

## مفهوم سوق المال

يشير مفهوم (سوق المال) او كما يعرف (بالبورصة) إلى السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بمختلف انواعها، إذ يقوم فيها المستثمرون أو المتداولون بشراء وبيع الأوراق المالية بهدف تحقيق الأرباح المحتملة من التغيرات الطارئة في أسعارها. فإذا قال احدهم انه تداول في سوق الأوراق المالية فهذا يعني انه يشتري ويبيع الاسهم والسندات وغيرها من انواع الاوراق المالية في البورصة عن طريق التوقع المستمر لحركة الأسعار في الأسواق المالية ارتفاعاً وانخفاضاً من اجل الإستفادة من هامش الفرق بين قيمة البيع والشراء.

وقد تعددت الآراء بشأن الوصول إلى تعريف محدد لسوق المال، فقد اولى البعض اهمية (لعنصر التنظيم) في تعريف السوق فقالوا بأنها : سوق نظامية تقام في موطن معينة وفي اوقات محددة يرجح ان تكون يومية بين المتعاملين بيعاً أو شراءً بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثيات التي تتعين مقاديرها كميلاً أو وزناً أو عدداً.

بينما خص آخرون (عنصر المكان) أهمية واضحة في تعريف السوق فقالوا بأنها: اجتماع يعقد في مكان معين وفي مواعيد دورية بين متعاملين بالبيع والشراء في اسواق مالية او هي المكان الذي يعقد فيه هذا الاجتماع ويؤخذ على التعاريف المتقدمة ضيق نطاقها كونها تحصر نشاط السوق بالبيع دون صور التعامل الاخرى كالرهن او الهبة، فضلاً عن تركيزها على عنصر معين من عناصر السوق دون الأخرى.

ويمكن القول بأن التعريف الأكثر شمولية والذي يضم جميع العناصر التي يتكون منها السوق هو انها : عبارة عن سوق مخصص للتعامل بالاوراق المالية المقيدة في سجلاتها يتم التعامل بها عن طريق وسطاء مرخصين وفقاً لتنظيم قانوني محدد تخضع له السوق.

وتختلف الأسواق المالية من حيث نشأتها ما بين الدول بأختلاف النظام القانوني الذي تخضع له، ففي الدول التي تتبنى النظام الانكلوسكسوني لا تنشأ هذه الاسواق بقانون خاص بل هي عبارة عن هيئات وشركات خاصة نشأت باتفاق مؤسسيها ولكن في اطار الضوابط القانونية التي تضعها السلطات المختصة وهذا ما يصدق على بورصة نيويورك فهي عبارة عن شركة خاصة انشئت باتفاق اعضائها وبالرغم من كونها لم تنشأ بقانون خاص غير انها تمارس نشاطها في اطار التنظيم القانوني الذي وضعه المشرع الامريكي.

اما في الدول التي تتبنى النظام اللاتيني فإن نشأت الأسواق المالية يكون بقانون أو قرار تصدره السلطة المختصة في الدولة، وهذا ما يصدق على بورصة باريس التي انشئت بقرار من مجلس الملك. وياً كانت الطريقة التي تنشأ بمقتضاها السوق فإن وجودها ضرورة لا بد منها كونها محل لإنعقاد صفقات تجارية تتعلق بالإدخار الوطني والخاص على النحو الذي لا يصح تركه بيد الوسطاء ومالكي الاوراق المالية دون تنظيم قانوني خاص.

وعلى صعيد القانون العراقي يمكن القول بأن نشأت الأسواق المالية انما تتم بموجب قانون، حيث بدأ التعامل في السوق المنظمة بصدور قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم ٢٤ لسنة ١٩٩١ الملغي والذي انشئ بمقتضاه أول سوق رسمي لبيع وشراء الأوراق المالية عرفت باسم (سوق بغداد) بهدف تنظيم التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة تعمل وفق قواعد تكفل صحة التعامل وحماية المتعاملين والاقتصاد الوطني.

ولم يستمر عمل السوق طويلاً فقد تم ايقاف عمل السوق بإغلاقه عام ٢٠٠٣ على اثر تغير النظام السياسي في العراق، واستمر هذا الحال حتى استحدث سوق جديدة عرفت باسم (سوق العراق للأوراق المالية) وذلك بموجب الأمر رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ الصادر عن سلطة الائتلاف (المنحلة) والمعروف بالقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية وقد باشر السوق عمله بصورة رسمية عام ٢٠٠٦ وبدأ بادراج الشركات المساهمة في سجلات السوق والمستوفية للشروط المطلوبة قانوناً لغرض قبول التعامل بأوراقها المالية في السوق.

## خصائص التداول بالأوراق المالية

يتسم التداول في سوق الأوراق المالية عن غيره من الأسواق بعدة خصائص أساسية ولما كان بيع الأوراق المالية يمثل الصورة الأكثر شيوعاً من بين سائر عمليات التداول لذا سيتم التطرق إلى خصائص بيع الأوراق المالية والتي يمكن اجمالها بالآتي :

### أولاً : بيع الأوراق المالية لا ينعقد صحيحاً إلا بالوساطة :

في ظل سوق الأوراق المالية لا يستطيع المستثمر (طبيعياً كان أو معنوياً) ان يباشر العقد بنفسه وان توافرت فيه الأهلية القانونية الكاملة بائعاً كان او مشترياً على خلاف القواعد العامة وإنما ينبغي عليه الاتفاق مع احد الوسطاء المرخصين بالعمل في السوق ليكون وكيلاً عنه في ابرام العقد وتنفيذه.

ويعد حصر التعامل في سوق الاوراق المالية بالوسطاء المرخصين بممارسة هذا النشاط من الأمور المشتركة في جميع القوانين المعنية بتنظيم سوق الأوراق المالية بما فيها القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي والذي نص على ضرورة ان تحصر كافة التعاملات في سوق الأوراق المالية بالوسطاء المرخصين من قبل السوق. ويترتب على ذلك انه لا يمكن لمالك الورقة المالية المقيدة في السوق بيعها بالاتفاق المباشر مع المشتري وان كان الاخير مالكا لاوراق مالية مقيدة في السوق نفسه وانما لا بد ان تتم العملية عن طريق احد الوسطاء المرخصين للعمل في السوق، الأمر الذي يجعل من هؤلاء الوسطاء بمثابة الحلقة التي تصل بائعي الأوراق المالية بمشتريها. واذا كان المستثمر ملزم قانوناً بالتعاقد مع احد الوسطاء حتى يتمكن من بيع وشراء الأوراق المالية فان ذلك ينبغي ان لا يفهم بأنه مرغم على التعاقد مع وسيط بعينه بل بإمكانه ان يختار من بين الوسطاء المرخصين من يرى ان في توسطه ما يحقق مصلحة وذلك لان دور الوسيط لا يقتصر على البحث عن فرصة التعاقد على الأوراق المالية فحسب بل تمتد التزاماته إلى تقديم المشورة وتنفيذ الالتزامات الناشئة عن البيع الذي توسط في ابرامه.

### ثانياً : تساؤل دور ارادة الأطراف في تحديد مكان وزمان العقد :

من المقرر بأن لكل عقد مكان وزمان غالباً ما تتحكم في تحديده ارادة اطرافه ويرتبط بتحديدهما بعض الآثار القانونية، ولا يخرج بيع الأوراق المالية عن هذا الاطار فهو كسائر العقود الاخرى له مكان وزمان انعقاد، الا ان البائع والمشتري لا يمكنهم

تحديد ذلك بمحض ارادتهم في ظل وجود قواعد قانونية أمرت تحصر التعامل داخل السوق وتحدد اوقات معلومة لافتتاح جلسات التداول.

فمن حيث المكان، ينعقد بيع الأوراق المالية في مكان محدد يتمثل بسوق الأوراق المالية ذلك المكان المخصص قانوناً للتعامل بهذا النوع من الأوراق، وهذا ما نص عليه المشرع العراقي الذي اوجب ان يتم التعامل بالأوراق المالية في مقر السوق ومنع الوسطاء من التعامل بالأوراق المالية بعيداً عن السوق باستثناء بعض صور التعامل والتي لا يدخل البيع ضمنها.

ويتم عقد صفقات البيع والشراء في القاعات المخصصة للتعامل داخل مقر السوق والتي تسمى بقاعات التداول او المقصورة والتي يقتصر الدخول فيها على الوسطاء المخولين ومندوبيهم لغرض عقد الصفقات على الأوراق المالية، ومع وجود نصوص قانونية تحدد مكان بيع الأوراق المالية فإنه ليس بإمكان المتعاقدين الاتفاق على مكان آخر للعقد غير مقر السوق وذلك خلافاً فيما لو كان البيع وارداً على أوراق مالية غير مقيدة فلا يجبر الاطراف على التعاقد في مكان محدد.

اما من حيث الزمان، فالسوق مؤسسة تعمل ضمن اوقات محددة ويسمح بالتعامل فيها بالأوراق المالية ضمن مواعيد ثابتة تقررها ادارة السوق ولذا فإن اي تعامل بهذه الأوراق ينبغي ان يتم ضمن نطاق تلك المواعيد ومن بينها البيع.

وقد تولت ادارة سوق العراق للأوراق المالية تحديد جلسات التداول بخمس جلسات اسبوعياً من يوم الاحد ولغاية يوم الخميس كما تولت تحديد اوقات التداول خلالها بساعتين تبدأ من الساعة العاشرة صباحاً حتى الساعة الثانية عشرة ظهراً.

وإذا كان الاطراف احرار في اختيار الوقت الذي ينبغي خلاله على الوسيط تنفيذ اوامرهم بالبيع والشراء وفق ما تقتضيه مصلحتهم غير انه ومع وجود مواعيد ثابتة للتعامل في السوق يتضاءل دور ارادة الاطراف المتعاقدة في تحديد زمان العقد باعتبارهم مقيدين في كل الاحوال باختيار لحظة ابرام العقد ضمن النطاق الزمني المقرر حتى وان اقتضت مصلحتهم الخروج عن هذا النطاق، وهذا ما لا وجود له بالنسبة لبيع الأوراق المالية المنعقدة خارج السوق المنظمة.

### ثالثاً : وحدة محل عقد بيع الأوراق المالية :

من المقرر بأن كل شيء ذو قيمة مالية يصلح ان يكون محلاً للتعامل طالما كان موجوداً وقت انعقاد العقد أو ممكن الوجود بعد ذلك ومعيناً أو قابلاً للتعيين وصالحاً للتعامل فيه اي مشروع وغير مملوكاً للبائع، لذا فان عقد البيع بشكل عام يرد على اموال متنوعة طالما توافرت فيها الشروط المذكورة منقولات كانت ام عقارات.

اما البيوع التي تعقد في سوق الاوراق المالية فمحلها واحد لا يتغير بتغير اطرافها، فهي ترد دائماً على الأوراق المالية دون غيرها من الأموال وتقتصر على الأوراق المقيدة بالسوق دون الاوراق المالية الاخرى، وهو ما يجعلها تتميز بوحدة المحل كونها سوق متخصصة بالتعامل بالاوراق المالية.

### رابعاً : بيع الأوراق المالية عقد شكلي :

من المعروف ان العقود تقسم من حيث تكوينها إلى عقود رضائية وعقود شكلية واخرى عينية، وذلك بالنظر الى ما اذا كان توافق ارادة الاطراف يكفي لانشائها دون حاجة لإفراغ التراضي في شكل خاص فيكون العقد رضائياً أو يتطلب القانون شكلاً محدداً ينبغي استيفائه لانعقاد العقد شكلياً، أما اذا تطلب القانون لانعقاد العقد إلى جانب التراضي تسليم الشيء الذي يرد عليه العقد فيكون العقد عينياً.

والقاعدة التي تحكم عقد البيع انه عقد رضائي ومع ذلك تجد الشكلية مكاناً في بعض العقود انطلاقاً من اهميتها وخطورة ما ترتبه من اثار، ومثال ذلك عقد بيع الاوراق المالية فأن هذا العقد يعد عقداً شكلياً لا يكفي لانعقاده تراضي اطرافه بل لا بد ان يستوفي الشكلية التي حددتها القوانين المعنية بتنظيم الاوراق المالية.

