لممارسة الأعمال التجارية حرماناً مطلقاً وإنما تتفرع منه بعض الاستثناءات، ومنها شراء أسهم الشركة المساهمة

وقد أشار البعض إلى أن السبب الدافع من إيراد هذا الاستثناء يرجع إلى كون الشركة المساهمة من شركات الأموال وبالتالي تقل صلة المساهمين بالشركة بخلاف شركات الأشخاص، لذا لا يؤثر شراء الموظف لأسهم الشركة المساهمة على أداء الوظيفي تبعاً لتضائل دور العديد من المساهمين في تسيير نشاط الشركة<sup>(1)</sup>، ولكن عند تدقيق النظر في الاستثناء أعلاه يمكن القول أن سبب استثناء المشرع لشراء أسهم الشركة المساهمة من الحظر، قد يرجع إلى أن الشركة المساهمة في الشركة الوحيدة التي تتمتع بحق الاكتتاب العام، وليس لكونها من شركات الأموال، فلو كان الأمر كذلك لاستثنى المشرع شراء أسهم الشركة المحدودة، فهي أيضاً تعد من شركات الأموال، وغالباً ما يطرح الاكتتاب العام في الأسواق المالية للتشجيع من جهة أخرى شراء الموظف لأسهم الشركة المساهمة لا يؤثر على أداءه الوظيفي لكونه لا يقوم بشراء مثل تلك الأسهم بنفسه وإنما يلزم بتقويض وسيط ينوب عنه في شراء تلك الأسهم لكونها معروضة للاكتتاب العام في البورصة<sup>(2)</sup>، وعليه يمكن القول أن الموظف يتمتع بحق تداول، كما أن شراء الموظف لأسهم الشركة المساهمة يكون من أجل الادخار وبالتالي لا يعتبر عملاً تجارياً.

هذا ونجد إن بعض التشريعات قد حصرت التعامل بالأوراق المالية على حاملي جنسيتها، فهي تنظر إلى الأجنبي على أنه شخصاً غريب غير مرحب به ولذلك لم تقم بتنظيم عمليات تداول الاجانب للأوراق المالية داخل سوق الأوراق المالية، وهذا هو مسلك القانون الكويتي والذي لم يسمح إلى أي شخص لا يحمل الجنسية الكويتية أن يقوم بتداول الأوراق المالية إلى إن صدر المرسوم الكويتي بقانون رقم 33 لسنة 1988 فقد سمح لمواطني دول مجلس

أما فيما يتعلق بالمشرع العراقي فقد اختلف في نظرتة إلى هذا الموضوع بحسب القوانين إذ كانت على شكل مراحل، ففي قانون سوق بغداد (الملغي) قد نص بشكل غير صريح على حظر المستثمرين الأجانب من التعامل بالأوراق المالية واستثمارها<sup>(3)</sup>. إلا أنه بعد الغاء هذا القانون بدأ

(1) د. باسم محمد صالح، د. عدنان ولي العزاوي، القانون التجاري والشركات التجارية المبادئ العامة، بدون طبعة، مطبعة السنهوري، بدون سنة نشر، ص 116.

(2) د. لطيف جبر كوماني، مصدر سابق، ص 144.

(3) فقد نص المشرع في المادة 12 من قانون سوق بغداد للأوراق المالية على أنه يشترط في الوسيط أن يكون عراقي الجنسية فمن خلال هذه المادة يمكننا القول إن المستثمر يشترط أن يكون عراقي أيضاً لأنه لا يقل أهمية من



## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية العراقي بفتح الأبواب أمام هؤلاء المستثمرين ، وذلك بعد إن صدر قانون الاستثمار رقم 13 لسنة 2006 (المعدل) حيث نص في المادة(11) الفقرة (ثانياً) منه على أنه " يحق للمستثمر الاجنبي :

أ- التداول في سوق العراق للأوراق المالية بالأسهم والسندات المدرجة فيه وأكتساب العضوية في الشركات المساهمة الخاصة والمختلطة ، ولا يمنع من ذلك وجود عقارات ضمن موجودات الشركات المذكورة .

ب - تكوين المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات "

فهذه المادة تشير بشكل صريح إلى إجازة الاستثمار من قبل الأجنبي ، فقد تم السماح فيها للأشخاص غير العراقيين تداول الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، الا ان المشرع حصر حق التداول للمستثمر الاجنبي بالأسهم والسندات دون غيرهم من الأنواع الأخرى ، ولعل السبب في ذلك كونها هي الأنواع التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية العراقي، هذا وتجدر الإشارة إلى إن قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997 والمعدل بقانون رقم (17) لسنة 2019 قد نص في المادة (12) فقرة ثانياً: ( للشخص الطبيعي او المعنوي الأجنبي اكتساب العضوية بصفة مؤسس او مساهم في الشركات المساهمة والمحدودة على الا تقل نسبة مساهمة العراقي عن (51%) واحد وخمسين من المئة من رأس مالها).وفي ذلك أشاره واضحة إلى اجازة الاجنبي في المساهمة في شركات الأموال فقط دون الأشخاص .

أما بالنسبة إلى القانون سوق الأوراق المالية المؤقت فإنه لم يتناول حق المستثمر الاجنبي في التداول . إلى إن صدرت تعليمات رقم(1) لسنة (2010) والتي سمحت للمستثمر الاجنبي بالتعامل بالأوراق المالية . وبذلك يكون المشرع العراقي قد اعطى للمستثمر الاجنبي حق تداول ما يملك من أوراق مالية داخل سوق رأس المال ، وهذا ما اكدته أيضاً تعليمات التداول رقم (1) لسنة 2015 حيث افردت الفصل الرابع منها لبيان التعليمات الخاصة بتداول غير العراقي في سوق الأوراق المالية العراقي . هذا وان المستثمر سواء كان وطنياً أم اجنبياً، يمكن أن يكون شخص طبيعي أو معنوي ،فباعتباره شخص طبيعي هذا يتطلب منه أن يكون لديه أوراق مالية لدى إحدى

---

الوسيط فمن الأولى أن يمنع المستثمر الاجنبي خاصة مع إجراءات فرض الحصار الاقتصادي وقصر العمل التجاري على الوطنيين فقط .

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

الشركات المدرجة و المقيدة أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية ، فيتمكن استناد لذلك من التعاقد مع الوسيط لشراء أو بيع الأوراق المالية لتحقيق أغراضه الاستثمارية<sup>(1)</sup>.

3- أن لا تترتب على الشراء تجاوز ملكية المستثمر المشتري من الأوراق المالية الحد الأعلى المقرر قانوناً.

إن الأوراق المالية المقيدة في سوق المال تعد حق مشروع لكل شخص عراقي أو غير عراقي تملكها وذلك بحسب النظام السائد في سوق رأس المال، بيد أن حرية التملك هذه غير مطلقة وإنما قيدتها القوانين بحدود معينة، فعلى سبيل المثال أرجب المشرع المصري على المستثمر أن لا تتجاوز ملكيته من الأوراق المالية ١٠٪ من الأسهم الإسمية لرأس مال الشركة، وإذا أراد أن يحصل على أوراق مالية وادى حصوله عليها إلى تجاوز الحد المقرر قانوناً وجب عليه أن يخطر الشركة قبل إبرام العقد بأسبوعين يبين في إخطاره نسبة ما يملكه في رأس مال الشركة وعدد ونوع الأسهم التي يرغب باقتنائها حتى تتولى الشركة خلال أسبوع من تاريخ إخطارها تبليغ كل مساهم يملك ما لا يقل 1% من رأس مال الشركة وكذلك إخطار سوق الأوراق المالية وعند عدم قيام المستثمر بالإجراءات المحددة قانوناً فرض عليه المشرع إلغاء الصفقة كجزاء لعدم اتخاذ الإجراءات السابقة<sup>(2)</sup>

أما بالنسبة للمشرع العراقي فموقفه يختلف، حسب صفة المستثمر، فيما إذا كان متحالف أم غير متحالف وعرفت القسم (١٠)(١) من قانون سرق الأوراق المالية العراقي النافذ للأشخاص المتحالفين بأنهم شخصان أو أكثر يعملون سوية لغرض حمل أو ممارسة سيطرة عملية على شؤون الشركة ولكن في كل الحالات وعلى الأقل يجب أن يكونوا أشخاص ذو صلة قرابة... ، أما المستثمر غير المتحالف فلم يضع المشرع العراقي تعريفة له ولكن من خلال النص أعلاه يمكن أن نحدد معنى المستثمر غير المتحالف فهو(كل شخص بعمل بصورة مستقلة من غيره من المستثمرين)، فإذا كان المستثمر غير متحالف فهو غير مقيد بتملك نسبة معينة من الأوراق المالية،

(1) إذا كان الأصل هو إن يتم قيد الأوراق المالية قبل تداولها بالبورصة إلا إن هذا القيد ليس شرطاً في القانون المصري الذي يسمح بتداول كل من الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة ، فقد نصت المادة (17/ 2) من قانون سوق رأس المال المصري على أنه ( يتم الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة وذلك وفقاً للقواعد التي يصدرها بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة). حيدر فاضل حمد الدهان ، النظام القانوني لعقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بابل لنيل شهادة الماجستير، بابل، 2012، ص43.

(2) المادة (8) من قانون سوق المال المصري والمادة (59) من لائحته التنفيذية.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

لعدم وجود نص في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الملحقة به تلزمه بصورة عامة من تملك كمية محددة من الأوراق المالية

أما بخصوص المستثمر المتحالف الذي يملك أو يرغب بالحصول على 10% أو أكثر من الأسهم المطروحة لأغراض التجارة فيلزم بإشعار (سوق المال أو الهيئة تحريرية أو إشعارهم في حالة حصول زيادة في هذه النسبة، وعليه أن يكتب تقريراً عن أي انخفاض في الملكية تقل عن 8%، وقد فسر المشرع تصرف الشخص أو الأشخاص المتحالفين إذا حصلوا على أكثر من 30% من أسهم شركة مساهمة للأوراق المالية بأن تصرفهم هذا غير قانوني)<sup>(1)</sup>.

هذا بالنسبة لقانون سوق الأوراق المالية، أما بخصوص قانون الشركات فقد اقتصر حظر المشرع على مساهمي شركة الاستثمار، فحظر كل مساهم فيها سواء كان طبيعي أو معنوي من أن تزيد نسبة مساهمته في شركة الاستثمار على (5%) من رأس مال الشركة<sup>(2)</sup>.

ويبرر بعض الكتاب هذا الحظر الخاص بشركة الاستثمار دون غيرها من الشركات، لأن وظيفة هذه الشركة هي تجميع أموال المساهمين واستثمارها في مختلف المجالات، فمن الطبيعي أن تتزايد نسبة مساهمتهم في شركة الاستثمار، وهذا ما دعا المشرع العراقي إلى حظر مساهميتها ليسهل على هذه الشركة أن تفرض سيطرتها على باقي الشركات لامتلاك مساهميتها رؤوس أموال طائلة ومن أجل تفادي سيطرتها على باقي الشركات جعل المشرع يخصها بالحظر<sup>(3)</sup>. إلا أنه يمكن القول، تعقياً على الرأي المتقدم، بأن هدف العملي للمشرع من الحظر هو من أجل منح الحرية لشركة الاستثمار لتستثمر أموال المدخرين بدون أن تخضع لإرادة الفئة المسيطرة عليها من المساهمين في توجيه قراراتها الوجهة التي تخدم مصالحهم وتوجهاتهم. وبذلك يتضح أن المشرع العراقي قد اتخذ منهجاً مختلفة تماماً عن المشرع المصري، الذي لم يقيد الحظر بفئات معينة من المستثمرين، بخلاف المشرع العراقي الذي اشترط أن يكون المستثمر المحظور (متحالف).

### ثالثاً - أنواع المستثمرين

يقسم المستثمرين إلى أنواع متعددة وفقاً إلى الزاوية التي ينظر إليه منها، فإذا نظرنا إليه من جهة الجنسية لوجدنا إن هناك مستثمر أجنبي ووطني، وإذا نظرنا إليه بالنسبة إلى عقد التداول فيمكن

(1) المادة (2،3) من القسم من قانون سوق الأوراق المالية العراقي النافذ.

(2) عرف قانون الشركات النافذ في المادة (9/أولاً) شركة الاستثمار بأنها "شركة منظمة في العراق نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية العراقية بما في ذلك الأسهم والسندات وحوالات الخزينة والودائع الثابتة".

(3) على فوزي الموسوي، النظام القانوني لإدارة ومحافظ الأوراق المالية، مصدر سابق، ص 193.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

تقسيمه الى مستثمر مشتري وبائع ، وإذا نظرنا اليه من جهة طبيعته فيمكن تقسيمه الى طبيعي ومعنوي ، و على اعتبار أننا قد تطرقنا الى هذه التقسيم عند تعريفنا للمستثمر وبيان شروطه لذا سوف نقصر دراستنا على المستثمر البائع والمشتري.

### 1- المستثمر البائع

أن المستثمر البائع هو الطرف الذي يلتزم بنقل ملكية الأوراق المالية الى المشتري مقابل حصوله على ثمنها نقدا . وقد يكون البائع شخصا طبيعيا فالتعامل بالأوراق المالية لا يحتاج لرأس مال كبير الأمر الذي يتيح للأفراد امكانية التعامل في السوق بغض النظر عن مستوى مدخراتهم النقدية . ولا يقتصر التعامل بالسوق على الأشخاص الطبيعية إذ يستطيع الشخص المعنوي الإستثمار بالسوق عن طريق الوسطاء المرخصين وهذا ما يجري عليه التعامل في الأسواق . إذ تباشر الكثير من الأشخاص المعنوية بيع وشراء الأوراق المالية سواء كنشاط مستقل عن غرضها الرئيسي بهدف توظيف مدخراتها أو كنشاط رئيسي تختص بممارسته (1) كما هو الحال بالنسبة لشركات الإستثمار المالي والتي تتخذ من الاستثمار في الأوراق المالية نشاطا رئيسية لها (2) . وإذا ما توفرت في المستثمر البائع الشروط التي ذكرناها سابقاً والواجب توفرها في المستثمرين عندئذ يمكن له إن بيع أوراقه المالية في السوق وذلك بمراعاة القواعد المطبقة في السوق . إذ يقتضي التعامل في السوق باعتبارها سوق منظمة مراعاة الإجراءات المنظمةة لهذا التعامل والتي تفرض بدورها إبتداء على المتعاملين الآتي :

- أ- الإتياف مع أحد الوسطاء لينوب عنه في التعاقد بمقتضى عقد وساطة .
- ب- الحصول على رقم مستثمر : مع تطبيق نظام التداول الالكتروني أصبح التعريف بالأشخاص المتعاملين في السوق يتم بالاعتماد على بيانات رقمية يتم إدخالها ومعالجتها في شاشات الحاسوب الموجودة في قاعات التداول ، ولهذا فإن كل من يتعامل في السوق يكون له رقم خاص يطلق عليه رقم المستثمر والذي من خلاله يتم التعريف بشخصية كل مستثمر و مقدار ما يملكه من رصيد من الأوراق المالية . ويتم حصول المستثمر على هذا الرقم من خلال الوسيط الذي يتم التعامل من خلاله في السوق بعد تقديم المستمسكات المطلوبة (3)

(1) د. احمد مخلوف ، أحكام التعامل في البورصة المصرية دراسة قانونية مقارنة مع البورصات العربية والعالمية ، القاهرة ، ٢٠٠٨ ، ص 57.

(2) الى جانب ذلك تقوم شركات الاستثمار المالي بالعديد من الأنشطة والتي أوردتها المادة 14 من نظام شركات الإستثمار المالي رقم 6 لسنة ٢٠١١ ، وللتنصيل بشأنها د. علي فوزي الموسوي ، مصدر سابق ، ص 142-144

(3) رباب حسين كشكول، مصدر سابق ، ص 72.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

ت- فتح حساب تداول: وتأتي هذه الخطوة بعد الحصول على رقم المستثمر إذ ينبغي على المستثمر في ظل التداول الإلكتروني فتح حساب تداول من الأوراق المالية خاص به من خلال وسيطه لدى مركز الإيداع العراقي ليتم من خلاله خصم أوراق مالية أو إضافة أوراق لحسابه لدى إصداره أوامر بالبيع أو الشراء<sup>(1)</sup>، فضلا عن حساب مالي لدى مصرف التسوية عن طريق الوسيط ذاته يظهر فيه مقدار المبالغ المالية العائدة له يتم من خلاله إضافة وخصم ثمن ما يبيعه أو يشتريه من أوراق مالية<sup>(2)</sup>.

### 2-المستثمر المشتري

مشتري الأوراق المالية لا يكفي لإنعقاد بيع الأوراق المالية أن يعرض البائع عن رغبته في مبادلة أوراقه المالية بثمن معين بل ينبغي أن يرتضي شخص دفع هذا الثمن للحصول على تلك الأوراق وهذا هو المشتري ، فالمشتري هو الطرف الذي يلتزم بدفع الثمن الى البائع مقابل حصوله على الأوراق المالية .

إن إقبال الأشخاص على شراء الأوراق المالية أما أن يكون لغرض الاحتفاظ بها لتأمين دخل منتظم أو لغرض الاستفادة من التقلبات التي تحدث في أسعارها من أجل تحقيق أرباح صافية<sup>(3)</sup> . إذا تتمثل المنفعة التي تعود على من يشتري الأوراق المالية تحقيقا للغرض الأول بالحصول على العائد الذي تدره الأوراق المشتريات والذي يختلف بحسب نوعها كالحصول على الفوائد التي توزعها الشركات المساهمة المالكي سندات القرض أما النسبة لمن يشتري تحقيقا للغرض الثاني فهي تتمثل بالأرباح الناتجة عن إعادة بيعها في السوق لدى ارتفاع قيمتها السوقية. وأيا كان الغرض الذي يبيغية

<sup>(1)</sup> يمكن للمستثمر إن يفتح حساب تداول خاص به وحساب تداول آخر مشترك مع مستثمر أو أكثر في الوقت نفسه على أن يكون لدى أكثر من وسيط إذ لا يجوز فتح أكثر من حساب واحد لكل مستثمر لدى الوسيط الواحد ينظر المادتان ٩ ، ١٠ من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في مركز الإيداع العراقي .

<sup>(2)</sup> فضلا عن ذلك تلزم بعض القوانين على المستثمر بانعا كان أو مشتري التعاقد مع أحد أمناء الحفظ لغرض حفظ أوراقه المالية ومسك حساباته والتي تسجل بها أرصده من الأوراق المالية وعقود البيع والشراء الواردة عليها ينظر منها المادة من ٣٠ قانون الإيداع والقيود المركزي المصري المعدل والمادة (٨٨) من لائحة الأشخاص المرخص لهم في السوق السعودي . ولتنظيم نشاط حفظ الأوراق المالية فقد أصدرت السوق العراقية تعليمات الحافظ الأمين رقم (١٧) لسنة ٢٠١٢ وبمقتضاها فإنه على المستثمر التعاقد مع أحد أمناء الحفظ المرخصين ليتولى حفظ وإدارة أوراقه المالية غير أنه لم يتسن بعد التطبيق العملي لهذه التعليمات

<sup>(3)</sup> د. محمد حافظ عبدة الرهوان ، النقود والبنوك والأسواق المالية ، بلا دار نشر ، 2000، ص 140 .

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

المشتري فإن شراء الأوراق المالية كما يؤكد البعض <sup>(1)</sup>، أفضل من الإحتفاظ بالأموال بصورة نقدية وهذا ما يفسر بتلافي إنخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم المحتمل في الاقتصاد .

وبالرغم مما توصف به سوق الأوراق المالية من كونها سوق عامة مفتوحة أمام الجميع <sup>(2)</sup> مما يتيح لعموم الأشخاص إمكانية ممارسة هذا النوع من الإستثمار غير انه لا بد من توافر الشروط القانونية الواجب توفرها في المستثمرين سواء كان بائع أو مشتري .

ومتى روعيت الشروط المتقدمة أمكن للشخص التعاقد على شراء الأوراق المالية في السوق وهو ما يفرض عليه إتباع الإجراءات المقررة بمقتضى القواعد المعنية به ، ولهذا يلزم بالإتفاق مع أحد الوسطاء المرخصين لينوب عنه في شراء الأوراق المالية وهذا ما يستلزم حصوله على رقم مستثمر خاص وفتح حساب تداول وفقا لما سبق بيانه. وسواء كان المستثمر بائع أو مشتري للأوراق المالية فإنه ينبغي في كل الأحوال أن تتوافر فيه الشروط المتقدمة . على أن توافر هذه الشروط وإن كان يعطي لكل منهما حق الإستثمار في السوق غير أنها لا تخوله إمكانية التعاقد مباشرة لبيع وشراء الأوراق المتداولة إذ يجب أن يتم ذلك بواسطة شخص مخول قانونا بذلك وهو الوسيط والذي سنتعرف إليه في الفرع الآتي.

### الفرع الثاني

#### الوسيط في سوق الأوراق المالية

أن التعامل في سوق الأوراق المالية لا يكون مباشر بين البائع والمشتري، وإنما يتم ذلك من خلال وسطاء مرخص لهم العمل في السوق ، بعد أن تتوافر فيه مجموعة من الشروط التي يحددها القانون <sup>(3)</sup>، وفي مقابل قيامه بالتعامل في السوق بالنيابة وتلقيه أوامر المستثمرين وتنفيذها، وباعتباره ضامن للعملية التي يقوم بها ،فإن من حقه إن يحصل على ضمانات تكفل له الحصول على حقه من المستثمر وتجنبه اي أخلال يصدر من هذا الأخير، ولأهمية الوسيط وعظيم دوره في السوق ،عمدت الكثير من التشريعات المعنية بأسواق الأوراق المالية إلى تنظيم أحكام خاصة للوساطة بشكل صريح الا انها اختلفت فيما بينها في مدى السماح للأطراف الطبيعية في مزاوله اعمال الوساطة، ومن اجل الالمام بكل ما يتعلق بالوسيط باعتباره صاحب الحق بالغطاء في سوق

(1) د. عبد الباسط كريم مولود ،مصدر سابق ،ص84. د. سمير عبد الحميد رضوان ،مصدر سابق، ص62.

(2) د. عاشور عبد الجواد ، مصدر سابق ، ص 81

(3) ماهر مصطفى محمود، النظام القانوني لشركات السمسرة في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة حلوان، مصر، 2008، ص26.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

الأوراق المالية سنعمد الى تقسيم هذا الفرع الى عدة محاور لنوضح فيها تعريف الوسيط وطبيعته و اهم الشروط الواجب توفرها فيه لاستحقاقه للغطاء .

### أولاً- تعريف الوسيط

لكي نعرف الوسيط بدقة لابد لنا أولاً من تعريف الوسيط من خلال ما أورده الفقه من تعريفات ، ومن ثم نتطرق الى التعريفات .

#### 1-التعريف الفقهي للوسط

سيقت تعريفات متعددة لتحديد المقصود بالوسيط، فقد عرف بأنه (شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية وفي المواعيد الرسمية المحددة لها، وذلك لحساب المستثمرين مقابل عمولة محددة، ويكون مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعاً وشراءً)<sup>(1)</sup>. كما عرف أيضاً بأنه " شخص معنوي مرخص له بالعمل في سوق الأوراق المالية وفقاً لأحكام قانون وتعليمات السوق في عمليات تداول الأوراق المالية لصالح المستثمرين مقابل عمولة محددته ويكون مسؤولاً وضامناً لكل عملية"<sup>(2)</sup>.

فالوسطاء في مجال الأوراق المالية هم الأشخاص الذين يتوسطون بين البائع والمشتري في عملية تداول الأوراق المالية، كحلقة وصل لإتمام وتنفيذ عمليات الشراء والبيع، ويتعاملون بأسم ولحساب العميل<sup>(3)</sup>.

#### 2-التعريف التشريعي للوسيط

وعلى المستوى التشريعي فنجد إن التشريع العراقي قد اشار للوسيط أكثر من مرة ،فنرى أنه قصد به استناد لنص الفقرة(10) من القسم (1) من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي في بيانه للوسيط بأنه (الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين بموجب الفصل 5 (1/ أ) من هذا القانون والمتعامل في معاملات السندات في سوق الأوراق المالية، أو الشخص القانوني المخول بموجب الفصل 5 (1/ب). وقد يقبل المصرف كوسيط إذا خول بالعمل وفقاً لتلك الصلاحية) .

(1) د. طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص107.

(2) عباس محمد موسى، مصدر سابق، ص26.

(3) وهذا ما أشارت إليه الفقرة (9) من القسم (5) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي (على الوسيط أن يعمل نيابةً عن بائع أو مشتري السندات .....)، وكذلك المادة (1/256) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي ألزمت شركة السمسرة في مجال الأوراق المالية بإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل من عملائها وعلى أن يتضمن هذا العقد (1- التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية بأسم ولحساب العميل) .

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

ويلاحظ على هذا النص اشتراطه على الوسيط لحصوله على الاجازة في ممارسة التعامل بالأوراق المالية حصوله على ترخيص من مجلس المحافظين في السوق العراقي للأوراق المالية، حصره للتعامل بالسندات، وفي ذلك شيء من الغموض والالتباس على اعتبار أن السندات ماهي الا نوع من أنواع الأوراق المالية، ومن الأفضل أن لا يقتصر التعامل عليها فقط، وكان الأولى استبدالها بعبارة الأوراق المالية لتشمل بذلك جميع أنواعها دون الاقتصار على عبارة السندات، ومن جهة اخرى نلاحظ أنه لم يحدد شخصية الوسيط في كونه طبيعي أو معنوي، الا أن القسم الخامس من القانون نفسه قد نص بصورة صريحة على قصر اعمال الوساطة على الأشخاص المعنوية فقد جاء فيه: (1 - يكون الوسيط المخول للعمل في سوق الأوراق المالية واحداً مما يلي:

أ - مصرف مخول بموجب قانون المصارف، من ضمنها المصارف الاجنبية، التابعة والفرعية للاشتراك في التعامل بالسندات في العراق.

ب - شركة انشأت وفقاً لقانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 او قوانينه اللاحقة وتعديلاته وتكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات او ادارة استثمارات او عمل استشارات استثمارية والتي يكون مديرها المخول مستوفياً للشروط المنصوص عليها في القسم 2 / 5 .

ج - شركة انشأت بموجب قانون معين وتكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات او ادارة استثمارات او عمل استشارات استثمارية على ان يكون مديرها المخول مستوفياً للشروط الواردة في القسم 2 / 5 ) وفي ذلك اشارة بصورة صريحة إلى قصر اعمال الوساطة على الأشخاص المعنوية، المتمثلة بالمصارف العراقية أو الأجنبية استناداً للفقرة أ، أو شركات استثمار مالية بموجب الفقرة ب، اما بالنسبة إلى الفقرة ج فقد فتحت المجال في حال تأسيس اي شركة مختصة بتداول الأوراق المالية في المستقبل لتمارس اعمال الوساطة.

اما بالنسبة إلى تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة (2015) فقد كان تعريفها للوسيط أكثر تحديدا لشخصيته وعدم الاقتصار على كونه شخص معنوي فقد اشترطت فيه ان يكون بصورة شركة مرخصة فقد عرفته في المادة(الأولى) على أنه (الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة اعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية والمقيدة في سجل جمعية وسطاء المال في العراق).



## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وفيما يتعلق بالمشروع المصري فنجد أنه أطلق على الوسيط تسمية السمسار من غير أن يضع تعريفاً له<sup>(1)</sup>، واكتفى بتعريفه للسمسرة في المادة 192 من قانون التجارة المصري بأنها ( عقد يتعهد بمقتضاه السمسار لشخص بالبحث عن طرف ثاني لإبرام عقد معين والتوسط لإبرامه) ، هذا وتجدر الإشارة إلى إن المشروع المصري قد قصر أعمال السمسرة على الأشخاص المعنوية فقد منع مباشرتها إلا من قبل شركات السمسرة المتخصصة ، والتي يشترط بها أن تكون في صورة شركة مساهمة أو توصية بالأسهم<sup>(2)</sup> . بينما عرف المشروع الكويتي الوسيط في قانون رقم (7) لسنة 2010 المتعلق بإنشاء هيئة سواق المال ولتنظيم نشاط الأوراق المالية، بأنه (شخص يزاول أعمال شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة)<sup>(3)</sup> .

أما بالنسبة إلى المشروع الفرنسي فنجد إن القانون النقدي والمالي رقم (1223) لسنة (2000) ، قد منع أي شخص غير مقدمي خدمات الاستثمار من تقديم الخدمات الاستثمارية واعتبارها مهنة معتادة لهم استناداً لنص المادة (531) الفقرة (10)<sup>(4)</sup> ، أما المادة (8/421) من القانون ذاته فقد أجازت للأشخاص الطبيعية أو المعنوية الأعضاء في السوق المنظمة للأدوات المالية والمرخص لهم من مجلس الأسواق المالية مزاولة تقديم خدمات الاستثمار استثناءً ولعمليات محددة ومؤقتة<sup>(5)</sup> .

(1) إذ نصت المادة (45) الفقرة (1) من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999 (المعدل) على أنه ( لا يجوز التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الصكوك المدرجة بجدول أسعارها إلا بوساطة سمسار مقبول للعمل بها وإلا كان التصرف باطلاً).

(2) وهذا ما نصت عليه المادة (29/أ) من قانون سوق رأس المال المصري بأنه (يشترط لمنح الترخيص لمزاولة الأنشطة المتعلقة في مجال الأوراق المالية: أ- أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم) .

(3) المادة (1) من الفصل الأول الخاص بالتعريفات من قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي .

(4) Art. L. 531-10. –((Sous réserve des dispositions de l'article L. 421-8, il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement de fournir à des tiers des services d'investissement, à titre de profession habituelle ))).

(5) Art. L.421-8.–((Outre les prestataires de services d'investissement dûment agréés, sont autorisées, par dérogation à l'article L. 531-10, à être membre d'un marché réglementé d'instruments financiers : 1. Les personnes physiques ou morales habilitées par le conseil des marchés financiers à fournir des services mentionnés aux 2 et 3 de l'article L. 321-1 ; ...))

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

هذا وبالرغم من اختلاف التشريعات محل المقارنة في بيانها للوسيط وشخصيته في كونه شخص طبيعي أو معنوي إلا أنها تشترك جميعها في اشتراط حصول الوسيط على الترخيص من الجهات المختصة من اجل التعامل بالأوراق المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية

وهذا ما اشارت له الفقرة (3-أ) من القسم 3 من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي على أن ( تحصر كافة التعاملات في سوق الأوراق المالية بالوسطاء المخولين من قبل السوق للتعاطي بمثل هذه التعاملات) ، وكذلك الحال في قانون سوق رأس المال المصري فقد أشار في المادة (18) منه على أن (يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً....).

وفي التشريع الكويتي نجد أنه نص على أنه ( لا يجوز لأي شخص مزاوله أي عمل من الأعمال المبينة أدناه إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة يبين فيه النشاط أو الأنشطة المصرح بها. 1- وسيط أوراق مالية أو مندوب له....)<sup>(1)</sup> ، وهذا ما اكده أيضاً في اللائحة التنفيذية لهذا القانون والتي اشارة إلى أنه (لا يجوز لأي شخص مزاوله أنشطة الأوراق المالية في دولة الكويت ما لم يكن مرخصاً له من الهيئة)<sup>(2)</sup>، واخيراً نجد إن المشرع الفرنسي قد أشار بالمادة(421)الفقرة (6) من القانون النقدي والمالي إلى قصر القيام بخدمات الوساطة المتعلقة بالتعامل في الأوراق المالية التي يتم تداولها داخل الأسواق المنظمة في الإقليم الفرنسي على مقدمي خدمات الاستثمار المرخص لهم بالعمل من قبل هيئة الأسواق المالية، والاعاد التعامل باطل<sup>(3)</sup>.