### خامساً : بيع الأوراق المالية عقد تجاري :

يعد بيع الاوراق المالية عقداً تجارياً اذا تم ابرامه بقصد تحقيق الربح ، وهذا ما يستفاد مما ورد في قانون التجارة العراقي الذي ينص على ان التعامل في اسهم الشركات وسنداتها يعد عملاً تجارياً اذا كانت بقصد الربح ويكون هذا القصد مفترضاً بحكم القانون مالم يثبت العكس.

ولما كان المشرع قد استخدم لفظ التعامل دون ان يحدد المقصود به او يحصره في نطاق محدد فهذا يعني ان التعامل وبحكم اطلاقه يشمل كافة التصرفات التي ترد على الاوراق المالية (الاسهم والسندات) سواء كانت بعوض او بغير عوض باعتبار ان المطلق يجري على اطلاقه ومن ثم تعتبر جميع تلك التصرفات من قبيل الاعمال التجارية طالما تعلقت باوراق مالية.

## تعريف الأوراق المالية المتداولة في سوق المال

لم تتولى غالبية القوانين المعنية بالسوق وضع تعريف محدد للأوراق المالية وانما اكتفت بإيراد تعداد لانواعها ورد على سبيل المثال لا الحصر، ويأتي ذلك انسجاماً مع وظيفة المشرع فضلاً عن الرغبة في افساح المجال لتقبل أي اداة مستحدثة يسمح بتعاملها في السوق طالما ينطبق عليها وصف الاوراق المالية وأخيراً لتلافي تعديل التشريع كلما ظهرت في الواقع ادوات مالية جديدة تصلح لان تكون اوراق مالية صالحة للتداول في السوق.

وانسجاماً مع الاتجاه المتقدم لم يتولى المشرع العراقي تعريف بالاوراق المالية وانما اكتفى ببيان المقصود بها من خلال ذكر امثلة على انواعها، إذ نص القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية في صدد تعريفها بأنها (السندات) : اسهم تجارية ذات قيمة مالية ومن ضمنها اسهم الشركات المساهمة او الاموال المشتركة الحكومية او التي تصدرها الشركات، حقوق بيع سندات الشركات المحدودة، واية اشكال استثمارية اخرى. ويؤخذ على التعريف المتقدم عدم الدقة في العديد من المصطلحات المستخدمة وكما يلي :

١. استخدم المشرع تسمية (السندات) لتعريف الاوراق المالية وهي تسمية غير دقيقة كون السندات نوع من انواع الاوراق المالية وليست الاوراق المالية ذاتها.
٢. استخدم المشرع مصطلح (الأموال المشتركة الحكومية) دون ان يبين فيما اذا كانت تنصرف إلى الشركات المختلطة التي تشارك الدولة بنصيب من راس مالها من عدمه.
٣. استخدم المشرع مصطلح (حقوق بيع سندات الشركات المحدودة) ولا وجود لمثل هذه الحقوق هذا من جانب، ومن جانب آخر اذا كان قصد المشرع ينصرف إلى سندات القرض فان الشركات المحدودة لا تصدر سندات قرض وان كان القصد متجه إلى الاسهم فهو مردود ايضاً كون الاسهم الصادرة عن هذه الشركة غير قابلة للتداول في سوق الاوراق المالية لتعارضه مع حق الاسترداد المقرر للشركاء فيها.
٤. استخدم المشرع مصطلح (اسهم تجارية ذات قيمة مالية) وهو وصف لا داع لذكره في النص وهو ما يؤشر في مجمله على عدم دقة النص المذكور لا في تعريفه للاوراق ولا حتى في تعداده لبعض انواعها.

اما على الصعيد الفقهي فقد سيقنت العديد من التعاريف لبيان المقصود بالاوراق المالية وهي عموماً تنطلق من جانبين الاول (شكلي) ويتمثل بالمظهر المادي المتجسد

بالوثيقة التي تظهر بها الورقة المالية للتعامل، أما الآخر فهو (موضوعي) يجسد طبيعة حقوق المالك تجاه الجهة المصدرة للورقة. ولعل انسب تعريف للأوراق المالية هو ما قيل بأنها : عبارة عن صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد او الحق في جزء من اصول منشأة ما أو الحقين معاً.

وتتصف الأوراق المالية في ذاتها بخصائص معينة تحدد ماهيتها وتميزها عن غيرها الاوراق التجارية والنقدية وتتمثل بالآتي :

١. الورقة المالية ذات قيمة اسمية وغير قابلة للتجزئة ويتم تحديد هذه القيمة وفق القانون الذي ينظم احكام الجهة المصدرة لها بخلاف الاوراق التجارية اذ تحدد قيمتها الاسمية باتفاق اطرافها وكذلك القيمة الاسمية للاوراق النقدية فهي تحدد بقانون عام.
٢. الورقة المالية تصدر عن جهات محددة وفق تنظيم قانوني خاص سواء كانت عامة او خاصة وهي اما ان تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي أو ديناً بذمته.
٣. تخول الاوراق المالية ذات الاصدار الواحد اصحابها حقوقاً متساوية في علاقتهم بالجهة المصدرة وهي تختلف بحسب نوع هذه الورقة، وتكون قابلة للتداول وفقاً لقواعد السوق المقيدة فيها.
٤. تعد الاوراق المالية من أدوات التعامل المتوسط الاجل والطويل الاجل حيث قد تصل مدتها إلى طول حياة الشركة كالاسهم مالم تقرر الشركة إلغائها وفقاً للتشريعات التي تجيز ذلك خلافاً للأوراق المالية التجارية والتي تصدر عادة لأجل قصير او ان تكون واجبة الدفع لدى الاطلاع.

### انواع الأوراق المالية المتداولة في سوق المال

تتضمن الأوراق المالية انواعاً متعددة تختلف فيما بينها باختلاف ما تخوله لاصحابها من حقوق، ومع اقرار هذا التنوع فإن هنالك اوراق واسعة شائعة الانتشار تكاد لا تخلو سوق من التعامل بها وتتمثل بالاسهم والسندات، وبالمقابل هنالك اوراق مالية غير شائعة في التعامل مابين الاسواق وهو ما سنتناول بيانه في ما يأتي :

#### أولاً : الأسهم :

لم يتولى المشرع العراقي في قانون الشركات تعريف الاسهم كغيره من القوانين بل اقتصر على بيان موقعها من راس مال الشركة المساهمة والمحدودة باعتبارها تدخل في تكوين رأس مال تلك الشركات.

اما الفقه وبصدد تعريفه للسهم نجد ان هنالك من ينظر إلى السهم من حيث (مضمونه) لذا يعرفه بأنه يمثل نصيب الشريك في شركات الاموال وهو بهذا المعنى يقابل حصة الشريك في شركات الاشخاص، ويحدد مقدار ما يملكه المساهم من نصيب في رأس مال الشركة، في حين يركز آخرون على الجانب (الشكلي) لدى تعريفه للسهم بأنه الصك الذي يمثل هذا الحق ويثبته.

وبالجمع بين هاذين الجانبين يمكن القول بأن الاسهم : هي وثائق متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية تمثل حق المساهم في الشركة التي ساهم في تكوين رأس مالها وتخول له بصفته هذه ممارسة الحقوق المالية والإدارية التي تمنحها الشركة المصدرة للمساهمين فيها.

والاسهم بوصفها ورقة مالية تتصف بعدد من الخصائص يمكن إجمالها بالآتي :

#### أ. الأسهم اسمية :

ومعنى ذلك ان الاسهم تصدر بوثائق متسلسلة يذكر فيها اسم المالك (المساهم) وبفضل هذه الخاصية تتمكن الشركة من معرفة هوية مالكي اسهمها، وممارسة رقابتها على دوران اسهمها بمعرفة الاشخاص الذين يتعاقبون على اكتساب العضوية عبر امتلاكهم لاسهمها، فضلاً عن ذلك تؤمن هذه الخاصية اصحابها من مخاطر السرقة والضياع باعتبار ان ملكيتها لا تثبت الا بالتسجيل.

#### ب. الأسهم متساوية القيمة :

يترتب على المساواة في قيمة الاسهم المساواة بين مالكيها فيما يمنحه السهم من حقوق مالية وادارية للمساهمين كالحق في المشاركة في الارباح وحضور الاجتماعات التي تعقدتها الهيئة العامة، وقد فرض المشرع مبلغ معين اوجب على مؤسسي الشركة التقيد به لدى اصدارهم الاسهم، وبمقتضى القانون العراقي تكون قيمة اصدار السهم (دينار واحد).

#### ج. الأسهم غير قابلة للتجزئة :

ومعنى ذلك عدم قابلية السهم إلى التقسيم بما يؤدي إلى تقسيم الحقوق المترتبة على امتلاكه حتى وان تشارك في ملكيته أكثر من شخص، ففي الوقت الذي يصدر فيه السهم بدينار عراقي واحد فإن عدم قابليته للتجزئة تحول دون تقسيمه إلى سهمين وان تشارك في ملكيته شخصين بما يحول تقسم الحقوق الناتجة عنه.

#### د. الأسهم قابلة للتداول :

تعد القابلية للتداول خاصية جوهرية في السهم بمقتضاها يمكن للمساهم التنازل عن ملكية اسهمه إلى مساهم آخر أو لإجنبي عن الشركة دون حاجة لإستحصال موافقة خاصة من الشركة، وبالرغم من عدم ذكر قانون الشركات العراقي صفة القابلية للتداول صراحة غير انه اكد مضمونها بالتأكيد صراحة على قابلية ملكيتها للانتقال من شخص لآخر.

#### ثانياً : سندات القرض :

يعرف سند القرض بأنه ورقة مالية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تمثل حق دائنية تجاه الشركة، وتعد سندات القرض من الوسائل التي تلجأ إليها الشركات المساهمة وكذلك بعض الجهات لتمويل احتياجاتها النقدية وذلك باصدار سندات قرض تمنحها للمكتتبين بها مقابل دفع قيمتها النقدية تخولهم الحق في الحصول على فائدة محددة المقدار تدفع في مواعيد ثابتة مقابل استرداد قيمتها في الاجل المحدد.

وسندات القرض كورقة مالية تتميز بالخصائص الجوهرية التي تتصف بها الاوراق المالية عموماً كونها ذات قيمة اسمية متساوية بالنسبة للسندات ذات الاصدار الواحد وتخول اصحابها حقوقاً متساوية وغير قابلة للتجزئة على النحو الذي يحول دون ممارسة الحقوق الناشئة عن السند من قبل اكثر من شخص تجاه الشركة المصدرة للسند في حال تملكه على وجه الشيوغ، كما تتصف بقابليتها للتداول بطرق تجارية يسيرة تتلائم مع شكل السند.

وإلى جانب ذلك تنفرد السندات عن سائر الاوراق المالية فيما يخص طبيعتها فهي تمثل قرض جماعي تتعاقد بمقتضاه الجهة المصدرة مع مجموعة من المكتتبين على قرض يكون مقداره مجموع القيم الاسمية للسندات المكتتب بها، ويكون هذا القرض لمدة معينة يحدد مقدارها في بيان الاكتتاب والذي يتم الاعلان عنه بالطرق المقررة قانوناً، وخلال هذه المدة فإن حق اصحاب هذه السندات لا يتأثر بالتغيرات التي تطرأ على المركز المالي للجهة المصدرة كونها ملزمة بدفع الفائدة وان لم تحقق ربحاً.

وتكون سندات القرض على عدة انواع يمكن اجمالها بالآتي :

١. **السندات العادية :** هي السندات التي تعطي لاصحابها الحق في الحصول على نسبة ثابتة من الفائدة والتي يحدد مقدارها وميعاد دفعها في بيان الاكتتاب وترد قيمتها في الاجل المحدد، وهذا النوع من السندات هي التي يمكن للشركات المساهمة العراقية اصدارها.

٢. **السندات بعلاوة الاصدار** : هي السندات التي تصدر بأقل من قيمتها الاسمية وذلك بأن يتم خصم مقدار من قيمتها لدى الاكتتاب بها على ان تسترد كاملة بحلول اجل الوفاء، فضلاً عن حصول صاحبها على نصيبه من الفائدة في المواعيد المقررة.