ويرجع الغرض من وراء كل ذلك هو لتوفير الحماية للمتعاملين بالأوراق المالية من تلاعبات المضاربين والوقوف دون استعمال الطرق الاحتيالية التي يكون من شأنها أن تؤثر على توازن الأسواق؛ إذ إن أغلب المتعاملين بالأوراق المالية يكونون قليلي الخبرة بالاستثمار، لذا نرى إن اغلب القوانين اشترطت أن يتم التعامل بهذه الأوراق بواسطة أطراف لديهم خبرة واسعة في مجال

(1) المادة 1/63 من قانون لقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي.

(2) المادة 1/125 من اللائحة التنفيذية لقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي.

(3) Art. L. 421-6. – ( Les négociations et cessions réalisées sur le territoire français et portant sur des instruments financier admis aux négociations sur un marché réglementé ne peuvent être effectuées, à peine de nullité, que par un prestataire de services d'investissement .... ).

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

الاستثمار، مما ينعكس ذلك بدوره على توفير الضمانات الأساسية لانتظام وسلامة العمليات المتعلقة بالأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

### المبحث الثاني

#### التكوين القانوني للغطاء في سوق الأوراق المالية

بعد أن انتهينا من بيان مفهوم الغطاء في سوق الأوراق المالية صار لا بد من التطرق إلى كل من أنواع هذا الغطاء وأساس تقديره بالإضافة إلى تحديد الطبيعة القانونية لهذا الغطاء، إذ إن تحديد الطبيعة القانونية للغطاء في سوق الأوراق المالية أمر في غاية الأهمية فعلى أساسه تحدد الأحكام الواجبة التطبيق عليه، وكذلك لا بد من بيان أنواع هذا الغطاء من أجل التوصل إلى معرفة نوعية الغطاء الجائز تقديمه من قبل المستثمر من عدمه، ومن أجل معرفة كل ذلك سنعمد إلى تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين إذ سنتطرق في المطلب الأول إلى أنواع الغطاء وأساس تقديره في سوق الأوراق المالية، ونخصص المطلب الثاني لبيان الطبيعة القانونية للغطاء في سوق الأوراق المالية.

#### المطلب الأول

##### أنواع الغطاء وأساس تقديره في سوق الأوراق المالية

تختلف أنواع الغطاء للضمان في سوق الأوراق المالية على حسب نوع الغطاء الذي يستطيع المستثمر تقديمه للوسيط والذي قد يكون من النقود أو الأوراق المالية أو التجارية، فكل واحدة منها تمثل نوع معين من أنواع الغطاء فضلاً عن الأنواع فأن الغطاء يتم تقديره وفق نسب مختلفة على اختلاف العمليات التي يقوم بها الوسيط فيما إذا كانت عمليات عاجلة أم إذا ما كانت عقود مستقبلية أم شراء بالهامش أم من العمليات العاجلة العادية، حيث تقدر وفق نسب مختلفة تتناسب مع مقدار خطورة العمليات. لذلك ومن أجل بيان كل ذلك والاحاطة بموضوع الغطاء في سوق الأوراق المالية سواء من حيث الأنواع أم النسب سنعمد إلى تقسيم هذا المطلب إلى فرعين نتطرق في الفرع الأول إلى أنواع الغطاء، ونخصص الفرع الثاني لبيان أساس تقدير الغطاء على النحو الآتي:

(1) د. طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص 363 وما بعدها: نهى خالد عيسى جاسم، التنظيم القانوني لعروض شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة إلى جامعة بابل كلية القانون لنيل درجة الدكتوراه، بابل، 2018، ص 51.

## الفرع الأول

### أنواع الغطاء في سوق الأوراق

تختلف أنواع الغطاء للضمان في سوق الأوراق المالية بحسب نوع الضمان الذي يستطيع المستثمر أن يقدمه للوسيط، والذي قد يكون من النقود أو الأوراق المالية أو التجارية، ومن أجل تبيان ذلك سنعمد إلى تقسيم هذا الفرع إلى فقرتين. نتناول في الفقرة الأولى الغطاء النقدي، وسنعقد الفقرة الثانية لبيان الغطاء العيني.

#### أولاً- الغطاء النقدي

لم يضع المشرع العراقي ولا القوانين موضع المقارنة تعريفاً للنقود، لذا ذهب البعض في تعريفهم للنقود على أنها " الشيء الذي تتوفر فيه القدرة على ابراء الذمة وتمتعها بالقبول العام على الوفاء بالألتزامات داخل المجتمع، ويضفي عليها القانون صفة إبراء الذمة في المبادلات والمعاملات" (1).

ويعد الغطاء النقدي من أبسط أنواع الغطاء، لما تتمتع به هذه النقود من قبول عام لأستخدامها كوسيلة للتبادل في المجتمع فهي تعمل على تسهيل عمليات البيع والشراء، ومن ثم تمنح صاحبها المقدرة على شراء أي شيء وتمكنه أيضاً من سداد الألتزامات التي عليه من دون أي تأجيل أو إبطاء، وكذلك ما تتميز به النقود كوحدة تقييم وقياس والتي يقصد بها انه بموجب النقود نستطيع ان نتوصل إلى ما يساوي القيم الاقتصادية التي تم عرضها للمبادلة من وحدات نقدية، وعلى اساس ذلك تجري عملية مبادلتها بالنقود (2).

ويتم الحصول على الغطاء النقدي من خلال فتح حساب المستثمر لدى الوسيط ليقوم هذا الاخير بوضع المبلغ النقدي (الغطاء) فيه والذي يكون قد حصل عليه من المستثمرين مصدري الأوامر من

(1) نواف حازم خالد، ايسر عصام داؤد، الطبيعة القانونية للنقود الالكترونية، بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية جامعة كركوك، م4، ع13، 2015، ص39. وتجدر الإشارة إلى ان هناك اختلاف بين كل من نظرة الاقتصاديين والقانونيين للنقود، فبالنسبة إلى الاقتصاديين نجد انهم لا يشترطون أن تتمتع النقود بقدرتها القانونية على أبراء الذمة، فهي في نظر الاقتصاديين تشمل بجانب العملة أي شيء اخر يلقي قبولاً عاماً عند كل الناس بمحض ارادتهم واختيارهم على قبوله كوسيط للتبادل ومقياس للقيمة، وليد مصطفى شاويش، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2011م، ص21.

(2) علي عبد المنعم السيد، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، ط1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2003م، ص41-42.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

أجل تمكين غرف المقاصة من الخصم منه عندما تقوم بتسوية المراكز القانونية<sup>(1)</sup>، وبذلك يسهل تنفيذ الوسطاء لأوامر عملائهم ،ويكون تقييم هذا الغطاء بناء على طلب الوسيط نفسه، وقد يكون هذا الطلب للغطاء كاملا ،أو جزئيا حسب اذا ما كان الأمر متعلق بعملية من عمليات السوق الحاضرة أم الآجلة<sup>(2)</sup>.

وبذلك يتبين ان تقديم الغطاء يعمل بمثابة تأمين يُمكن للوسيط أن يخصم منه ثمن شراء الأوراق المالية التي لم يقم المستثمر بتسديد ثمنها، وكذلك المصاريف اللازمة لتنفيذها أوامر شراء الأوراق المالية .

**ثانياً- الغطاء العيني:** يأخذ هذا النوع من الغطاء صور عديدة ومنها:

### 1- الأوراق المالية

ظهرت الأوراق المالية في القرن الخامس عشر مع ظهور شركات الأموال ولا سيما الشركات المساهمة<sup>(3)</sup>، وبالنسبة إلى تعريفها فنجد إن المشرع العراقي لم يتعرض إلى تعريف الأوراق المالية في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية، إلا أنه عرفها في التعليمات التنظيمية المتعلقة بهذا القانون ،ففي التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية المحدثه لسنة 2015 عرفها على انها : ( الأسهم والسندات والأذونات المالية التي تصدرها الشركة المساهمة والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة والمؤسسات العامة في الدولة ،وأية أدوات مالية أخرى محلية او غير محلية تقبلها الهيئة).

واستنادا لهذا التعريف ،فلورقة المالية أوجه متعددة فمنها التقليدية ،والتي تتمثل بحقوق الملكية (الأسهم) والمديونية (السندات)، و أوراق مالية جديدة قد يتم استحداثها في المستقبل إذ نلاحظ إن القانون قد فتح المجال امام ذلك بإضافته لعبارة (وأية أدوات مالية أخرى )، وبذلك يكون هذا التعريف شامل لجميع الأوراق المالية. وفي مقابل ذلك نجد إن هناك العديد من التشريعات لم تعن بوضع تعريف للورقة المالية ومنها المشرع المصري.

وعلى خلاف ذلك فإن المشرع الفرنسي قد عرفها في المادة الأولى من قانون رقم (23) كانون الأول لسنة (1988) بشأن هيئات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية بأنها : "صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة وتنقل ملكيتها عن طريق القيد في السجلات أو بالتسليم ،

(1) د.طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص326-327.

(2) د. عصام احمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط1، دار الجامعة الجديد، 2009، ص711.

(3) علي فوزي أبراهيم الموسوي ،النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية ،اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة النهرين لنيل درجة الدكتوراه، بغداد، 2008م، ص18.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقاً متماثلة ، وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي المصدر أو حق دائنيه على ذمته المالية<sup>(1)</sup>.

وكذلك الحال مع التشريع الكويتي فقد عرف الأوراق المالية في المادة(2) من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة (1983)على انها:(اسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية أو غير كويتية مرخص بتداولها من قبل لجنة السوق .....).

وبذلك فإن الأوراق المالية هي صكوك تتمثل في حق ملكية أسهم أو حق دين سندات على الجهة التي تصدرها فتكون لحملة الصك الواحد حقوق والتزامات متساوية<sup>(2)</sup>، ويضاف إلى الأسهم والسندات أذونات الخزينة<sup>(3)</sup> وسندات الاستثمار<sup>(4)</sup> و سندات الدين العام التي تصدر من المؤسسات العامة والدولة، والمشتقات المالية المتمثلة ب ( العقود المستقبلية ،العقود الآجلة ، عقود الخيار ، عقود المبادلات ) فجميعها تمثل أوراق مالية مستحدثة<sup>(5)</sup>.

فقد يقدم المستثمر أوراق مالية إلى الوسيط كغطاء لضمان حقه ازاء قيامه بتنفيذ أوامر المستثمر ،ليتم بعد ذلك تحويلها إلى نقود، إذ يتم تقييمها على أساس القيمة السوقية ، لأن هذه الأوراق المالية

<sup>1</sup> (Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création

Article 1

Sont considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine).

(2) محمد يوسف ياسين،البورصة،ط1،منشورات الحلبي الحقوقية،بيروت،2004،ص41.

(3) أذونات الخزينة هي عبارة عن أداة دين حكومية تصدر بمدة تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى سنة، لذا تعتبر من

الأوراق المالية قصيرة الأجل، تتميز أذونات الخزينة مقارنة مع سندات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن

يتعرض حاملها لخسائر ، لأن الإذن عادة يباع بخصم، أي بسعر أقل من قيمته الاسمية. د. سعيد سامي

الحلاق،د.محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية،ط1،دار اليازوري العلمية، عمان،ص68.

(4) سندات الاستثمار هي نوع من المعاملات المصرفية الحديثة، والتي تقوم بها البنوك الربوية، وتسميها بغير

اسمها؛ تضليلاً وتمويهاً على الناس، وهي تسمى عند بعض الدول "بسندات الاستثمار"، وتسمى عند بعضها الآخر

"شهادات الاستثمار"، وهو الاسم الأكثر شهرة د. أحمد بن محمد الخليل ، حقيقة-سندات-الاستثمار-أنواعه مقال

منشور على الموقع التالي ، <http://www.alukah.net/culture/0/67238/ixzz7QimbtqZL#/>

(5) خليفة بن محمد الحضرمي، مسؤولية البنك في عمليات الإئتمان الخارجي(خطاب الضمان-الاعتماد

المستندي)،ط1،دار الفكر والقانون،المنصورة،2015،ص15.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

عادةً ما تكون عرضة لتقلبات الأسعار ارتفاعاً وأنخفاضاً ، وهذا ما يفرض على المستثمر واجب الالتزام بالمحافظة على نسبة الغطاء المتمثل بهذه الأوراق المالية ، هذا وعادة ما يضع المستثمر هذه الأوراق المالية في حساب الوسيط لدى مركز الإيداع وهذا ما جرى عليه الواقع العملي في سوق الأوراق المالية في العراق<sup>(1)</sup>.

إذ إن للعملاء (المستثمرين) حسابات مفتوحة لدى البنك بإسم الوسيط فهي تكون مخصصة لإيداع أموال المستثمرين من أجل استخدامها كغطاء لتنفيذ عمليات التداول المتعلقة بهم، وعلى الوسيط عندما يقوم بفتح هذا الحساب إن يضيف بند يشير إلى تخصيص هذا الحساب لأموال المستثمرين (المستثمرين)، وعند فتحه يتم الإشارة أيضاً إلى استخدامه فقط عندما يقوم المستثمر بإيداع المبالغ المطلوبة لتمويل عمليات سوق الأوراق المالية ، وعندما يقوم الوسيط بإيداع المبالغ التي تقدم بها المستثمر من أجل تمويل عمليات السوق ، وكذلك عندما يتم خصم المبالغ التي على المستثمر نتيجة تنفيذ أوامره الخاصة بالشراء، وعند تحويل أو ايداع أو صرف المبالغ المستحقة نتيجة تنفيذ أوامر البيع للأوراق المالية بعدما تنتهي اجراءات التسوية والمقاصة ، وعندما يخضم وتحويل قيمة العمولة المستحقة للوسطاء والنتيجة عن قيامهم بتنفيذ أوامر المستثمر<sup>(2)</sup>.

إذ إن مركز الإيداع هو عبارة عن جهة تم استحداثها بموجب القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي وعدها بكونها "الجهة المركزية التي تقوم بإجراء التسوية والتصفية لكل التعاملات بالسندات"<sup>(3)</sup>، وهي بذلك تعمل كوديع مركزي ، إذا تلتزم بحفظ الأوراق المالية من جميع المخاطر

(1) فاضل حمد الدهان ، النظام القانوني لعقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بابل لنيل شهادة الماجستير ، بابل، 2012، ص151.

(2) عبد القادر ورسمه غالب، أهمية الوسطاء في أسواق المال، مقال منشور ومتاح على الموقع التالي

<https://www.omandaily.com> تاريخ الزيارة 2021/2/14.

(3) اطلق عليه تسمية "مركز الإيداع العراقي" المادة(13) من القسم(1) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004. ولقد سبقت القانون العراقي في هذا المجال تشريعات متعددة قامت بوضع هيئات متخصصة للحفظ والإيداع والمقاصة، فالقانون الفرنسي اوجد هيئة المقاصة للأوراق المالية في القانون الصادر بتاريخ(28) شباط (1941)، وبعد ذلك تحولت هذه الهيئة إلى الصندوق المركزي لتحويل وإيداع الأوراق المالية بموجب قانون 18 حزيران 1949، ومن بعده إلى شركة Sicovam استناداً المرسوم الصادر في 4 اب 1949، أما في القانون المصري فقد تم ايجاد شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي بتاريخ (23/9/1994)، ثم صدر بعد ذلك قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 93 لسنة 2000 ليعمل على القيام بالأنشطة المذكورة والذي تم تعديله بقانون رقم 143 لسنة 2020، وكذلك الحال في لبنان فقد تم انشاء الشركة المعروفة باسم (ميدكلير) وهي شركة لبنانية مغلقة

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

التي قد تتعرض لها من سرقة أو فقد أو هلاك أو غيرها من أسباب المخاطر، ومن ثم تعرض عقد التداول بصورة عامة إلى الخطر بالخصوص في ظل ازدياد عمليات التداول بشكل كبير الأمر الذي جعل حفظ وإيداع الأوراق المالية لدى جهة الإيداع المركزي من الضرورات لضمان سرعة

العمل وسهولته داخل الاسواق المالية، وهذا ما يتفق وطبيعة العمل التجاري الذي يتسم بالسرعة<sup>(1)</sup> اما في قانون القيد والإيداع المركزي في مصر رقم(93) لسنة (2000) فنجد انه الزم المستثمر بأن يقوم بإيداع الأوراق المالية لدى أمين الحفظ ويتم بموجب هذا الإيداع فتح حساب لكل المستثمرين الذين لديهم أوراق مالية عند أمناء الحفظ<sup>(2)</sup>، وكذلك يلتزم كل من يرغب في شراء الأوراق المالية من المستثمرين بأن يقوم بإيداع قيمة هذه الأوراق المالية داخل حساب الوسيط في شركة المقاصة والتسوية، وبناء على ذلك يكون على الوسيط أن يتأكد من وجود هذه الأوراق المالية لدى أمين الحفظ وأنها كافية لتغطية أمر المستثمر.

### 2- الأوراق التجارية

عرف المشرع العراقي الورقة التجارية في المادة(39) من قانون التجارة العراقي رقم(30) لسنة 1984 بانها (محرر شكلي بصيغة معينة يتعهد بمقتضاه شخص أو يأمر شخصا آخر فيه بأداء مبلغ محدد من النقود في زمان ومكان معينين ويكون قابلا للتداول بالتظهير أو بالمناولة)<sup>(3)</sup>.

---

تعمل بوظيفة الإيداع المركزي لجميع القيم المنقولة التي يتم التعامل بها بالبورصة اللبنانية، فضلاً عن المقاصة وتسوية وإدارة هذه القيم المنقولة. فاروق ابراهيم جاسم، الاطر القانونية لسوق الأوراق المالية، ط1، مطبعة السيسبان، بغداد، 2013، ص99.

(1) احمد خضير عباس، ابراهيم اسماعيل ابراهيم، الإيداع المركزي للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بابل، المجلد الثامن، العدد الأول، 2016، ص152.

(2) امين الحفظ: "الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الأوراق المالية من حساب المستثمر لديه إلى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الألتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريها" المادة الأولى من تعليمات الحافظ الأمين رقم 17 لسنة 2012 المعدلة.

(3) وتجدر الاشارة الا ان المشرع العراقي قد وضع لأول مرة تعريف للورقة التجارية إذ لم نجد أي تعريف لها في القوانين القديمة مثل : قانون التجارة رقم (60) لسنة (1943) ، و قانون التجارة رقم (149) لسنة (1970).



## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وبالرغم من استعمال عبارة الأوراق التجارية في العديد من الأماكن في مجموعات القانون التجاري المصري إلا أنه لم يضع تعريفاً لها مقتصرأ في ذلك على تنظيم أحكامها<sup>(1)</sup>.

وهذا هو مسلك المشرع الكويتي أيضاً فلم يرد في تقنينه التجاري تعريفاً للأوراق التجارية<sup>(2)</sup>.

هذا وان أعتبر الأوراق التجارية نوع من أنواع الغطاء يبني على أساس طلب الوسيط من مستثمره سحب كمبيالة لمصلحته بمقدار الجزء الواجب تغطيته من عمليات السوق على إن يكون تاريخ الاستحقاق لهذه الكمبيالة موازيا لتاريخ اجراء عمليات البيع أو الشراء<sup>(3)</sup>، وهذا الاجراء مبعثه سهولة الرجوع بديون الكمبيالة خلاف لبقية الديون، هذا وقد يلجأ المستثمر إلى طريقة أخرى في تقديمه للغطاء إلى الوسيط، فقد تكون لديه كمبيالات أو حوالات محررة لمصلحته من قبل الغير، فيتفق مع الوسيط في إن يظهرها له تظهيراً تأمينياً<sup>(4)</sup>، وهذا يعني إن هذه الورقة التجارية قد قدمت على سبيل الرهن وعلى الوسيط بإعتباره الدائن المرتهن قبل المستثمر (الراهن) بالمحافظة على هذه الورقة التجارية واتخاذ الاجراءات القانونية الواجبة من أجل تحصيل قيمتها في ميعاد استحقاقها<sup>(5)</sup>.

ولما كانت الحوالة تتطلب قبول المسحوب عليه أو لآ لتكون نافذة في ذمته، وعندما كان المسحوب عليه بإمكانه رفض هذه الحوالة المقدمة له ففي هذه الحالة يثار السؤال عن مصير الغطاء في حال أمتنع المسحوب عليه عن القبول؟ . الأجابة عن ذلك يكون بأنه إذا رفض المسحوب عليه قبول الحوالة أو وفاءها يعطي الحق لحامل الورقة(الوسيط) بالرجوع على كل من الساحب والمظهر

(1) نظم المشرع المصري الأوراق التجارية في الباب الرابع من قانون التجارة الحالي رقم (17) لسنة (1999) راعى فيها ما يستجد من أوراق تجارية اخرى قد تظهر بالواقع العملي ليحسم الخلاف الذي كان قائما في ظل المجموعة التجارية الملغاة حول فيما إذا ما كانت الأوراق المالية المنصوص عليها في المجموعة السالفة الذكر وارادة على سبيل المثال أم الحصر .مصطفى حمدي محمود جمعة ، النظام القانوني للوكالة بالعمولة الإلكترونية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2018م، ص269.

(2) د. محمد حسنى عباس، الاوراق التجارية فى التشريع الكويتى، مكتبة الأنجلو المصرية، القاهرة، 1977، ص43.

(3) تنص المادة مادة ٨٤ من قانون التجارة العراقي على : يجوز سحب الحوالة مستحقة الوفاء : أ- لدى الاطلاع.

ب - بعد مضي مدة معينة من الاطلاع.

ج - بعد مضي مدة معينة من تاريخ انشائها.

د - في يوم معين.

(4) د.محمود الكيلاني، عمليات البنوك، ج1، الكفالات المصرفية وخطابات الضمان، دار الحبيب للنشر والتوزيع، الأردن، 1992، ص246.

(5) مادة (٥٩ / أ) من قانون التجارة العراقي : اذا اشتمل التظهير على عبارة (القيمة للضمان) او (القيمة للرهن) او اي بيان آخر يفيد الرهن جاز للحامل استعمال جميع الحقوق الناشئة عن الحوالة ، ومع ذلك اذا ظهر الحامل الحوالة اعتبر التظهير حاصلا على سبيل التوكيل.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

والذين هم في هذا الفرض متمثلين بشخص المستثمر وباقي الموقعين على هذه الحوالة<sup>(1)</sup>، لكن استثناء نص القانون في المادة (50/ثانياً) من قانون التجارة العراقي على أنه (للساحب ان يشترط اعفائه من ضمان القبول وكل شرط يتخلى به عن ضمان الوفاء يعتبر كأن لم يكن) ومعنى ذلك إمكانية إن تتضمن الحوالة على بيان أختياري يجيز فيه للساحب (المستثمر) أن يشترط إعفائه من ضمان القبول ، أما بالنسبة إلى ضمان الوفاء فلا يجوز إعفائه منه وفي حال ذكر مثل هذا الشرط أعتبر كأن لم يكن وذلك لأن المستثمر يعتبر طرف أصيل ومنشئ للحوالة التجارية ومن ثم لا يجوز أعفاء نفسه من ضمان الوفاء.

اما إذا قبلها المسحوب عليه عد ملتزماً التزاماً صرفياً بالحوالة التجارية ، فيكون هو المدين الأصلي بقيمة الحوالة وهو أول شخص تتم مطالبته بالوفاء عند الاستحقاق ، لنشوء قرينة قانونية بوجود مقابل وفاء الحوالة التجارية لديه عند قبوله لهذه الحوالة ، فقد عدت المادة (64) من قانون التجارة العراقي قبول المسحوب عليه للحوالة قرينة قاطعة على وجود مقابل لوفائها ، أما الساحب فيكون ضامناً للوفاء بهذه القيمة عند امتناع المسحوب عليه عن الوفاء، هذا فيما يتعلق بالحوالة التجارية (السفجة) والكمبيالة .

اما بالنسبة إلى الصك والذي عرف بأنه "محرر منظم وفق شروط نص عليها القانون بموجبه يأمر الساحب شخصاً آخر – المسحوب عليه- بأن يدفع لدى الاطلاع مبلغاً معيناً من النقود إلى شخص معين او إلى حامله – المستفيد"<sup>(2)</sup> .

وعليه يطرح التساؤل حول مدى إمكانية التعامل بالصك من قبل الوسيط كغطاء لعمليات السوق ؟

في الحقيقة فإن المشرع العراقي ميز بين الحوالة والصك ، إذ اعتبر الحوالة أداة ضمان على خلاف الصك فهو أداة وفاء والذي يكون مستحق الأداء دائماً لدى الاطلاع لذلك لا يتضمن عادة أجلاً بالوفاء وذلك يدل على عدم إمكانية اصدار الصك على وجه الضمان لان كل صك موقع يكون مستحق الوفاء بمجرد الأطلاع عليه وإن كل بيان يخالف ذلك يعد باطلاً وكان لم يكن<sup>(3)</sup> .

لكننا نرى أنه لا مانع من تقديم الصك كغطاء مادام محرر أصلاً لمصلحة الوسيط . وعليه نخلص مما تقدم إن الغطاء يمكن أن يكون نقدياً كما يمكن أن يكون عينياً متمثلاً بالأوراق المالية التجارية.

(1) المادة (50/أولاً) من قانون التجارة العراقي .

(2) د.لطيف جبر كومانى، موجز القانون التجاري، المبادئ- الأعمال التجارية- التاجر- ، بدون طبعة، البرق للطباعة ، 2003، ص 103.

(3) المادة (155) من قانون التجارة العراقي .

## الفرع الثاني

### أساس تقدير الغطاء في سوق الأوراق المالية

يختلف أساس تقدير الغطاء ونسبته في سوق الأوراق المالية باختلاف عمليات السوق فيما إذا كانت عمليات عاجلة أم آجلة، إذ إن تحديد نسبة هذا الغطاء تتم على وفق التشريعات والقواعد المعتمدة في كل دولة والتي يمكن توضيحها بالآتي :

#### أولاً- العمليات العاجلة

وهي العميات الحاضرة أو الفورية ، والتي تكون في الغالب بصورتين: عمليات عاجلة عادية ، وعمليات شراء بالهامش<sup>(1)</sup>.

فيقصد بالعمليات العاجلة العادية تلك التي يتم بها تنفيذ الأوامر بشكل فوري بطريقة التسليم الفعلي للأوراق المالية في مقابل الوفاء بتمنيتها<sup>(2)</sup>، وبذلك فهي تمثل الصورة الأصل لعقد البيع إذ يتم فيها عملية تسليم الأوراق المالية والوفاء بتمنيتها عند التعاقد .

اما بالنسبة إلى تقدير قيمة الغطاء في هذه العمليات فإنه يكون غطاء كامل للعملية التي يأمر المستثمر وسيطه للقيام بها<sup>(3)</sup>، فإذا تعلق الأمر بعملية بيع الأوراق المالية فعلى المستثمر ان يقوم بتسليم هذه الأوراق المالية التي يأمر ببيعها إلى الوسيط، أما إذا كان الأمر يتعلق بالشراء فعليه تقديم الغطاء الذي يمثل ثمن الشراء، وألا فإن من حق الوسيط أن يمتنع عن تنفيذ هذه الأوامر<sup>(4)</sup>.

فقد نص المشرع العراقي في المادة 10/ب من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة (2015) على أنه: (يلتزم المستثمر المشتري بتسديد قيمة الأوراق المالية المشتراة لصالحه خلال مدة التسوية<sup>(5)</sup>)، لما في ذلك من ضمان في عدم أخلال المستثمر (المستثمر) بالتزاماته في تسديد قيمة الأوراق المالية التي أمر بشرائها، أو تسليم الأوراق المالية التي تم بيعها، ويعود الفضل في كل ذلك إلى

(1) يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، بحث منشور ومتاح على الموقع التالي :

<https://www.salmajed.com/node/43501>، تاريخ الزيارة 2021/2/27.

(2) د. عبد الفضل محمد أحمد ، مصدر سابق ، ص75.

(3) د. عبد الله الطائي، مصدر سابق، ص181.

(4) د. طارق عفيف صادق، مصدر سابق، ص114.

(5) تعرف التسوية ( بأنها مجموعة من الإجراءات التي علق القانون على أتمامها نقل ملكية الأوراق المالية والتمن محل التداول في بورصات الأوراق المالية).

ويقصد بمدة التسوية : الفترة الزمنية الواقعة بين تنفيذ الصفقة وبين تسجيل انتقال ملكية الورقة المالية والسداد الفعلي لقيمة الصفقة والتي تقدر بيومي عمل. اشرف الضبع ، ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ،

2007 ، ص 164 .

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

نظام التداول بسوق الأوراق المالية والذي لا يقبل تلقي أي أمر للبيع إلا في حال كانت الأوراق المالية التي يطلب بيعها محجوزة في مركز الإيداع، ومبالغ الشراء لدى مصرف التسوية، وهذا ما أكدته أيضاً تعليمات تداول الأوراق المالية عبر الأنترنت للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية لسنة (2016) في المادة 14/أ والتي نصت على: (حجز قيمة الأوراق المالية المنوي شراؤها وعمولة التداول والأجور المستحقة من رصيد الحساب النقدي المتاح للتداول للمستثمر المعني فور إرسال أمر الشراء إلى نظام التداول الإلكتروني)، وبناء على ذلك يتم الحجز على الغطاء وجميع الأجور المستحقة من خلال الحساب النقدي للمستثمر.

اما المشرع المصري فنجد انه لم يشير إلى هذه الحالة في نظام السوق الحالي (قانون رقم 95 لسنة 1992) المعدل ولا في لائحته التنفيذية رقم (135) لسنة 1993، ونعتقد إن المشرع المصري لم ينص على تقدير قيمة الغطاء في العمليات العاجلة لأنه من البديهي أن يتم دفع قيمة كامل الغطاء في العمليات العاجلة الفورية<sup>(1)</sup>، هذا ويلتزم المستثمر المشتري بدفع الثمن في مقابل تسلم الأوراق المالية، ويتم دفع الثمن إلى الوسيط<sup>(2)</sup>، إلا إن التشريع المصري قد إجاز للوسيط بأن يحتفظ بالأوراق المالية في مقره وذلك بعد موافقة هيئة سوق رأس المال على وفق الشروط والضوابط التي تضعها<sup>(3)</sup>.

وتتمثل الصورة الثانية للعمليات العاجلة ب **عمليات الشراء بالهامش** والتي يقصد بها (قيام المشتري بدفع جزء من المال واقتراض الجزء الآخر من الوسيط الذي يتعامل معه في مقابل فوائد شهرية لشراء كميات أكبر من الأوراق المالية، على أن هذه الأوراق المشتراة تبقى مرهونة لدى الوسيط كضمان للقرض)<sup>(4)</sup>، ويتمثل الغطاء في مثل هذه العمليات بالهامش الذي يلزم المستثمر

<sup>1</sup> ( لكنه كان قد أشار إليها في لائحة سوق المال الصادرة بموجب قانون رقم 161 لسنة 1957 الملغاة وذلك في المادة 69 والتي كانت تنص على أنه: (للسيط إن يطلب من المستثمر أن يسلمه الأوراق المالية أو ثمنها قبل التعاقد..)

(2) المواد (30، 35) من ملحق عمليات وإجراءات المقاصة والتسوية للقرار رقم 906 لسنة 2001، والخاص باللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي .

(3) المادة (265) من اللائحة التنفيذية نفسها .

(4) اسامة عبد العليم الشيخ، الأحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، ط1، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2013، ص21.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

بوضعه لدى الوسيط في صورة هامش مبدئي<sup>(1)</sup> يتم تحديد قيمته بالنسبة إلى ثمن الأوراق المالية المشتريات، على وفق القواعد والتشريعات المعتمدة في اغلب الدول .

من الجدير بالذكر أن المشرع العراقي لم يعتمد إلى تنظيم أحكام الشراء بالهامش ومن ثم لا توجد قواعد لتحديد نسبة الهامش في القانون العراقي فهذا يعد فراغ تشريعي من الممكن تلافيه من قبل المشرع.

اما على مستوى التشريع المصري نجد أنه نص على الزام المستثمر الذي يرغب بالشراء في الهامش أن يسدد نقداً ما لا يقل عن 50% من ثمن الأوراق المالية التي اشتراها لحسابه، وبما لا يقل عن 20% من السندات الحكومية، مع اعطاء الهيئة العامة للرقابة المالية الحق في ان تعدل من النسب المذكورة على ضوء أوضاع السوق، فنصت المادة(295) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمعدلة بموجب القرار الصادر من وزير الاستثمار رقم (22) لسنة (2014) على أن (على المستثمر الراغب في الشراء بالهامش أن يسدد للشركة نقداً مالياً لا يقل عن 50% من ثمن الأوراق المالية المشتريات لحسابه، ولا تقل هذه النسبة عن 20% بالنسبة إلى السندات الحكومية ، أو يضع تحت تصرف الشركة أحد الضمانات التالية بذات القيمة : (أ) خطابات ضمان مصرفية غير مشروطة صادرة لصالح الشركة من أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري. (ب) ودائع لدى أحد البنوك أو فروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري ، بشرط أن يتم تجميدها لدى البنك لصالح الشركة وأن يجوز تسليمها عند طلب الشركة دون اشتراط موافقة المستثمر ، على أن يتم تقييمها بنسبة (90%) من أصل مبلغ الوديعة. (ج) سندات حكومية مصرية بشرط رهنها لصالح الشركة ، على أن يتم تقييمها بنسبة (90%) من قيمتها السوقية. (د) الأوراق المالية التي تتوافر بها الشروط المشار إليها بالمادة السابقة وتقبلها الشركة كضمان على أن يتم تقييمها بنسبة (80%) من قيمتها السوقية وفقاً للضوابط التي يصدر بتحديددها قرار من مجلس إدارة الهيئة .. ويجوز للهيئة تعديل النسب المذكورة في ضوء أوضاع السوق وبناءً على اقتراح من البورصة ....) .

(1) الهامش المبدئي هو " عبارة مبلغ من المال - سواء أكان نقداً أم أوراقاً مالية - يودعه المستثمر في حساب يسمى حساب الهامش " Margin Account " ، ويمثل نسبة مئوية من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب المستثمر في شرائها ، ويعد الهامش الأولي الحد الأدنى الذي يجب على المستثمر إيداعه لدى الشركة بعد فتح الحساب لديه وقبل الشروع في عقد أي صفقة شراء" ، ياسر أحمد عبد محمد، التنظيم القانوني لعقد الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بابل لنيل درجة الدكتوراه ، بابل، 2020م، ص79.

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

و يظهر من موقف المشرع المصري أنه قد حدد الهامش بحد أدنى اي بنسبة 50% اذا ما كانت الأوراق المشتراة لحسابه الخاص و 20% إذا ما كانت سندات حكومية وبذلك فإن المستثمر لا يستطيع أن يعتمد إلى دفع أقل من هذه النسبة مع امكانية دفعه لنسبة أكبر منها لكون المشرع قد حدد الحد الأدنى من جهة وأطلق الحد الأقصى من جهة أخرى، فضلاً عن إن المشرع قد مكن المستثمر من استبدال الهامش النقدي بأكثر من خيار . و نلاحظ أنه هناك فارق كبير بين الهامش إذ ما كان من النقد أو من السندات الحكومية على اعتبار أن السندات الحكومية تكون مضمونة من قبل الدولة.

بينما نجد أن المشرع الكويتي بالمادة 169 من اللائحة التنفيذية لقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية قد الزم المستثمر بدفع هامش لا يقل عن 25% من قيمة الصفقة وذلك قبل تنفيذها مع إلزامها للوسيط بمراقبة هذا الهامش بصورة يومية للتأكد من أن هامش التغطية مساوي للـ 25% الا أنه أعطى الحق للهيئة في المادة (170) من ذات اللائحة في تحديد نسبة أعلى أو أدنى لهامش التغطية الذي يتم توفره في أي صفقة للأوراق المالية، فضلاً عن انه أعطى الوسيط حق الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة كضمان لحين الحصول على حقه .

من خلال أستعراض موقف المشرع العراقي والتشريعات المقارنة نجد أن المشرع العراقي لم ينص على تحديد نسبة الهامش ولا على أحكام الشراء بالهامش وذلك خلاف لما ذهب إليه المشرع المصري والكويتي لذا نقترح على المشرع العراقي أن يعتمد إلى تنظيم أحكام الشراء بالهامش مقتدياً بالتشريعات السالفة الذكر، مع إخضاعها لضوابط وشروط معينة و الاشتراط على المستثمر أن يسدد مقدار من قيمة الصفقة قبل تنفيذها ليعمل كغطاء للتحقق من قدرة المستثمر على الوفاء بالتزاماته والتأكد من درايته بمخاطر الشراء بهامش التغطية .

### ثانياً- العمليات الآجلة

إن العمليات الآجلة هي العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية بتاريخ محدد، وتنفيذ مؤجل إلى تاريخ لاحق متفق عليه، اي أن تسليم الصكوك ودفع الثمن لا يتم في هذه العمليات عند عقد الصفقة، انما في يوم التصفية<sup>(1)</sup>.

وهذه العمليات تقسم إلى: **عمليات باثة**، ويقصد بها إن أطرافها لا يمكن لهم إن يعدلوا عنها، ولا

(1) رباب حسين كشكول، النظام القانوني لبيع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، اطروحة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بغداد لنيل شهادة الدكتوراه، بغداد، 2015م، ص 39.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

يمكن أطرافها من العدول عن أي عملية ابرموها ويتم تنفيذها عن طريق (العقود المستقبلية) (1) والتي يقصد بها إنها(عقود تقرر لحاملها حق شراء أو بيع كميات من أصل معين من سلعة أو أوراق مالية بأسعار محددة مسبقاً على ان يكون تسليمها في تاريخ لاحق بالمستقبل) (2) .

وعمليات آجلة مشروطة وهي العمليات التي يلتزم فيها كل من البائع والمشتري على تصفيتهما بتاريخ محدد ،مع إعطاء الحق إلى أحد الطرفين في عدم تنفيذ العملية مقابل دفع مبلغ مالي كتعويض يتم الاتفاق عليه مسبقاً بينهم ،أي أنه يتم تنفيذه بطريقة (عقود الخيار) (3) والذي هو عبارة عن (اتفاق بين طرفين يكون بمقتضاه لاحدهما (المشتري)الخيار في بيع أو شراء الأوراق المالية او السلع من الطرف الثاني(البائع)بسر متفق عليه وضمن مدة معينة في مقابل التزام (المشتري ) بإداء مقابل الخيار) (4) .ولما كانت هذه العمليات تقوم على أساس تحديد نوع الأوراق المالية وثنمها وعددها ،على أن يؤجل التسليم الفعلي لهذه الأوراق المالية وكذلك الوفاء بثنمها إلى وقت لاحق ،لذا أصبح من الضروري الاشتراط على المتعاملين في السوق الآجلة أن يقدموا تأمينات مالية (تغطية) ليتمكن الوسطاء من تنفيذ هذه العمليات وهي تختلف حسب نوع العملية المقررة(5)؛ إذ إن الغطاء في السوق الآجلة لا يكون غطاء كاملاً، على اعتبار إن المستثمر في مثل هذه العمليات لا يملك الأوراق المالية التي يأمر ببيعها ولا يرغب بتسلم الأوراق التي يريد شرائها، إنما غرضه من ذلك هو المضاربة على فرق السعر من غير ان يتسلم أو يستلم الأوراق المالية (6) . ويظهر ممّا تقدم إن الغطاء في السوق الآجلة لا يكون غطاءً كاملاً وإنما يكون عبارة عن نسبة معينة من قيمة الأوراق المالية التي يأمر ببيعها أو شرائها ، حيث تقدر هذه النسبة بمقدار خطورة العمليات الآجلة، فبالنسبة إلى العقود المستقبلية والتي عادةً ما يلتزم كل طرف من طرفي العقد سواء كان البائع أم المشتري بتسليم نسبة من قيمة العقد لدى الوسيط الذي يتعامل معه على شكل نقد أو أوراق مالية ،يسمى (الهامش المبدئي ) ، عادة ما تقوم غرفة المقاصة للعقود المستقبلية بتحديد قيمة هذا الهامش ،بنسبة

(1) د.محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية ،ط1، دار الفكر الجامعي،الإسكندرية،2012،ص78.

(2) وتسمى ايضا بعقود المشتقات لأنها لا تمثل الأوراق المالية بذاتها بل تمثل الأوراق المالية المشتقة من الأوراق الاصلية التي يتم تداولها بسوق التداول ، فاروق ابراهيم جاسم ،مصدر سابق، ص 61.

(3) د.أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي،ط1، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية،2017،ص207.

(4) أستاذتنا الدكتورة إسرائ فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق ،تصدر عن كلية القانون- جامعة كربلاء ،العدد الأول، السنة الخامسة،2013م،ص153.

(5) فرحه دعيم مظلوم، الحماية الجنائية للتداول في سوق الأوراق المالية في التشريع العراقي ، رسالة مقدمة إلى كلية القانون والسياسة جامعة البصرة لنيل شهادة الدكتوراه، البصرة،2014م، ص14.

(6) د.عصام احمد البهجي، مصدر سابق ، ص711.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

تتراوح بين 5% إلى 15% من إجمالي مبلغ العقد أو الصفقة؛ لغرض استخدامه لتغطية تكاليف تنفيذ العقد من قبل الوسطاء في حال امتنع احد الطرفين عن تنفيذه، ويفترض به أن يكون مساوي تقريباً للحد الاعلى لتقلبات الأسعار المسموح بها للعقد المتاجر به، وان لا يكون مرتفعاً لدرجات غير معقولة<sup>(1)</sup>، مع الإشارة إلى إن هذا الهامش لا يعد جزءاً مقدماً من ثمن شراء هذه الأوراق المالية، وعلى أساس ذلك يكون البائع مطالباً به كما هو الحال بالنسبة إلى المشتري<sup>(2)</sup>.

اما العمليات الآجلة المشروطة التي تصفى عن طريق (عقد الخيار) والتي يلتزم محررها (البائع) بإعتباره أحد طرفي عقد الخيار بأن يقوم بإيداع غطاء مالي عند ابرامه لهذا العقد لضمان تنفيذه للصفقة التي تنشأ بإستعمال حق الخيار، وفي ذلك تمكين لغرفة المقاصة لإنجاز مهامها ولتقاص المراكز القانونية الناشئة بموجب عقد الخيار، على أفضل وجه من دون تأخير أو اي تلوؤ<sup>(3)</sup>.

وفي تحديد مقدار الغطاء في هذه العقود فسننتظر إلى موقف المشرع الكويتي على أعتبار انه من أبرز القوانين محل المقارنة التي وضعت تنظيم خاص لهذه العقود وانشأ سوق خاص لتداوله بإسم (سوق الخيارات الكويتي) وقد عرف الغطاء في عقد الخيار بأنه(مبلغ نقدي يلتزم محرر الخيار بإيداعه في غرفة المقاصة عند اصداره لعقد الخيار). وبذلك الزم المحرر بإيداع مبلغ نقدي فضلاً عن إيداع الأسهم محل الخيار، فقد نص على (يلزم صانع السوق بالإيداع لدى غرفة المقاصة ما يلي: 1- الأسهم التي أصدر خيارات عليها قبل إصدار الخيار، 2- مبلغ لا يقل عن 8% من قيمة الأسهم التي اصدر خيارات عليها يتم حسابها على أساس اسعار السهم في السوق يتم إيداعها لدى المقاصة في حساب خاص لنظام عمليات الوساطة)<sup>(4)</sup>.

ولقد حول المشرع الكويتي السوق استعمال هذه المبالغ النقدية فضلاً عن الأسهم في حالة إخفاقات مُحرر العقد حيث نص على أن ( يكون للسوق الحق في استخدام الأسهم والمبالغ المشار إليها في المادة السابقة لتغطية إخفاقات صانع السوق بسبب تعامله بنظام الخيارات).<sup>(5)</sup>

(1) ميثاق هاتف عبد السادة الفتلاوي، استخدام العقود المستقبلية في التحوط (دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية)، رسالة مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد جامعة كربلاء لنيل شهادة الماجستير، كربلاء، 2004م، ص56.

(2) د.مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، مصدر سابق، ص988.

(3) سماح حسين علي، التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة) أطروحة دكتوراه، مقدمة الى كلية القانون- جامعة كربلاء، كربلاء، 2014، ص153.

(4) المادة (11) من القرار الإداري رقم (3) لسنة 2005 بشأن التعامل بنظام الخيارات الكويتي.

(5) المادة 12/ من القرار الإداري رقم (3) لسنة 2005 بشأن التعامل بنظام الخيارات الكويتي .



## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وبذلك يكون قد اشترط في تحديده لنسبة الغطاء النقدي أن لا تقل عن 8% من قيمة الأسهم التي صدر بشأنها الخيار ومن جهة أخرى نجده انه قد اجاز لإدارة السوق في طلب ضمانات اضافية عند الضرورة ،من غير إن يبين نوع تلك الضمانات فقد نص على (...ويجوز لإدارة السوق بطلب ضمانات اضافية في الأحوال التي تستوجب ذلك ...) (1)، ونجد أن المشرع الكويتي قد اشترط في الغطاء أن يكون نقدياً، فضلاً عن أنه قد حدد نسبة الغطاء بمقدار واحد وهو 8% قابلة للزيادة دون النقصان .

اما على مستوى التشريع العراقي وباعتبار أنه لم ينظم هذه الضمانات العينية والنقدية، فمن الطبيعي ان يكون خالي من تحديد نسبة للغطاء في مثل هذه العقود، وبذلك نقترح عليه ان يحذو في ذلك حذو المشرع الكويتي وأن يعتمد عند تنظيمه لعقود الخيار إلى الاشارة إلى هذه الضمانات ووضع نسبة محددة لها .

وبالنسبة إلى موقف المشرع العراقي من العمليات الآجلة بصورة عامة نجد إن القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي وكذلك التعليمات الصادرة بموجبه وردت خالية من أي نص يشير إلى الأخذ بها ،بينما نرى إن من الضرورة إن يتم النص بصراحة على العمليات الآجلة لما فيها من مواكبة للتطورات التي تتم للعمليات في أسواق المال العالمية ولما فيها من دعم للاستثمارات في الأسواق والاقتصاد الوطني (2) ،وان كان قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) قد نص في المادة 27 /ج على أنه ( يجوز للمصرف ان يمارس الانشطة التالية رهنا باحكام وشروط ترخيصها او اجازتها الخاصة بممارسة الاعمال المصرفية: ج – ان تشتري وتبيع لحسابها الخاص او لحساب المستثمرين بما في ذلك خدمات ضمان الاكتتاب والسمسرة لأي من: ادوات سوق النقد بما في ذلك الصكوك والحوالات الكمبيالات والسندات الاتية وشهادات الايداع والعملات الاجنبية والمعادن النفيسة وادوات سعر الصرف وسعر الفائدة والاسهم والاوراق المالية الاخرى والعقود الآجلة واتفاقات المبادلة والعقود المستقبلية وعقود الخيار والمشتقات الاخرى المتعلقة بالعملات او الاسهم او السندات او المعادن التنموية او اسعار الفائدة). وفي ذلك أشاره إلى هذه العمليات الآجلة كالعقود المستقبلية وعقود الخيار فضلاً عن المشتقات الأخرى والتي تتعلق بالأسهم والسندات لكن

(1) المادة (11) من القرار الإداري رقم (3) لسنة 2005 بشأن التعامل بنظام الخيارات .

(2) من الجدير بالذكر إن قانون التجارة العراقي الملغي رقم 149 لسنة 1970 قد اجاز العمليات الآجلة ، فقد نصت المادة ( 79 ) من قانون التجارة الملغي على أن ( العمليات المضافة إلى أجل تعتبر مشروعة ولو كان قصد المتعاقدين منها أن تؤول إلى التزام بدفع فرق الأسعار بشرط أن تعقد العملية في سوق للمضاربة وان تتعلق بسلع أو صكوك مدرجة في جداول أسعار هذه السوق ) .

## الفصل الأول... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

دون بيان تفاصيلها . نستخلص من كل ما تقدم لتحديد أساس تقدير الغطاء في سوق الأوراق المالية أن نسبة الغطاء لا تكون على وتيرة واحدة وإنما تختلف باختلاف عمليات التداول فقد تكون كاملة أي بنسبة 100% كما هو الحال في العمليات العاجلة العادية، أو قد تكون بنسبة جزئية من قيمة الصفقة كما هو الحال في العمليات الآجلة والمستحدثة والتي يكون هدف المتعاملين فيها هو المضاربة، ومقدار التغطية فيها يقدر على أساس خطورة العملية التي يأمر بها المستثمر وسيطه للقيام بها.

### المطلب الثاني

#### الطبيعة القانونية للغطاء في سوق الأوراق المالية

كما هو معلوم فإن طلب الغطاء في سوق الأوراق المالية ما هو الا وسيلة ضمان لتفادي المخاطر التي قد تنجم عن العمليات التي يقوم بها الوسيط لحساب مستثمره، ومن ثم أجاز له طلب ضمانات في مقابل توسطه للقيام بعمليات الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية، والتي تسمى بالغطاء للضمان، و يعد هذا الأخير كما وضحنا سابقا من الألتزامات التي تقع على عاتق(المستثمر الأمر)، ولأهمية هذا الغطاء في عمليات سوق الأوراق المالية كان لابد من تحديد طبيعته القانونية لمعرفة آثاره القانونية تبعًا لذلك.

وفي تحديد هذه الطبيعة التي يخضع لها تقديم الغطاء للضمان في سوق الأوراق المالية نجد إن الفقه قد اختلف في ذلك، أتجه البعض منهم إلى اعتبار أن تقديم الغطاء هو عبارة عن وفاء مسبق، بينما اتجه البعض الآخر من الفقهاء إلى عد تقديم الغطاء من قبل المستثمر ما هو الا رهن حيازي، وعليه سنحاول توضيح كل ذلك واعطاء الوصف الدقيق للطبيعة القانونية لتقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية من خلال الآتي:

### الفرع الأول

#### الغطاء في سوق الأوراق المالية وفاء مسبق

ذهب جانب من الفقه إلى اعتبار إن تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية من المستثمر إلى الوسيط ما هو الا وفاء مسبق<sup>(1)</sup> لألتزاماته، وهو بذلك يذهب إلى أبعد من كونه مجرد رهن لقيمة هذا الغطاء. مما يترتب على هذا الرأي ان المستثمر عندما يقوم بتسليم الغطاء إلى الوسيط يكون قد أوفى بألتزاماته في مواجهة الوسيط لكن بصورة متقدمة على تاريخ الاجل المحدد لها.

(1) د.عاشور عبد الجواد، مصدر سابق، ص61: محمد حسن عبد المجيد الحداد، مصدر سابق، ص250.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

فالوفاء هو (الطريق الطبيعي لأنقضاء الالتزام ، ففي معناه القانوني لا يقتصر على إن يتم دفع مبلغ من النقود فقط، وإنما يتضمن تنفيذ المدين لالتزامه ، إذا ما كان ملتزم بنقل ملكية شيء أو القيام بعمل أو الامتناع عنه)<sup>(1)</sup>.

ويعرف **الوفاء المسبق** بأنه " وفاء المدين بالتزامه المالي قبل الأجل المتفق عليه مع الدائن"<sup>(2)</sup>،

وهذا ما أجازته المشرع العراقي في المادة (1/395) من القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 فقد نص على (إذا كان الدين مؤجلاً فللمدين ان يدفعه قبل حلول الأجل إذا كان هذا الأجل متمحضاً لمصلحته).

فالأصل بوفاء الدين المؤجل قبل أن يحل أجله ،أنه عبارة عن تنازل من قبل المدين عن المدة الممنوحة له ،أما إذا ما أوفى بدين مؤجلاً قبل أن يحل الأجل المحدد له جهلاً منه بوجود الأجل، بمعنى أنه قد وقع في غلط بأجل الوفاء بالتزامه ، كان له الرجوع على المدفوع له لأسترداد ما وفاه قبل أن يحل أجله، وبذلك يجبر (الدائن) المدفوع له برداً ما قبضه من دين قبل حلول الأجل المحدد له إلى (الدائن)، ليقوم بعد ذلك بالوفاء به عند حلول أجله<sup>(3)</sup>.

ويستطيع الدائن المستوفي لدينه قبل أجله ، أن يردّ إلى الدافع ما استفاده بسبب الوفاء المسبق ، بشرط ان لا يزيد ذلك على ما لحق المدين (الموفي) من ضرر عند وفائه قبل حلول الأجل، وإذا كان الدين الموفي به مبلغ من النقود جاز للدائن في حال لم يرغب في اعادتها إلى المدين ليردها اليه مرة اخرى عندما يحل أجل الوفاء بها فهو يستطيع الاحتفاظ بها ،على ان يدفع للمدين الدافع الفوائد المترتبة على هذا المبلغ المدفوع للمدة السابقة على حلول الأجل ،بغض النظر عن كونها فوائد قانونية أو اتفاقية<sup>(4)</sup>.

هذا وقد اشترط المشرع العراقي لإجازة الوفاء المسبق أن يكون الأجل مقرر لمصلحة المدين ليستطيع أن يجبر الدائن على قبول الوفاء المسبق المقدم من قبله . وبذلك يختلف حكم الوفاء بالدين قبل حلول أجله باختلاف من قرر الأجل لمصلحته على النحو الآتي:

- (1) د. أنور العمروسن، الموسوعة الوافية في شرح القانون المدني ،ط5،دار العدالة ،القاهرة،2015،ص132.
- (2) د. محمد عزمي البكري، موسوعة الفقه والقضاء في شرح قانون التجارة الجديد(الافلاس والصلح الواقعي من الافلاس) ،م4،ط1،دار محمود للنشر، القاهرة،2018،ص150.
- (3) المادة (1/235) مدني عراقي.
- (4) المادة (2/235) مدني عراقي.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

أولاً - أن يكون اشتراط تأجيل الوفاء من قبل المدين ،وبذلك يكون التأجيل حق للمدين فقط، فلا يجبر على الوفاء بالدين قبل حلول أجله، وكذلك لا يحق للدائن أن يطالبه بالوفاء المسبق، ولكن اذا ما رغب المدين بالوفاء المسبق وجب على الدائن أن يتسلمه منه .

ثانياً - أن يكون الأشرط هو من قبل الدائن، لكن المدين على استعداد للوفاء بالدين قبل الاجل في حال رغب الدائن بذلك ،فبذلك يكون الأجل حق للدائن فقط ،ففي حال طالب بدينه قبل أجله وجب على المدين الوفاء به ،اما اذا ما قام المدين بالوفاء قبل الأجل من تلقاء نفسه فأن الدائن غير ملزم بقبول هذا الوفاء .

ثالثاً- في هذه الصورة يكون اشتراط الأجل مقرر لكل من الدائن والمدين ،وبذلك لا يتمكن الدائن من مطالبة مدينه بالوفاء قبل ان يحل الأجل ،كما أنه يستطيع ان يمتنع عن قبول الوفاء المقدم من مدينه قبل حلول أجله<sup>(1)</sup>.

ومن خلال ما تقدم يظهر لنا ان هذا الرأي قاصر عن بيان طبيعة الغطاء كوفاء مسبق ،لأن أعتبار الغطاء وفاء مسبق يعد فيه مخالفة لما يدور في ذهن المستثمر وقت التعاقد فهو لا يرغب غالباً في الشراء والبيع ولا يكون جادا في تعامله خاصة في العمليات الآجلة فهو في الغالب يرغب من ورائها إلى المضاربة من أجل ان يحقق أرباح أكثر من وراء ذلك فهو في أغلب الاحيان لا يكون مالك للأوراق المالية التي يرغب في بيعها ولا ثمن التي يريد شرائها انما فقد يبغى منها المضاربة على فرق السعر، إضافة إلى أن تقديم الغطاء كما بينا سابقا يكون على أنه وسيلة لضمان الوفاء بالالتزامات وليس وفاء بها.

### الفرع الثاني

#### الغطاء في سوق الأوراق المالية رهن حيازي

يذهب الجانب الآخر من الفقه إلى أعتبار أن تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية من قبل المستثمر يكون عبارة عن رهن مقدم من قبل المستثمر(المدين )إلى الوسيط (الدائن) ولما كان الغطاء من قبل المنقولات المادية فقد اخضعها إلى أحكام الرهن الحيازي<sup>(2)</sup>.

(1) محمد حسين فضل الله ،وفاء الدين، بحث منشور على الموقع التالي <http://arabic.bayynat.org>

،تاريخ الزيارة 2021/4/20.

(2) د.طاهر شوقي مؤمن ،مصدر سابق،ص416: خالد عبد العزيز بغدادي، تداول الاسهم والقيود الواردة عليها ،طبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012،ص248.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

ويقصد بالرهن الحيازي بشكل عام أنه : "سلطة مباشرة للدائن على مال يجعله الرهن محبوساً في يده أو في يد عدل بدين يمكن استيفاؤه منه مقدماً على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في أي يد يكون هذا المال"<sup>(1)</sup>.

وقد تعرض المشرع العراقي إلى تعريف الرهن الحيازي في المادة (1321) من القانون المدني العراقي فعرفه على أنه (عقد به يجعل الراهن مالا محبوسا في يد المرتهن او في يد عدل بدين يمكن للمرتهن استيفاؤه منه كلا أو بعضا مقدما على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في اي يد كان هذا المال). هذا وقد تطرق قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة (1984) المعدل للرهن التجاري بالفصل الأول من الباب الرابع تحت عنوان (العقود التجارية والعمليات المصرفية) في المواد 186-201.

بينما عرفه المشرع المصري في القانون المدني رقم 131 لسنة 1948 في المادة (1096) على أنه: (عقد به يلتزم شخص، ضماناً لدين عليه أو على غيره، أن يسلم إلى الدائن أو إلى أجنبي يعينه المتعاقدان، شيئاً يرتب عليه الرهن حقاً عينياً يخوله حبس الشيء لحين استيفاء الدين، وأن يتقدم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في اقتضاء حقه من ثمن هذا الشيء في أي يد يكون )

وقد تعرض المشرع الكويتي أيضاً إلى تعريف الرهن الحيازي في القانون المدني الكويتي رقم (67) لسنة 1980 في المادة (1027) فعرفته على أنه: (عقد به يلتزم شخص ، ضمانا لدين عليه أو على غيره ، ان يسلم إلى الدائن او إلى عدل يعينه المتعاقدان ، شيئا يترتب عليه للدائن حق عيني يخوله حبس الشيء حتى استيفاء الدين. وان يتقدم الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في اقتضاء حقه من هذا الشيء في أي يد يكون)

وعرفته كذلك المادة 2071 من القانون المدني الفرنسي لسنة (1804) بأنه: (عقد يقوم المدين بموجبه بتسليم شيء إلى الدائن ضماناً للمدين).

ويظهر من خلال النصوص المتقدمة انها وصفت الرهن الحيازي بكونه (عقد) وكان الأجر بها ان تطلق عليه تسمية (حق ) على اعتبار إن العقد هو الوسيلة لنشوء الرهن، اما الحق فهو الغاية والأثر من الرهن<sup>(2)</sup>، هذا من جانب اما من جانب آخر فيلاحظ على كل من تعريف المشرع

(1) د. محمد طه البشير و د. غني حسون طه ، الحقوق العينية ، ج2، مطبوعات وزارة التعليم العالي والبحث العلمي ، كلية القانون/ جامعة بغداد ، بغداد ، بلا سنة نشر، ص487.

(2) د. عبد الفتاح عبد الباقي ، التأمينات الشخصية والعينية، ط1، مطبعة دار نشر الثقافة ، الاسكندرية ، 1950، ص515.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

العراقي والمصري والكويتي أنه قد أشار صراحةً إلى الحقوق التي يعطيها الرهن الحيازي إلى الدائن المرتهن وهي (حق التقدم والتتبع والحبس)، وذلك على خلاف التشريع الفرنسي الذي لم يشر إلى تلك الحقوق في تعريفه للرهن الحيازي.

هذا ويقضي الرهن الحيازي أن يتخلى المدين (الراهن) عن حيازته للمال المرهون وتسليمه للدائن (المرتهن) ليعتمد إلى حبسه ضماناً للدين الذي له على الراهن، وهذا ما أكدته المادة (1322/1) من القانون المدني العراقي والتي نصت على أنه (يشترط لتمام الرهن الحيازي ولزومه على الراهن أن يقبض المرتهن المرهون. والمادة 62 من قانون التجارة الكويتي رقم (12) لسنة (1966) والتي أكدت إن الراهن يكون ملزماً بأن يسلم المال المرهون إلى المرتهن وأن يبقى في حيازته أو حيازة شخص غيره لحسابه، فالرهن الحيازي لا ينتج أي آثار بصفته رهناً إذا بقي المرهون في حيازة الراهن، فهو في هذه الحالة سيظهر للغير على أنه يزال ممتلكاً لذلك المال المرهون. وفي ذلك يتشابه الرهن الحيازي مع الغطاء والذي يتطلب إن يضع المستثمر النقود أو الأوراق المالية أو التجارية تحت يد الوسيط لتعمل كضمان لقيام المستثمر بتنفيذ التزاماته، ولا يعتمد على مجرد التأكد من وجودها لدى المستثمر، فضلاً عن إن الحيازة لهذه الأوراق لحساب المستثمر هي شرط لتمتعه بحقوق الامتياز عليها والتي يرتبها الرهن عليها، لأن هذه الامتيازات قائمة بالأساس على فكرة الرهن الضمني<sup>(1)</sup>.

وقد يثار تساؤل هنا مفاده أنه في حال تم تقديم الغطاء على اعتباره رهن فما هي صفة هذا الرهن هل هي تجارية أم مدنية؟ ومن أجل الإجابة على هذا السؤال يتطلب أن نشير إلى إن نص المادة 186 من قانون التجارة العراقي رقم 30 لسنة (1984) والتي تنص على أنه (تسري أحكام هذا الفرع على كل رهن يتقرر على منقول، توثيقاً لدين مترتب على عمل تجاري بالنسبة إلى كل من المدين والدائن أو بالنسبة إلى أحدهما).

فيتضح من هذا المادة، إلى أنه يحدد طبيعة الرهن بالاستناد إلى الصفة التي يتمتع بها الدين الذي نشأ من أجله على اعتبار أن الرهن ما هو إلا عقد تابع ومحاييد فهو لا ينشأ بصورة مستقلة<sup>(2)</sup>، فالرهن بذاته لا يحمل الصفة المدنية أو التجارية، أما صفة الدين فتحدد في كونه مدني أو تجاري بالنسبة إلى أحد أطرافه، ولا نقصد بذلك أطراف العلاقة القانونية (للرهن)، وإنما صفة الدين بالنسبة لهم، فكون المدين شخص تاجراً أم لا، لا يغير من وصف ذلك الدين، فلا يوجد في قانون

(1) د. عبد الله الطائي، مصدر سابق، ص 179.

(2) د. جمال عوض، الاعتمادات المصرفية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1994، ص 230.

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

التجارة العراقي ما يسمى بالأعمال التجارية التبعية، على خلاف القانون المصري (1) ، وبذلك فالمعيار في القانون العراقي هو موضوعي بحت ، وبموجب ذلك قد يعد الرهن تجاري لطرف ومدني بالنسبة إلى الآخر، ولكن يتم تغليب الصفة التجارية على المدنية ليعد الرهن تجاري إذا كان تجارياً بالنسبة إلى أحد الأطراف.