٣. **السندات ذات النصيب** : هي السندات التي تشابه السندات العادية من حيث الحقوق المقررة لأصحابها على ان تقوم الجهة المصدرة لها بإجراء السحب عليها لاستهلاك بعضها من خلال القرعة السنوية في مقابل اعطاء اصحاب السندات الفائزة جوائز مالية متفاوتة القيمة كتعويض عن استهلاك السند قبل حلول اجله المحدد.

٤. **السندات القابلة للتحويل الى اسهم** : هي السندات التي تخول اصحابها فضلاً عن حقهم في الحصول على الفائدة الثابتة، الخيار بين ابقاء السند على طبيعته كقرض في ذمة الشركة او تحويله إلى سهم يدخل في تكوين راس مالها على النحو الذي يترتب عليه تغيير مركزهم تجاه الشركة من دائن إلى مساهم، ولا وجود لهذا النوع في القانون العراقي.

٥. **السندات المضمونة** : هي السندات التي تقرر لأصحابها ضمان خاص للوفاء بقيمة السند وذلك بأن تقدم الجهة المصدرة للسند ضمان معين للوفاء بالتزاماتها تجاه اصحاب السندات. وعلى الرغم من عدم وجود نص صريح بجواز اصدار هذا النوع من السندات في القانون العراقي غير انه يستفاد من النصوص القانونية ذات الصلة بأن المشرع اوجب على الشركات المقترضة بيان ماهية ضمانات الوفاء في بيان الاكتتاب دون ان يحدد نوعها وما اذا كانت ضمانات عامة او خاصة مما يفهم منه امكانية اصدار سندات مضمونة بالمفهوم المتقدم.

### ثالثاً : حصص التأسيس :

وهي عبارة عن وثائق تصدرها الشركة المساهمة تخول اصحابها الحق في الحصول على نصيب من الارباح مكافأة عن الجهود التي بذلوها اثناء تأسيس الشركة أو لتقديمهم حصص إلى الشركة يصعب تقديرها بالنقد مثل براءات الاختراع.

ويكون لاصحاب حصص التأسيس في الشركة حق اقتسام الارباح مع بقية الشركاء دون ان يسهموا في تكوين راس مالها أو في الخسائر التي تلحق بها مما يجعلهم في وضع افضل دون سائر الشركاء.

وحصص التأسيس كورقة مالية لها من الخصائص ما يميزها عن غيرها من الاوراق المالية فهي ليس لها قيمة اسمية تصدر بها خلافاً للأوراق الأخرى ويمكن تفسير ذلك بالنظر لطبيعتها الخاصة فهي لا تمنح لقاء حصة تدخل في تكوين راس المال فيمنح

بدلاً عنها (أسهم) أو لقاء مبلغ نقدي تقترضه الشركة من مقدميها فتمنح عنه (سنداً) بل تكون مقابل (خدمات معينة) ويترتب على هذه الخاصية ان اصحابها ليس لهم نصيب في موجودات الشركة لدى اقتسامها حين التصفية.

فضلاً عن ذلك تتصف بقابليتها للإلغاء من قبل الشركة المصدرة لها باتباع الاجراءات المقررة قانوناً، ويلاحظ بأن الغاء هذه الحصص لا يعقبه رد قيمتها على غرار استهلاك الاسهم وذلك لعدم وجود قيمة اسمية لها اصلاً حتى ترد بعد إلغائها، وفي سبيل مراعاة مصلحة اصحابها يصار إلى تعويض اصحاب الحصص الملغية.

#### رابعاً : وثائق الاستثمار :

تعرف وثائق الاستثمار بأنها تلك الصكوك التي تسلمها صناديق الاستثمار مقابل المبالغ النقدية التي يودعها الراغبين في استثمار اموالهم في الاوراق المالية ويكون لاصحابها اقتسام ما ينشأ من الصندوق من ربح أو خسارة.

وتمثل وثائق الاستثمار احدى صور الاستثمار الجماعي وذلك من خلال تجميع وتشغيل مدخرات الاشخاص الراغبين في استثمارها بالاوراق المالية، فبدلاً من ان يعتمد المدخر على امكانياته المادية والفنية في تكوين وادارة محفظته المالية يكفي بالاكنتاب بوثائق الاستثمار ويترك الامر لصندوق الاستثمار القيام بهذه المهمة ليستفيد من المزايا التي تدار بها هذه الصناديق، وتتميز وثائق الاستثمار كورقة مالية بالميزات الآتية :

١. تصدر وثائق الاستثمار بقيمة اسمية واحدة تحدد في نشرة الاكنتاب وهذا ما يجعل اصحابها في ذات المركز.
٢. وثائق الاستثمار غير قابلة للتجزئة كغيرها من الأوراق المالية وهذا ما يحول دون تعدد مالكيها في اقتسام حقوقهم تجاه الصندوق.
٣. وثائق الاستثمار قابلة للتداول وهو ما يتيح امكانية انتقال ملكيتها بسهولة إذ يمكن لمالكها الحصول على قيمتها السوقية ببيعها في السوق متى كانت مقيدة فيه.
٤. يتم ادارتها بواسطة متخصصين من اصحاب المهارات العالية في ادارة الاستثمارات الجماعية، ولذا ينصح بعض المستثمرين بشراء شراء وثائق الاستثمار سيما الذين تعوزهم الخبرة او الوقت الكافي لادارة محافظهم بانفسهم.
٥. لا يكون لمالك وثيقة الاستثمار حق ملكية على اوراق معينة داخل الصندوق وانما يتكون حقه من حصة شائعة في الصندوق ككل هي التي تمثلها وثيقة الاستثمار ويكون له بمقتضاها المشاركة وبمقدار القيمة الاسمية لوثائقه في الارباح والخسائر التي يسفر عنها نشاط الصندوق.

#### خامساً : صكوك التمويل :

وهي عبارة عن ورقة مالية اسمية غير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة والتوصية بالاسهم وذلك بغرض تمويل نشاط او عملية معينة مقابل حصول اصحاب هذه الورقة على عائد متغير.

وتعد صكوك التمويل احدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركات والمؤسسات لغرض تمويل مشاريعها عندما تكون بحاجة لاموال قد يعجز رأس مالها عن توفيرها كما هو الحال بالنسبة إلى سندات القرض غير ان هذه السندات قد لا تفي بالغرض على النحو المطلوب سيما عندما لا يتم الاكتتاب بكامل الاسهم المطروحة إذ ان قلة العائد الذي توفره السندات لانخفاض نسبة الفائدة ادى إلى تضيق نطاق الاكتتاب بها بخلاف الحال بالنسبة لصكوك التمويل فهي تكفل عائداً متغيراً كونها لا تخضع للتقييد المقرر بشأن نسبة الفائدة. ومن ثم يلاحظ تقارب صكوك التمويل مع سندات القرض من حيث الغرض فكلاهما يوفر التمويل النقدي للشركة، ومع ذلك يبقى لصكوك التمويل خصائصها التي تميزها عن السندات ذلك ان اصدارها يقتصر على جهات محددة ولا يوجد مثل هذا التقييد بالنسبة للأسهم او السندات.

كما تتميز صكوك التمويل بطبيعة العائد الذي تدره لاصحابها كونه ليس ثابتاً بل متغير ولا يخضع للحد الاعلى المقرر للفائدة، ولعل هذا هو مايجذب المستثمرون للحصول على هذه الصكوك سواء بالاكتتاب بها او بشرائها من السوق، يضاف إلى ذلك ان صكوك التمويل تتميز بقابليتها للتحويل إلى اسهم باتباع الاجراءات المقررة قانوناً على النحو الذي يترتب عليه تغيير المركز القانوني لاصحابها من دائن إلى مساهم باكتسابهم للعضوية وما يستتبع ذلك من حقوق.

#### سادساً : عقود المشتقات المالية :

وهي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة اصول رئيسية تمثل موضوع العقد من أوراق مالية او عملات او مؤشرات او سلع اخرى، وقد سميت بهذا الاسم تبعاً لاشتقاق قيمتها من قيمة الاصل المتعاقد عليه.

وتتصف عقود المشتقات المالية بكونها آجلة التنفيذ وهي ترتبط في قيمتها عموماً بقية الاصل المشتق منه، ومن ابرز صور هذه العقود: عقد الخيار والعقد المستقبلي :

## ١. العقد المستقبلي :

وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين لبيع اوراق مالية بسعر محدد يؤجل تنفيذه لتاريخ لاحق يسمى بيوم التصفية على ان يودع كلا الطرفين نسبة معينة من قيمة العقد لدى الوسيط الذي يتم التعامل من خلاله لضمان تنفيذ العقد.

ويتصف هذا العقد بكونه (عقداً نمطياً) اذ يحدد مضمونه مسبقاً من قبل السوق فيما يخص كمية الاوراق المالية، نوعها، شروط التسليم، تاريخ التسليم، ايام التداول وساعاته، مقدار الهامش المطلوب، ولذا يتشابه العقد الواحد مع غيره من العقود ذات الاصدار الواحد ولذا فهو قابل للتداول في السوق ويمكن للمتعاقد التصرف بحقه الناتج عن هذا العقد قبل حلول موعد التسوية.

## ٢. عقد الخيار :

وهو عبارة عن اتفاق يبرم بين طرفين هما مشتري الخيار وبائع الخيار يكون مقتضاه للمشتري الحق وليس الالتزام في شراء او بيع اوراق مالية من بائع الخيار بسعر محدد وخلال فترة محددة مقابل دفع عمولة او مكافأة غير قابلة للرد للبائع والذي يسمى بمحرر الخيار.

والتعاقد وفق هذه الصورة لا يبرم لغرض بيع اوراق مالية ينفذ فور انعقاده بل يعقد لاعطاء صاحب الخيار حقاً تجاه المحرر يخوله امكانية بيع أو شراء أوراق مالية بمقدار وسعر محدد وخلال فترة محددة، لذا لا يترتب على مجرد ابرامه بيع لأوراق مالية الا اذا استعمل صاحب الخيار حقه في الشراء او البيع في الموعد المقرر مما يعني ان عقد الخيار قد يبرم ويشترط الخيار دون ان تباع الاوراق المتعاقد عليها وذلك لعدم ممارسة الخيار من قبل صاحبه متى ما وجد ان في ذلك مصلحة له، ومن ثم فلا يترتب على التعاقد بالخيار انتقال لملكية الاوراق المالية او تسليم للثمن وغير ذلك من اثار البيع قبل استعمال الخيار من قبل من قرر لمصلحته (البائع أو المشتري أو كلاهما).

ويتصف هذا العقد بقابليته للتداول وهو ما يتيح للمستفيد من الخيار بيع حقه بالخيار في السوق فينتقل بذلك حقه للمشتري والذي يأمل من تعاقدده هذا تحقيق ربح محتمل مرتبط بتوقعاته بشأن السعر الذي ستسجله الورقة المالية المشتق منها عقد الخيار قيمته المالية.

ولا يوجد تطبيق عملي لمثل هذه العقود في سوق الاوراق المالية العراقي والذي تقتصر فيها التعامل على الاسهم السندات.

## مقارنة بين الاسهم والسندات

| السندات  | الاسهم   | ت |
|--|--|---|
| يمثل السند حق دائنية في ذمة الشركة                   | يمثل السهم حصة في رأس مال الشركة                             | ١ |
| يعد حامل السند دائن للشركة بقيمة السند               | يعد حامل السهم شريك في الشركة بمقدار رأس ماله                | ٢ |
| يخول السند صاحبه فائدة ثابتة ولا تتأثر بالخسارة      | يخول السهم صاحبه عائد متغير بحسب نشاط الشركة ربحاً او خسارة  | ٣ |
| حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد للاستحقاق | حامل السهم لا يسترد رأس ماله الا ببيع السهم او بتصفية الشركة | ٤ |
| لا يكون لحامل السند حق المشاركة في ادارة الشركة      | يكون لحامل السهم حق المشاركة في ادارة الشركة                 | ٥ |

## الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية المتداولة في سوق المال

هنالك مجموعة من الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية حتى تكون قابلة للتداول في سوق المال، وتمثل هذه الشروط بالآتي :

**أولاً : ان تكون الورقة مقيدة (مدرجة) في السوق :**

يقتصر التداول في سوق المال على أوراق مالية محددة صادرة عن جهات معينة تم قيدها في سجلات السوق لغرض السماح بتداولها فيه، وتسمى عملية التسجيل هذه بالقيد أو الإدراج.