إما على مستوى التشريع المصري فنجد إن المادة 119 من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999 المعدل قد نصت على أن ( كل رهن يتقرر على مال منقول يعد ضماناً لدين يعتبر تجارياً بالنسبة إلى المدين ) . ومن هنا يكمن الاختلاف بين التشريع العراقي والمصري ، ففي الوقت الذي يقرر فيه التشريع العراقي تجارية الرهن من غيره بتحديد صفة الدين المضمون بالرهن بالنسبة إلى المدين أو الدائن أو بالنسبة إلى أحدهم ،إما المشرع المصري فيعتمد في تحديد تجارية الرهن على صفة الدين المضمون بالرهن وفقاً للمدين الراهن .

وقد ثار الخلاف بين الفقهاء في هذا الاتجاه حول الرهن التجاري فيرى البعض منهم ، إن الرهن يكون تجاري إذا قرر كضمان للوفاء بدين يعد من الأعمال التجارية بالنسبة إلى المدين (الراهن) ، فالعبرة بصفة الدين (المضمون) بالنسبة إلى المدين (الراهن) لا الدائن (المرتهن) (2) ، بينما يذهب الجانب الثاني من الفقه إلى عد الرهن تجاري اذا تم تقريره كضمان للوفاء بدين تجاري لأحد أطرافه (3) .

ومن ثم فإن الغطاء إذا أعتبر رهن ، فهو يعد تجارياً إذا كان ضماناً لدين تجاري ، لأن الرهن عبارة عن تصرف قانوني محايد لا يتمكن من أن نصفه بذاته على أنه مدني أو تجاري، وإنما تلحق به هذه الصفة على أساس الدين المضمون به، وهذا من الأمور المنطقية في أن يتبع الفرع الأصل فالرهن ما هو الا تابع للدين المضمون وهو الأصل، ولا عبرة في ذلك بصفة الدائن (المرتهن) أو المدين (الراهن)، فقد يكون الرهن مدنياً وان كان أطرافه تجاراً، وعلى العكس من ذلك فإن الرهن قد يعد تجارياً وان كلا طرفيه من غير التجار (4) .

(1) د.سميحة القليوبي ، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري ، ج1، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2010 ، ص163-170 .

(2) د.عزیز عبد الامير العكيلي ، الوسيط في شرح القانون التجاري ، ط1 ، دار الفكر ، عمان ، 2008 ، ص114 .

(3) د.اكرم يا ملكي ، القانون التجاري ، ط1 ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010 ، ص215 .

(4) د.تامر لطفي صبري أحمد ، الإطار القانوني لرهن الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2018 ، ص93 .

## الفصل الأول ..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

وبما أن أي تعامل يرد على ( الأوراق المالية) ويكون بقصد الربح يعد تجارياً وفقاً لنص المادة(5) الفقرة (15) من قانون التجارة العراقي والتي نصت على أنه (تعتبر الاعمال التالية أعمالاً تجارية اذا كانت بقصد الربح، ويفترض فيها هذا القصد ما لم يثبت العكس ....التعامل في أسهم الشركات وسنداتها). عليه يعد رهن الغطاء من قبل الرهن التجاري، كونه تابع إلى العقد الأصلي وهو عقد الوساطة والذي عد من ضمن العقود التجارية، ولكنه يمتاز بخصوصية معينة وهو أن (الوسيط) ليس بحاجة إلى أتباع الإجراءات و الشكليات المنصوص عليها بالقواعد العامة ، كذلك لا يلزم بأتباع إجراءات البيع للشيء المرهون رهن تجاري ولذلك نجد إنه يقترب من الرهن الضمني<sup>(1)</sup>.

ومن خلال كل ما تقدم يمكننا وصف طبيعة تسليم الغطاء في سوق الأوراق المالية من المستثمر إلى الوسيط هو عبارة عن رهن تجاري ليضمن من خلاله قيام المستثمر بالوفاء بالتزاماته المرتبة عليه بموجب عقد الوساطة، وبما يعطيه هذا الرهن للوسيط من امتيازات بالأولوية على غيره من الدائنين على اعتبار ان الغطاء وكما ذكرنا يكون تحت حيازته ومن ثم تثبت له جميع هذه الحقوق وبذلك يكون محل الامتياز الذي يتمتع به الوسيط هو الأوراق المالية التي تكون في حيازته بالنسبة لعمليات الشراء ، لينتقل هذا الامتياز إلى الثمن في عمليات بيع الأوراق المالية<sup>(2)</sup>، اما بالنسبة إلى المستثمر فإن الغطاء بإعتباره رهن هذا يعني انه يبقى ملك للمستثمر مما يؤدي ذلك إلى بقاء المستثمر مسؤول عنه ففي حالة انخفاض قيمة هذا الغطاء يطالب بزيادة قيمته ورده إلى النسبة المطلوبة منه وكذلك يكون له الحق فيما يتولد من الغطاء من أرباح أو فوائد.<sup>(3)</sup>

في ختام هذا الفصل الذي تطرقنا فيه إلى ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية، إذ بينا في المبحث الأول مفهوم هذا الغطاء والذي هو عبارة عن نقود أو أوراق مالية أو تجارية يلتزم الوسيط بطلبها من المستثمر كضمان لأخلال المستثمرين بالتزاماتهم . لنخلص من ذلك إلى أهم خصائص هذا الغطاء الا وهو وسيلة لضمان عمليات السوق و عده اجراء وقائي يستلزم طلبه قبل تنفيذ أوامر المستثمر، وأن هذا الغطاء قد يكون بصورة غطاء نقدي أو غطاء عيني متكون من أوراق مالية وتجارية، كما إن تقديمه يكون وفق نسب محددة تختلف باختلاف عمليات السوق ودرجة خطورتها، و بينا في المبحث الثاني أطراف هذا الغطاء الا وهم الوسيط والمستثمر، اما بالنسبة إلى الطبيعة

(1) حيدر فاضل حمد الدهان، مصدر سابق، ص ١٥٠.

(2) د.محمد حسين عبد المجيد الحداد، مصدر سابق، ص ٢٤٨.

(3) ماهر مصطفى محمود ، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة حلوان لنيل درجة الدكتوراه، مصر، 2008، ص 198 .



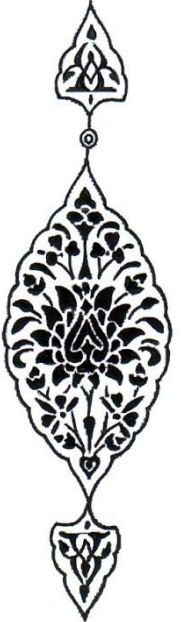
الفصل الأول..... ماهية الغطاء في سوق الأوراق المالية

القانونية التي يخضع لها تقديم الغطاء فنجد إن الفقهاء قد اختلفوا فيما بينهم في كونه وفاء مسبق أو رهن حيازي، الا أنه قد تبين لنا إن الرهن هو أقرب إلى طبيعة الغطاء من الوفاء المسبق.

# الفصل الثاني

آثار الغطاء كضمان في

سوق الأوراق المالية



## الفصل الثاني

### آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

إن للغطاء بعد تقديمه آثار متعددة تعود بالأثر على سوق الأوراق المالية عامة وعلى العاملين فيه أيضاً فهو انما تم فرضه على المستثمر ليكون وسيلة للحماية من عجز هذا الاخير وامتناعه عن الوفاء والتي ستعود بالضرر على سمعة السوق وثقة المستثمرين عند التعامل وما يوفره من بيئة اقتصادية آمنة، فضلاً عن الدور الذي يؤديه الغطاء في الحد من دخول المضاربة الضارة والتي تعمل على رسم صور وعمليات وهمية للتداول الغرض منها ايهام المتعاملين في السوق ، وتوجيه الأسهم نحو الاتجاه الذي يرغب به المضاربين.

هذا وان تقديم الغطاء لا يخل من فرض التزامات على عاتق كلا طرفيه (الوسيط والمستثمر) والتي تمثل كل منها حقوق بالنسبة إلى الطرف الآخر ، وتتعدد هذه الألتزامات من حيث المصدر إذ نجد إن القانون مصدراً للبعض منها في حين إن البعض الآخر تكون منبثقة عن عقد الوساطة الذي يبرمه المستثمر مع الوسيط، ومنها ما يكون بسبب الطبيعة القانونية التي يتمتع بها الغطاء.

وعندما كان الغطاء يقدم بناء على طلب الوسيط اي أنه يشترط بالوسيط أن يعمد إلى طلبه من المستثمر وان اي أخلال من قبله بهذا الالتزام يعني أخلال بالتزامه تجاه المستثمر أي بعدم أعلامه بخطورة العمليات غير المغطاة من جهة ، وبالتزامه تجاه السوق بالتأكد من ملائمة المستثمر وقدرته على الوفاء من جهة اخرى ، هذا وان تقديم الوسيط طلب الغطاء إلى المستثمر يعني أن هذا الأخير قد أصبح ملتزم قانوناً بتقديمه للوسيط والمحافظة على نسبته وان امتناع المستثمر عن تقديم الغطاء أو معالجة النقص فيه يعد أخلال من قبله مما سيدفع الوسيط عند ذلك إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة بحقه .

واستناداً لما تقدم سنقسم هذا الفصل على مبحثين ، نتناول في المبحث الأول آثار تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية ، وفي المبحث الثاني فسنطرق إلى الآثار المترتبة عدم تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول

### آثار تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية

إن تقديم الغطاء من قبل المستثمر للضمان سيعود بالفائدة ويترك آثار إيجابية على كل من الوسيط خاصة وسوق الأوراق المالية عامةً فبالنسبة إلى الوسيط فإن تقديم الغطاء سيجنبه مخاطر عجز المستثمر وأمتناعه عن الوفاء بالتزاماته المترتبة عليه بموجب عقد الوساطة ومن ثم يجنب الوسيط الخسارة التي قد تلحق به في حال أمتنع المستثمر عن تسليم أو تسلم الأوراق المالية فيما إذا ما كان بائع أو مشتري.

إلا إن تقديم الغطاء لا يخلو من فرض الألتزامات على عاتق كل من الطرفين ففي الوقت الذي يتطلب به من المستثمر ان يقدم الغطاء كضمان ،هذا يفرض على الوسيط أن يعتمد إلى فتح حساب للمستثمر والمحافظة على هذا الغطاء هذا على مستوى الوسيط .إما بالنسبة إلى المستثمر فيلتزم بالمحافظة على نسبة الغطاء وكذلك ضمان سلامته، ولما كان تقديم الغطاء يؤدي وظائف متعددة والتي تعود بالفائدة على الوسيط والسوق كذلك ،حيث يؤدي إلى توفير الأمان لعمليات للعمليات التي يجريه الوسيط، فيعمل الغطاء إلى الحد من المضاربة الضارة ،وكذلك حماية الوسيط من عجز العميل وامتناعه عن الوفاء .

ومن أجل بحث كل ذلك سنعمد إلى تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين نتناول في المطلب الأول منه وظائف تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية ، اما في المطلب الثاني فسننتظر إلى التزامات طرفي الغطاء :

## المطلب الأول

### وظائف تقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية

يؤدي الغطاء عند تقديمه وظائف عديدة تعود بالأهمية على سوق الأوراق المالية بشكل عام وعلى الوسيط بشكل خاص ومن أهم هذه الوظائف التي يتركها الغطاء على السوق والتي تكون بالغة الأثر على كلا الطرفين هي دور هذا الغطاء في توفير الحماية من عجز المستثمر أو امتناعه عن الوفاء وكذلك دور هذا الغطاء في الحد من المضاربة الضارة من خلال تقييد المضاربين ومنعهم من التلاعب في الأسعار . وعليه سنقسم هذا المطلب إلى فرعين ، نتناول في الأول الحماية من عجز المستثمر وأمتناعه عن الوفاء وفي الفرع الثاني نتطرق إلى الحد من المضاربة الضارة بسوق الأوراق المالية على النحو التالي :

## الفرع الأول

### الحماية من عجز المستثمر وامتناعه عن الوفاء

اثناء القيام بتنفيذ العمليات بسوق الأوراق المالية وتسوية المراكز القانونية بين المتعاملين قد يصادف أن يمتنع المستثمر أو يعجز عن تنفيذ التزاماته تجاه الوسيط من دفع عمولته وسائر الألتزامات المترتبة عليه بموجب عقد الوساطة بصورة عامة<sup>(1)</sup>، لذلك تقتضي طبيعة التعامل وجود الغطاء والذي يعمد إلى حماية الوسيط وضمان حقه اذا ما تعرض لمثل تلك الحالات فيعد الغطاء علاج لمثل تلك الحالات فمن مقتضيات عمليات التداول هو التأكد من وجود رصيد للمستثمر يضمن مقدرته على الوفاء بالألتزامات مما يساعد ذلك على القيام بالتسوية الصحيحة<sup>(2)</sup>، وتكمن فائدة هذا الغطاء من خلال تغطيته لمتطلبات عملية التداول والتي تفرض التزام كل من المستثمر البائع بتسليم الأوراق المالية والمشتري للثمن. فيخصص هذا الغطاء بحكم القانون، لضمان تنفيذ هذه الألتزامات والعمل على تسوية العمليات في سوق الأوراق المالية والتي تنتج عن الأوامر التي يصدرها المستثمر إلى الوسيط لتنفيذها في سوق الأوراق المالية، مما يحافظ على الانسيابية في عملية التداول وتجنب حالات التوقف فيها<sup>(3)</sup>.

وفي الوقت الذي نجد فيه إن المشرع العراقي قد أحاط لحالة العجز الحاصل في رصيد المستثمر و ذلك قبل أن يعمد الوسيط إلى تنفيذ أوامر البيع والشراء ، فقد ألزم الوسيط بأن يتحقق من كفاية رصيد المستثمر قبل تنفيذ العملية حتى لا يضع نفسه بمأزق عندما يحصل العجز في الرصيد بعد أن ينفذ عملية الشراء أو البيع<sup>(4)</sup>. وتجدر الإشارة إلى أن موقف المشرع العراقي وان كان جيد لتلافي حالة العجز الحاصل في رصيد المستثمر من جهة ، إلا أنه سيؤدي إلى عرقلة سير عملية التداول من جهة اخرى ، ولذلك فأن الحل الأنسب يكون بالعمل على طلب الغطاء والذي يعمل على ضمان تنفيذ عمليات التداول، إذ أنه سيؤدي إلى استمرار تنفيذ عملية التداول في سوق الأوراق المالية هذا من جانب، ومن جانب آخر إذا ظهر ان هناك عجز في رصيد المستثمر أو

(1) بيداء كاظم فرج الموسوي، تسوية المراكز القانونية بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية ، أطروحة مقدمه

إلى كلية القانون جامعة كربلاء لنيل درجة الدكتوراه ، كربلاء ، 2018، ص43.

(2) همام القوسي، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة حلب لنيل درجة الدكتوراه ، سورية، 2017، ص92.

(3) توجان فيصل الشريد، مصدر سابق، ص236.

(4) المادة (10) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2015 حيث نصت على أنه: (أ - على الوسيط التأكد من كفاية رصيد المستثمر من الورقة المالية المعنية قبل ادخال امر البيع)

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

أمتناع من قبله عن الوفاء بعد اتمام تنفيذ عملية التداول وعندما يبدأ الشروع بعملية التسوية ، فسيكون الغطاء بمثابة المنبع الذي تقوم غرفة المقاصة بالخصم منه عند تسوية المراكز القانونية كذلك بإمكان غرفة المقاصة ان ترجع إلى هذا الغطاء من أجل دفع الفروقات في حالة وجود فرق في السعر المنفذ<sup>(1)</sup>.

وبذلك فإذا لم يقيم المستثمر بتنفيذ التزاماته ودفع العمولات المستحقة عليه خلال فترة التسوية ، أستطاع الوسيط استيفاء حقه من قيمة هذا الغطاء وبذلك سيغنيه عن الحاجة إلى اللجوء إلى التنفيذ على الأوراق المالية المعنية والتي أمتنع المستثمر عن تسليمها أو دفع قيمتها<sup>(2)</sup> . و يجنبه حالة عدم كفاية ثمن الأوراق المالية لسداد مبلغ التسوية ، و للحيلولة دون تضرر الوسيط.

و تقر اللائحة العامة لمجلس الأسواق المالية الفرنسية AMF للوسيط (مقدم خدمات الاستثمار ) بحق بيع تلك الأوراق - بوصفها غطاء - دون إخطار لتسوية عمليات المستثمر في حالة عجزه أو امتناعه عن الوفاء وان جميع الأوراق المالية المكونة للغطاء تكون مخصصة بقوة القانون لضمان العمليات ذات التسوية المباشرة أو الفورية<sup>(3)</sup>.

من خلال ما تقدم يبرز لنا أهمية الغطاء الذي له مردود على عملية التداول في سوق الأوراق المالية عامةً وكيفية معالجته لعجز المستثمر وامتناعه عن الوفاء ، وللوسيط خاصةً بإعتباره الضامن للوفاء بالتزامات مستثمره .

### الفرع الثاني

#### الحد من المضاربة الضارة في سوق الأوراق المالية

لم تتعرض غالبية القوانين الخاصة بتنظيم أسواق الأوراق المالية وكذلك لوائحها التنظيمية لتعريف المضاربة ، فنجد أن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي جاء خالي من أي تعريف للمضاربة سواء كانت مضاربة مشروعة أم غير المشروعة وكذلك الحال بالنسبة لسوق

(1) Solus (H) et Ghestin (J) - la securité des marchés financiers face aux procédures collectives L.G.D.J 2003-p.231.

(2) عبده جميل غصوب ، بورصة بيروت في القانون اللبناني وقانون التجارة الدولية ، بحث منشورة في مجلة الدراسات القانونية ، كلية الحقوق ، جامعة بيروت ، العدد الأول ، 2004 ، ص 114 .

(3) Anne Dominique Merville, Droit des marches financiers, Gualion , editeur , 2002, p155.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 ولائحته التنفيذية أيضا وهذا ما عليه الوضع بالنسبة إلى القانون الكويتي .

الا إن الفقه قد وضع عدة تعريفات للمضاربة، فعرّفها في مجال سوق الأوراق المالية على أنها (عمل يقوم به أطراف استناداً إلى تقديرات مسببة مجتهدين من أجل الاستفادة من فروق اسعار الأوراق المالية في الزمان أو في المكان المعينين ، والتوصل إلى الربح من ورائها)<sup>(1)</sup>.

وعرفت المضاربة على أنها "عمليات بيع وشراء يقوم بها اشخاص لا بقصد استلام ارباح الاسهم او فوائد السندات وانما لجني ربح من فروق الاسعار من وقت لاحق، وبذلك فان اساس المضاربة في سوق الأوراق المالية هو التنبؤ بأسعار الورقة المالية في المستقبل سواء من خلال ارتفاع اسعارها ام من خلال تجنب خسائرها، فالتنبؤ هو العامل الاساسي للمضارب"<sup>(2)</sup>.

هذا وان المضاربة في سوق الأوراق المالية تكون على نوعين من حيث الأنخفاض أو الأرتفاع في أسعار الأوراق المالية، فهي اما أن تكون (مضاربة على صعود) وهي تتحقق عندما يتوقع المضارب أرتفاع سعر الورقة المالية في المستقبل، لذلك يعتمد إلى شرائها لغرض تحقيق الربح، وتعد المضاربة على صعود هي النوع الأكثر شيوع في معظم التعاملات التجارية ، أو (مضاربة على هبوط) وتتحقق عندما يتوقع المضارب الأنخفاض في سعر أوراق مالية معينة فيعمد إلى بيعها تجنباً للخسارة المتوقعة إذا أنخفض سعرها<sup>(3)</sup>.

وفي حال ما تحقق أي نوع من هذين النوعين من المضاربة على أساس التوازن والتوافق والالتقاء الحر بين كل من العرض والطلب على الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق إلى جانب تحقيق كل من مبدأ الإفصاح<sup>(4)</sup>، والشفافية والمساواة في الحصول على المعلومات المؤثرة في

(1) سيد طه بدوي ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق /جامعة القاهرة لنيل شهادة الدكتوراه ، مصر ، 2000م ، ص 28 .

(2) د. شعبان محمد اسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية في منظور اسلامي ، بدون طبعة ، دار الفكر الجامعي ، القاهرة، 2005 ، ص196 .

(3) د.عبد الباسط وفا محمد ، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الاعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية- القاهرة ، 1996 ، ص 85 .

(4) الإفصاح هو كشف المعلومات المحددة قانوناً إلى الجهات المختصة في سوق الأوراق المالية أو إلى الجمهور مباشرةً بصورة حقيقية غير مضللة. أستاذنا الدكتور باسم علوان طعمة، الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، تصدر عن كلية القانون جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الخامسة،

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

وقت واحد، عندها نكون امام (مضاربة مشروعة) لا اشكال فيها لأن المستثمر قد استند فيها إلى جميع الاساليب والوسائل المشروعة، هذا بالنسبة إلى المضاربة المشروعة.

اما ( المضاربة غير المشروعة) او ما يسمى بالضارة فأنها تتمثل باتخاذ وسائل غير مشروعة من أجل التأثير على سعر الورقة المالية ليتم تداولها بأسعار أقل أو أعلى من الأسعار التي يسفر عنها العرض و الطلب بالظروف العادية<sup>(1)</sup>.

وتتباين موقف القوانين المقارنة المنظمة للأسواق المالية من تعريف المضاربة غير المشروعة فهناك قوانين عرفتها بشكل صريح كما هو الحال بالنسبة إلى القانون النقدي والمالي الفرنسي لسنة 1996 في المادة 2/ 465<sup>(2)</sup>.

بينما اكتفت قوانين أخرى ببيان الصور التي تمارس فيها هذا النوع من المضاربة فقط ، ومن ضمنها القانون المصري فقد نص في المادة (63) من قانون سوق رأس المال على إنه " مع عدم الأخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في قانون آخر يعاقب بالحبس ..... كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق"<sup>(3)</sup>.

اما بالنسبة إلى القانون الكويتي رقم (7) لعام 2010 لم يضع تعريف صريح للمضاربات الضارة، إلا إنه أشار في المادة (122)، والتي جاء فيها يعاقب بالحبس ... كل من تصرفاً ينطوي على خلق مظهر أو إحياء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي للورقة المالية أو لسوق الأوراق المالية...

أما الموقف التشريعي في العراق من تعريف المضاربة غير المشروعة فالقانون المؤقت لسوق الأوراق المالية لم يشير إلى أي تعريف للمضاربة الضارة إنما اشار في القسم(5) (13/ د ) منه إلى إنه ( على الوسيط الامتناع عن التعامل في معاملات كاذبة وزائفة ، وصيغ أخرى من الاحتيال في السوق وأعمال وممارسات لها تأثير التضليل والخداع للمستثمرين أو خلق انطباع كاذب ومضلل عن فعالية السوق).

(1) د. محمد فاروق عبد الرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية – دراسة مقارنة ، دار الجامعة الجديد ، الاسكندرية ، 2007 ، ص 122.

(3) حيث نصت المادة 2/ 465 على إن المضاربة هي " الفعل الذي يقوم به أي شخص بممارسة أو محاولة ممارسة بطريقة مباشرة أو بواسطة وسيط أي عمل يهدف إلى إعاقة الأداء الطبيعي لسوق الأوراق المالية بإيقاع الغير في غلط".

(3) كذلك المشرع الإماراتي لم يشير إلى تعريف المضاربة غير المشروعة وانما حظر صراحة التعاملات التي تنطوي على مضاربات غير مشروعة ، سواء أتم التعامل والتصرف من قبل شخص بمفرده أم بالتواطؤ مع الغير ، وذلك لإيهام المتعاملين بوجود سوق نشط للورقة المالية المستهدفة



## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

عليه يتضح لنا مما تقدم إن المضاربات الضارة هي (مجموع من الممارسات المتعمدة والتي تضر أو تهدد التكوين الطبيعي للأسعار داخل سوق الأوراق المالية مما يؤثر على الثقة الموجودة فيه).

وبناء على ذلك فإن المضارب عندما يقوم بأفعال من شأنها إحداث انخفاض أو ارتفاع في الأسعار، تصبح المضاربة غير مشروعة (ضارة)، وذلك بسبب اعتماد المضارب على الطرق الاحتيالية بغرض التلاعب بالأسعار وإحداث تغييرات شديدة في حدودها القصوى بطرق مفتعلة للاستفادة من فوارق الأسعار.

ويطلق الفرنسيين على هذه العملية مصطلح "agiotage" فهي تتم عن طريق القيام بأعمال غير مشروعة تعتمد على طرق احتيالية من أجل إيقاع الآخرين في الخطأ مما يضر ذلك كله بسوق الأوراق المالية بصفة عامة والمتعاملين فيه بصورة خاصة<sup>(1)</sup>.

لذلك كان لابد من وضع العديد من الطرق من أجل الحد من دخول هؤلاء المضاربين بالتعاملات وذلك من خلال فرض التزامات على هؤلاء المضاربين لتكون عائق من دخولهم ومن هذه الألتزامات هو التزامهم بتقديم الغطاء إلى الوسيط قبل إجراء عملية التداول وبذلك كلما زادت نسبة هذا الغطاء كلما شكل عائق امام دخولهم المضاربة، لأنها أن خرجت عن حدودها أثارت فوارق سعرية مصطنعة بطريقة الوسائل الاحتيالية وبشكل يؤثر على التوازن الاقتصادي ، فتصبح مضاربة ضارة ، أي تلاعباً بالأسعار. لا نه هدفها الأساسي، فضلاً عن أن افتعال الأنخفاض والارتفاع في السوق ينطوي دائماً على سوء النية المتعمد<sup>(2)</sup>.

ومن ثم فإن كل هذه الجوانب وغيرها تبين لنا سلبيات ومضار المضاربة والتي تعد من المخاطر الجدية التي تهدد عمل سوق الأوراق المالية وأضعافه ليصل إلى حد انهياره في اوقات واماكن معينة . وعندما كان التعامل في سوق الأوراق المالية في ضل المضاربة لا يعدو أن يكون تعامل صوري فالبايع لا يبغى من وراء تعامله على تسليم الأوراق المالية وكذلك بالنسبة إلى المشتري لا يقوم بتسليم ثمن هذه الأوراق المالية ،حيث أن نية التسليم والتسلم مفقودة لدى الطرفين واللذان يقصدان تحقيق اكبر قدر من الأرباح<sup>(3)</sup>.

(1) د.مجدي محمد شهاب، اقتصاديات النقود والمال، من دون طبعة ، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2000، ص166.

(2) د.طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص205.

(3) د.محمد الشحات الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988، ص65.

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

فهنا يأتي دور الغطاء فعن طريق رفع نسبة هذا الغطاء والتي تختلف باختلاف عمليات السوق فيما اذا كانت عمليات عاجلة أم آجلة كما ذكرنا سابقا او العمل على تقيدها بمبلغ معين من قبل لجنة الأوراق المالية فأن ذلك سيساعد على الحد من الدخول للمضاربة الضارة حماية للاقتصاد الوطني مما يترتب على ذلك حماية للسوق بصورة عامة من الممارسات غير مشروعة ، وضمن لمصلحة مصدري الأوامر أنفسهم<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني

#### التزامات طرفي الغطاء في سوق الأوراق المالية

يترتب على تقديم الغطاء التزامات على عاتق كل من طرفيه وهما(الوسيط والمستثمر)، فكل التزام يلقي على عاتق طرف يمثل حقاً بالنسبة إلى الطرف الثاني لذلك سوف نعمد إلى بيان التزامات طرفي الغطاء فقط منعاً للتكرار فيترتب على الوسيط عند تقديم الغطاء له من قبل المستثمر التزامات متعددة كالتزامه بتنفيذ أوامر المستثمرين والتزامه بفتح حساب للعملاء من اجل ايداع الغطاء والتزامه بالمحافظة على الأوراق المالية محل الغطاء ، اما المستثمر فيلتزم بالمحافظة على نسبة الغطاء المقررة قانوناً فضلاً عن التزامه بضمان سلامة الغطاء ولأيضاً ذلك سنقسم هذا المطلب إلى فرعين سنتناول في الفرع الأول التزامات الوسيط إما الفرع الثاني فسنتناول فيه التزامات المستثمر.

### الفرع الأول

#### التزامات الوسيط

ومن أهم الالتزامات التي تفرض على الوسيط والتي تكون مقابلة لالتزام المستثمر بتقديم الغطاء هي ما يلي :

#### أولاً- الالتزام بأعلام المستثمر بخطورة العمليات غير المغطاة

يعتري التعاملات في سوق الأوراق المالية عامةً والعمليات الآجلة خاصةً الكثير من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرين المستثمرين فضلاً عن الأخطاء التي تدفعهم إلى إبرام الصفقات والتي قد تكون على قدر كبير من الخطورة وبالأخص عندما يكون المستثمر قليل الخبرة بمجال تداول الأوراق المالية ، بمعنى أنه يجهل بالعوامل الاقتصادية والسياسية التي تؤثر في السوق<sup>(2)</sup>.

(1) سيد طه بدوي، مصدر سابق ، ص259.

(2) د. عبد الله الطائي، مصدر سابق، 180.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

ومن اجل توفير الحماية للمتعاملين في السوق من هذه المخاطر التي قد يكون مصدرها عوامل وظروف تحيط بالسوق، فنجد إن التشريعات والتعليمات المتعلقة بسوق الأوراق المالية قد الزمت الوسيط بالإعلام والتبصير والذي يندرج ضمن نطاق الإفصاح عن جميع المخاطر التي تحيط بعمليات السوق كتدهور الأسعار ومدى أنخفاضها أو ارتفاعها ومقدار السيولة التي تحتاجها كل عملية والتأكد من إن المستثمر يمتلك القدرة على الوفاء بالتزامات الأوامر التي يصدرها<sup>(1)</sup>، فضلاً عن اعلامه بالأهمية التي يتمتع بها تقديم الغطاء وخطورة التعامل بالعمليات الآجلة بصورة خاصة في حال تم التعامل بها بدون غطاء مالي، إذ قضت محكمة استئناف باريس بمسؤولية مقدم خدمات الاستثمار (الوسيط) الذي لم يطلب غطاءً كافياً للعمليات الآجلة والتي تتم لحساب المستثمر، على اعتبار ان الغطاء لا يوفر الحماية للوسيط فقط في ضمان حقه فقط إنما يعمل أيضاً على حماية المستثمر الأمر من المخاطر التي ترتبط بعمليات السوق<sup>(2)</sup>. هذا وان التزام الوسيط لا يقف عند هذا الحد وانما يتعدى إلى الحد الذي يلتزم به بتقديم المشورة والنصح مع اعطاء التوصيات التي تلائم المستثمرين المستثمرين من اجل حماية مصالح كلا الطرفين<sup>(3)</sup>.

وذلك لان القرار الاستثماري السليم عادةً ما يكون نتيجة لتوفر صحة المعلومة المتعلقة بالصفقة التي قصد المستثمر إبرامها، وبما أن العديد من المستثمرين لا يمتلكون الخبرة الكافية في تجارة الأسهم وخاصة العمليات الآجلة بسبب حداثتها أولاً، وعدم الإلمام بالمخاطر التي قد تحيط بهم من جراء التعامل بها ثانياً، لذا فإن على الوسيط بأعتبره أحد أعضاء سوق الأوراق المالية، والذي يتمتع بالخبرة الوافية في مجال عمله، التزام يتمثل بتوفير قدر من المعلومات الضرورية لعملائه<sup>(4)</sup>، وهذا ما فرضته عليه التشريعات المتعلقة بسوق الأوراق المالية سواء في العراق أم في القوانين المقارنة، فبالنسبة إلى موقف المشرع العراقي من هذا الالتزام فنجد أنه قد وضع قاعدة عامة تنص على إن الوسيط يعمل بشكل دائم لمصلحة المستثمر وفرض عليه الالتزام بأعلام عملائه بجميع المعلومات التي تتعلق بالصفقة أو العملية التي ينوي إبرامها، وهذا ما نصت عليه المادة (13 ج) في القسم الخامس من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي على أنه

(1) حيدر فاضل حمد الدهان، مصدر سابق، ص98.

(2) د. عبد الله الطائي، مصدر سابق، ص182.

(3) د. محمد تنوير الرفاعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم، بدون طبعة، دار النهضة

العربية، القاهرة، 2006، ص571.

(4) أستاذنا الدكتور عقيل مجيد كاظم السعدي، المركز القانوني للوسيط في عملية اقتراض الأسهم، بحث منشور

في مجلة رسالة الحقوق، المجلد العاشر، العدد الثاني، 2018، ص131.

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

"يجب على الوسيط أن يلتزم بالقيام بما يلي :ج - يعمل دائماً من اجل مصلحة الزبائن ولا سيما وضع مصلحة الزبائن قبل مصلحته والحفاظ على حقوقهم وإبلاغهم بكل المعلومات ذات الصلة التي تخص تعاملاتهم الورقية".

أما بالنسبة إلى المشرع المصري قد اضاف التزامات اخرى على الوسيط المالي ، فقد الزم هذا الاخير على تسليم المستثمر في مثل هذه العمليات وعند ابرامه لعقد الوساطة بيان يوضح به معنى هذه العمليات ، وكذلك تبصرة المستثمر إلى مخاطر ومزايا هذه العملية، إضافة إلى بيان الأحكام التي يمكن أن تطبق في هذا النوع من المتاجرة<sup>(1)</sup> .فضلاً عن توضيحه للمستثمر الأحكام المتعلقة بالضمان النقدي والذي يلتزم المستثمر بتقديمه قبل إتمام العملية،فضلاً عن تبصرته بشروط هذا الضمان والحالات التي يستوجب بها طلب ضمانات اضافية<sup>(2)</sup> ، هذا وقد حظر المشرع المصري على الوسيط إصدار التوصيات لعملائه بشراء الأوراق المالية عالية المخاطر أو شرائها على نحو يفوق قدرة المستثمر المالية للوفاء بالتزاماته وإلا تحققت مسؤوليته<sup>(3)</sup>.

وفي التشريع الفرنسي فقد نص بشكل صريح على الزام الوسيط (مقدم خدمات الاستثمار) بطلب تقديم الغطاء من المستثمر و اشار إلى إن اي أخلال يكون من جانب الوسيط بهذا الالتزام سيعرض الوسيط إلى العقوبات التأديبية<sup>(4)</sup>، على اعتبار إن تقديم الغطاء لا يعود بالمصلحة على الوسيط فقط إنما هو مقرر لمصلحة الجميع وهي توفير الأمان لعمليات السوق وليس حماية مصالح الوسطاء فقط<sup>(5)</sup>، هذا وان الوسيط ملزم على وفق المادة ( 533 -4 ) من قانون تحديث الأنشطة المالية

(1) المادة (292/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(2) المادة (299/ب4,8) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(3) المادة ( 259 ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(4)est tenue d'exiger, pour tout ordre à terme, la remise d'une couverture dont le montant et la composition doivent être conformes aux règles fixées par le ministre de l'économie et des finances.

L'inobservation de cette disposition rend la société de bourse passible des sanctions disciplinaires prévues à l'article 23 ci-dessus, sans que le donneur d'ordre

الموقع الرسمي للتشريعات الفرنسية [/https://www.legifrance.gouv.fr](https://www.legifrance.gouv.fr)

تاريخ الزيارة :2021/7/20.

(5)Rabut. (Albert) ,droit des bourses de valeurs et des agents de change , édition litec-librairies techniques,paris,1983,p255.

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

الفرنسي رقم (597) لسنة 1996 بمجموعة من التزامات التي تفرضها حسن الادارة ومن ضمنها (بحث الحالة المالية للعملاء ومدى خبرتهم في مجال الاستثمار) .

وأن عدم احترام قواعد حسن الإدارة من قبل (الوسطاء) سيعرضهم للعقوبات التأديبية والمالية من قبل الجهات المختصة طبقاً للمادة (622-15) من القانون النقدي والمالي ، على اعتبار إن الالتزام بالنصيحة و الأعلام ما هو الا تطبيق لمبدأ حسن النية الوارد في المادة (1139) من القانون المدني الفرنسي<sup>(1)</sup> .

ومن خلال كل ما تقدم من موقف المشرع العراقي والقوانين موضع المقارنة يتبين لنا انه على الوسيط التزام بأعلام المستثمر بخطورة اقدمه على اجراء عملية البيع أو الشراء للأوراق المالية من دون غطاء أو من دون وجود الكفاية المالية لديه ، لأن طبيعة عمل الوسيط التجاري كثيرا ما تفرض عليه ان يبذل التأكيدات لعميله عن صلاحية الصفقة وملاءمتها لظروفه، لما في ذلك من أهمية في توفير الحماية للمستثمرين أنفسهم من مخاطر العمليات الآجلة في حال القيام بها من دون وجود الضمان المالي.

### ثانياً- الالتزام بأوامر المستثمر والعمل على تنفيذها

يلتزم الوسيط بسوق الأوراق المالية بالامتناع عن إجراء أي عملية لا تحقق الأهداف الاستثمارية للمستثمر ويجب عليه الامتناع عن إتباع أي سياسة تسبب الأضرار للمتعاملين معه ، و يجب عليه أن يتقيد بسلوكه وتصرفاته بمبادئ النزاهة و الشرف وان يتوخى بذلك مصلحة عملائه المستثمرين ،وتوفير الحماية لحقوقهم ، فيعمل الوسيط على إبرام الصفقات بأفضل شروط البيع و الشراء المتاحة بالأعتماد على المعلومات التي تتوافر لديه وقت إجراء عمليات التداول ،ومن أجل حمل الوسيط للقيام بواجبه بشكل كامل تفرض التشريعات بعض الألتزامات على الوسطاء كمقابل للضمانات التي قدمها المستثمر للوسيط كقيامه بتقديم الغطاء وكذلك دفعه لعمولة الوسيط ، إذ إن من المفترض أن يعمل الوسيط لحساب المستثمر وفقاً للأوامر التي يتلقاها منه ، فيجب عليه الاستجابة لأوامر المستثمر وتنفيذها<sup>(2)</sup> .

(1) بودلى محمد ، الالتزام بالنصيحة في نطاق عقود الخدمات ، ط1، دار الفجر للنشر والتوزيع ،القاهرة ،2005، ص 28 .

(2) د.خالد ابراهيم التلاحمة، التشريعات المالية والمصرفية من الوجهتين النظرية والعلمية ، ط1، دار الإسراء للنشر والتوزيع، عمان ،الأردن،2004،ص224.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

وعندما كان الوسيط يعد وكيل عن المستثمر، فيجب عليه تنفيذ أوامر مستثمره والالتزام بحدود هذه الأوامر كنوع الأوراق المالية محل الصفقة واسعارها ووقت تنفيذها وطرق تسويتها<sup>(1)</sup> ... وبذلك فإن خروج الوسيط عن هذه التعليمات الواردة في أمر المستثمر (المستثمر) فإن هذا الأخير لا يكون ملزم بآثار الصفقة المبرمة ويسأل عنها الوسيط فقط، طبقاً للقواعد العامة بالوكالة والتي تقرر أن الوكيل ملزم بتنفيذه للوكالة من دون مجاوزة الحدود المرسومة لها، هذا وتجد الإشارة إلى إن الأوامر الصادرة من المستثمرين إلى الوسطاء لا تخرج عن كونها أوامر بالبيع أو بالشراء، لكن هذه الأوامر يشترط لتنفيذها أن تكون واضحة لا لبس فيها من أجل أن يسمح ذلك إلى تنفيذها بسهولة من دون أخطاء، وكذلك يشترط بها تحديد نوع العملية التي ينوي المستثمر إبرامها فيما إذا ما كانت عمليات بيع أو شراء، وكذلك فيما إذا ما كانت عاجلة أم أجلة، ولكي تكون الأوامر واجبة التنفيذ يتطلب ذلك أن تكون قابلة للتنفيذ وفق الظروف والأسعار السارية في وقت تنفيذها، وبذلك فإن نقطة البدء بعمليات السوق هي بصدور الأوامر من المستثمر إلى الوسيط الذي يتم اختياره ليتعاقد معه ويعلمه برغبته في تداول الأوراق المالية التي يملكها، فيسمى الأمر أمر بيع إذا كانت رغبة المستثمر هي في البيع وأمر شراء إذا كان يرغب بالشراء وكما يطلع على كل هذه الأوامر تسمية (أوامر السوق)<sup>(2)</sup>.

وإن أوامر السوق هي تفويض صادر من المستثمر إلى الوسيط في إجراء عمليات البيع أو الشراء في سوق الأوراق المالية لأوراق محددة<sup>(3)</sup>.

هذا وأن القواعد المنظمة للتداول بسوق الأوراق المالية قد ألزمت الوسيط بتنفيذ أوامر المستثمر الصادرة له مع التقيد بما جاء فيها من محددات للتنفيذ، وبما أن أوامر السوق الصادرة من المستثمر تعبر عن إرادته فهي قد تصدر إلى الوسيط بشكل تحريري أو شفهي أو قد تكون بوسائل التخاطب الحديثة كالفاكس و الأنترنت وغيرها<sup>(4)</sup>.

(1) حيدر فهمي حاتم، الحماية القانونية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة دراسات البصرة، السنة الثانية عشرة، العدد 23، 2016، ص 11.

(2) د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009م، ص 366.

(3) علي فوزي براهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص 116.

(4) نصت المادة (4/ب) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في العراق لسنة 2015 على أنه (يكون تفويض المستثمر خطياً ويجوز أن يكون هاتفياً أو على شكل رسالة بالفاكس أو البريد الإلكتروني واية وسيلة أخرى....).

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

وتتعدد الأوامر الصادرة من المستثمر إلى الوسيط بالاعتماد على رغبة المستثمر في نوع الأمر المنفذ ، فقد يطلب المستثمر تنفيذ الصفقة بسعر معين وفي هذه الحالة تسمى الأوامر (بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ) ، أو قد يطلب التنفيذ بوقت محدد وتسمى هذه الأوامر (الأوامر المحددة لوقت التنفيذ)، وقد يكون الطلب لتنفيذ الصفقة بسعر محدد ووقت محدد (الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ)، بينما قد تتجه إرادة المستثمر إلى اعطاء الوسيط الحرية في تنفيذ الصفقة لينفذها وفقاً لمعرفته بالظروف التي تحيط بالسوق ويطلق على هذه الأوامر تسمية ( الأوامر الخاصة )<sup>(1)</sup>.

وبذلك يلتزم الوسيط بسوق الأوراق المالية بتلقي الأوامر ، لان ذلك نتيجة طبيعية لأحتكار الوسيط لأعمال الوساطة داخل سوق الأوراق المالية ،ومن ثم لا يستطيع التخلف عن هذا الالتزام الا في الحالات التي يتوفر بها سبب قانوني يبرر له رفض التنفيذ كما في حالة امتناع المستثمر عن تقديم الغطاء للضمان قبل الشروع بالتنفيذ<sup>(2)</sup>.

والسؤال الذي يطرح هنا هو هل أن التزام الوسيط بتنفيذ أوامر المستثمر ينصب على ضمان تنفيذها أم يكون قاصر على ضمان سلامة العملية فقط دون ضمان تنفيذها ؟

ذهب رأي إلى القول بأن التزام الوسيط عند إبرامه وتنفيذه للعملية لمصلحة المستثمر فهو بذلك ضامن لسلامة العملية فقط دون تنفيذها ،الا إذا وجد اتفاق بينهم يقضي إلى خلاف ذلك ، إذ يشدد من مسؤولية الوسيط إلى ضمان تنفيذه للصفقة، ولما كان الوسيط يعد وكيل بالعمولة للمستثمر عند تنفيذه للصفقة وطبقاً للقواعد العامة للوكالة بالعمولة فالوكيل بالعمولة لا يكون ملتزم بتنفيذ العقد إلا

(1) هذا ويقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ بأنها (تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده المستثمر هو الفيصل في تنفيذ الصفقة ، وتكون هذه الأوامر على نوعين ، أوامر يطلب فيها المستثمر من الوسيط تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ، وأوامر يشترط فيها المستثمر سعراً محدداً لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة). إما الأوامر المحددة لوقت التنفيذ فيقصد بها ( تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها ، وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه). إما الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ فيقصد بها هي ( هي الأوامر التي يحدد فيها سعر معين للتنفيذ ووقت محدد لتنفيذ نفس الأمر ) . إما الأوامر الخاصة ( فهي من أكثر الأوامر تعاطياً في أسواق الأوراق المالية في العالم وتنقسم إلى ثلاثة أنواع وهي أوامر الإيقاف : وهي الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعده ، ثاني نوع هي أوامر الإيقاف المحددة : يستخدم هذا الأمر للتغلب على مشكلة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة عند استخدام أوامر الإيقاف ، وثالث هذه الأوامر هو الأمر التقديري : ويقصد به هو أمر على بياض أي أن المستثمر يفوض الوسيط في تنفيذ الأمر حسب تقديره الشخصي ) . علي فوزي ابراهيم الموسوي، مصدر سابق، ص193.

(2) د. طاهر شوقي مؤمن، مصدر سابق، ص233.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

إذا كان ضامن لهذا التنفيذ ، هذا وأن شرط الضمان لا يفترض وإنما يتم النص عليه في الاتفاق المبرم بين الطرفين أو بموجب نص القانون، وبذلك يجب على الوسيط أن يتوخى الحيطة والحذر في تعاملاته من أجل التأكد من سلامة العملية التي يقوم بإبرامها وتنفيذها، وذلك عن طريق التأكد من شخصية المستثمر مصدر الأوامر وصفته وملكيته للثمن أو للأوراق المالية مع تقديم كشف عند تنفيذ العملية، و لذلك تتعقد مسؤولية الوسيط في حال التقصير في تنفيذه التزاماته لأن التزام الوسيط هنا هو التزام بوسيلة وليس التزام بتحقيق نتيجة<sup>(1)</sup>.

فيما أتجه الرأي الآخر إلى أن التزام الوسيط عند تنفيذه للعملية هو التزام بضمان التنفيذ للعملية وليس ضمان سلامتها فقط وذلك لأن الوسيط لا تنتهي مهمته بمجرد التأكد من أهلية المستثمر وملكيته لمحل الالتزام وهو الثمن أو الأوراق المالية وتقديم كشف عن الحساب عند نهاية كل عملية، وإنما يمتد التزامه إلى تنفيذ العملية من خلال تسوية العمليات المنفذة ونقل ملكية الثمن إلى حساب المستثمر (البائع)، ونقل الأوراق المالية إلى حساب المستثمر (المشتري) وذلك وفق قيود حسابية تتم بموجب نظام الإيداع المركزي<sup>(2)</sup>.

ونحن نذهب مع الاتجاه الثاني والذي ينص على أن الوسيط ضامن لتنفيذ العملية وسلامتها، لأن الوسيط تتحقق مسؤوليته العقدية في حال عدم إتمامه لإجراءات التسوية من نقله للثمن و الأوراق المالية لحساب المستثمر بجهة الإيداع المركزي.

أما عن موقف القوانين محل البحث من هذا الالتزام فنجد إن القانون العراقي فقد نص في المادة (4/4) من التعليمات التنظيمية لسنة (2015) على أنه (على الوسيط ادخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول عند تلقيه التفويض الخاص بها، على أن يتم الإدخال وفقاً لأسبقيات كما مثبت في سجل أوامر الوسيط)، وبعد تلقي الوسيط للأوامر وتسجيلها يترتب عليه أيضاً أن يتحقق من شخص المستثمر وأهليته ومحل إقامته قبل البدء بتنفيذ الأوامر الصادرة اليه من قبل المستثمر ، والا تحققت مسؤوليته عن عدم التأكد من شخصية مصدر الأوامر ، فالوسيط ملزم كذلك بالتحقق من المحل الذي يرد عليه التعامل وهو وجود الأوراق المالية وإن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وجائزة للتداول وفق للقانون ، وكذلك التحقق من وجود الثمن النقدي داخل الحساب الذي يفتح الوسيط له في مركز الإيداع العراقي<sup>(3)</sup>.

(1) د. عصام احمد البهجي، مصدر سابق، ص758-754.

(2) د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص275.

(3) المادة (4/20) من تعليمات التداول لسنة 2004، والمادة (11/أ) من القانون المؤقت



## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

وبعد قيام الوسيط بتلقي أوامر المستثمر وتسجيلها ومن ثم التأكد من صحتها وإعلانه عنها من خلال شاشات العرض الالكترونية، يترتب عليه التزام اخر وهو إتمامه لتنفيذ هذه الأوامر عن طريق مطابقة أوامر البيع لأوامر الشراء، وبمجرد إتمام عملية المطابقة على الوسيط التوجه بإبلاغ المستثمر بالصفقات التي تم تنفيذها لصالحه فور تنفيذها أو بحسب الاتفاقية المبرمة بينهم<sup>(1)</sup>، وفي حالة التعذر على الوسيط تنفيذ الأوامر الخاصة بالبيع أو الشراء بالتواريخ والأسعار التي حددها المستثمر فعليه إبلاغ المستثمر بذلك<sup>(2)</sup>، ومن ثم على الوسيط إرسال كشف حساب للمستثمر يبين رصيده من الأوراق المالية و النقدية والعمليات المنفذة لمصلحته عند كل شهر ما لم يوجد اتفاق يقضي بغير ذلك<sup>(3)</sup>، وأخيرا يلتزم الوسيط بإجراء عملية التحويل للأوراق المالية المشتراة إلى حساب المستثمر لدى مركز الإيداع العراقي عند الشراء، وتحويل ثمن الأوراق المالية المباعة إلى حساب المستثمر في مصرف التسوية عند البيع<sup>(4)</sup>.

أما بالنسبة إلى موقف المشرع المصري فنجد إن اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري قد نصت في المادة (263) على أنه (تلتزم الشركة بإدخال عروض وطلبات البيع والشراء ، وفقا لأوامر المستثمر، في الحاسب الآلي المتصل بالسوق الأوراق المالية بالوسائل المعدة لذلك وطبقا للقانون واللائحة وللنظم المعمول بها ، وعلى مندوب الشركة بالسوق الأوراق المالية الالتزام بإمساك سجل يُفيد فيه بياننا بالأوامر التي يتلقاها من الشركة خلال جلسة التداول ....) ، وكما ألزم قانون سوق رأس المال المصري الوسيط المالي بعدم تنفيذ أوامر مستثمره إلا بعد أن يتأكد، من شخصية المستثمر وأهليته والتأكد من وجود الأوراق المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعه بإسمه في نظام الحفظ المركزي، وكذلك التأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية قابلة للتعامل وعلى نحو خال من الغش أو الاحتيال أو النصب أو المضاربات الوهمية مع التحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن<sup>(5)</sup>، وبعد التأكد من الأوراق المالية والثمن يقوم الوسيط بإدخال أوامر البيع والشراء وفقا لتعليمات المستثمر في الحاسب الآلي المتصل بسوق الأوراق المالية لغرض مطابقة هذه الأوامر مع الأوامر الأخرى التي تم عرضها على لوحة الحاسوب الالكترونية ، ومن ثم

(1) المادة (7/أ) من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة 2007.

(2) المادة (24) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية لسنة 2004.

(3) المادة (7/ب) من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة 2007.

(4) المادة (14/ج) والمادة (18/أ) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية

لسنة 2007.

(5) المواد (261,262) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

يقوم الوسيط بعملية التسوية للعمليات التي قام بتنفيذها لصالح مستثمره ، إذ أُلزم قانون الإيداع والقيود المركزي المصري المعدل رقم (93) لسنة 2000 المعدل (الوسيط بنقل الأوراق ملكية الأوراق المالية المشتراة إلى حساب المستثمر المشتري لدى أمين الحفظ الخاص به عند شركة القيد والإيداع المركز في البورصة المصرية ، وتحويل ثمن الأوراق المالية المباعة إلى حساب المستثمر لدى بنك المقاصة)<sup>(1)</sup>.

كما أن القضاء الفرنسي قد سار على جواز إثبات أوامر البيع والشراء بكافة وسائل الإثبات المقبولة بالمسائل التجارية ، هذا والزمّت المادة (3-4) من اللائحة الوسيط في سوق الأوراق المالية بتسجيل أوامر المستثمرين حسب تاريخ صدورهما ، كما يلزم الوسيط في الأسواق المالية الفرنسية بالتحقق من ملكية المستثمر للأوراق المالية في حالة البيع ووجود الثمن في حالة الشراء وكذلك التأكد من تقديمه للغطاء قبل تنفيذ الأوامر الصادرة له وإلا تحققت مسؤوليته عن الأخلال بذلك ، وعلى الوسيط إخطار مستثمره بكل العمليات التي ينفذها خلال (24) ساعة من التنفيذ ، وعليه إرسال كشف حساب للمستثمر ليخبره عن تفاصيل العمليات التي قام بتنفيذها بصورة دورية كل (ثلاثة شهور)<sup>(2)</sup> ، وواجبت المادة (59) من قانون تحديث الأنشطة المالية لسنة (1996) على الوسيط تسليم الأوراق المالية محل الصفقة إلى المستثمر المشتري والثمن إلى المستثمر البائع .

وقد جاء في المادة (12-321) من القانون النقدي والمالي والمعدلة بموجب القرار رقم (1249) لسنة 2010 على (ضرورة تأكد الوسيط من ملكية المستثمر للأوراق المالية ووجود الثمن قبل تنفيذ الصفقة أو العملية) .

من خلال كل ما تقدم من آراء فقهية وموقف القوانين موضع البحث يتبين لنا إن التزام الوسيط بتنفيذ العملية (الصفقة) لمصلحة مستثمره هو التزام بتحقيق نتيجة وليس التزام بوسيلة لأن مسؤولية الوسيط تتحقق إذا ما اخل بهذا الالتزام وامتنع عن تنفيذ العملية بموجب الاتفاق المبرم بينه وبين المستثمر.

### **ثالثاً - التزام الوسيط بالمحافظة على الأوراق المالية محل الغطاء**

يلقى على عاتق الوسيط بأعباءه بمثابة الدائن المرتهن للأوراق المالية الالتزام في المحافظة على محل الغطاء ، إذ نصت المادة 1/1338 من القانون المدني العراقي على أنه "على المرتهن أن يبذل في حفظ المرهون رهناً حيازياً وصيانته من العناية ما يبذله الشخص المعتاد، وأن يقوم

(1) المادة (3) من ملحقات اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي المصري رقم 93 لسنة 2000.

(2) د.صلاح امين ابو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006، ص 68.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

بالنفقات اللازمة لحفظه، وأن يدفع ما يستحق عليه من ضرائب وتكاليف على أن يرجع بذلك على الراهن. وهو مسؤول عن هلاكه كلاً أو بعضاً، ما لم يثبت أن ذلك يرجع لسبب أجنبي لا يد له فيه<sup>(1)</sup>.

هذا وقد نص قانون التجارة العراقي رقم 30 لسنة 1984 في المادة (191) منه على أنه ( على الدائن المرتهن أن يستعمل لحساب المدين جميع الحقوق والإجراءات المتعلقة بالمرهون وإن يقبض قيمته وأرباحه وفوائده وغير ذلك من المبالغ الناتجة منه على أن يخصم ما يقبضه من الدين الموثق بالرهن ) .

وبالنسبة إلى المشرع المصري فقد نص في قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999 بالمادة ( 125 ) منه على أنه ( على الدائن أن يقوم بجميع التدابير والإجراءات اللازمة للمحافظة على الشيء المرهون وصيانته ... ) .

من خلال تركيز النظر في النصوص سابقة الذكر يتبين بأن التزام الوسيط في المحافظة على الأوراق المالية لا يقتصر على الشكل المادي للأوراق فقط من الضياع أو التلف ، وذلك لأن هذه المهمة هي من اختصاص جهة (الإيداع المركزي ) في سوق الأوراق المالية فعندما يتم ايداع الأوراق المالية في حساباتها تلتزم هذه بالمحافظة على الأوراق المالية المودعة لديها ، فنجدها تلتزم بحفظ هذه الأوراق والتي تعد محل التداول من السرقة والهالك و الفقد وغيرها من المخاطر التي تتعرض لها عمليات التداول خاصة مع زيادة الأوراق المالية بشكل كبير، فكل هذه الأمور جعلت من جهة الإيداع والحفظ المركزي جهة ضروريةً لضمان سهولة التعامل داخل الأسواق المالية. وأن عملية حفظ الأوراق المالية التي تم ايداعها لا يقتصر فقط على الدعامات المادية فقط وإنما يمتد نطاق الشهادة الواحدة التي تقدم عند كل اصدار، وكذلك يشمل النطاق القيود الحسابية التي حلت محل الأوراق المالية لأن جهة الإيداع المركزي هي من تتكفل بحفظ هذه القيود من المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية<sup>(2)</sup>.

(1) كما نص المشرع الإماراتي في قانون المعاملات التجارية الإماراتي رقم 18 لسنة 1993 بالمادة 168 منه على أن ( يلتزم الدائن المرتهن باتخاذ الوسائل القانونية اللازمة للمحافظة على الشيء المرهون وصيانته ، وإذا كان الشيء ورقة تجارية فعليه عند حلول الأجل أن يقوم بالإجراءات اللازمة لحماية الحق الثابت فيها واستيفائه ويكون الراهن ملزماً بجميع المصرفيات التي ينفقها الدائن المرتهن في هذا السبيل ) .

(2) د.عمر ناطق الحمداني ، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2011 ، ص277.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

أما عن الموقف التشريعي من حفظ الأوراق المالية بواسطة جهة الإيداع، ففي الوقت الذي نجد فيه إن القانون العراقي لم يسند مهمة الحفظ إلى مركز الإيداع العراقي، فهو لم يشير إلى ذلك في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية، ولا في النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة لسنة 2007 .

أما بالنسبة إلى الواقع العملي فأن مركز الإيداع العراقي يمارس عملية الحفظ لأن من المنطق بعد كل عملية إيداع للأوراق المالية يتبعها تسليم للأوراق المالية إلى مركز الإيداع فيتولى المركز حفظها لديه مع القيود الحسابية التي حلت محل الأوراق المالية المادية<sup>(1)</sup>.

وعلى الخلاف من ذلك نجد أن المشرع المصري قد نص بشكل صريح على حفظ الأوراق المالية من قبل (شركة الإيداع المركزي)، في قانون الإيداع والقيود المركزي المصري رقم (93) لسنة 2000 المعدل في المادة (2) منه على أنه ( يقصد بنشاط الإيداع المركزي هو كل نشاط يتناول إيداع الأوراق المالية وحفظها وإجراءات المقاصة وتسوية المراكز الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفترى بما في ذلك 1- حفظ الأوراق المالية لدى الشركة أو إحدى الجهات المرخص لها ذلك.....).

فضلاً عن ما أشارت إليه المادة 6 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي المصري إلى حفظ الأوراق المالية إذ أشارت إلى أنه ( تحتفظ الشركة بصكوك الأوراق المالية المودعة لديها في أماكن معده لذلك سواء في خزانتها أم في خزانة لدى الغير، وعلى الشركة وضع النظم اللازمة لذلك ).

عليه ومن خلال ما تقدم فيترتب على الوسيط بإعتباره الدائن المرتهن للغطاء بالمحافظة عليه ليس من الضياع أو التلف فقط كون هذه مهمة الإيداع المركزي وإنما التزام الوسيط يكون في المحافظة على الحقوق الثابتة فيه وأن يبذل في سبيل الحفاظ على الحقوق الثابتة فيه عناية الشخص المعتاد<sup>(2)</sup>.

ومن لوازم الحفظ أنه على الوسيط أن يعيد تقييم الأوراق المالية محل الغطاء في نهاية كل يوم وفقاً لقيمتها السوقية، فإذا تبين لديها أن هناك انخفاض في القيمة السوقية لهذا الغطاء تلتزم بتبليغ المستثمر عن هذا النقص<sup>(3)</sup>، والذي يعمد بدوره إلى إعادة الغطاء إلى النسبة المقررة له إذا ما

(1) حيدر فاضل حمد الدهان، مصدر سابق، ص151.

(2) تامر لطفي صبري أحمد، مصدر سابق، ص185.

(3) المادة ( 1/8 ) من قرار مجلس إدارة الهيئة المصرية رقم (67) لسنة 2014 بشأن تنظيم المزاول شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش .

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

انخفض عنها ، فضلاً عن التزامها بتقديم كشف حساب شهري للمستثمر يبين حركة التداول للأوراق المالية الممولة ونسبة ملكية المستثمر في هذا الحساب (1) .

### رابعاً- التزام الوسيط بفتح حساب بإسم المستثمر

يلتزم الوسيط بموجب عقد الوساطة الذي أبرمه مع المستثمر بفتح حساب له ، يتضمن طبيعة التعامل بينهم، وذلك وفق نماذج معدة من قبل الوسيط ، حيث يرسل الوسيط هذه الاتفاقية إلى هيئة الأوراق المالية ، ويتضمن هذا الاتفاق جملة من البيانات ومنها : بيانات شخصية بالمستثمر وتشمل (الاسم الرباعي للمستثمر، ومهنته ، ورقمه الوطني،.....) وبيانات خاصة بإسماء وصفات من يمتلكون حق التوقيع بالنيابة عن المستثمر أو تمثيله لدى الوسيط في حال اذا ما كان المستثمر (المستثمر) شخص معنوي ، إذ إن للتوقيع أهمية كبيرة لدى الوسيط لأنه عندما يتولى عملية التداول يكون بالاستناد إلى الأمر الصادر من المستثمر والمذيل بتوقيعه أو توقيع ممثله القانوني أو النائب عنه(2) .

ويلتزم الوسيط عند فتح الحساب ببيان أهداف المستثمر الاستثمارية فيما اذا ما كانت تتعلق بالأوراق المالية عالية المخاطر كأسهم الشركة الصناعية والتكنولوجية ، أم بالتعامل بالأوراق قليلة المخاطر (السندات)، مما يساعدها ذلك على معرفة الأهداف الاستثمارية التي يقصدها المستثمر من عمليات الشراء والبيع داخل سوق الأوراق المالية (3) .

وعلى الرغم من عدم نص المشرع العراقي صراحة على التزام الوسيط بفتح حساب لعملائه ، إلا أن ذلك لا يخل بثبوت هذا الالتزام على عاتق الوسطاء المرخص لهم العمل في سوق الأوراق المالية ، خاصة أننا نجد أن القانون المؤقت والتعليمات التنظيمية للتداول تلقي على عاتق الوسيط الكثير من الواجبات ذات الصلة كإلزامه بتقديم كشف حساب للمستثمر (4) ، إضافةً إلى تقديم دفاتر ومستندات للمستثمر ليطلع عليها متى طلب ذلك منه ، مع التزامه بأشعار المستثمر بالتغيرات الجوهرية التي تطرأ على محفظته المالية(5) .

بينما نجد أن المشرع المصري قد فرض هذا الالتزام صراحة على عاتق الوسيط المرخص له في سوق الأوراق المالية المصري ، بالأخص عند بداية تعاملها مع أحد المستثمرين ، إذ يلتزم الوسيط

(1) ياسر احمد عبد محمد، مصدر سابق، ص168.

(2) محمد يوسف ياسين، مصدر سابق، ص56.

(3) توجان فيصل الشريده، مصدر سابق، ص208.

(4) المادة(6/ب)من تعليمات التداول لسنة 2015.

(5) المادة(9)من القسم الخامس من القانون المؤقت لأسواق المال لسنة 2004.