ويعرف القيد أو الإدراج بأنه : التزام يفرضه القانون او تصرف قانوني يبرم ما بين الجهة المصدرة للأوراق المالية المستوفية للشروط وسوق الأوراق المالية، ويتمثل مادياً بتثبيت هذه الأوراق في سجلات السوق، وتكون الغاية منه فرض رقابة السوق على الجهة المصدرة في مقابل السماح لها بالتداول فيه.

والقيد كاجراء حتمي للتعامل بأوراق الجهة المصدرة قائم على توافر شروط معينة، وانطلاقاً من هذه الشروط يمكن تقسيم القيد إلى نوعين :

١ . **القيد الإلزامي :** جعلت بعض القوانين قيد الأوراق المالية في سوق المال التزام يفرضه القانون على الجهة المصدرة متى توافرت فيها الشروط المطلوبة، اي ان توافر الشروط المطلوبة في هذا النوع يعد سبباً بذاته لالزام الجهات المصدرة بطلب قيد أوراقها دون ان يترك الأمر لاختيارها.

٢ . **القيد الاختياري :** ذهبت قوانين اخرى إلى اعتبار القيد عقداً بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والسوق يرتب إلتزامات متبادلة بين الطرفين، ومن ثم فإن توافر الشروط المطلوبة في هذا النوع يعد بمثابة مؤهل يتيح لها طلب قيد أوراقها المالية في السوق دون ان يلزمها بذلك ويكون طلبها خاضعاً لتقدير الجهة المعنية.

وعلى صعيد السوق العراقي كان القيد الاجباري هو الاسلوب المعتمد في ظل قانون سوق بغداد الملغي بالنسبة للشركات المساهمة التي يبلغ راس مالها المدفوع (خمسمائة الف دينار) على الاقل، اما الشركات التي يقل راس مالها عن الحد المذكور فقد كان القيد اختيارياً بالنسبة لها.

اما في ظل قانون سوق العراق للأوراق المالية النافذ فلا يوجد ما يؤكد التزام الشركات بادراج اسهمها في السوق، كما ان القانون اعطى لمجلس ادارة السوق سلطة النظر في الطلبات المقدمة لهذا الغرض وهو ما يعني ان تقديم طلبات الإدراج متروك

لمشيئة الشركة المساهمة، اما البت فيه بالموافقة او الرفض فهو راجع الى السوق ممثلاً بمجلس الادارة بعد توافر الشروط المطلوبة، وبصدور الموافقة على القيد تكون الورقة صالحة للتعامل بها في السوق مما يدل على ان القيد فيه يعد اختيارياً.

**ثانياً : ان تكون الورقة مودعة لدى الجهة المركزية للإيداع :**

كان وجود الأوراق المالية في حيازة البائع او من ينوب عنه يكفي لتداولها في سوق المال متى كانت الورقة مستوفية للشروط الأخرى المطلوبة، الا انه نتيجة لخشية مالكي الأوراق المالية على القيمة الاقتصادية التي تمثلها هذه الأوراق من مخاطر الضياع او السرقة او التزوير اتخذوا من ايداعها في المصارف وسيلة لحفظها من هذه المخاطر مما نتج عنه تجميع عدد كبير منها في خزائن المصارف وتكليف الاخيرة بأعباء ادارية ناشئة عن استلام وتسليم تلك الأوراق.

ومن هنا نشأت فكرة تجميع كل الأوراق المقيدة في السوق في خزينة واحدة من خلال تطبيق نظام (الإيداع والقيد المركزي) والذي يعرف بأنه : (نظام يهدف إلى تجميع الأوراق المالية وحفظها مركزياً والتعامل بها من خلال قيود دفترية وليس من خلال صكوكها الورقية وذلك بواسطة جهة مركزية واحدة ينامط بها مهمة حفظ الأوراق المودعة واجراء عمليات المقاصة والتسوية لكل تصرف يرد عليها الأمر الذي يزيد من سرعة التعامل بها).

وعلى صعيد السوق العراقي نجد بأن المشرع لم ينظم الإيداع والقيد المركزي مع بدء تنظيم سوق الأوراق المالية في ظل قانون سوق بغداد الملغي، اما في ظل قانون سوق الأوراق المالية النافذ فقد استحدث المشرع جهة خاصة تتولى مهمة حفظ الأوراق المودعة واجراء عمليات المقاصة والتسوية لكل التعاملات التي ترد عليها تعرف بـ (مركز الإيداع العراقي) وذلك بهدف تعزيز كفاءة التسوية السليمة للتعاملات الواردة على الأوراق المودعة. كما اناط القانون بمجلس الادارة مهمة وضع القواعد المنظمة لعملية ايداع الأوراق المالية لدى المركز ، وبناءً على ذلك اصدر مجلس الإدارة النظام الخاص بالإيداع والمقاصة والتسوية في مركز الإيداع العراقي لسنة ٢٠٠٧ والذي تضمن القواعد المنظمة لنشاط الإيداع في المركز.

وقد فرض هذا النظام شرط ايداع الأوراق المالية لدى المركز للتعامل بها في السوق، وحدد الإجراءات المطلوبة لإيداع الأوراق المالية المدرجة في السوق والتي تتمثل بالآتي :

١. تقوم الشركة بتزويد مركز الايداع بسجل اعضائها ليتولى تحميله على الانظمة الالكترونية للمركز، ثم يقوم الاخير بارسال السجل بصيغته الالكترونية للشركة لغرض مطابقتها مع سجل الاعضاء (الورقي) وفي حال تأكيدها بالمطابقة تتحمل الشركة المسؤولية عن صحة المعلومات الواردة فيه.
٢. يقدم المستثمر بواسطة وسيطه طلباً للمركز لغرض ايداع أوراقه المالية مرفقاً بشهادات الأسهم المملوكة له، ويتولى المركز تدقيق الطلب وارساله للشركة خلال يوم عمل واحد لغرض التأكد من ملكية المستثمر لشهادات الأسهم وهويته خلال يومين.
٣. بعد تأكد الشركة من سلامة الأوراق المالية تقوم بايداعها في حساب المستثمر لدى المركز فوراً، وهذا ما يتطلب حتماً ان يكون المستثمر قد فتح مسبقاً حساباً له في المركز من خلال وسيطه وفقاً للإجراءات المقررة في هذا الشأن، ويعطى للمستثمر بياناً يثبت فيه مقدار رصيده من الأوراق المالية يثبت فيه اسمه واسم الشركة وعدد الأسهم يمكنه من خلاله ممارسه حقوقه تجاه الشركة واثبات شرط ايداع أوراقه المالية اللازم للتصرف بها.

### ثالثاً : ان لا يوجد قيد قانوني يمنع تداول الأوراق المالية :

من الخصائص المميزة للأوراق المالية هو قابليتها للتداول، غير انه قد يتعذر على المالك الاستفادة منها في حال وجود ما يقيد حقه في التصرف بها، فقد يوجد قيد قانوني يعطلها بشكل مؤقت بأن يمنع القانون المالك من بيعها خلال فترة زمنية معينة او لغاية تحقق أمر معين.

وتنسم هذه القيود بأنها طارئة على قيد الأوراق المالية في السوق، إذ لا يتصور وجودها ابتداءً عند قيدها في السوق، ذلك لان من شروط القيد عدم وجود قيود تمنع تداولها لما في ذلك من تعطيل لحركة التداول في السوق.

ومن امثلة هذه القيود ما جاء في قانون الشركات العراقي، حيث لم يجز القانون للمساهم في القطاع الخاص نقل ملكية اسهمه اذا كانت مرهونة او محجوزة او محبوسة بقرار قضائي. وإلى جانب هذه القيود فان الأوراق المالية قد تتعطل عن التداول لسبب لا يخص المالك بل الجهة المصدرة وذلك نتيجة صدر قرار بإيقاف تداول أوراقها مما يحول دون امكانية بيعها.

## بائع الأوراق المالية

يعرف **البائع** بأنه : الطرف الذي يلتزم بنقل ملكية الأوراق المالية الى المشتري مقابل حصوله على ثمنها نقداً، ويمكن ان يكون البائع شخصاً طبيعياً او معنوياً. فالتعامل بالأوراق المالية لا يحتاج إلى رأس مال كبير الأمر الذي يتيح للأفراد الطبيعية امكانية التعامل في السوق بغض النظر عن مستوى مدخراتهم النقدية، وكذلك الحال بالنسبة للشخص المعنوي حيث يستطيع التعامل في السوق عن طريق الوسطاء المرخصين، وهذا ما يجري عليه التعامل في الاسواق حيث تباشر الكثير من الاشخاص المعنوية بيع وشراء الأوراق المالية سواء كان ذلك **(كنشاط مستقل)** عن غرضها الرئيسي بهدف توظيف مدخراتها أو **(كنشاط رئيسي)** تختص بممارسته كما هو الحال بالنسبة لشركات **(الاستثمار المالي)** والتي تتخذ من الاستثمار في الأوراق المالية نشاطاً رئيسياً لها.

وسواء كان البائع شخصاً طبيعياً أو معنوياً فإنه ينبغي ان تتوافر فيه بعض الشروط حتى يتمكن من بيع ما لديه من أوراق مالية في السوق ويستفيد مما يحققه ذلك من ربح، وتتمثل هذه الشروط بالآتي :

**أولاً : ان يكون متمتعاً بالأهلية القانونية :**

يعتبر بيع الأوراق المالية عملاً تجارياً لذا ينبغي ان تتوافر في البائع الاهلية القانونية والتي تخضع بدورها لاحكام القواعد العامة الواردة في القانون المدني وبمقتضاها :

يعتبر الشخص الطبيعي الوطني اهلاً لمباشرة التصرفات القانونية ببلوغه سن الرشد وذلك باكماله الثامنة عشر من العمر دون ان يعترضه عارض من عوارض الأهلية، فيستطيع المستثمر كامل الأهلية التصرف بأوراقه المالية ببيعها في السوق بنفسه، او ان ينيب غيره في ذلك بموجب توكيل خاص أو عام بحسب الاحوال.

اما اذا كان المستثمر ناقص الاهلية فإنه لا يمكنه بيع أوراقه المالية الا عن طريق ممثله القانوني والا كان تصرفه موقوفاً على اجازة ممثله. اما الصغير غير المميز فهو عديم الاهلية فلا يصح بيعه للأوراق المالية وكذا سائر تصرفاته وان اذن وليه بذلك، وينوب عنه وليه في مباشرة التصرفات القانونية بما فيها بيع أوراقه المالية، لذلك يصار للتأكد من نطاق ولايته في التصرف بالأوراق المالية العائدة للصغير.

اما بالنسبة للشخص الطبيعي الاجنبي فإنه يرجع في تحديد اهليته إلى قانونه الشخصي اي قانون الدولية التي ينتمي إليها بجنسيته لمعرفة ما اذا كان يتمتع بالاهلية القانونية التي تمكنه من مباشرة التصرفات القانونية ومنها بيع وشراء الأوراق المالية من عدمه.

وبالنسبة للشخص المعنوي فهو كالشخص الطبيعي لا يمكنه التعامل بالأوراق المالية مالم يكن متمتعاً بالاهلية القانونية ويرجع في تحديد اهليته إلى سند انشائه بأن يكون هذا التصرف داخلاً ضمن الاغراض التي اسس من اجلها الشخص المعنوي. اما الشخص المعنوي الاجنبي فإنه يتعين الرجوع بشأن اهليته للسند المنشئ له بمقتضى قانون الدولة التي اجيز بمقتضاها للتأكد من مدى اهليته للتعامل بالأوراق المالية من عدمه.