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

بفتح حساب لمستثمره يبتدى بتوقيع عقد الوساطة يبين فيه حقوق المستثمر والتزاماته وكذلك حقوقه والتزاماته ،فقد نص في المادة ( 256 ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي تقضي بأنه ( تلزم الشركة باتفاق فتح حساب مع كل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل وجميع التزامات وحقوق الطرفين ... على أن يتضمن فضلاً عن البيانات الواردة في المادة 229 ما يلي :

1 – التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية بإسم ولحساب المستثمر).

أما فيما يتعلق بأنواع حسابات المستثمرين التي يتم فتحها عند الوسيط ،فيتم الأمر من خلال توجيه هذا الأخير مجموعة من الأسئلة لمستثمره من أجل تحديد نوعية الحساب الملائم له ، وعادةً ما تتعلق هذه الأسئلة بأهداف المستثمر الاستثمارية ،ومدى ثقافته بمجال التجارة بصورة عامة ،وبالتعامل في الأوراق المالية بصورة خاصة ، وبذلك يقوم الوسيط بفتح الحساب لمستثمره على وفق النوع الذي يفضله أو يجده ملائم لأهدافه الاستثمارية على النحو الآتي:

### 1- الحساب النقدي

الحساب الأكثر شيوعاً ،والذي يقوم المستثمر من خلاله بتسييد قيمة الأوراق المالية المشتريات و استحصال قيمة الأوراق المالية المباعة نقداً ،هذا ويحصل المستثمر على وصل من قبل الوسيط كمقابل للمبالغ التي يضعها في هذا الحساب ،فضلاً عن حصوله على تعهد بتسليم الأوراق المالية المشتريات في المواعيد المحددة لها ،على اساس النظام المعمول به عند انتهاء عمليات التسوية من قبل مركز أيداع الأوراق المالية<sup>(1)</sup> .

### 2- حساب الهامش

وهو حساب خاص بالمستثمر لدى الوسيط لغرض التمويل على الهامش وذلك وفق اتفاقية بين الطرفين<sup>(2)</sup> .

وقد اختلف الشراح حول هذا الالتزام فالبعض منهم يرى أن هذا الالتزام من الألتزامات التي تقع على عاتق المستثمر<sup>(3)</sup> .

(1) د.أحمد بن عبد الله بن صالح الخميس، منازعات الوسيط و المستثمر في تداول الأوراق المالية ،ط1،مكتبة القانون والأقتصاد،الرياض،2013،ص27.

(2) وليد مروان عليان ، اثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا،2009، ص8.

(3) محمد عثمان شبير ، المتاجرة بالهامش والأحكام المتعلقة بها في الفقه الإسلامي ، ص26 ، بحث منشور على الرابط التالي :

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

في حين إن هناك من يرى بأنه من التزامات الوسيط<sup>(1)</sup>، ونحن نذهب مع الاتجاه الأخير على اعتبار إن الغاية من هذا الحساب هو أيداع الغطاء لدى الوسيط وعندما كان الغطاء ليس إلا ضمان يقدمه المستثمر للوسيط. ومن ثم فإن التزام المستثمر يقتصر على وضع هذا الغطاء في الحساب الذي يفتحه الوسيط له.

وقد حسمت التشريعات المقارنة هذا الاختلاف حول الشخص الملتزم بفتح هذا الحساب وعدته الوسيط، وهذا ما نصت عليه المادة(4) من قرار مجلس إدارة الهيئة المصري (رقم 67) لسنة (2014) المتعلق بتنظيم مزاوله شركات الوساطة وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش ( تلتزم شركة الوساطة في الأوراق المالية أو أمناء الحفظ الحاصلين على موافقة الهيئة بمزاوله عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش بما يلي: .../ د) إمساك دفاتر وحسابات مستقلة لتسجيل عمليات الشراء بالهامش ) ، ومن الملاحظ على هذا النص انه لم يحدد الوسطاء وأمناء الحفظ بفتح حساب محدد مما يدل على إنها ملزمة بفتح أكثر من حساب لصالح المستثمر.

وكذلك بالنسبة إلى المشرع الكويتي والذي عد هذا الالتزام من ضمن الألتزامات التي تلقى على عاتق الوسيط في التعامل بالهامش إذ نص على أنه يلتزم مقدم خدمة التداول بالهامش بما يلي:(فتح حساب التداول بالهامش لمستثمره الراغب في الحصول على هذه الخدمة، مع مراعاة فصل هذا الحساب عن الحسابات الأخرى للمستثمر)<sup>(2)</sup>. وفي ذلك اشارة واضحة إلى إن الشخص الملتزم بفتح الحساب هو الوسيط وليس المستثمر.

وفي مقابل ذلك نجد أن المشرع العراقي وان لم ينظم عمليات الشراء بالهامش الا انه اشار إلى هذه الألتزام في حساب التداول بشكل عام إذ جعل هذا الألتزام من ضمن الألتزامات التي تلقى على عاتق الوسيط وكما تم الإشارة إليه سابقاً .

كذلك حمزة بن حسين الفهر الشريف ، الأحكام الشرعية لتجارة الهامش ، ص9، بحث مقدم للدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي ، منشور على الموقع الإلكتروني التالي :

<https://iefpedia.com/arab/?p=660>

تم دخول على الرابط بتاريخ 2021/7/26.

(1) موفق خالد إبراهيم ، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية ( دراسة تحليلية مقارنة ) ، بدون طبعة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2014 ، ص 178.

(2) المادة (8-15) من قرار هيئة أسواق المال الكويتية رقم(53) لسنة 2021 بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاتها وذلك لغرض تنظيم التداول بالهامش..

## الفرع الثاني

### التزامات المستثمر

إن الالتزام الرئيسي للمستثمر هو تقديم الغطاء وقد تناولنا هذا الالتزام في ثنايا هذه الرسالة فلا مبرر للتكرار لذا سوف نقصر على التزامه في المحافظة على نسبة الغطاء، والتزامه بضمان سلامة هذا الغطاء، ومن أجل أيضاً ذلك سنقسم هذا الفرع إلى فقرتين على الشكل الآتي :

#### أولاً- التزام المستثمر بالمحافظة على نسبة الغطاء

إن التغير اليومي للأسعار في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى إيجاد فوارق بين مقدار الغطاء المودع فعلاً عند فتح حساب به لدى الوسيط والمقدار المطلوب للغطاء عند إجراء التسوية اليومية<sup>(1)</sup>. وبما أن أسعار الأوراق المالية عرضة لتقلبات السوق ارتفاعاً أو انخفاضاً ، فإن قيمة الغطاء ستتغير تبعاً لذلك ، ففي حال ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية محل التداول ، فإن المستثمر يكون مخير بين أن يقوم بسحب جزء من هذا الغطاء المبدئي الذي سبق وأن قام بدفعه مقدماً للوسيط ، أو أن يصدر أمراً لهذا الأخير بزيادة الأوراق المالية المشتراة لحسابه<sup>(2)</sup>.

ولا توجد أدنى مشكلة في حالة الأرتفاع ، ولكن المشكلة تكمن في حالة إذا ما انخفضت هذه النسبة لأن انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة ، يسبب في انخفاض نسبة الغطاء المبدئية، مما يؤدي إلى انخفاض الضمان الذي يتمتع به الوسيط<sup>(3)</sup>.

وبما إن نسبة هذا الغطاء تكون عرضة للتغير فيما بعد على حسب اتجاهات السوق ، ومن أجل حماية الوسيط من هذه التقلبات في القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة يطلب من المستثمرين (المستثمرين) أن يحافظوا على مستوى معين من الغطاء ( حد أدنى) ويعرف هذا المستوى بإسم هامش الصيانة في مجال التعامل بالهامش<sup>(4)</sup>.

ففي عمليات الشراء بالهامش فإن انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للغطاء لا يخلو من أحد الاحتمالين :

- 
- (1) إسماعيل عبد العال ، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2007-2008 ، ص 477.
  - (2) محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، ط1، مركز الدراسات العربية، مصر، 2019، ص112.
  - (3) د. طاهر شوقي مؤمن ، مصدر سابق ، ص 200.
  - (4) د. مبارك بن سليمان آل سليمان ، مصدر سابق ، ص 689 .



## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

1- أن يكون هذا الانخفاض عرضياً ووقتياً ولم يصل إلى حد أن تنخفض النسبة الحقيقية للضمان إلى مستوى أقل من هامش الصيانة ، وهذا يعني أن الضمان الحقيقي أقل من متطلبات الضمان المبدئي ولكنه أعلى من هامش الصيانة ، وفي ذلك سيصنف حساب المستثمر ضمن الحسابات المقيدة، أي ان المستثمر سيمنع من اجراء أي عملية كما في حالة السحب النقدي والتي يترتب عليها تخفيض النسبة المطلوبة للضمان (1) .

2- أن يكون هذا الانخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية مستمراً ، مما يؤدي إلى ان يصبح الضمان المطلوب (الهامش الحقيقي ) أقل من هامش الصيانة ، ويكون الحساب في هذه الحالة قاصراً هامشياً، وهذا ما يدفع الوسيط إلى المطالبة بزيادة قيمة الضمان من أجل الوصول إلى الحد الأدنى من هامش الصيانة(2) .

هذا وتجدر الإشارة إلى إن نسبة هامش الصيانة تختلف من دولة لأخرى ، فنجد انه في مصر قدر هامش الصيانة في اول الأمر بنسبة(35%) من القيمة السوقية للأوراق المالية محل التداول بالهامش(3) .

إلا أن هذه النسبة قد خضعت للتعديل أكثر من مرة (4) ، إلى إن حددت بالوقت الحالي بنسبة(4%) من القيمة السوقية للأوراق و(15%) بالنسبة إلى السندات الحكومية(5) .

أما المشرع الكويتي فقد حدد نسبة هامش الصيانة بنسبة (25%) كحد أدنى من القيمة السوقية للأسهم المشتريات في حساب التداول بالهامش ، هذا وقد تطلب بعض الشركات هامش أعلى يتم الاتفاق عليه ضمن اتفاقيات التداول بالهامش المبرمة مع المستثمر (6) .

(1) محمد عبد المقصود محمد غانم ، مصدر سابق ، ص115

(2) ياسر احمد عبد محمد، مصدر سابق ، 161.

(3) المادة (297) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 ، مضافة بموجب قرار وزير الصناعة والتجارة رقم 553 لسنة 2002 .

(4) عدلت بموجب قرار الاستثمار رقم 192 لسنة 2005 . ثم عدلت بعد ذلك بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 84 لسنة 2007 . ثم قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 345 لسنة 2011 ، وأخيراً تعديل بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 22 لسنة 2014 .

(5) المادة (1/8) من قرار مجلس إدارة الهيئة المصرية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2015/4/27 بشأن تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش .

(6) المادة (8-16-2) من قرار هيئة أسواق المال الكويتية رقم(53) لسنة 2021 بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاتها وذلك لغرض تنظيم التداول بالهامش.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

أما بالنسبة الى عمليات التعامل بالخيار والتي هي أكثر عرضة للتغير اليومي في الأسعار إذ تؤدي إلى إيجاد فارق بين مقدار الغطاء المودع فعلا عند فتح حساب به لدى الوسيط ومقدار الغطاء المطلوب عند إجراء التسوية اليومية ، ففي عقد خيار الشراء مثلاً يمثل ارتفاع أسعار الأسهم التي يرد عليها الخيار خسارة للمُحرر الذي يلتزم بإيداع ضمانات مالية أخرى ليصل الغطاء المودع إلى مستوى الغطاء المطلوب في يوم التسوية<sup>(1)</sup>، والتي تتم بشكل يومي لعقد الخيار المتداول في السوق ، فان غرفة المقاصة تتولى مهمة رصد ومقارنة قيمة الخيارات المصدرة مع الضمان النقدي المودع لديها، و من ثم تقوم بإجراء تسوية بين القيمتين (القيمة المودعة فعلا والقيمة الفعلية ليوم التداول ) عند نهاية يوم التداول الأول التالي ليوم إصدار عقد الخيار<sup>(2)</sup>.

وبعبارة أخرى لا بد أن تبقى قيمة الضمان النقدي 8% من قيمة الأسهم التي صدرت الخيارات بشأنها في عقد الخيار، فإن كانت قيمة الخيارات المباعة أعلى من قيمة الضمان النقدي ،فعلى مُحرر الخيار تسديد الفارق بين القيمتين، وعلى العكس في حالة كون قيمة الخيارات المباعة أقل من الضمان النقدي فإن الفرق بين القيمتين سينقل تلقائياً إلى حساب مُحرر الخيار، وهذا ما قرره المشرع الكويتي إذ نص على أنه (على مصدر الخيار... أن يودع الضمانات التالية لدى الشركة الكويتية للمقاصة والتي تقوم بدورها بإعلام إدارة السوق باستلامها... ضمانات نقدية خلال دورة تداول الخيارات، و يجب أن يحافظ مصدر الخيار على ضمان نقدي يساوي 8% من قيمة الأسهم الخاصة بالخيارات عند تاريخ الإصدار يودع لدى شركة المقاصة ،فعند نهاية يوم التداول الأول الذي يلي الإصدار تقوم شركة المقاصة برصد ومقارنة قيمة إجمالي الخيارات المصدرة مع ضمان مصدر الخيار النقدي المودع لديها و تتم تسوية الفارق ، فإذا كانت قيمة الخيارات المباعة أكثر من الضمان النقدي، يقوم مُصدّر الخيار بتسديد الفارق ، وإذا كانت قيمة الخيارات المباعة أقل من الضمان النقدي ، ينقل الفارق تلقائياً إلى حساب مُصدّر الخيار)<sup>(3)</sup>.

أما عن الأثر المترتب على عدم قيام المُحرر بتسديد هذه المبالغ الإضافية ،فيتمثل بقيام الوسيط بإغلاق مركز المُحرر (أي تسوية مركزه المالي) خلال سبعة أيام عمل من تاريخ التداول، وذلك

(1) إسماعيل عبد العال السيد ، مصدر سابق ، ص 477.

(2) سماح حسين علي ، مصدر سابق ، ص 166-167.

(3) المادة/15 من لوائح تداول الخيار الكويتي.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

لوقف الخسائر المترتبة على تغير الأسعار بغير مصلحة المُحرر<sup>(1)</sup>، وبذلك يتم تعديل مقدار هذا الغطاء على ضوء تغير الأسعار في السوق.

إن المشرع العراقي لم ينظم مثل هذه الضمانات سواء أكانت عينية أم نقدية فإننا نقترح عليه عند تنظيمه لعقود الخيار في سوق الأوراق المالية، أن يحذو حذو المشرع الكويتي وذلك بمطالبة المُحرر(المستثمر) بتقديم الضمانات النقدية و العينية وأن يكون الغطاء النقدي محدد المقدار ولا يختلف من وسيط لآخر وعدم إصدار عقد خيار غير مغطى.

### ثانياً- التزام المستثمر بضمان سلامة الغطاء

أن قيام المستثمر برهن الأوراق المالية محل الغطاء لصالح الوسيط ، يقع على عاتقه ووفقاً للقواعد العامة، ضمان سلامة هذا الرهن المقدم من قبله<sup>(2)</sup> ، أي بعدم إتيان أي عمل من شأنه المساس بسلامة هذا الغطاء<sup>(3)</sup> ، فليس للمستثمر أن يأتي عملاً ينقص من قيمة هذا الغطاء أو يحول دون استعمال الوسيط لحقوقه على هذه الأوراق ، فيمتنع على المستثمر ، مثلاً أن يبيري الجهة المصدرة للأوراق المالية المرهونة من الدين الذي بذمتها بموجب هذه الأوراق ما لم يوافق الوسيط ( الدائن المرتهن) على ذلك ، كما ليس للمستثمر أن يتنازل عن الفوائد التي تنتجها الأوراق المالية المرهونة أو ينقص منها أو غير ذلك من التصرفات التي تضر حقوق الوسيط<sup>(4)</sup>. وإن الغرض من فرض هذا الالتزام هو بقاء الشيء المرهون محتفظاً بالقيمة التي كان عليها وقت تقديمه للرهن،

(1)Robert P.Rittereiser, Margin Regulations & practices, 2ed, Edition, New York institute of Finance, p17.

(2) د.رمضان محمد أبو السعود ومحمد محمود زهران ، التأمينات الشخصية والعينية ، بدون طبعة ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 ، ص492 .

(3) د.محمد شكري سرور ، محاولة لتأصيل أحكام الكفالة العينية ، بدون طبعة، دار الفكر العربي ، مصر ، 1987، ص20.

(4) المادة (1335) من القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 التي نصت على أنه ( يضمن الراهن في الرهن الحيازي سلامة الرهن ، وليس له أن يأتي عملاً ينقص من قيمة المرهون أو يحول دون استعمال المرتهن لحقوقه ). كذلك نصت المادة (1101) من القانون المدني المصري رقم (131) لسنة 1948 على أنه ( يضمن الراهن سلامة الرهن ونفاذه ، وليس له أن يأتي عملاً ينقص من قيمة الشيء المرهون أو يحول دون استعمال الدائن المرتهن لحقوقه المستمدة من العقد ) .

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

فيستطيع الدائن (المرتهن) اللجوء إلى المال المرهون لأستيفاء حقه منه إذا ما أخل المدين بالتزاماته<sup>(1)</sup>.

وقد تطرق القانون المدني العراقي إلى هذا الالتزام في المادة (1/1296) منه ( يضمن الراهن في الرهن التأميني سلامة الرهن وللمرتهن أن يعترض على كل عمل من شأنه إنقاص ضمانه)<sup>(2)</sup>. وهذا ما اشار اليه أيضًا في المادة (1335) من الرهن الحيازي ( يضمن الراهن في الرهن الحيازي سلامة الرهن وليس له أن يأتي عملاً ينقص من قيمة المرهون أو يحول دون استعمال المرتهن لحقوقه)<sup>(3)</sup>، حسناً فعل المشرع إذ استعمل عبارة سلامة الرهن لأنه يتسع ليشمل ضمان سلامة المال المرهون نفسه، وضمن السلامة لحق الرهن وعدم الانتقاص من الحقوق التي يعطيها للمرتهن<sup>(4)</sup>.

وَمِمَّا يجب الإشارة إليه أن المساس بسلامة الرهن قد تتحقق في حال هلاك المرهون أو نقصانه ولا يقصد بالهلاك هنا الهلاك المادي فقط بل يشمل كل ما يؤدي إلى خروج المرهون كله أو بعضه من ضمان المرتهن وإن كان ذلك راجع للتصرف القانوني<sup>(5)</sup>.

وأساس التزام الراهن بالضمان هو أن هذا الأخير يحتفظ بملكية المرهون ومن ثم فهو يباشر عليه كافة السلطات التي يخولها له هذا الحق لذا كان لا بد من الحد من هذه السلطة في الحدود التي تتعارض به مع الضمان الخاص الذي تم تقريره إلى الدائن المرتهن<sup>(6)</sup>.

إذ إنّ الهدف من الرهن (الغطاء) هو توفير ضمان للوسيط(الدائن) يمكنه من ضمان حقه عند عدم وفاء المستثمر(المدين) بالتزاماته عند حلول أجلها لذا كان لا بد أن يفرض على هذا الأخير التزام في المحافظة على سلامة الشيء المرهون وهو في هذا الفرض متمثل بالغطاء، ومن ثم

(1) د. جابر محجوب علي و فايز الكندري ، التأمينات العينية في القانون الكويتي ، بدون طبعة ، جامعة الكويت، 2004 ، ص 135 .

(2) أمّا القوانين موضوع المقارنة فإنّ نص المادة (1296) من القانون المدني العراقي تقابل كل من نص المادة (1047) من القانون المدني المصري والمادة (1337) والمادة (987) من القانون المدني الكويتي .

(3) وتقابلها في القوانين المقارنة المواد (1101) من القانون المدني المصري والمادة (1035) من القانون المدني الكويتي .

(4) د. همام محمود زهران ، التأمينات العينية والشخصية ، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2004 ، ص 465.

(5) د. سمير عبد السيد تناغو ، التأمينات العينية ، بدون طبعة ، مطبعة المعارف ، الإسكندرية ، 2000 ، ص 113 .

(6) د. شمس الدين الوكيل ، نظرية التأمينات في القانون المدني ، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1959 ، ص 229 .

## الفصل الثاني ..... أثر الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

على المستثمر الالتزام بالامتناع عن كل ما من شأنه الأضرار بهذا الضمان وتعريض حقوق الوسيط (المرتهن) للخطر.

### المبحث الثاني

#### الأثار المترتبة على الأخلال بتقديم الغطاء في سوق الأوراق المالية

إن أي أخلال بالالتزام سواء أكان مصدره العقد أم القانون يترتب عليه مسؤولية الطرف المخل بذلك الالتزام. وبالنسبة إلى الغطاء فإن الأخلال الصادر من طرفيه يترتب عليه مجموعة من الأثار فعندما كان الوسيط ملزم بطلب الغطاء من المستثمر من أجل الحصول عليه إذ إن هذا الأخير لا يعمد إلى تقديمه من تلقاء نفسه، ومن ثم فإن أخلال الوسيط بهذا الالتزام، دليل على أخلاله بواجبه تجاه المستثمر بالأعلام والتبصير بخطورة العمليات غير المغطاة وبالالتزامه بالتأكد من ملائمة المستثمر وقدرته على الوفاء بالتزاماته ومن ثم تحقق مسؤوليته مما يكون مدعاة إلى فرض الجزاء المناسب عليه هذا من جانب الوسيط .

اما المستثمر فإن لعدم قيامه بمعالجة النقص الحاصل في نسبة الغطاء سيدفع الوسيط إلى العمل على تصفية مركزه القانوني، وكذلك التنفيذ على الغطاء في حال أمتنع عن الوفاء بالتزاماته المترتبة عن عقد الوساطة .

ومن أجل التعرف على كل تلك الأثار سنعمد إلى تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين نتناول في الأول منه جزاء أخلال الوسيط بطلب الغطاء ، وفي المطلب الثاني سنتطرق إلى جزاء أخلال المستثمر بتقديم الغطاء

### المطلب الأول

#### أثر أخلال الوسيط بطلب الغطاء

لما كان تقديم الغطاء يفرض على الوسيط التزام قانوني الا وهو طلب الغطاء من المستثمر فالمستثمر لا يعمد إلى تقديمه من تلقاء نفسه انما يكون ذلك بطلب من الوسيط ومن ثم فإن امتناع الوسيط عن طلب الغطاء يعد مخلا بهذا الالتزام القانوني ويترتب على هذا الأخلال فرض الجزاء سواء كان جزاء تأديبي من قبل سوق الأوراق المالية وذلك في حال أي أخلال بالتزاماته والتي تلحق الضرر بالمستثمر والتي يكون من شأنها الإساءة إلى سمعة السوق وكذلك بالثقة المطلوبة في تعاملات السوق، أم الجزاء المدني والذي عادة ما يفرض من قبل القضاء المدني وهذا ما سنتطرق اليه في الفرعين الآتيين :

### الفرع الأول

#### الجزء القانوني المترتب على الأخلال بطلب الغطاء

للجزاء القانوني الذي يتم فرضه من قبل السوق على الوسيط أثر هام في حماية التعاملات التي تجرى داخل السوق المالية، والحفاظ على الثقة الواجب توفرها في تعاملاته اليومية إذ إن المساس بتلك الثقة ستعمل إلى عرقلة سير عمليات السوق وتحد من تطوره، لذا نجد أن أغلب قوانين أسواق الأوراق المالية تعمل على فرض الجزاء القانوني والذي يكون بصور متعددة والتي تقف إلى جانب عمل القضاء إذ إن لهذا الجزاء فاعلية أكبر في توفير الحماية للمتعاملين بالسوق على اعتبار إن اللجنة التي تعمل على فرض هذا الجزاء منبثقة عن السوق ومن ثم فهي أكثر معرفة من غيرها بالجزاء المناسب للأخلال والذي سيكون له أثر في إعادة الثقة المطلوبة للتداول<sup>(1)</sup>.

ففي القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية نجد أنه قد أعطى هذه المهمة إلى (لجنة إدارة الأعمال)<sup>(2)</sup>، حيث يتم تعيين أعضاء لجنة إدارة الأعمال ( اللجنة الانضباطية) من مجلس المحافظين ، والتي تتألف من الصناع وأعضاء عموميين ويكون رئيسها هو المنظم الرئيس لسوق الأوراق المالية أو مندوب المنظم الرئيس<sup>(3)</sup>.

وقد فوضت تعليمات توقف وإيقاف وشطب شركات الوساطة رقم ( 5 ) لسنة 2008 المعدلة المدير التنفيذي للسوق حق فرض جزاءات إنضباطية على الوسيط المخالف، وهذه الجزاءات تتمثل في إيقاف الوسيط عن ممارسة نشاط التداول داخل السوق طبقاً للفقرة (2/أ) من التعليمات أعلاه، فضلاً عن سحب خطاب الضمان طبقاً للفقرة ( 2 /ب ) من التعليمات نفسها كما جاءت هذه التعليمات بالتفويض لمجلس المحافظين في السوق لفرض عقوبة إسقاط صفة الوساطة عن الوسيط المخالف وفقاً للفقرة ( 3 /أ) من هذه التعليمات ، وهذا يعني بأن المشرع العراقي قد أعطى الصلاحية في فرض العقوبات الانضباطية بالأصل إلى اللجنة الانضباطية في السوق، إلا أنه سمح للمدير التنفيذي للسوق ومجلس المحافظين في فرض بعض العقوبات على الوسيط في حالات خاصة.

وقد تم تنظيم تعليمات العقوبات الانضباطية في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي في (القسم 11) ، فضلاً عن النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية لسنة 2008 وهناك تعليمات

(1) عقيل فاضل حمد الدهان، الالتزام بالتبصير في عقد الوساطة في سوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، السنة السابعة، العدد2، 2015، ص143.

(2) المادة (7/أ) من القسم 11 من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية .

(3) المادة (2) من القسم 11 من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية .

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

لتوقف وايفاف وشطب شركات الوساطة رقم ( 5 ) لسنة 2008 المعدلة 2010 ، وقد ركزت كل تلك التعليمات على بيان أخلال الوسيط بالتزاماته تجاه السوق والأفضل أن تشمل أخلاله بالتزاماته العقديّة مع المستثمر بشكل عام وأخلاله بأعلام الوسيط بخطورة العمليات غير المغطاة وكذلك أخلاله بالتزامه في المحافظة على الغطاء بشكل خاص .

وفي مصر فإن مخالفة الوسيط لقانون سوق رأس المال المصري أو لائحته التنفيذية أو القرارات الصادرة تنفيذا لهما ، فسيسأل الوسيط أمام رئيس و مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال عن المخالفات التي ارتكبها في سوق رأس المال<sup>(1)</sup>، ويتكون مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال من رئيس الهيئة ونائب رئيس الهيئة ونائب محافظ البنك المركزي ويصدر قرار تعيينهم من رئيس الجمهورية لمدة ثلاث سنوات وأربعة أعضاء من ذوي الخبرة يتم تعيينهم بقرار من رئيس الوزراء لمدة سنتين بناء على اقتراح وزير العدل<sup>(2)</sup>، ويكون لأعضاء مجلس إدارة الهيئة صفة الضبط القضائي في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية<sup>(3)</sup>.

وفي التشريع الفرنسي فإن لجنة العقوبات أو الجزاءات في هيئة الأسواق المالية AFM هي التي تختص بتوقيع العقوبات الانضباطية الواردة في المادة (621- 15 -3) من قانون الأوراق المالية الفرنسي رقم 706 لسنة 2003 بشأن أي مخالفة تقع من مقدمي خدمات الاستثمار أو الأشخاص الذين يمثلونه للقوانين واللوائح المعمول بها في السوق ، وتتكون هذه اللجنة من اثني عشر عضواً ، اثنين مستشارين من مجلس الدولة يتم تعيينهم بوساطة رئيس مجلس الدولة ، اثنين من مستشارين محكمة النقض يتم تعيينهم بوساطة رئيس محكمة النقض ، ستة أعضاء من ذوي المهارات المالية والقانونية والممارسين للاكتتاب العام ويتم تعيينهم بقرار من وزير الاقتصاد ، واثنين يمثلان أصحاب الشركات التي تقدم خدمات للمستثمرين ويتم تعيينهم بقرار من وزير الاقتصاد ، ويتم اختيار رئيس لجنة العقوبات من الأشخاص المذكورين في الفئة الأولى أو الثانية وتكون مدة عضوية أعضاء اللجنة خمس سنوات قابلة للتجديد<sup>(4)</sup> . وتتمثل هذه الجزاءات بالآتي:

(1) د.فحي محمد أنور ، أحكام ومبادئ القانون للمنازعات الاستثمارية والتجارية والتكنولوجية أمام المحاكم

الاقتصادية ، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2010 ، ص 136 .

(2) المادة ( 45 ) من قانون سوق رأس المال المصري.

(3) المادة ( 49 ) قانون سوق رأس المال المصري.

(4) المواد (7- 3 ) من قانون الأوراق المالية الفرنسي رقم 706 لسنة 2003 .

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

### أولاً - الجزاءات العامة

وتتمثل بمجموعة من الجزاءات التي لا تصل إلى حد وقف نشاط الوسيط والتي تتكون من بعض العقوبات المالية وغير المالية التي تهدف إلى تنظيم العمل في سوق الأوراق المالية عن طريق محاسبة الوسيط عن سلوكه السيء ، وتجدر الإشارة إلى إن ايقاع مثل هكذا عقوبات لا يتم إلا في حال سوء نية الوسيط عند أخلاله بالتزاماته تجاه المستثمر أو عند ارتكابه للخطأ الجسيم ، ويمكن حصر تلك العقوبات في سوق العراق للأوراق المالية بالآتي:

1 - التنبيه والإنذار وتبدأ العقوبة الأولى التنبيه وحسب جسامة الخطأ وقد تصل إلى الإنذار وهي خطوات أساسية قبل أن تصل العقوبة إلى وقف عمل الوسيط أو فرض الغرامة المالية وهي وسيلة للتنبيه والتحذير.

2- الغرامات والتخلي عن الأرباح بدون تحديد لمقدار الغرامة المالية والتي يعمد السوق إلى تحديدها على وفق جسامة الخطأ المرتكب من قبل الوسيط والضرر الذي سببه للمستثمر والسوق، فضلا عن أن فكرة إعادة الأرباح أو التخلي عنها تعد عقوبة نصت عليها الفقرة (ج) من المادة (5) من القسم(11) من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية والمادة(5/11/ج) من النظام الداخلي لسوق العراق لعام 2008 من غير تحديد المعنى المقصود منها هل تعني إعادة المبالغ للمستثمر المتضرر أو إنها مثل الغرامات التي تعود للسوق ولخزينة الدولة خاصة قد وردت مع الغرامات في الفقرة ذاتها .

### ثانياً - وقف عمل الوسيط والغاء الترخيص له

هذا النوع من العقوبات تكون أكثر قسوة على الوسيط فهي قد تبدأ بالوقف المؤقت لعمل الوسيط لفترة معينة، أو قد تصل إلى حد إلغاء الترخيص الخاص به للعمل داخل السوق بشكل نهائي وذلك حسب السلوك السيء والذي قد يكون متكررا للوسيط في السوق لما يخل ذلك بالاستقرار و الثقة المطلوبة للعمل في سوق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>، ولم يشر القانون المؤقت و التعليمات الخاصة بسوق العراق إلى أن مثل هذه العقوبة تترتب على أخلال الوسيط بالتزاماته تجاه المستثمر ولكنها أشارت

(1) عقيل فاضل حمد الدهان، التزام الوسيط بالتبصير في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية، مصدر



## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

إلى أن من أسباب إيقاع هذه العقوبة (إذا أخل الوسيط أو أحد موظفيه بأحكام النظام أو مارس سلوكاً لا يتفق ، مع أخلاقيات المهنة)<sup>(1)</sup>.