#### ثانياً : ان يكون مالكاً للأوراق المالية المراد بيعها :

من المسلم به وفقاً للقواعد العامة ضرورة ان يكون البائع مالكاً للأوراق المالية المراد التصرف بها أو على الأقل ان تكون له ولاية عليها بأن يكون ممثلاً قانونياً للمالك حتى يرتب التصرف القانوني اثاره الصحيحة. وعندئذ يمكن القول بأن اصطلاح البائع ينصرف إلى مالك الأوراق المالية او ممثله القانوني.

وامام تنوع الأوراق المالية فان وصف البائع يختلف بالنسبة لكل نوع منها، فقد يكون البائع مساهم في الشركة المساهمة في حال كون الأوراق المباعة عبارة عن اسهم، او ان يكون دائناً للشركة في حال كون الأوراق سندات قرض.

ويقع على عاتق الوسيط مسؤولية التحقق من كون العميل مالكاً للأوراق المالية المراد بيعها قبل التعامل معه وذلك من خلال اطلعه على الصك المثبت له كوثائق الأسهم بالنسبة للأوراق المالية، أما الأوراق الصادرة لحاملها فإن حيازتها تعتبر سنداً لمالكها وإن اثبات حيازتها بمثابة اثبات لمليتها. وبعد تطبيق نظام الإيداع والقيود المركزي اصبح بإمكان الوسيط التحقق من عائدة الأوراق عن طريق سجلات مركز الإيداع.

#### ثالثاً : ان يكون متمتعاً بجنسية الدولة التي يريد بيع أوراقه المالية في السوق التابعة لها :

كان تداول الأوراق في سوق المال مقتصراً في بعض الدول على مواطنيها، ووفقاً لهذا التوجه كان يتعين ان يكون الشخص متمتعاً بجنسية الدولة حتى يتمكن من التعامل بالأوراق المالية المقيدة في اسواقها بالبيع او الشراء، وبعد تبني الدول سياسية

تشجيع الاستثمار الاجنبي المعتمدة حالياً أخذت اسواق الأوراق المالية بفتح ابوابها بوجه المستثمرين الاجانب لاستثمار مدخراتهم فيها وفقاً لضوابط قانونية محددة يضعها السوق. وعلى صعيد السوق العراقي، يلاحظ بأنه لم يرد في ظل القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية ما ينظم تعامل الاجنبي في سوق الأوراق المالية، ومع ذلك يمكن القول بأنه لا يوجد ما يحول دون السماح لهم ببيع وشراء الأوراق المالية سيما وان قانون الشركات العراقي قد اكد صراحة على السماح لأي شخص طبيعي او معنوي عراقياً كان او اجنبياً بالمشاركة في عضوية الشركات العراقية سواء اكانت هذه الشركات مدرجة في السوق او غير مدرجة.

وبعد صدور قانون الاستثمار رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦، حسم المشرع العراقي وبشكل صريح هذه المسألة حينما نص صراحة على حق المستثمر الاجنبي في التداول في سوق العراق للأوراق المالية بالأسهم والسندات المدرجة فيه واكتساب العضوية في الشركات المساهمة الخاصة والمختلطة، فضلاً عن الحق في تكوين المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات. وعليه يمكن القول بعدم اشتراط القانون الجنسية العراقية للتعامل بالأوراق المالية في السوق وذلك من خلال تقرير حق التداول للمستثمر الاجنبي.

وسواء كان المستثمر عراقياً او اجنبياً فإنه ينبغي مراعاة مجموعة من القواعد المطبقة في السوق حتى يتمكن من بيع أوراقه المالية فيه، إذ يقتضي التعامل في السوق باعتبارها سوق منظمة مراعاة الاجراءات المنظمة لهذا التعامل والتي تفرض بدورها ابتداءً على المتعاملين الآتي :

١. الاتفاق مع احد الوسطاء لينوب عنه في التعاقد بمقتضى عقد وساطة.
٢. الحصول على رقم مستثمر والذي من خلاله يتم التعريف بشخصية كل مستثمر ومقدار ما يملكه من رصيد من الأوراق المالية، ويحصل المستثمر على هذا الرقم عن طريق الوسيط الذي يتم التعامل من خلاله في السوق بعد تقديمه المستمكات المطلوبة.
٣. فتح حساب تداول إذ ينبغي على المستثمر في ظل التداول الالكتروني فتح حساب تداول من الأوراق المالية خاص به من خلال وسيطه لدى مركز الايداع العراقي ليتم من خلاله خصم أوراقه المالية او اضافة أوراق مالية لحسابه لدى اصداره أوامر بالبيع او الشراء.
٤. فتح حساب مالي لدى مصرف التسوية عن طريق ذات الوسيط يظهر فيه مقدار المبالغ المالية العائدة له يتم من خلاله اضافة وخصم ثمن ما يبيعه او يشتريه من أوراق مالية.

## مشتري الأوراق المالية

يعرف المشتري بأنه : الشخص الذي يلتزم بدفع الثمن النقدي الى البائع مقابل حصوله على الأوراق المالية، ويمكن ان يكون المشتري شخصاً طبيعياً أو معنوياً. فلا يكفي لانعقاد بيع الأوراق المالية ان يعرض البائع عن رغبته في مبادلة أوراقه المالية بثمن معين بل ينبغي ان يرتضي شخص دفع هذا الثمن للحصول على تلك الأوراق وهذا هو المشتري.

وبالرغم مما توصف به سوق الأوراق المالية من كونها سوق عامة مفتوحة امام الجميع مما يتيح لعموم الاشخاص امكانية ولوج هذا النوع من الاستثمار غير انه لا بد من توافر الشروط الآتية فيمن يرغب بشراء الأوراق المالية المقيدة :

**أولاً : ان يكون متمتعاً بالاهلية القانونية :**

يعتبر شراء الأوراق المالية عملاً تجارياً لذا يجب ان يكون المشتري اهلاً لذلك كما هو الحال بالنسبة للبائع وذلك بأن يكون الشخص بالغاً كامل الاهلية او صغيراً مآذوناً له بالتجارة على ان يكون التعامل بالأوراق المالية داخلاً في نطاق الأذن بالنسبة للفرد الطبيعي، اما بالنسبة للشخص المعنوي فأن مدى تمتعه بالاهلية اللازمة لشراء الأوراق المالية يتحدد بالرجوع لسند انشائه.

**ثانياً : ان لا يكون ممنوعاً من تملك الأوراق المالية :**

يجب ان يكون المشتري من الاشخاص المسموح لهم بتملك الأوراق المالية، فلا يمكن للشخص شراء الأوراق المالية متى كان ممنوعاً من ذلك. فقد يحرم القانون بعض الاشخاص من تملك الأوراق المالية لاسباب ترتبط بأشخاصهم ومن ابرز الامثلة على ذلك من صدرت بحقه عقوبة السجن المؤبد او المؤقت ولم يخل سبيله بعد، إذ يحرم قانوناً وبالتبعية من ان يكون عضواً في احدى الشركات او مديراً لها، ولذا لا يصح تملكه لاسهم احدى الشركات لما يترتب على ذلك من اكتساب للعضوية فيها وهذا ما لا يجيزه القانون، وعليه فلا يسمح لمثل هؤلاء الاشخاص من التعامل في سوق الأوراق المالية بشراء اسهم الشركات المدرجة فيها.

وقد يحظر على الشخص تملك الأوراق المالية لسبب يتصل بصفته ومثال ذلك ما ورد في قانون انضباط موظفي الدولة رقم ١٤ لسنة ١٩٩١ حيث حظر القانون المذكور على الموظف العام ممارسة بعض النشاطات تنزيهاً للوظيفة العامة التي يمارسها وضماناً

لتفرغه لاداء مهامه الوظيفية ومنها (مزاولة الاعمال التجارية وتأسيس الشركات والعضوية في مجلس ادارتها عدا شراء اسهم الشركات المساهمة).

ومن الجدير بالملاحظة ان النص قد قصر جواز التملك على نوع واحد من الأوراق المالية دون غيرها وهي (الأسهم)، كما اقتصر على نوع معين من الشركات وهي (الشركات المساهمة) دون غيرها، مما يعني ان الموظف العراقي والحال هذه يمكن ان يشتري من سوق الأوراق المالية فقط الأسهم من بين سائر الأوراق المالية المقبولة من الشركات المساهمة حصراً بطبيعة الحال.

اما الانواع الاخرى من الأوراق المالية فإن حكم تملكها لا يفصح عنه النص ومع ذلك يمكن القول بجواز ذلك لتوافر ذات الحكمة التي اجيز له بمقتضاها شراء الأسهم وعلى الرغم من ان النص يتحدث عن حالة الشراء فقط غير انه لا يوجد ما يمنعه لاحقاً من بيعها سداً لحاجته من المال مثلاً طالما لم يكن ذلك على وجه الاحتراف باعتباره ممنوعاً من اكتساب صفة التاجر.

**ثالثاً : ان لا يترتب على الشراء تجاوز ملكيته من الأوراق المالية الحد الاعلى المقرر قانوناً :**

يتعلق هذا الشرط بمقدار الحد الاعلى المسموح امتلاكه من الأوراق المالية ويرتبط هذا الشرط عادة بالأسهم من بين الأوراق المالية لما يترتب على امتلاكها من حقوق مالية وادارية للماسهم تزداد بصورة طردية مع زيادة ملكيته فيها بما يتيح له ذلك امكانية التأثير على المشروع الاقتصادي الذي تتولاه الشركة المساهمة والتي ترتبط بدورها بالتنمية الاقتصادية.

وقد كان قانون الشركات العراقي يضع حداً اعلى لمقدار مساهمة الشخص من غير قطاع الدولة في راس مال الشركات المساهمة غير انه تم تعليق العمل بهذه الحدود بعد تعديل القانون بموجب أمر سلطة الائتلاف المنحل رقم ٦٤ لسنة ٢٠٠٤ والذي اطلق الحد الاعلى لمساهمة الاشخاص في راس مال الشركات المساهمة، حيث لم يعد هنالك ما يقيد حرية المشتري فيما يخص مقدار ما يمكن تملكه من الأسهم بشرائها من السوق، وهو ما قد يفسح المجال لسيطرة بعض الاشخاص على راس مال الشركة وما يتبعه ذلك من اثار تزداد مخاوفها عندما يكون هؤلاء من غير العراقيين.

غير ان ما تقدم لا يؤخذ على اطلاقه بالنسبة لعموم المشتريين إذ يستثنى منهم (شركات الاستثمار المالي) فقد حظر المشرع على هذه الشركات ان تمتلك في شركة واحدة اكثر من ١٠% من راس مالها.

ومن جانب آخر فقد فرض قانون سوق العراق للأوراق المالية على اي شخص يملك ١٠% أو اكثر من الأسهم الصادرة عن احدى الشركات المقيدة في السوق ضرورة اشعار السوق او الهيئة العراقية المؤقتة للسندات بذلك وبصورة تحريرية، كما اعتبر بانه من غير القانوني حصول الشخص على اكثر من ٣٠% من اسهم تلك الشركة ما لم يقوم ذلك الشخص بالتعريف عن نفسه وكشف ما بحيازته الى السوق من اسهم.

**رابعاً : ان لا يتجاوز مقدار المبلغ المستثمر في شراء الأوراق المالية الحد المقرر قانوناً :**

الاصل انه يمكن للشخص تخصيص المقدار الذي يريده من امواله لاستثماره في شراء الأوراق المالية من اجل تحقيق الربح من وراء هذا النشاط، غير انه ولا اعتبارات معينة قد يتدخل المشرع في وضع حد اعلى لهذا المبلغ، وهذا ما عليه الحال بالنسبة لشركات الاستثمار المالي فقد فرض المشرع على هذه الشركة التزاماً بعدم خفض سيولتها النقدية في اي وقت عن ١٠% من راس مالها، وهذا ما يعني ان الحد الاعلى لمقدار المبلغ النقدي الذي يمكن لشركة الاستثمار المالي ان تستثمره في شراء الأوراق المالية يتمثل بـ ٩٠% من راس مالها، اما الباقي منه والمتمثل بالـ ١٠% فينبغي ان تحتفظ به الشركة لذا لا يمكنها توظيفه في شراء الأوراق المالية، وهذا ما يكمن تفسيره بضمان توفير سيولة نقدية دائمة للشركة لمواجهة احتياجاتها الطارئة فضلاً عما يحققه ذلك من تأمين لمصلحة دائنيها لما يمثله راس مالها من ضمان عام بالنسبة لهم.

وفي موقف مشابه بالنسبة للمصارف نجد انه وبالرغم من ان بيع وشراء الأوراق المالية يعد من الانشطة التي يمكن للمصرف مباشرتها وبناءً على الموافقة المسبقة من البنك المركزي العراقي باعتباره الجهة القطاعية المختصة على نشاط المصارف، غير ان مقدار ما يمكن للمصرف تخصيصه من مبلغ نقدي من امواله لتوظيفها في هذا النشاط يخضع إلى القيد المقرر قانوناً والذي يحدد هذا المبلغ بمقدار لا يتجاوز ٢% من راس مال المصرف.

## الوساطة في سوق المال

يعد الوسيط الشخص الوحيد المرخص له بالتعامل المباشر بالأوراق المقيدة في السوق لذا يتوجب على من يرغب في استثمار امواله ببيع وشراء الأوراق المالية الاتفاق مع احد الوسطاء المرخصين ليتولى أمر التعاقد نيابه عنه، الأمر الذي يحقق للاطراف المتعاقدة فرصة الاستفادة من خبراتهم في مجال الاستثمار بالأوراق المالية فضلاً عما يحققه ذلك من الاسراع في ايجاد فرص التعاقد المناسبة.

وقد حظي تعريف الوسيط باهتمام تشريعي فقد عنت بعض القوانين المعنية بالسوق لإيراد تعريف خاص به ومنها القانون العراقي، والذي عرف الوسيط في ظل قانون سوق بغداد للأوراق المالية الملغي بأنه : (كل شخص طبيعي أو معنوي يجاز من المجلس لممارسة الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية)، ويتميز التعريف المتقدم بوضوح دلالاته من حيث تحديده لشخصية الوسيط بكونه (شخصاً طبيعياً أو معنوياً)، فضلاً عن وضوحه في تحديد دور الوسيط بتأكيد على (ممارسة الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية).

أما في ظل القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية النافذ فقد عرف المشرع العراقي الوسيط بأنه : (الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين بموجب الفصل (٥/أ) من هذا القانون والمتعامل في معاملات السندات في سوق الأوراق المالية أو الشخص القانوني المخول بموجب الفصل (٥/أ) وقد يقبل المصرف كوسيط اذا خول بالعمل وفقاً لتلك الصلاحية)، ويؤخذ على التعريف المتقدم ما يلي :

١. عدم تحديده للمقصود بالوسيط بوضوح وانما اورد تعداداً مختصراً للأشخاص الذين يمكنهم ممارسة الوساطة في السوق دون ان يحدد فيما اذا كان الوسيط شخصاً طبيعياً او معنوياً.

٢. لم يحدد طبيعة نشاط الوسيط بوضوح عندما وصفه بالمتعامل في السندات كون السندات نوع من الأوراق المالية وليست الأوراق المالية ذاتها.

اما على الصعيد الفقهي فقد تم تعرف الوسيط بأنه : (شخص يقوم بدور التوسط في عملية تداول الأوراق المالية بين طرفين طبقاً للقوانين واللوائح المنظمة لسوق راس المال من اجل حماية المتعاملين في السوق).

## شروط اكتساب صفة الوسيط في سوق الأوراق المالية

حتى يكتسب الشخص صفة الوسيط ويمارس دور الوساطة في سوق الأوراق المالية لا بد ان تتوفر فيه مجموعة من الشروط والتي يمكن إجمالها بالآتي :

**أولاً : اتخاذ الشخص الشكل المطلوب قانوناً :**

ان الوساطة في التعامل بالأوراق المالية كانت قد بدأت اول الأمر كنشاط فردي يقوم به الافراد الطبيعية، غير انه ومع تقدم التنظيم القانوني للأسواق المالية توجهت التعديد من القوانين نحو تبني وساطة الاشخاص المعنوية دون الطبيعية.

ويبرر الفقه هذا التوجه بالامكانات المادية والفنية التي تتمتع بها الاشخاص المعنوية والتي تستلزمها ممارسة الوساطة في السوق على النحو الذي يؤمن حماية المتعاملين معها، فضلاً عما يؤمنه قصر الوساطة على الاشخاص المعنوية من استمرارية لا طول فترة ممكنة في ادائها لمهامها كونها لا ترتبط عادة بوجود احد اعضائها، خلافاً للفرد الطبيعي اذ ان تعرضه للافلاس او الوفاة من شأنه ان يحول دون استمراره في تقديم خدماته للمتعاملين. ورغم ما ساقه الفقه من تبرير غير انه لا زالت بعض القوانين تفسح المجال امام الاشخاص الطبيعية لاكتساب الوساطة في السوق.

وعلى صعيد السوق العراقي فقد حدد القانون النافذ شخصية الوسيط بالاشخاص المعنوية الآتية :

١. مصرف مخول بالعمل في العراق.
٢. شركة عراقية، أي مؤسسة وفق احكام القانون العراقي.
٣. شركة انشئت بموجب قانون معين متخصصة في النشاطات ذات الصلة بالأوراق المالية.

ويلاحظ بأن القانون لم يحدد نوع الشركة، وامام هذا الاطلاق يرى البعض ان النص يشمل كل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من شركات الوساطة وشركات ادارة محافظ الأوراق المالية، كما يلاحظ عدم اشتراط الجنسية العراقية في المصرف وكذلك الشركة المتخصصة في النشاطات ذات الصلة بالأوراق المالية وهو ما يعني افساح المجال لاكتساب الاجنبي للوساطة في السوق دون وجود قواعد خاصة تعمل على ضمان حقوق المتعاملين.

على ان اتخاذ الشخص المعنوي احد الاشكال المذكورة أعلاه لا يكفي لاكتسابه صفة الوسيط بل يشترط فوق ذلك ان لا يقل مقدار رأس ماله عن ١٥٠ مليون دينار عراقي.

## ثانياً : التخصص في ممارسة النشاطات المتعلقة بالأوراق المالية :

يشترط القانون العراقي صراحة في الشركات (سواء تلك المؤسسة بمقتضى قانون الشركات العراقي او اي قانون آخر) ان تكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول الأوراق المالية او ادارة الاستثمارات او عمل الاستشارات المالية لغرض اكتساب صفة الوسيط. والواقع ان هذا الشرط تمليه طبيعة التعامل في السوق كونه يحتاج إلى معرفة ودراية يجعلها الكثير من غير المتخصصين مما يتطلب ضرورة توافرها لدى الوسطاء.

ومما تجدر الإشارة إليه في هذا الصدد ان المشرع لم يقيد هذا التخصص بمدة معينة تضمن توافر تلك الخبرة والدراية، كما انه اشترط هذا التخصص بالنسبة للشركات دون المصارف وما يفسر ذلك هو أن التعامل بالأوراق المالية والنقدية يعد من المجالات الرئيسية لنشاط المصارف مما يضمن توافر الخبرة المطلوبة لديه.

## ثالثاً : تقديم طلب إلى الجهة المختصة :

ينبغي على الشخص المعنوي الراغب في ممارسة الوساطة ان يقدم طلب يعرب فيه عن نيته بالحصول على صفة الوسيط على ان يعزز طلبه بالوثائق المؤيدة لتوافر الشروط سالفة الذكر، وبالرغم من عدم دخول القانون في تفاصيل هذه المسائل الاجرائية، فإن الطلب لا يخلو من البيانات الشخصية لمقدمه، فضلاً عن اشتماله على اقرار مقدمه بالمحددات المتعلقة برأس المال للتعامل اليومي للوسيط وفقاً لانظمة السوق اعتماداً على كفاية رأس ماله الصافي. ويتم تقديم الطلب إلى الجهة المختصة في السوق والتمثلة بمجلس الادارة او الجهة المخولة من قبله.

## رابعاً : الحصول على الاجازة اللازمة لممارسة الوساطة :

ان تقديم الطلب السابق لا بد ان يستتبعه الترخيص له بممارسة الوساطة من خلال الحصول على الاجازة حتى تكتسب صفة الوسيط، وتصدر هذه الاجازة لمن وافق مجلس الادارة على طلبه، وبعد ان يحصل الوسيط المجاز على عضوية السوق ويتم قبوله كمشارك في مركز الايداع يسمح له عندئذ بالمشاركة في تعاملات السوق.

ومن الجدير بالملاحظة ان قرار المجلس قد يكون بالموافقة او الرفض، ومن ثم فإن منح الاجازة من عدمه يصدر على ضوء تقدير المجلس لمدى حاجة السوق الى وسطاء جدد بناءً على عدد الشركات المدرجة وكمية الأوراق المتداولة ومستوى التعامل وغير ذلك من الاعتبارات التي يتخذ على اساسها المجلس قرار.

وبحصول الشخص على الاجازة بممارسة الوساطة في السوق يعتبر مرخصاً لمزولة الوساطة في السوق ويمكنه مباشرة نشاطه وعقد الصفقات لحساب عملائه ما بقي محتفظاً

بشروط الوساطة وملتزمًا بما تقرره قواعد السوق، اما في حال رفض طلبه فإن توسطه في التعامل بالأوراق المالية دون ترخيص يعد جريمة يحاسب عليها وفقاً لاحكام قانون السوق.

### علاقة العميل بالوسيط (كيفية تعاقد العميل مع وسيطه)

تنشأ علاقة المستثمر بوسيطه في السوق عن عقد مبرم بينهما مضمونة التزام الوسيط بتلقي أوامر العميل (البائع والمشتري) وتنفيذها بالكيفية المحددة بالأمر في مقابل التزام العميل بدفع العمولة والمصاريف الناشئة عن ذلك، والذي يسمى بـ (عقد وساطة الأوراق المالية). ويشكل ابرام هذا العقد خطوة اساسية للاستثمار في السوق فلا يصح بيع هذه الأوراق بدون (عقد وساطة)، وهذا الأمر لا يعني المستثمر فحسب بل الوسيط ايضاً، إذ يمنع الوسيط قانوناً من التعاقد على بيع وشراء الأوراق المالية من السوق لصالح اي مستثمر الا بعد ان يعقد معه عقد وساطة يحصل بمقتضاه على توكيل من المستثمر بالبيع او الشراء مقابل عمولة محددة.

وإذا كان المستثمر ملزم قانوناً بالتعاقد مع احد الوسطاء حتى يتمكن من البيع والشراء في السوق غير انه لا يوجد ما يرغمه على التعاقد مع وسيط بعينه ولذا يمكنه ان يختار من بين الوسطاء المرخصين من يرى بتوسطه ما يحقق صالحه، مالم يوجد ما يقيد ذلك. فإنه يثور التساؤل عما اذا كان الوسيط ملزماً بالتعامل مع كل مستثمر يرغب في توسطه لتنفيذ أوامره بالبيع او الشراء ام ان بإمكانه رفض التوسط احياناً وفقاً لما يراه مناسباً. هذا ما اختلفت بشأنه آراء الفقه وعلى التفصيل الآتي :

١. ذهب رأي من الفقه إلى ان الوسطاء لا يمكنهم رفض تلقي أوامر العملاء نظراً لان العملاء لا يستطيعون مباشرة التعامل بانفسهم في السوق في ظل الزامهم قانوناً بالتعاقد عن طريق الوسطاء، ولذا يفسر هذا الرأي الزام الوسيط بقبول توسطه عن العميل بأنه المقابل الطبيعي والنتيجة المنطقية لاحتكارهم للوساطة في السوق المقرر قانوناً، وتأييداً لذلك يضيف اخرون بانه في حالة رفض الوسيط طلب الوساطة من العميل فلن يجد العميل من يلجأ اليه في التعاقد على الأوراق المالية نظراً لاحتكارهم عمليات البيع والشراء في السوق لذا فلا يمكنهم رفض التوسط في السوق.