وبالتأكيد عند أخلال الوسيط بالتزامه بتبصرة المستثمر بخطورة العمليات غير المغطاة أي عدم إعلامه بخطورة العمليات التي يقدم على التعامل بها من دون ان يكون قادر على تغطية تكاليفها ، خاصة إذا قام بذلك عن عمد وسوء نية أو عن إهمال بعد ممارسة السلوك لا يتفق مع أخلاقيات المهنة وقواعدها كون الوسيط كما أسلفنا مهني محترف وكل العقوبات التي تفرضها اللجنة الانضباطية تكون قابلة للاستئناف أمام مجلس المحافظين ومن ثم أمام الهيئة العامة<sup>(2)</sup>.

وبالنسبة إلى التشريع المصري فإن مخالفة الوسيط لقانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو القرارات الصادرة تنفيذاً لها، يتعين إنذاره بإزالة المخالفة خلال مدة معينة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة ، فإذا لم يقم الوسيط بإزالة هذه المخالفة فإنه يجوز وقف نشاطه بقرار مسبق من رئيس الهيئة لمدة لا تتجاوز ( ثلاثين يوماً ) ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة التوقف ، ويسلم القرار إلى الوسيط أو يخطر به بكتاب مصحوب بعلم الوصول ويعلن عن ذلك في صحيفتين يوميتين على نفقة الوسيط ، إذا انتهت هذه المدة من دون قيام الوسيط بإزالة المخالفة التي تم التوقف من أجلها ، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة من أجل اصدار قرار بإلغاء الإجازة<sup>(3)</sup>.

وقد أعطى قانون سوق رأس المال المصري لمجلس إدارة الهيئة في حال قيام خطر يهدد استقرار السوق أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير التي تتمثل بتوجيه إنذار إلى الوسيط بمنعه من مزاوله بعض أو كل الأنشطة المرخصة له بمزاولةها ، ومطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بعودة المجلس إلى الانعقاد من جديد للنظر في أمر المخالفة المنسوبة

(1) المادة 2 / خامساً من تعليمات رقم ( 5 ) الخاصة بتوقف وإيقاف وشطب شركات الوساطة المالية .  
 (2) إذ تنص المادة (7/أ) من القسم 11 من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية على أنه ( قد تستأنف قرارات مجلس الإدارة للأعمال الانضباطية وفقاً لقواعد السوق .  
 وعلى العموم فإن عملية الاستئناف تكون من صلاحية: أ – مجلس المحافظين ، وإذا لم يكن المستأنف مقتنعاً بالقرار ، فيقدم إلى الهيئة) .

(3) إن الجزاءات الانضباطية الواردة في المادة ( 30 ) من قانون سوق رأس المال المصري لم تفرق بين المخالفات من حيث جسامتها ، فليس هناك تدرج في العقوبة ، فهي إما وقف لنشاط الشركة لمدة لا تتجاوز شهراً فإذا لم تقم الشركة بإزالة أسباب المخالفة خلال مدة التوقف يعرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص ، فليس هناك عقوبة وسط بين وقف النشاط لمدة أقصاها شهر وبين إلغاء الترخيص أي زوال الشركة ، وقد لا تتلائم هذه العقوبات في حديها الأدنى والأقصى مع نوع وجسامته المخالفة ، حيدر فاضل حمد الدهان ، مصدر سابق ، ص 145 .

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

إلى الوسيط، تعيين عضو مراقب بمجلس إدارة الشركة، حل مجلس إدارة الشركة وتعيين مفوض لإدارة الشركة تعييناً مؤقتاً لإزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها .

وفي حال ارتكاب المخالفات بوساطة أطراف طبيعيين يمثلون احد شركات الوساطة عند مباشرة عملية التداول بالسوق، فإنه يجوز لإدارة السوق شطب المقيد لديها أو لإدارة الهيئة شطب القيد أو وقفهم ومنعهم من الدخول إلى قاعة التداول، ويجب على الوسيط أن يعين له ممثلاً آخر يمارس مهمته طبقاً للقانون واللوائح المنظمة للعمل في السوق<sup>(1)</sup>، ولا يمكن للوسيط التظلم من العقوبات الصادرة من رئيس ومجلس إدارة الهيئة إمام لجنة التظلمات في سوق رأس المال المصري<sup>(2)</sup> .

وفي التشريع الفرنسي فإن لجنة العقوبات ( Comission des sanctions ) في مجلس الأسواق المالية (AFM) والتي تختص بتوقيع (العقوبات الانضباطية) بشأن أي مخالفة تقع من مقدمي خدمات الاستثمار أو الأشخاص الذين يمثلونه للقوانين واللوائح المعمول بها في السوق إذ يعتمد مجلس الأسواق المالية (AFM) إلى إرسال إخطار إلى الوسيط المخالف ويسلم له مقابل إيصال بالتسلم، ويتم إعلان الشكوى إلى رئيس لجنة العقوبات، ومن حق الوسيط خلال شهر من تحويله إلى رئيس لجنة العقوبات أن يقدم ملاحظاته عن الشكوى التي تم إعلامه بها، وبعد عقد جلسة لجنة العقوبات تتبع فيها إجراءات الخصومة على غرار جلسات المحاكمة العادية وتكون برئاسة احد أعضاء اللجنة أو رئيس اللجنة، يجوز لرئيس الجلسة أن يستمع إلى أقوال من يرى أهمية الاستماع إليه وعند انتهاء الجلسة يتم تدوين كافة إجراءات الجلسة بمعرفة السكرتارية في محضر الجلسة ويوقع عليه من رئيس الجلسة والمقرر والسكرتارية قبل إحالة محضر الاجراءات إلى لجنة العقوبات<sup>(3)</sup> .

وقد نصت المادة (621- 3/15) من قانون الأوراق المالية الفرنسي على الجزاءات التي تقوم هيئة الأسواق المالية بتوقيعها بوساطة لجنة العقوبات أو الجزاءات، وقد فرقت هذه المادة بين الجزاءات على أساس الشخص الموقع عليه الجزاء ممن يندرج تحت البند الخاص بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، فتتراوح الجزاءات التي توقع في هذه الحالة بين التوبيخ و الإنذار والحرمان

(1) د. عبد الحميد ألشواربي، الالتزامات والعقود التجارية، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، بلا سنة نشر، ص 188 .

(2) يتم التظلم في قانون سوق رأس المال المصري وفقاً للمادة (51) منه فقط من القرارات الإدارية التي تصدر من الوزير أو الهيئة العامة في السوق .

(3) المادة (18) من قانون الأوراق المالية الفرنسي رقم 706 لسنة 2003 .

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

الجزئي أو الكامل من ممارسة النشاط بصفة مؤقتة أو دائمة ، فضلاً عما يجوز للجنة الجزاءات توقيعه عليها من غرامات قد تصل إلى حد تغريم الشركة مليون ونصف مليون يورو أو عشرة إضعاف الأرباح غير القانونية التي تكتسبها الشركة من جراء تصرفاتها الغير قانونية<sup>(1)</sup>.

إما إذا كان المخالف من الأشخاص الطبيعيين فعندها تكون الجزاءات تتراوح بين التوبيخ أو الانذار أو حرمانه من ممارسة النشاط بصفة دائمة أو مؤقتة أو سحب الترخيص المهني الخاص به ، فضلاً عن تغريمه بمبلغ (ثلاثمائة ألف يورو) أو (خمسة إضعاف الأرباح) غير القانونية التي تثبت حصوله عليها ، إما إذا كانت المخالفة المنسوبة إليه تنطوي على أعمال احتيال أو تدليس أو تلاعب بالأسعار أو إعطاء بيانات أو معلومات غير صحيحة فتكون الغرامة في هذه الحالات (مليون ونصف المليون يورو) أو (عشرة إضعاف الأرباح) غير القانونية التي تثبت حصوله عليها ويجوز للجنة الجزاءات نشر هذه الجزاءات عن طريق وسائل النشر مثل المجلات و الجرائد المهمة بسوق المال وفق لما تختاره اللجنة<sup>(2)</sup>.

ويمكن الطعن استئنافاً بالقرارات الإدارية والتي الصادرة عن لجنة العقوبات خلال شهرين من تاريخ إعلام المدعى عليه بالقرار أو من تاريخ نشر القرار بالصحف أمام محكمة استئناف باريس ، إذا كان المستأنف شخصاً طبيعياً ، وأمام مجلس الدولة إذا كان المستأنف أحد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية كشركات الاستثمار المالي ، هذا وأن الأحكام التي تصدر عن محكمة استئناف باريس لا يجوز الطعن بها إلا أمام محكمة النقض ، وقد يترتب على استئناف

1 ) Article L621-15 Code monétaire et financier:

Pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11°, 12° et 15° du II de l'article L. 621-9, l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1, 5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés en cas de pratiques mentionnées aux c et d du II ou à 300 000 euros ou au quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas ; les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public؛

(2) الموقع الرسمي للتشريعات الفرنسية <https://www.legifrance.gouv.fr> . تاريخ الزيارة 2022/4/22.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

القرار إما صدور حكم المحكمة الاستئنافية بإلغائه القرار أو تأييده (1) .  
هذا وقد قضت محكمة استئناف باريس بمسؤولية مقدم خدمات الاستثمار (الوسيط) الذي لم يطلب غطاءً كافياً للعمليات الآجلة والتي تتم لحساب المستثمر ، على اعتبار ان الغطاء لا يوفر الحماية للوسيط فقط في ضمان حقه فقط إنما يعمل أيضاً على حماية المستثمر الأمر من المخاطر التي ترتبط بعمليات السوق (2) .

### الفرع الثاني

#### الجزاء المدني المترتب على الأخلال بالالتزام بطلب الغطاء

لكي يستحق الوسيط الجزاء المدني لا بد من تحقق مسؤوليته المدنية والتي تشترط تحقق أركانها الثلاثة أي لا بد من ارتكابه خطأً يوجب تحقق المسؤولية سواء أكان هذا الخطأ قد وقع عمداً أم نتيجة إهمال أو تقصير ، وأن هذا الخطأ قد الحق ضرر للمستثمر المستثمر، ولا يكفي وقوع الخطأ من الوسيط وإحداث ضرراً للمستثمر بل لا بد من وجود علاقة سببية بينهما إذ إن الغرض من فرض الجزاء في حالة الأخلال بالمسؤولية العقدية هو لجبر الضرر وإزالته . فبالنسبة إلى التعويض القضائي باعتباره أحد هذه الجزاءات فيشترط به أن يكون نقدياً إذ تقدر المحكمة التعويض المناسب الذي يستحقه المستثمر من أجل تعويض ما فاتته من كسب و ما لحقه من خسارة ، ومع ذلك فإن جبر الضرر قد يتحقق بموجب التعويض العيني ،ويأخذ هذا الأخير صوراً عدة من أبرزها إعادة الحال إلى ما كان عليه قبل صدور الخطأ من الوسيط ، ففي حال قيام الوسيط المكلف بالشراء بسعر محدد بمخالفة تعليمات المستثمر وذلك بشرائه بسعر أقل فإنه يتحمل فرق السعر (3) .

إلا أن اللجوء إلى هذه الوسائل قد لا يحقق للمستثمر ما كان يرغب به من بيع الأوراق المالية أو شرائها لأن مثل هذه الوسائل تحتاج إلى اللجوء إلى القضاء لإصدار الجزاء المناسب ،ومن ثم اللجوء إلى الجهة المختصة بالتنفيذ وهذا كله يحتاج إلى وقت قد يفقد المستثمر صفقة رابحة ، على اعتبار أن عمليات السوق تتميز بالسرعة والسهولة في الإجراءات (4) .

(1) p 166. Janin (P H) et Mercadal (B)–societes commerciales-editions francis Lefebvre.

(2) د. عبد الله الطائي ،مصدر سابق ، ص 182.

(3) آلآء يعقوب يوسف ، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة كلية الحقوق جامعة النهريين ، المجلد 8 ، العدد 13 ، 2005 ، ص 420 .

(4) احمد محمد اللوزي ، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010 ، ص 155 .

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

أما الجزاءات التي تفرضها القواعد والتعليمات المنظمة لسوق الأوراق المالية في حالة أخلاق الوسيط بالتزاماته العقدية فهي تنحصر بإبطال التصرف القانوني وإلغاء أو التعويض عن الضرر. فقد نص التشريع العراقي على الجزاء المترتب على الوسيط المخالف في حالة إخلاقه بالمسؤولية المدنية وهو بطلان التعاملات والتصرفات المخالفة لقانون السوق ، فقد نصت الفقرة (4) من القسم الثالث من القانون المؤقت على أنه (تكون هنالك سلطة لسوق الأوراق المالية لأبطال أي تعامل في السندات في السوق مخالفاً لهذا القانون وقواعد السوق وقواعد الهيئة) .

بينما ألزمت التعليمات التنظيمية لسنة 2004 الوسيط المخالف والمتسبب في إحداث الضرر للمستثمر التعويض عن الضرر الذي لحق بالمستثمر من جراء مخالفته القواعد والتعليمات المنظمة للعمل في السوق<sup>(1)</sup>. كما أجازت التعليمات ذاتها إلغاء العملية المخالفة للقانون عن طريق إعطاء مدير القاعة الحق في إلغاء العروض إذا كانت الأسعار تشكل انحرافاً عن الأسعار السائدة في السوق وعليه أن يخطر المدير التنفيذي بذلك فوراً<sup>(2)</sup>.

وجاء قانون سوق رأس المال المصري بفرض الجزاءات المدنية على الوسيط المخالف ، إذ أجاز المشرع المصري في قانون سوق رأس المال لرئيس السوق إلغاء الصفقة التي تعقد وتكون مخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم وفق سعر لا مبرر له والتي تهدف إلى التلاعب بالأسعار<sup>(3)</sup>، ويقصد بإلغاء الصفقة إلغاء الاتفاق الذي تمت بموجبه ، وكذلك إلغاء كافة الآثار المترتبة عليها وإعادة الوضع إلى ما كان عليه قبل عقد الصفقة ، إذ تبقى الأوراق المالية ملك لصاحبها الأصلي من دون أن تنتقل إلى ملك المشتري .

وقد أوجب التشريع المصري بطلان العمل المخالف للقانون كأثر حتمي لعدم الأمتثال لأوامره ونواهيته إذ حظر مخالفة أي عضو في السوق للقواعد واللوائح المنظمة لتداول الأوراق المالية ،

(1) نصت المادة (95) من التعليمات التنظيمية لسنة 2004 على أنه (يتحمل البائع أو المشتري أو الوسيط المخالف والمتسبب بأحداث الضرر مسؤولية التعويض بما يترتب من أضرار نتيجة المعاملات المنفذة في السوق وغير القابلة للتسجيل لمخالفتها أحكام قانون الشركات وقانون السوق والقوانين والتشريعات النافذة).

(2) نصت المادة (97) من التعليمات التنظيمية لسنة 2004 على أنه (لمدير القاعة الحق في إلغاء العروض المثبتة على اللوحة إذا كانت تشكل انحرافاً شديداً عن الأسعار السائدة في السوق في تلك الجلسة وعليه أن يخطر المدير التنفيذي بذلك فوراً) .

(3) مظهر فرغلي ، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال ، الطبعة الأولى ، دار النهضة العربية ، القاهرة ،

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

فأن أي عمل يخالف القانون يعد باطلاً لأن قواعد قانون سوق رأس المال تعتبر من القواعد الآمرة والتي لا يجوز مخالفتها ولا يمكن أن يزول هذا البطلان بالإجازة<sup>(1)</sup>.

فضلاً عن ذلك فقد ألزم قانون سوق رأس المال المصري الوسيط الذي أخل بتنفيذ التزامه بتنفيذ عين ما التزم به أو بتعويض المستثمر عن الضرر الذي لحق به ، فقد نصت المادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه (تلتزم شركة السمسرة التي نفذت على خلاف أوامر المستثمر أو على أوراق مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة وألا وجب عليها تعويض المستثمر وذلك دون أخلال بحقها في الرجوع على المتسبب بالتعويض) .

و وفقاً لهذا النص يلتزم الوسيط بتسليم ورقة مالية أخرى إذا نفذت العملية على خلاف أوامر المستثمر وهذا هو (التنفيذ العيني) ، كما أجازت المادة نفسها للمستثمر مطالبة الوسيط بالتعويض عن الضرر الذي لحق به وهذا هو (التنفيذ بمقابل) .

أما المشرع الفرنسي فقد بين بطلان التصرفات إذا تمت بالمخالفة لقواعد إدارة السوق و مخالفة لأحتكار مقدمي الخدمات للخدمات المالية ، وإن هذا البطلان هو بطلان مطلق يرتبط بالنظام العام<sup>(2)</sup>.

وخلاصة القول إن أخلال الوسيط بالتزاماته التي فرضها عليه تقديم الغطاء والتي يكون مصدرها العقد المبرم بين الوسيط والمستثمر يحقق مسؤوليته العقدية التي تفرض عليه جزاءً مدنياً يتمثل ببطلان التصرف القانوني أو إلغاءه أو التعويض عن الضرر .

### **المطلب الثاني**

#### **أثر أخلال المستثمر بتقديم الغطاء**

المستثمر هو الشخص الملتزم بتقديم الغطاء كما وضحنا سابقاً، مما يترتب عليه مجموعة من الآثار ومنها معالجة النقص الحاصل في نسبة الغطاء ، و ان أي إخلال من قبله بذلك سيعطي الحق للوسيط بتصفية المركز القانوني للمستثمر، هذا من جانب، أما من جانب آخر فإن الوسيط عندما يطلب من المستثمر تقديم الغطاء وذلك من أجل معالجة أخلال هذا الأخير بالتزاماته المترتبة عليه ومن ثم فإن بعد تقديم الغطاء وأخلال المستثمر بالتزاماته سيكون هناك ضمان موجود لدى الوسيط ليتمكن من التنفيذ عليه .

(1) حيدر فاضل حمد الدهان ، مصدر سابق ، ص 140 .

(2) Lupiac Thierr , le contrat commercial , gualino editeur , Paris , 2000 , op. 90 .

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

وعلى أساس ذلك سنقسم هذا المطلب إلى فرعين: نتطرق في الفرع الأول إلى الحق بتصفية المركز القانوني للمستثمر، وفي الفرع الثاني سنتعرف على الآلية المعتمدة للتنفيذ على الغطاء المودع (التنفيذ على الغطاء).

### الفرع الأول

#### الحق بتغيير المركز القانوني للمستثمر

يحق للوسيط ان يوقع على اتفاقيات تنص على إعطائه الحق بتغيير المركز القانوني للمستثمر وإنهاء الصفقة، ففي حالة ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية عن النسبة المطلوبة منه والمحددة في العقد وامتناع المستثمر عن معالجة النقص الحاصل في نسبة الضمان ففي هذه الحالة يجوز للوسيط تصفية المركز القانوني للمستثمر<sup>(1)</sup>.

لكن مثل هذا الأجراء يتطلب من الوسيط أولاً أن يعتمد إلى توجيه إشعار إلى المستثمر يطلب من خلاله القيام بمعالجة هذا النقص الحاصل في نسبة الضمان وأرجاعه إلى النسبة المطلوبة منه<sup>(2)</sup>، إذ إن عقد الوساطة يجب ان يتضمن الحالات التي يجوز فيها للوسيط مطالبة المستثمر بضمانات إضافية، والاجراءات التي يستطيع الوسيط أن يتخذها في حال عدم قيام المستثمر بمعالجة النقص الحاصل في نسبة الغطاء<sup>(3)</sup>، ولأن أسعار الأسهم تكون غير ثابتة في سوق الأوراق المالية وعرضة لتقلبات الأسعار لذلك قد تكون نسبة الضمان قليلة في وقت ما إذ ما تم مقارنتها بأسعار الأسهم في وقت اخر، ونظراً لذلك يستطيع الوسيط أن يطلب من المستثمر زيادة نسبة الضمان المودع لدى الوسيط وتسمى هذه الزيادة في أطار العمليات الآجلة بهامش الصيانة، والذي يكون مقرر من أجل معالجة النقص الحاصل في قيمة الضمان المودع<sup>(4)</sup>.

ومن ثم في حالة حدوث انخفاض بنسبة الضمان المودع عن النسب المقررة قانوناً وقام الوسيط بإخطار المستثمر برفع نسبة هذا الضمان ولم يقم المستثمر بذلك، جاز للوسيط تصفية المركز القانوني للمستثمر .

(1) أستاذنا الدكتور عقيل مجيد كاظم السعدي، مصدر سابق، ص 129.

(2) ياسر بن ابراهيم بن محمد الخضيرى، المتاجرة بالهامش في الاسواق المالية، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض قسم الفقه جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية لنيل شهادة الماجستير، المملكة العربية السعودية، 2016، ص 130.

(3) د. عصام احمد البهجي، الدليل القانوني للمستثمر العربي في البورصة، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث للنشر، الاسكندرية، 2010، ص 554.

(4) ياسر احمد عبد محمد، مصدر سابق، ص 120.

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

وبالنسبة إلى موقف القوانين المقارنة من كل ذلك، فنجد إن المشرع الكويتي لم يتعرض إلى الأثر المترتب عن أخلال المستثمر بالتزامه بتقديم الضمان، إلا أنه أوكل مهمة إبلاغ السوق بهذا الأخلال لغرفة المقاصة إذ نص المشرع على أن ( ... تتحقق غرفة المقاصة من مدى التزام صانع السوق بإيداع الأسهم والمبالغ المشار إليها في المواعيد المحددة وتقوم بإخطار السوق عن أي أخلال يقع من صانع السوق بهذا الشأن)<sup>(1)</sup>. بينما نجد إن المشرع المصري أعطى الحق للوسيط ببيع الأوراق المالية في حال انخفاض قيمة الضمان وأمتناع المستثمر عن معالجة النقص عند إخطاره بذلك خلال يومي عمل من إخطاره<sup>(2)</sup>. ومن ثم فإن عدم قيام المستثمر بتقديم المبالغ الإضافية لمعالجة النقص الحاصل في قيمة الغطاء، سيعطي الحق للوسيط بأغلاق مركز المستثمر (تسوية مركزه القانوني) من أجل وقف الخسارة التي تترتب على تغير الأسعار وانخفاض نسبة الضمان<sup>(3)</sup>.

هذا ويجب الإشارة إلى إن حق الوسيط باللجوء إلى التسوية لا يتم بصورة مباشرة فهذا يتطلب منه: أولاً: وجوب إخطار المستثمر بانخفاض نسبة الضمان وكذلك لا يستطيع الوسيط القيام بعمليات التصفية إلا بعد مرور مدة معينة وهي تختلف من قانون إلى آخر ففي إلى القانون المصري نجد أنه قد حددها في المادة (8) من قرار مجلس إدارة الهيئة المصرية رقم (67) لسنة 2014م (بيومي عمل من تاريخ الاخطار )

ثانياً- يتوجب على الوسيط أن يتولى بنفسه تغير المركز القانوني لمستثمره.

### الفرع الثاني

#### التنفيذ على الغطاء

لما كان الغطاء بمثابة الرهن لدى الوسيط ، فإن من حق هذا الأخير التنفيذ على هذا الغطاء كلما أمتنع المستثمر عن الوفاء بالتزاماته ، كمامتناعه عن دفع الثمن في حالات الأمر بالشراء للأوراق

(1) المادة (11) من الفرار الإداري رقم 3 لسنة 2005 بشأن التعامل بنظام الخيارات الكويتي .  
 (2) المادة ( 2/8 ) من قرار مجلس إدارة الهيئة المصرية رقم (67) لسنة 2014 بشأن تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش . إما بالنسبة إلى المشرع الأمريكي فقد نص إذا لم يتم المستثمر بتلبية الاستدعاء الهامشي في الوقت المحدد فإن يجب الوسيط منح الائتمان بتصفية الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر بالقدر الكافي لتلبية الاستدعاء أو للقضاء على أي نقص موجود في يوم التصفية CFR , Title 12 , Chapter II , Subchapter A , Part 220 , Section 220.4 Margin account.

(3) Robert P.Rittereiser, Margin Regulations & practices, 2ed,Edition,New York institute of Finance,p17



## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

المالية أو عدم تسليم الأوراق المالية في حالة البيع ، ومن ثم فإن أي أخلال صادر من المستثمر في الوفاء بالتزاماته يعطي الحق للوسيط في التنفيذ على الضمان المودع لديه<sup>(1)</sup>.

فالتنفيذ في سوق الأوراق المالية ما هو الا إجراء عكسي لقيام الوسيط بتنفيذ أوامر المستثمر في السوق، فمثلاً في حال عدم قيام المستثمر (البائع) بتسليم الأوراق المالية المراد بيعها إلى الوسيط(البائع) فإن على هذا الأخير استخدام الغطاء المودع لديه كضمان من أجل شراء الأوراق المالية من السوق ليتمكن من الوفاء بالتزامه اتجاه الوسيط (المشتري) ، وإذا لم يقم المستثمر (المشتري) بالتزامه بدفع ثمن الأوراق المالية التي تم شرائها إلى الوسيط (المشتري) فإن الوسيط يستطيع تمويل تلك الأوراق المالية من ثمن الغطاء وفي حال كان ثمن الشراء أعلى جاز للوسيط أن يرجع على المستثمر بالفرق والمصاريف<sup>(2)</sup>

ف نجد إن القانون المدني العراقي قد نص في المادة (1341) فقرة (1) منه على إن (للمرتهن حيازة ما للمرتهن تأميناً من حق في التنفيذ على المرهون ، ثم على سائر أموال المدين ، وتتبع في ذلك أحكام المادة 1299)<sup>(3)</sup>.

وبذلك يكون على الوسيط (الدائن) في حالة التنفيذ على الغطاء على وفق القواعد العامة في الرهن ، وعند عدم وفاء المستثمر بالتزاماته في تاريخ استحقاقه أن يرفع الدعوى على (المدين) ليحصل على حكماً يسمح له بالتنفيذ على المرهون لأستيفاء حقه من ثمن البيع<sup>(4)</sup>.  
ولكن الأمر يختلف بالنسبة إلى الرهن التجاري ، لأن هذا الرهن يرد على منقولات تتعرض لتقلبات الأسعار أثناء فترة التقاضي التي قد تكون طويلة ، مما يترتب على ذلك عدم استيفاء المرتهن لكامل حقوقه<sup>(5)</sup>.

(1) د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص235.

(2) عبده جميل غصوب ، مصدر سابق ، ص 114 .

(3) بالرجوع إلى المادة (1299) من القانون المدني العراقي تنص على انه ( للمرتهن أن يستوفي حقه في العقار المرهون رهناً تأمينياً وفقاً للإجراءات المقررة لذلك وإذا لم يف العقار حقه ، فله أن يستوفي ما بقي له كدائن عادي من سائر أموال المدين )

(4) د. سهام عبد الرزاق مجلي، فكرة رهن المنقول دون حيازة والحماية القانونية له، ط1، المركز العربي ، القاهرة ، 2018، ص34.

(5) د. علي جمال الدين عوض ، عمليات البنوك من وجهة القانونية ، بدون طبعة، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1988 ، ص671 .

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

لذا نجد إن قانون التجارة العراقي قد بسط من هذه الإجراءات الخاصة بالتنفيذ على المرهون إذ نص في المادة (193/ أولاً) على أنه ( إذا لم يدفع المدين الدين الموثق بالرهن كان للدائن بعد انقضاء سبعة أيام من تاريخ إنذار المدين بالوفاء أن يطلب من المحكمة الإذن له في بيع المال المرهون بطريقة الاستعجال طبقاً لقانون المرافعات المدنية ووفقاً للطريقة التي تعينها المحكمة<sup>(1)</sup> .

وعند الرجوع إلى قانون المرافعات المدنية العراقي رقم (83) لسنة 1969 نجد بأن المادة (150) منه قد نصت على أنه ( يقدم الطلب المستعجل بعريضة يبلغ فيها الخصم قبل الجلسة المحددة بأربع وعشرون ساعة على الأقل ، ويرفق بها ما يعزز طلبه من المستندات ، وتصدر المحكمة قرارها بشأن الطلب خلال مدة لا تتجاوز سبعة أيام ... ) . و من خلال كل ما تقدم يتبين لنا إن التنفيذ على المرهون يتطلب مجموعة من الاجراءات والتي تتمثل بما يلي :

أولاً- توجيه الانذار إلى المدين الراهن إذا لم يلتزم بالدفع عند حلول الأجل المحدد للدين .

ثانياً- بعد مرور سبعة أيام على تاريخ الإنذار إن يطلب الراهن بعريضة تقدم إلى قاضي في الأمور المستعجلة لتأمر له ببيع الأوراق المالية المرهونة كلها أو بعضها<sup>(2)</sup> .

ثالثاً- تعمد المحكمة إلى إصدار قرارها خلال مدة لا تتجاوز السبعة أيام .

رابعاً- يخضع القرار الذي يصدر من القضاء المستعجل للنفذ المعجل وذلك بقوة القانون استناداً للمادة 165 من قانون المرافعات المدنية<sup>(3)</sup> .

خامساً- تقوم المحكمة بتعيين الطريقة المعتمدة لبيع الأوراق المالية ،وعادة ما يتم ذلك على أساس سعرها بالبورصة أو المزاد العلني ،مع أهمية بيان المكان الذي ستجرى فيه عملية البيع بالتاريخ والوقت<sup>(4)</sup> .

ويتبين من كل ذلك إن التنفيذ الوارد على الأسهم والسندات يختلف تنفيذ عن الأحكام العامة التي تطبق على بقية المنقولات ،وذلك بسبب الطبيعة الخاصة التي تتميز بها ،والتي ترجع إلى اسباب عدة ومنها إن هذه الأوراق المالية تكون عرضة لتقلبات الأسعار ،ومن ثم فهي لا تلائم مع

(1) تقابلها المادة (78) من قانون التجارة المصري .

(2) في حين تكون المدة في القانون المصري ثلاثة ايام . يعقوب يوسف صرخوه ، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي ، بدون طبعة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1982 ، ص289 .

(3) على وفق القانون المصري لا يجوز التنفيذ الأمر الصادر من المحكمة ببيع الشيء المرهون إلا بانقضاء خمسة أيام من تاريخ تبليغه إلى المدين أو الكفيل العيني أن وجد . المادة (78) من قانون التجارة المصري .

(4) د.علي حسن يونس ، العقود التجارية ، بدون طبعة ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، بدون سنة طبع ، ص77 .

## الفصل الثاني ..... آثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

الاجراءات العادية التي توصف بالبطء، فضلاً عن إن هذه الأوراق يتم بيعها وشراءها في الغالب بداخل أسواق مخصصة والتي تعلن أسعارها لعامة الناس، مما يقلل من خطر التلاعب بالأسعار<sup>(1)</sup>. وبالرغم من كل ذلك فأنا نجد إن المشرع العراقي قد اغفل عن تنظيم قواعد خاصة بالتنفيذ على الأوراق المالية في كافة القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية أو بالتعليمات التنظيمية التابعة لها، بينما كان الأجدر به إن ينص على قواعد خاصة يتم العمل بها للتنفيذ داخل سوق الأوراق المالية، مع تبسيط التنفيذ على الغطاء في حال إن تم اقراره بنص صريح لأن الوسيط عندما يعمد إلى طلبه من المستثمر تجنباً للجوء إلى القواعد العامة في التنفيذ، وإن إلزام الوسيط بالاستحصال على أمر المحكمة في كل الحالات التنفيذ سيكلف هذا الوسيط كثير من الجهد والوقت أيضاً، ونتيجة لذلك يظهر أن الحل الذي أتى به المشرع العراقي بشأن التنفيذ على الأوراق المالية لا ينسجم مع الغرض الذي وجد من أجله هذا الضمان فهو ينطبق على الضمانات العامة أكثر منه.