٢. يذهب رأي آخر من الفقه إلى ان الوسيط يمكنه رفض التعامل مع بعض المستثمرين وبالتالي رفض تنفيذ أوامره استناداً إلى مبدأ حرية التجارة. وقد تبني المشرع العراقي هذا الرأي فبالرجوع إلى القانون نجد ان احتكار الوسطاء للتعامل في السوق

يعد حقاً للوسيط لا التزاماً عليه ولذا فإنه لا يوجد في القانون ما يدعم إلزام الوسيط بالتعاقد مع كل مستثمر يطلب وساطته ويعزز ذلك مبدأ حرية التعاقد، وتطبيقاً لذلك فإنه وكما يحق للمستثمر ان يختار من يشاء من بين الوسطاء لينوب عنه في التعاقد فإنه من حق الوسيط ايضاً ان يختار المستثمر الذي ينوب عنه ليقدر قبول او رفض طلب الوساطة. أما القول بان رفض الوسيط التعاقد من المستثمر من شأنه ان يسد الباب بوجه الاخير ويحول دون امكانية تعامله في السوق فهو احتمال ضعيف في ظل وفرة الوسطاء داخل السوق.

ويمكن اجمال اسباب رفض الوسيط قبول الوساطة إلى وجود بعض التحفظات المعقولة على سمعة المستثمر أو مركزه المالي تبرر رفضه التعاقد معه وعلى اية حال فإن توافق ارادتي الوسيط والمستثمر تنشئ عقد الوساطة بينهما يلتزم بمقتضاه الوسيط المجاز للعمل في سوق الأوراق المالية بناءً على أوامر محددة يتلقاها من العميل بالقيام ببيع الأوراق المالية وشرائها باسم ولحساب العميل مقابل عمولة محددة ويكون ضامناً لتنفيذ العقد.

### الطبيعة القانونية لعلاقة العميل بوسيطه

بمقتضى عقد الوساطة المنعقدة بين الوسيط وعميله يؤدي الوسيط دور في عقد بيع الأوراق المالية مقارب لما يقوم به كل من الدلال في عقد الدلالة والوكيل في عقد الوكالة الأمر الذي دعا لأختلاف وجهة نظر الفقه بشأن تحديد طبيعة علاقته بالعميل، إذ تنوعت آراء الفقه بهذا الصدد ما بين اعتبار الوسيط مجرد دلال يرتبط عمله مع عميله (بعقد دلالة)، وما بين اعتباره وكيلاً بمقتضى (عقد الوكالة)، وما بين اعتباره (عقد ذو طبيعة خاصة) ولكل من هذه الآراء حجته.

والواقع ان العلاقة الناشئة عن عقد الوساطة ما بين العميل والوسيط هي علاقة تعاقدية خاضعة لمجموعة من الأطر التنظيمية فلا يصح وصفها بأنها (عقد دلالة) بالنظر لتجاوز دور الوسيط فيها لمهام الدلال، كما لا يصح وصفها بأنها (عقد وكالة عادية) على الرغم من ان هذا العقد لا يخرج في حقيقته عن كونه وكالة يقيم فيها العميل وسيطه مقام نفسه في بيع الأوراق المالية فيتعامل باسم ولصالح عميله مقابل عمولة محددة، ذلك ان ما ينشأ عن هذه الوكالة من مراكز قانونية تخضع إلى جانب احكام العقد المبرم بينهما للقواعد القانونية المعنية بتنظيم السوق والتعليمات الصادرة موجبه، لذا من المناسب القول بأنها (عقد وكالة ذات طابع خاص).  
وإذا كانت وكالة الوسيط لازمة لصحة التعاقد غير انها لا تكفي من الناحية العملية لوجوده إذ لا يستطيع الوسيط بوصفه (شخصاً معنوية) من تأدية مهامه بذاته دون تدخل شخص

طبيعي يتولى تمثيله في السوق يطلق عليه (المندوب) والذي يعرف بأنه : (شخص طبيعي ينوب عن الوسيط في تنفيذ أوامر عملائه داخل قاعات التداول في السوق وذلك لما تتطلبه عمليات التوسط من جهد وحضور بشري).

ويشكل وجود المندوب ضرورة لابد منها في السوق إذ يستحيل على الوسيط المعنوي بدونه تأديه مهامه كذلك الحال بالنسبة للوسيط الطبيعي بالنسبة للتشريعات التي تجيز ذلك وذلك لغرض تمثيله في السوق بما يعينه على اداء دوره ويحقق الاسراع في انجاز تعاملات المستثمرين على الأوراق المالية.

ومتى سلمنا بأن الوسيط شخص معنوي (شركة) تمارس دور الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية، يثار في هذا الصدد تساؤل عما اذا كان الوسيط بحاجة إلى لتوسيط وسيط آخر ينوب عنه متى رغب في التعاقد لحسابه الخاص أو يستطيع التعاقد بصفته وسيطاً فحسب ؟ الاصل ان الوسيط باعتباره شخصاً معنوياً يمكنه التعاقد على بيع الأوراق المالية وفقاً لاحكام السوق، وفي ظل القانون العراقي نجد ان المشرع لم يحسم هذا الأمر اذ اوكل لمجلس ادارة السوق وضع القواعد المنظمة لذلك، وبالرجوع إلى تعليمات عام ٢٠٠٤ نجد بأنها تؤكد (حق الوسيط في التعامل لحسابه الخاص ولكن فقط من خلال وسيط آخر دون ان يستطيع بذاته التوسط لصالحه في التعاقد). أما تعليمات التداول لعام ٢٠٠٧ نجد بأنها سلكت منهجاً مغايراً إذ (حظرت على الوسيط التعامل لصالح محفظته الا من خلاله).

مما يعني ان صفته كوسيط تكفي لتعاقدته في السوق لحسابه الخاص دون حاجة لتوكيل وسيط آخر ينوب عنه ولا يستطيع على اية حال توكيل غيره في ذلك فالأمر وجوبي بالنسبة له.

## أوامر سوق المال

تعرف **أوامر سوق المال** بأنها : الطلب المقدم من قبل العميل لوسيطه والذي يعبر فيه عن رغبته في التعاقد على شراء أو بيع ورقة مالية او اكثر من الأوراق المقيدة في السوق بالموصفات المحددة فيه سواء من حيث الكمية والسعر والوقت وغير ذلك.

فأوامر سوق المال تطلق على الأوامر التي يعرضها العملاء في السوق من خلال وسطائهم وهي تجسد في مجموعها رغبة العميل الصادرة عنه في التعامل بالأوراق المالية المتداولة في السوق. وتتصف هذه الأوامر بمجموعة من الخصائص يمكن اجمالها بالآتي :

١. ان أمر السوق سواء كان بالبيع أو الشراء هو **افصاح عن ارادة العميل في التعاقد**، إذ ان ارادته لا ترتب أثراً ما بقيت كامنة في نفسه لذا ينبغي اظهارها لتتاح لها الفرصة التلاقي مع ارادة موافقة لها وهو ما يتطلب ان تكون هذه الارادة صادرة ممن هو اهل لها وان تكون غير معيبة وسالمة من عيوب الارادة.

٢. ان أمر السوق **يوجه إلى الوسيط دون ان يكون هو المعني به بالذات**، بل لكونه الواسطة الوحيدة التي يمكن للعميل من خلالها دخول السوق والتعامل بالأوراق المالية المتداول فيه.

٣. ان تسمية التعبير الصادرة من العميل بالأمر لا يغير من طبيعته كونه يعد **إيجاباً بالنسبة لأمر البيع وقبولاً بالنسبة لأمر الشراء**، فهذه التسمية وان كانت توحى بأن الأمر واجب التنفيذ على اية حال غير ان هذا ليس محتملاً فقد لا يجد أمر العميل أمراً مطابقاً له مما يحول دون تحقق التراضي المطلوب.

٤. ان أمر السوق **لابد ان يكون واضحاً ومحددأ** حتى يصبح بالامكان تنفيذه بشكل صحيح وتجنباً لأي اجتهاد أو امر او التباس وهو ما يتطلب ان يشتمل الأمر على المعلومات التي تجعله صالحاً لتكوين العقد عند وجود أمر مطابق له بان يشتمل فضلاً عن البيانات التي تحدد شخصية العميل نوع الأمر (أمر بيع أو أمر شراء)، ماهية الأوراق المالية محل التعامل (نوعها، مقدارها)، السعر، وقت تنفيذ الأمر، وما إلى ذلك من بيانات.

٥. ان أمر السوق **لابد ان يستوفي الشكل المطلوب قانوناً**، حيث فرضت بعض القوانين شكلاً معيناً اوجبت على العميل مراعاته لدى اصدار أمره بالبيع او الشراء وذلك عندما تطلبت كتابة الأمر، وتأتي هذه الخطوة لحماية العملاء من استغلال الوسطاء عن طريق التلاعب بارصدة العملاء او تنفيذ أوامرهم بما يخالف مضمونها. وهذا ما اخذ به القانون العراقي **حينما اشترط اصدار تفويض البيع او الشراء كتابة، واجاز استثناءً ان تكون أوامر البيع**

والشراء عن طريق الهاتف او على شكل رسالة بالفاكس او بالبريد الالكتروني او بأية وسيلة اخرى يتفق عليها المستثمر مع وسيطه على ان يوثق ذلك الأمر بشكل خطي لاحقاً.

## انواع أوامر السوق

ان أوامر السوق لا تخرج عن كونها أوامر بالبيع أو بالشراء ويعرف (أمر البيع) بأنه : الطلب الذي يقدمه المستثمر للوسيط ويقبل به الاخير طالباً منه ومفوضاً له عملية بيع الاوراق المالية وفقاً لشروط عامة أو خاصة معمول بها في السوق يحددها المستثمر. اما (أمر الشراء) فيعرف بأنه : الطلب الذي يقدمه المستثمر للوسيط ويقبل به الاخير طالباً منه ومفوضاً له عملية شراء الاوراق المالية وفقاً لشروط عامة أو خاصة معمول بها في السوق يحددها المستثمر.

وإلى جانب هذا التقسيم يوجد عنصران اساسيان يعتمد عليهما المستثمر في تحديد طريقة تعامله بالأوراق المالية لدى اصداره أوامر البيع والشراء وهما (السعر والوقت) وارتباطاً بهذين العنصرين يتحدد نوع الأمر الصادر من العميل وعلى النحو الآتي :

**أولاً : الأوامر المرتبطة بالسعر :**

يعد السعر من البيانات الجوهرية التي ينبغي تحديد مضمونها في الأمر الصادر عن العميل لوسيطه وعلى اساس هذا البيان تنقسم الأوامر إلى نوعين هما :

**١. الأمر بسعر محدد :**

ويراد به الأمر الذي يحدد فيه العميل لوسيطه سعر معين يشتري او يبيع به الورقة المالية، فبمقتضاه يحدد العميل السعر الذي يرتضيه ثمناً للأوراق المالية المراد التعامل بها، ولذا ينبغي على الوسيط مراقبة حركة سعر الورقة المحددة بالأمر لينفذ الأمر عند وصوله السعر المحدد.

وقد اتاحت تعليمات التداول للوسيط تنفيذ الأمر بـ (السعر الافضل) بما يعود على عميله بالنفع حتى وان لم يتقيد بالسعر المحدد بالأمر، اي ان للوسيط مخالفة السعر المحدد بالأمر وذلك عندما يكون السعر المنفذ به اعلى من السعر المحدد في أمر البيع او اقل من السعر المحدد بأمر الشراء فهذا ما يحقق الافضل بالنسبة للعميل.

## **٢. الأمر بسعر السوق :**

ويقصد به الأمر الذي يطلب فيه العميل من وسيطه التعاقد على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن ان يجري عليه التعامل، فالعميل هنا لا يقيد وسيطه بسعر محدد وانما يكتفي بوضع

الاساس الذي يعتمد عليه في تحديد السعر، وذلك باعتماد السعر السائد في السوق والذي يحقق صالحه، والذي يتحدد بتفاعل اسعار العرض والطلب المطروحة في السوق.

وبما ان سعر السوق غير معلوم على وجه التحديد لدى اصدار الأمر لذا فإن المستثمر لا يستطيع تحديد مقدار ما سيحصل عليه من ثمن لما يبيعه من أوراق مالية، وكذا ما سيدفعه من مال ثمناً لما سيشتريه من أوراق مالية الا بعد تنفيذ الأمر ففي هذا الوقت يتحدد السعر.