اما بالنسبة إلى موقف المشرع المصري فنجد أنه قد عالج التنفيذ على الضمان المرهون بشكل مختلف تماماً عما هو معمول به في التعاملات التقليدية، إذ نص في المادة (296/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري (المعدلة) بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 84 لسنة 2007 على أنه (إنابة المستثمر للشركة في إدارة حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة إلى الأوراق المالية... المقدمة كضمان وذلك في حالة أخلال المستثمر بالتزاماته).

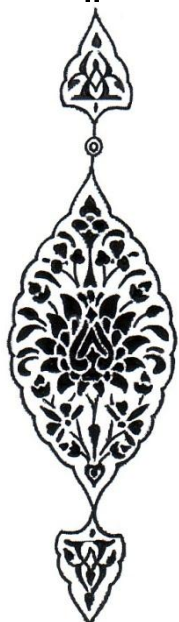
يتبين من خلال هذا النص إن الوسيط على اعتباره دائن مرتين فعندما يقوم بالتنفيذ على هذا الضمان المرهون (الغطاء) فهو غير ملزم بإتباع الإجراءات المنصوص عليها في قانون التجارة أو قانون المرافعات، فهو يعد نائب عن المستثمر في ذلك ومن ثم يمتلك صلاحية البيع والتصرف بهذا الضمان المرهون متى أخل المستثمر (المرتتهن) بالتزاماته سواء المترتبة عن تنفيذ أوامر البيع أم الشراء. في ختام هذا الفصل توصلنا إلى إن الآثار القانونية المترتبة على تقديم الغطاء قد أبرزت لنا أهمية هذا الغطاء، وعظيم الدور الذي يؤديه داخل سوق الأوراق المالية من توفير الحماية من عجز المستثمر وأمتناعه عن الوفاء، وأثره في الحد من المضاربة الضارة، كما حددت أهم الألتزامات التي تفرض على طرفي الغطاء، إذ تفرض على الوسيط الألتزام بأعلام المستثمر بخطورة العمليات غير المغطاة، والألتزام بأوامر المستثمر، والمحافظة على الغطاء الذي يقدم إليه من قبل المستثمر والذي يلتزم بدوره هذا الأخير في المحافظة على نسبة الغطاء، ليثبت لنا إن التزام المستثمر لا يتوقف على مجرد تقديمه للغطاء، ومن ثم فإن على كل طرف من طرفي الغطاء

(1) د.موفق خالد إبراهيم، مصدر سابق، ص315.

## الفصل الثاني ..... أثار الغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية

العمل بهذه الألتزامات وان أي أخلال من قبلهم بها يكون سبب موجب لتعرضهم للجزاء المترتب على هذا الأخلال ، فبالنسبة إلى الوسيط فأن أخلاله بإلتزاماته قد يكون سبب موجب لأستحقاقه للجزاء التأديبي المفروض من قبل السوق أو الجزاء المدني المترتب على الأخلال بالألتزامات العقدية والذي تشتت توافر أركانها الثلاثة وهما الخطاء والضرر والعلاقة السببية بين الخطأ والضرر ؛ اما بالنسبة لأخلال المستثمر بإلتزاماته وأمتناعه عن معالجة النقص الحاصل في نسبة الغطاء فأن ذلك سيعطي الحق للوسيط في تصفية مركزه القانوني أو التنفيذ على الغطاء المودع لديه.

# الخاتمة



## الخاتمة

بعد أن وفقنا الله لإتمام هذه الرسالة الموسومة بـ (النظام القانوني للغطاء كضمان في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة) نجد أنفسنا ملزمين ببيان أهم ما توصلنا إليه من استنتاجات، وأهم ما نراه من مقترحات تعود بالفائدة على المتعاملين في سوق الأوراق المالية عامة، وفيما يلي ذكر أهم الاستنتاجات أولاً ومن ثم المقترحات ثانياً:

### أولاً- الاستنتاجات

- 1- أتضح لنا من بحث هذا الموضوع إن الغطاء عبارة عن أوراق مالية أوتجارية أو نقدية يضعه المستثمر في حسابه لدى الوسيط لضمان أخلال المستثمرين بالتزاماتهم وتوفير الأمان لعمليات السوق، وتبرز هذه أهمية في توفير الامان لعمليات السوق من خلال توفير الثقة اللازمة لهذه العمليات وحماية للمتعاملين من مخاطر المضاربة غير المشروعة إذ يعتمد هذا الغطاء عند زيادته أو تحديده بمبلغ معين من قبل لجنة السوق إلى الحد من دخول المضاربيين إلى هذه العمليات فضلاً عن دوره في توفير الحماية للسوق بشكل عام وللوسطاء بشكل خاص من مخاطر أخلال المستثمرين أو امتناعهم عن الوفاء بغض النظر عن سبب هذا الامتناع، وان أثر الغطاء يكون أكثر فاعلية بالنسبة لعمليات السوق الآجلة بسبب ارتفاع نسبة المخاطر في مثل هذه العمليات إذ ما قورنت بالعمليات العاجلة.
- 2- أبرزت لنا هذه الدراسة قصور التشريع العراقي في تنظيم موضوع الغطاء إذ جاء كل من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية والتعليمات التنظيمية المتعلقة به خالية من أي نص ينظم أحكام الغطاء بشكل يضمن عمليات السوق ويوفر الحماية للمتعاملين مقتصرًا على الإشارة بصورة غير مباشرة ومبهمة إلى ذلك الضمان في بعض النصوص القانونية كنص المواد (11و12) من القسم الخامس من القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية، والمادة (10) من تعليمات التداول المحدثة لسنة 2015 .
- 3- تبين لنا من خلال مسلك القانون العراقي أنه قد جاء خالٍ من أي نص يلزم المستثمر على تقديم الغطاء وان كل النصوص التي اشارت الى ذلك اشترطت التأكد من القدرة المالية للمستثمر فقط من دون ان تلزمه بالتقديم الفعلي للغطاء و ذلك يعد قصور تشريعي يجب تداركه من قبل المشرع العراقي.
- 4- توجد العديد من المفاهيم والتقنيات في الأسواق العالمية لم يتم تفعيلها حتى الآن في سوق العراق للأوراق المالية، كعمليات الشراء بالهامش والعقود الآجلة و غيرها، إذ لم نجد في

القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية سوى تنظيم العمليات الفورية العاجلة وأن سكوت المشرع العراقي عن تنظيم العمليات الآجلة لا يساهم في تطوير عمليات التداول في السوق الأوراق المالية على عكس التشريع المصري والكويتي اللذين قد نسا على العمليات الآجلة ، وكذا الحال بالنسبة إلى التشريع الفرنسي الذي أخذ بالعمليات الآجلة والعاجلة على حد سواء .

5- انقسم الفقه حول الطبيعة القانونية للغطاء إلى اتجاهين ، حيث ذهب الاتجاه الأول إلى أن تقديم الغطاء هو عبارة عن وفاء مسبقاً للالتزامات المستثمر تجاه الوسيط ، بينما ذهب الاتجاه الآخر وهو الأصلح إلى توصيف هذه الطبيعة بأنها رهن لقيمة الغطاء لدى الوسيط ، أي إن هناك عقد رهن ما بين المستثمر وبين الوسيط ، إلا أنه عقداً غير مستقلاً بل هو مقرر لضمان وفاء المستثمر بالتزاماته للوسيط ، وبما إن الغطاء يتكون من المنقولات فهو رهناً حيازياً لا تأمينياً ، إلا أنه لا يخضع للأحكام ذاتها التي يخضع لها الرهن الحيازي التقليدي ، فهو رهناً حيازياً ولكنه يمتاز بخصوصية معينة ، وهي إن التنفيذ عليه لا يتطلب اتباع الإجراءات والشكليات المنصوص عليها في القواعد العامة ، بل لا يلزم حتى مجرد اتباع إجراءات بيع الشيء المرهون رهناً تجارياً ، هذا وإن تحديد قيمة الغطاء أو الحد الأدنى له لا تحكمه إرادة الأطراف ، بل تتحكم به النصوص القانونية الآمرة ، وهذا كله يمثل خروج على أحكام الرهن التقليدي .

### ثانياً- المقترحات

1- من خلال ما تقدم من بيان لأهمية الغطاء والذي له مردود على عملية التداول في سوق الأوراق المالية بشكل كلي ، نجد إنه من الضروري على المشرع العراقي أن يلتفت إلى ضرورة تنظيم الغطاء بنصوص صريحة من كل النواحي ابتداءً بتقديم طلب من قبل الوسيط إلى المستثمر الأمر مرورا بالطريقة التي يقدم بها وصولاً إلى كيفية معالجته لعجز المستثمر وامتناعه عن الوفاء ، من أجل إن يكون هناك تنظيم قانوني يعمل على معالجة المشاكل والصعوبات كافة التي ترافق عمليات التداول داخل سوق الأوراق المالية وحماية الوسيط لنفسه خاصة مع اعتباره هو الضامن للوفاء بالتزامات مستثمره .

2- دعوة المشرع العراقي إلى وضع نصوص تعمل على الزام الوسيط على طلب الغطاء من المستثمر والزامه بذلك ، مقتدياً بالتشريعات المقارنة التي تناولت الغطاء بالتنظيم إذ إن هذه التشريعات قد تداركت القصور التشريعي الموجود في التشريع العراقي ونحن بدورنا نقترح الآتي:

أ- أضافة مادة الى القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية تتضمن التالي:

أولاً- (على الوسيط أن يعتمد إلى مطالبة المستثمر بتسليم غطاء يتوافق مبلغه وتكوينه مع القواعد التي يضعها السوق ، وذلك قبل ادخال أوامر البيع والشراء)

ثانياً- ( تخصص قيمة هذا الغطاء لضمان عمليات السوق العاجلة والأجلة )

ثالثاً \_ ( في حال عدم امتثال الوسيط إلى ذلك يكون عرضة للعقوبات التأديبية المنصوص عليها في المادة (5) من القسم الحادي عشر).

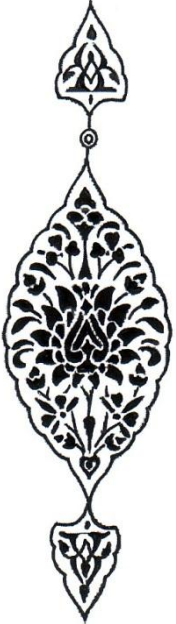
ب - نقترح على المشرع تعديل نص المادة(12) من القسم الخامس من القانون المؤقت لأسواق المال العراقي والتي تنص (على الوسيط ان لا يشترك في عملية شراء السندات نيابة عن الزبون ما لم يقرر الوسيط وفقاً لتلك القواعد التي قد يفرضها السوق او مركز الايداع ، بأن الزبون يملك الأموال الكافية لتسديد تلك السندات ) لتكون بالشكل الآتي (على الوسيط إن يمتنع عن الاشتراك بأي عملية شراء مالم يقدم الزبون التأمينات الكافية لتسديد ثمن تلك الأوراق المالية التي يأمر بشرائها).

3- دعوة المشرع العراقي الى العمل على تنظيم العمليات الآجلة بشكل صريح ، وإيراد نصوص قانونية بشأنها ، فهي من العمليات المهمة بالنسبة لسوق الأوراق المالية ، مع وضع الضوابط القانونية لصحتها ومن ضمن هذه الضوابط : أن تعقد هذه العمليات في سوق الأوراق المالية ، وأن تعقد على الأوراق المالية المقبولة في السوق اضافة إلى شروط أخرى يجدها المشرع ضرورية.

والله ولي التوفيق



# المصادر



## قائمة المصادر

## القرآن الكريم

## أولاً- الكتب

1. ابو الفضل جمال الدين بن محمد بن مكرم(ابن منظور)،لسان العرب ، الطبعة الثالثة، دار احياء التراث العربي مؤسسة التاريخ العربي ، بيروت ، 1999م.
2. د.أحمد بن عبد الله بن صالح الخميس، منازعات الوسيط و المستثمر في تداول الأوراق المالية، ط1، مكتبة القانون والأقتصاد،الرياض،2013.
3. د.أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي،ط1،دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية،2017.
4. د.احمد محمد اللوزي ، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2010.
5. د.اسامة عبد العليم الشيخ ،الأحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية ،ط1،مكتبة الوفاء القانونية،الإسكندرية،2013.
6. د. اشرف الضبع ، ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2007.
7. د.إكرم يا ملكي ، القانون التجاري ، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010.
8. د.أنور العمروسين، الموسوعة الوافية في شرح القانون المدني ،ط5،دار العدالة ،القاهرة،2015.
9. د. بإسم محمد صالح، القانون التجاري،ط1،العاتك،بغداد،2017.
10. د. بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في الشركة المساهمة،ط1،دار الحامد للنشر والتوزيع،الأردن،2010.
11. د. بودلى محمد ، الالتزام بالنصيحة في نطاق عقود الخدمات ،ط1،دار الفجر للنشر والتوزيع ،القاهرة ،2005.
12. د.تامر لطفي صبري أحمد ، الإطار القانوني لرهن الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ،2018.
13. د.جابر محجوب علي و فايز الكندري ، التأمينات العينية في القانون الكويتي ،بدون طبعة ،جامعة الكويت،2004.
14. د. جمال عوض ، الاعتمادات المصرفية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1994 .

15. د. خالد ابراهيم التلاحمة، التشريعات المالية والمصرفية من الوجهتين النظرية والعلمية، ط1، دار الإسراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
16. د. خالد عبد العزيز بغدادى، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها، طبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2012.
17. د. خليفة بن محمد الحضرمي، مسؤولية البنك في عمليات الإئتمان الخارجي(خطاب الضمان-الاعتماد المستندي)، ط1، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2015.
18. د. دريد كامل آل شبيب، الإستثمار والتحليل الاستثماري، طبعة اولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
19. د. دعاء عماد مشهور، المالك المسجل والمالك المستفيد في سوق الأوراق المالية، المركز القومي للإصدارات القانونية، ط1، القاهرة، سنة 2016.
20. د. رمضان محمد أبو السعود ومحمد محمود زهران ، التأمينات الشخصية والعينية ، بدون طبعة ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 .
21. د. سعيد سعد عبد السلام، الالتزام بالإفصاح في العقود ، ط1، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2007.
22. د. سميحة القليوبي ، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري ، ج1، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2010 .
23. د. سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق :دراسة واقعية للأزمات المالية العالمية ، ط1، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، 2009.
24. د. سمير عبد السيد تناغو ، التأمينات العينية ، بدون طبعة ، مطبعة المعارف ، الإسكندرية ، 2000 .
25. د. شعبان محمد اسلام البروارى ، بورصة الأوراق المالية في منظور اسلامي ، بدون طبعة ، دار الفكر الجامعي ، القاهرة ، 2005.
26. د. شمس الدين الوكيل ، نظرية التأمينات في القانون المدني ، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1959 .
27. د. صلاح امين ابو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية ، بدون طبعة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2006.

28. د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007م.
29. د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1995.
30. د. عبد الرزاق أحمد السنهوري، مصادر الحق في الفقه الإسلامي، ج4، دار إحياء التراث العربي للنشر والتوزيع، بدون طبعة سنة 2001م
31. د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية ، ط1 ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، 2009م.
32. د. عبد الباسط وفا محمد ، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الاعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية- القاهرة ، 1996.
33. د. عبد الحميد الشواربي ، الألتزامات والعقود التجارية ، الجزء الثاني ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، بلا سنة نشر.
34. د. عبد الفتاح عبد الباقي ، التأمينات الشخصية والعينية، ط1، مطبعة دار نشر الثقافة ، الإسكندرية ، 1950.
35. د. عبد الفضل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، بدون طبعة، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، 1990.
36. د. عبد الله الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، ط1، مكتبة زين الحقوقية والأدبية ، بيروت، 2015
37. د. عزيز عبد الامير العكلي ، الوسيط في شرح القانون التجاري ، ط1 ، دار الفكر ، عمان ، 2008 .
38. د. عصام احمد البهجي ، الدليل القانوني للمستثمر العربي في البورصة ، بدون طبعة ، المكتب الجامعي الحديث للنشر ، الإسكندرية ، 2010.
39. د. عصام احمد البهجي ، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط1 ، دار الجامعة الجديدة، 2009.
40. د. علي جمال الدين عوض ، عمليات البنوك من وجهة القانونية ، بدون طبعة، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1988 .

41. د.علي حسن يونس ، العقود التجارية ، بدون طبعة ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، بدون سنة طبع .
42. د.علي عبد المنعم السيد ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود والمصارف والأسواق المالية، ط1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2003م.
43. د.علي فوزي براهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2008.
44. د.عمر ناطق الحمداني ، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2011.
45. د.فاروق ابراهيم جاسم ، الاطر القانونية لسوق الأوراق المالية ، ط1، مطبعة السيسبان ، بغداد، 2013.
46. د. فتحي محمد أنور ، أحكام ومبادئ القانون للمنازعات الاستثمارية والتجارية والتكنولوجية أمام المحاكم الاقتصادية ، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2010.
47. د. كاظم جاسم العيساوي ، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات ، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع ،الأردن ، 2013.
48. د.كامل محمود جبرا ،التأمين وإدارة الخطر ، ط1، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
49. د. لطيف جبر كوماني، موجز القانون التجاري ،المبادئ- الأعمال التجارية- التاجر- بدون طبعة، البرق للطباعة ، 2003.
50. مبارك سليمان ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، ط1 دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ،الرياض، 2005.
51. د.محمد الشحات الجندي ،معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ، بدون طبعة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1988.
52. د.محمد الفاتح محمود بشير المغربي ،إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، ط1، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي ، القاهرة، 2020.
53. د.محمد تنوير الرافعي ،صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم ، بدون طبعة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2006.

54. د. محمد حسن عبد المجيد الحداد، السمسة في سوق الأوراق المالية بين القانون المصري والقانون العربي، بدون طبعة، دار الكتب القانونية، مصر، 2012.
55. د. محمد شكري الجميل العدوى، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
56. د. محمد شكري سرور، محاولة لتأصيل أحكام الكفالة العينية، بدون طبعة، دار الفكر العربي، مصر، 1987.
57. د. محمد طه البشير و د. غني حسون طه، الحقوق العينية، ج2، مطبوعات وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، كلية القانون/ جامعة بغداد، بغداد، بلا سنة نشر.
58. د. محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، ط1، مركز الدراسات العربية، مصر، 2019.
59. د. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية – دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديد، الإسكندرية، 2007.
60. د. محمد يوسف ياسين، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
61. محمود الكيلاني، عمليات البنوك، ج1، الكفالات المصرفية وخطابات الضمان، دار الحبيب للنشر والتوزيع، الأردن، 1992.
62. د. مجدي محمد شهاب، اقتصاديات النقود والمال، من دون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
63. د. مصطفى حمدي محمود جمعة، النظام القانوني للوكالة بالعمولة الإلكترونية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2018.
64. د. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان، دمشق، 2009م.
65. د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006.
66. د. موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية ( دراسة تحليلية مقارنة )، بدون طبعة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2014.
67. د. همام محمود زهران، التأمينات العينية والشخصية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.

68. د. وليد مصطفى شاويش، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2011م.
69. د. يعقوب يوسف صرخوه ، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي ، بدون طبعة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1982 .

### ثانياً - الرسائل والاطاريح

1. إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق ،جامعة القاهرة ،2007-2008.
2. ببداء كاظم فرج الموسوي، تسوية المراكز القانونية بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية ،أطروحة مقدمه إلى كلية القانون جامعة كربلاء لنيل درجة الدكتوراه ،كربلاء ،2018،
3. توجان فيصل الشريده ،النظام القانوني لعمل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الأردني، اطروحة مقدمة إلى كلية الدراسات القانونية العليا جامعة عمان العربية ،لنيل شهادة الدكتوراه ،المملكة الأردنية الهاشمية،2004.
4. حيدر فاضل حمد الدهان ،النظام القانوني لعقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بابل لنيل شهادة الماجستير ،بابل،2012.
5. رباب حسين كشكول ،النظام القانوني لبيع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية ،اطروحة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بغداد لنيل شهادة الدكتوراه، بغداد،2015م.
6. سيد طه بدوي ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ،اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق /جامعة القاهرة لنيل شهادة الدكتوراه ، مصر ، 2000م.
7. سماح حسين علي، التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة) أطروحة دكتوراه ، مقدمة الى كلية القانون- جامعة كربلاء ،كربلاء،2014.
8. عباس محمد موسى الموسوي، المركز القانوني للوسيط في سوق الأوراق المالية ،رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة كربلاء لنيل شهادة الماجستير،كربلاء،2012م.
9. علي بن داه، الضمانات في البنوك التشاركية (خطاب الضمان نموذجًا)،رسالة مقدمة إلى كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية جامعة بن زهر،مراكش،2019م.

10. علي فوزي أبراهيم الموسوي ،النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية ،اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة النهرين لنيل درجة الدكتوراه، بغداد،2008م.
11. فرحة دعيم مظلوم، الحماية الجنائية للتداول في سوق الأوراق المالية في التشريع العراقي، رسالة مقدمة إلى كلية القانون والسياسة جامعة البصرة لنيل شهادة الدكتوراه،البصرة،2014م.
- 12.ماهر مصطفى محمود ، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية ،اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة حلوان لنيل درجة الدكتوراه ،مصر،2008 .
- 13.ماهر مصطفى محمود، النظام القانوني لشركات السمسرة في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة حلوان، مصر، 2008.
- 14.ميثاق هاتف عبد السادة الفتلاوي ،استخدام العقود المستقبلية في التحوط (دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية)،رسالة مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد جامعة كربلاء لنيل شهادة الماجستير ،كربلاء ،2004م.
- 15.نهى خالد عيسى جاسم، التنظيم القانوني لعروض شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية، اطروحة مقدمة إلى جامعة بابل كلية القانون لنيل درجة الدكتوراه ،بابل،2018.
16. همام القوصي ،النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ،اطروحة مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة حلب لنيل درجة الدكتوراه ،سورية،2017.
- 17.وليد مروان عليان ، اثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان ، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا،2009.
18. ياسر احمد عبد محمد، التنظيم القانوني لعقد الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة إلى كلية القانون جامعة بابل لنيل درجة الدكتوراه ،بابل،2020م.
19. ياسر بن ابراهيم بن محمد الخضيرى ،المتاجرة بالهامش في الاسواق المالية ،رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض قسم الفقه جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية لنيل شهادة الماجستير ،المملكة العربية السعودية ،2016.

### ثالثاً – البحوث والمقالات

1. أحمد بصري إبراهيم، محمد حسن علي علوش، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقه الإسلامي ،بحث منشور بمجلة كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية،المجلد17،العدد 33، 2013م.



2. احمد خضير عباس، إبراهيم اسماعيل إبراهيم، الإيداع المركزي للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بابل، المجلد الثامن، العدد الأول، 2016.
3. أستاذتنا الدكتورة إسراء فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، تصدر عن كلية القانون- جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الخامسة، 2013م.
4. اسماعيل اسماعيل، ايمن سوسق، مدى اعتماد المستثمرين على التحليل المالي في سوق دمشق للأوراق المالية دراسة مسحية من وجهة نظر عينة الدراسة، بحث منشور في مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية -سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 36، العدد 4، 2014.
5. آلاء يعقوب يوسف، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية الحقوق جامعة النهرين، المجلد 8، العدد 13، 2005.
6. أستاذنا الدكتور بإسم علوان طعمة، الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، تصدر عن كلية القانون جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الخامسة، 2013.
7. حمزة بن حسين الفعر الشريف، الأحكام الشرعية لتجارة الهامش، بحث مقدم للدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي، منشور على الموقع الإلكتروني التالي :  
<https://iefpedia.com/arab/?p=660>
8. حيدر فهمي حاتم، الحماية القانونية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة دراسات البصرة، السنة الثانية عشرة، العدد 23، 2016.
9. عبد القادر ورسمه غالب، أهمية الوسيط في أسواق المال، مقال منشور ومتاح على الموقع التالي <https://www.omandaily.om> تاريخ الزيارة 2021/2/14.
10. عبده جميل غصوب، بورصة بيروت في القانون اللبناني وقانون التجارة الدولية، بحث منشورة في مجلة الدراسات القانونية، كلية الحقوق، جامعة بيروت، العدد الأول، 2004.
11. عقيل فاضل حمد الدهان، التزام الوسيط بالتبصير في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، السنة السابعة، العدد الثاني، 2015.

12. أستاذنا الدكتور عقيل مجيد كاظم السعدي ،المركز القانوني للوسيط في عملية اقتراض الأسهم ،بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق ،المجلد العاشر، العدد الثاني ،2018.
13. علي فوزي، المركز القانوني للوسيط في سوق المال العراقي ،بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، كلية القانون- جامعة بغداد،المجلد24،عدد1.
14. محمد حسين فضل الله ،وفاء الدين، بحث منشور على الموقع التالي <http://arabic.bayynat.org> ،تاريخ الزيارة 2021/4/20.
15. محمد عثمان شبير ، المتاجرة بالهامش والأحكام المتعلقة بها في الفقه الإسلامي ، ص26 ، بحث منشور على الموقع التالي :<https://iefpedia.com/arab/?p=679>
- 16.مراد محمود المتواجدة، أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الإماراتي ،بحث منشور في مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية ،م17، ع1، 2020.
- 17.ميسم صلاح عبد الحسين ،عقد التداول المالي بين التأصيل والتطبيق ،بحث منشور في مجلة كلية القانون جامعة ذي قار، المجلد 21، العدد4، 2019.
18. نواف حازم خالد، ايسر عصام داؤد ،الطبيعة القانونية للنقود الالكترونية ،بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية جامعة كركوك ،م4، ع13، 2015.
19. يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات ،بحث منشور ومتاح على الموقع التالي :<https://www.salmajed.com/node/43501> ،تاريخ الزيارة 2021/2/27. تاريخ الزيارة 2021/7/26.

## رابعًا- التشريعات العربية والاجنبية

### 1- التشريعات العربية

- أ- القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951.
- ب- قانون المرافعات المدنية رقم 83 لسنة 1969 .
- ت- قانون التجارة العراقي رقم 149 لسنة 1970 الملغي.
- ث- قانون التجارة العراقي النافذ رقم 30 لسنة 1984.

- ج- قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم 24 لسنة 1991 الملغي .
- ح- قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 المعدل.
- خ- قانون سوق العراق المؤقت للأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004 .
- د- قانون المصارف العراقي رقم 94 لسنة 2004 .
- ذ- قانون الاستثمار العراقي رقم 13 لسنة 2006 .
- ر- النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007 .
- ز- تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007 .
- س- تعليمات الحافظ الأمين رقم (17) لسنة 2012 لسوق العراق للأوراق المالية .
- ش- تعليمات المحدثه لتداول الأوراق المالية العراقي لسنة 2015.
- ص- قانون المدني المصري رقم 131 لسنة 1948 .
- ض- قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية .
- ط- قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999 المعدل .
- ظ- قانون الإيداع والقيود المركزي المصري المعدل رقم 93 لسنة 2000 ولائحته التنفيذية.
- ع- قرار وزير الاستثمار رقم 84 لسنة 2007 بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 .
- غ- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2014 بشأن تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش .
- ف- القانون المدني الكويتي رقم (67) لسنة 1980
- ق- قانون سوق الكويت للأوراق المالية رقم 35 لسنة 1983 .
- ك- مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة (1983).
- ل- القرار الإداري رقم (3) لسنة 2005 بشأن سوق الخيارات الكويتي.
- م- اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية
- ن- قرار هيئة أسواق المال الكويتية رقم (53) لسنة 2021 بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاتها وذلك لغرض تنظيم التداول بالهامش.

## 2- التشريعات الأجنبية

أ- القانون المدني الفرنسي لسنة (1804)

- ب- قانون تحديث الأنشطة المالية الفرنسي رقم 597 لسنة 1996 .
- ت- القانون النقدي والمالي الفرنسي رقم 1223 لسنة 2000 .
- ث- المرسوم رقم 30 لسنة 1968 المؤرخ بتاريخ 3 يناير 1968 بإلغاء لجنة البورصة وتحديد صلاحيات معينة لهيئة عمليات البورصة المنشأة بموجب الأمر رقم 67-833 المؤرخ في 28 سبتمبر 1967.
- ج- المرسوم الصادر في 7 أكتوبر 1890 لتنفيذ المادة 90 من قانون التجارة وقانون 28 مارس 1885 بشأن أسواق العقود الآجلة.

### خامساً - المواقع الإلكترونية

1. الموقع الرسمي للتشريعات الفرنسية [/https://www.legifrance.gouv.fr](https://www.legifrance.gouv.fr)

تاريخ الزيارة: 2021/7/20.

2. الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية

<http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html>

تاريخ الزيارة: 2021/5/18.

### سادساً- المصادر الأجنبية

- 1- Robert P.Rittereiser, Margin Regulations & practices, 2ed, Edition, New York institute of Finance.
- 2- Solus (H) et Ghestin (J) - la securité des marchés financiers face .aux procédures collectives L.G.D.J 2003.
- 3- Rabut. (Albert) ,droit des bourses de valeurs et des agents de change , édition litec-librairies techniques, paris, 1983.
- 4- Lupiac Thierr , le contrat commercial , gualino editeur , Paris , 2000.
- 5- Anne Dominique Merville, Droit des marches financiers, Gualion , editeur , 2002.

[A]

### **Abstract**

There is no doubt that the developing of a nations and their people is measured by the extent of its cultural and economic renaissance, and that the economy of any country does not develop unless there is investment and stability in this country, and that investment needs a developed market, and that the market does not develop except with the development of the mechanisms and means used and these The mechanisms are numerous and renewable, and they need organized and developed laws that work to ensure the rights of all dealers within the stock market, i.e. (providing a guarantee for them). The stock market is one of the most important mechanisms of the market economy, as its development has been linked to the economic development of most countries of the world. Therefore, most countries of the world have tried and are trying to find ways to increase dealings in this market and to gain the confidence of dealers in it by providing the best ways to guarantee their rights, such as public and private guarantees. Here, the idea of research was launched in addressing one of these guarantees in the stock market transactions, which works to find ways to help increase confidence in dealing within the stock market, which is (the cover for the guarantee in the stock market).

The cover is a special guarantee determined for the broker in accordance with the rules and norms of the market, but it requires the broker to issue a positive action on his part by requesting the cover from the client. The one who wants to trade has to put the cover in his account with the broker who chose him to represent him in the market, and that the value of this bid varies according to the different operations that the broker orders and the degree of their danger, but the matter does not end with this, but the customer is obligated to maintain the percentage of the guarantee that he is obligated to provide to the broker. As

**[B]**

the prices of securities are subject to market fluctuations, up or down, and therefore the guarantee ratio changes accordingly, and the cover has broad positive effects on the market. Harmful damages The Market Committee may limit the entry of landlords by imposing cover and limiting it to a certain percentage according to the severity of the damage.

The Iraqi legislator did not regulate the cover either in the temporary stock market law No. 74 of 2004 nor in the instructions for regulating trading in the stock market that followed the issuance of the mentioned law, unlike some comparative laws that set special provisions for foundlings.

This study is therefore designed to address this legislative shortcoming by addressing the subject matter (the legal framework for security cover in the securities market) and analysing its provisions in comparison with other advanced legislation in this area in order to arrive at results and proposals that address this legislative deficit and are a factor in the country's economic development.



*The Republic of Iraq*

*Ministry of Higher Education and Scientific Research*

*Karbala University - college of Law*

# **The Cover for the guarantee in the stock market**

**(a comparative study)**

***Master's thesis* To the Council of the college of Law \_**

**University of Karbala**

**As a partial of the requirements for obtaining a master's  
degree in private law**

*submitted by*

**Maryam Mseer Joudah Al-Ajjawi**

*Supervisor*

**Dr.Aqeel Kareem Zghair Alhasnawy**

**1443 A.H.**

**2022 A.D.**