### ثانياً : الأوامر المرتبطة بوقت التنفيذ :

تنقسم أوامر السوق بناءً على ارتباطها بالوقت الذي يتم فيه تنفيذ أوامر العملاء إلى قسمين هي :

#### ١. الأمر المحدد المدة :

وهو الأمر الذي يتضمن فيه بياناً يحدد صراحة مدة سريانه، إذ يلزم العميل وسيطه بتنفيذ الأمر خلال الفترة الزمنية المحددة بالأمر، ويترتب على تقييد الأمر بمدة محددة نتيجة هامة تتمثل في ان انقضائها يسلب الأمر صلاحيته للتنفيذ اذا ما انقضت دون ان يجد الوسيط عرضاً مطابقاً لأمر عميله.

فإذا كان الأمر محدد بيوم (أمر يومي) فيبقى سارياً طوال ساعات التداول في ذلك اليوم فإذا انقضت دون ان ينفذ الأمر فيعتبر الأمر ملغياً ويسري ذات الحكم عندما يكون (الأمر اسبوعي) فهو ينقضي بانتهاء الاسبوع الصادر فيه.

#### ٢. الأمر المفتوح :

ويراد به الأمر الذي يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغائه بواسطة المستثمر مصدر الأمر، فلا يضع العميل سقف زمني لسريان مفعول الأمر ينبغي التنفيذ خلاله وإنما يترك للوسيط تحديد الوقت الملائم للتنفيذ وبما يحقق صالح العميل.

ويؤخذ على هذا النوع من الأوامر احتمال تعريض مصلحة مصدره للخطر الناشئ عن نسيان إصداره سيما لدى مرور مدة طويلة على صدوره دون ان يقوم الوسيط بتنفيذه وحتى لو نبه الوسيط عميله بوجوده بذلك فقد لا يكون الوقت ملائماً بالنسبة له للتنفيذ.

ولا وجود لهذا النوع من الأوامر في التعامل بالسوق العراقية فالعميل كما وجدنا ملزم بتحديد المدة الزمنية التي ينفذ الأمر خلالها وبخلافه فإن الأمر يعتبر يومياً تنتهي صلاحيته بانتهاء جلسة التداول في اليوم الذي ورد فيه .

## كيفية تنفيذ أوامر العملاء

ان تنفيذ أوامر العملاء يدخل في الالتزامات الأساسية للوسيط إذ ينبغي عليه إبتداءً تسجيل الأوامر الصادرة من عملائه في سجل خاص لديه والذي يعرف بـ (سجل الأوامر) وكذلك الحصول على توقيع العميل على نموذج الأمر لتثبيت موافقته على مضمون الأمر ورغبته في تنفيذه، كما ينبغي على الوسيط التأكد من وجود التغطية الكافية قبل المبادرة لتنفيذ الأمر بمراجعة القواعد المقررة في السوق ، وذلك بالتأكد من إمتلاك عميله لكامل الأوراق المالية المحددة بأمر البيع والتأكد من قدرة عميله على تسديد ثمن الأوراق الأمر بشرائها كما اكدت على ذلك القوانين المعنية بالسوق، والتأكد من عدم مخالفة الأمر للنظام الأساسي للجهة المصدرة أو لأي تشريع نافذ.

وما أن يتم التحقق من ذلك فعندئذ يفترض أن يبادر الوسيط لتنفيذ التصرف الموكل به بالتعاقد لحساب عميله ببيع أو شراء الأوراق المالية، وأياً كان الأمر فإن تنفيذ أوامر العملاء يحتم قيام الوسيط بالإعلان عنها فإذا وجد عرضاً مطابقاً لها فعندئذ يتولى مباشرة التنفيذ بإتباع الإجراءات المقررة لذلك، وكما يلي :

### الخطوة الأولى : الاعلان عن الأوامر

يقصد بالإعلان عن الأمر عرضه في السوق بالطريقة المعتمدة في السوق للتعريف به خلال المدة المحددة بالأمر. إذ يقوم كل وسيط بعرض الأوامر الصادرة من عملائه، وبهذا يتعرف كل منهم على ما لدى الآخر من عروض ومن ثم يتم التوفيق بين العروض المتطابقة. وفي هذا الصدد نجد أن أسواق الأوراق المالية أتبعت طرق متنوعة في الإعلان عن الأوامر واكبت فيها التطورات الحاصلة في وسائل الاتصال والتي تتمثل بالآتي:

#### أولاً : المناداة ( الإعلان الشفهي المباشر ) :

وتعد أولى الطرق التي استعان بها الوسطاء في عرض أوامر عملائهم بالبيع والشراء، وتتحقق من خلال قيام الوسيط بالنداء وبصوت مرتفع عند عرض أوامر عملائه، وهو ما يتطلب تواجد كل وسيط وممثليه في المكان المخصص له للإعلان عن الأوامر وبصورة شفوية باستخدام العبارات التي تلخص مضمون الأمر كذكر نوع الأمر وعدد الأسهم المراد التعامل بها والجهة المصدرة لها، ومن خلال ما يدور في قاعة التداول من نداءات قد يجد الوسيط ما يطلبه عميله لدى غيره من الوسطاء وفي حال تحقق ذلك يتم التفاوض بين الوسطاء لغرض التعاقد.

## ثانياً : لوحات العرض :

وبمقتضاها تجهز قاعة التداول بلوحات عرض تخصص واحدة منها أو أكثر لكل واحدة من الجهات المدرجة في السوق لغرض الإعلان عن الأوامر التي ترد على أوراقها المالية. إذ يتولى موظفين متخصصين تابعين الى السوق مهمة الإشراف عليها وكتابة أوامر العملاء بالبيع والشراء عليها.

إذ يقوم الوسطاء من جانبهم بكتابة الأوامر التي ترد إليهم من عملائهم على بطاقات خاصة يبين فيها مضمون كل منها، ويتولى مراقب اللوحة من جانبه كتابتها بصورة واضحة على اللوحة والتي تقسم الى عدة حقول منها لأوامر البيع وآخر لأوامر الشراء وآخر لاسم الشركة وآخر لرمز الوسطاء ويتم الإعلان عن الأوامر بكتابتها على اللوحة وفقاً لتسلسل ورودها.

## ثالثاً : الحاسب الآلي :

يعتبر الحاسب الآلي طريقة حديثة معتمدة حالياً في أسواق الأوراق المالية وبمقتضاها يصار إلى إدخال أوامر العملاء لأجهزة الحاسب بصورة متتالية وحسب تسلسلها الزمني الذي وردت فيه، فعند ورود الأمر يتولى الوسيط إدخاله على الشاشات الخاصة والمرتبطة بنظام التداول الإلكتروني في السوق فيتم وضعه على نظام التداول كي يتم تنفيذه عند وجود أوامر مطابقة، ويحقق استخدام الحاسب الآلي ظهور البيانات الواردة في الأوامر المعلنة بصورة أوتوماتيكية على شاشات العرض بعد تسجيلها على شاشة الحاسب الآلي.

## الخطوة الثانية : تنفيذ الأوامر

بعد قيام الوسيط بعرض الأوامر الصادرة من عملائه في السوق، تبدأ مرحلة تنفيذ أوامر العملاء متى تحقق التلاقي بين أوامر البيع والشراء المعروضة في السوق، فالوسيط إنما ينفذ أمر عميله بالتعاقد مع من يجد لديه من الوسطاء عرضاً موافقاً لطلب عميله. ان تنفيذ أوامر البيع او الشراء يتوقف على الطريقة المعتمدة في السوق للإعلان عنها، ففي طريقة المناداة يصار للتنفيذ من خلال حلقة الوسطاء المجتمعين في قاعة السوق بعد الإعلان وبصوت مسموع عن أسعار البيع والشراء للأوراق التي في حوزتهم فيتم التفاوض بين الوسطاء الذين لديهم طلبات وعروض متوافقة على تفاصيل الصفقة المراد عقدها. اما بعد استخدام لوحات العرض فقد كانت المزايدة العلنية المكتوبة هي الطريقة المعتمدة للتعامل في السوق العراقية فقد كانت الأوامر المثبتة على لوحة التداول تنفذ بعد أن يتم عرضها في اللوحة والإطلاع عليها من الوسطاء والذين بدورهم يقبلوا على التعامل فيها بما يتناسب ومتطلبات عملائهم.

وتكون المفاضلة في تنفيذ الأوامر المعروضة على أساس معيارين، الأول هو **(السعر الأفضل)** إذ تعطى الأولوية في التنفيذ للأوامر ذات السعر الأفضل، والذي يتمثل بأعلى سعر معروض للسهم في حالة الشراء وأدناها في حالة البيع. وفي حال تساوي الأسعار فعندئذ يطبق المعيار الثاني وهو **(التسلسل الزمني)** وبمقتضاه تكون الأولوية في التنفيذ بالنسبة للأوامر الواردة على ذات الورقة والتي تحمل ذات السعر على أساس توقيت تسجيلها على اللوحة، ولذا فإن الأمر الذي يثبت أولاً على اللوحة تكون له الأولوية في التنفيذ على أي أمر لاحق يليه ويعرض بنفس السعر، وتنفذ الأوامر عند تطابقها ويرمز لذلك من خلال وضع إشارات معينة على الأوامر المنفذة.

وبعد ان توجهت الأسواق نحو توظيف استخدام الحاسب الآلي في الإعلان عن الأوامر وتنفيذها، اصبح التوفيق بين الطلبات والعروض على الأوراق المالية يتم على شاشة الحاسب الآلي، فهو يتكفل بتلقي أوامر البيع والشراء والمقابلة بينها على أساس السعر والكمية المحددة في كل أمر. فبعد أن يتم تحديد سعر الإفتتاح لكل ورقة مالية من قبل نظام التداول يتم معالجة الأوامر أي تنفيذها في جلسة التداول المستمر.

وبموجب قواعد التداول الإلكتروني المعتمدة في سوق العراق تكون الأولوية في تنفيذ الأوامر بحسب **(الأولوية في السعر)** إذ تقدم أوامر الشراء بسعر أعلى في التنفيذ على الأوامر ذات السعر الأدنى، ويكون لأوامر البيع بسعر أدنى أولوية في التنفيذ على أوامر البيع بسعر أعلى، وإذا كانت الأوامر المسجلة لها ذات السعر فعندئذ يتم الترتيب بينها في التنفيذ بحسب **(تسلسلها الزمني)** فما يرد أولاً ينفذ أولاً.

## صور التداول في سوق الأوراق المالية

في ظل تنوع الأوراق المالية المتداولة بالأسواق توفر بعض الأسواق للمتعاملين فيها إمكانية تنويع استثماراتهم بالسوق وذلك عبر وضع صور متعددة لبيع الأوراق المالية مختلفة في مضمونها وآثارها بما يتيح للمستثمر التعاقد وفق الصورة التي تستجيب أكثر لمصالحه وهذه الصور هي :

### أولاً : البيع الحاضر ( البيع الفوري ) :

يعرف البيع الحاضر للأوراق المالية بأنه البيع الذي تنتقل به الملكية عند التعاقد دون تأجيل، وبمقتضى هذه الصورة من البيع تنفذ الآثار المترتبة على البيع فور إنعقاده في السوق وذلك من خلال تسليم البائع كامل الأوراق المالية مقابل وفاء المشتري بالثمن كاملاً. فالبيع بمقتضاها يتبعه تنفيذ حقيقي ومباشر للآثار المترتبة عليه.

ويعد البيع الحاضر من أولى صور البيع التي شهدتها التعامل في أسواق الأوراق المالية فقد كانت صفقات البيع والشراء تنفذ في أماكن انعقادها مباشرة بعد التعاقد بمبادلة الأوراق المالية بالثمن المحدد بالعقد.

ويستجيب التعاقد بهذه الصورة لحاجة المستثمر الطارئة للمال إذ يمكنه من وخلال بيعها بهذه الصورة تحويلها بسرعة لنقود بما يحصل عليه من ثمن كمقابل لها، وكذلك الأمر بالنسبة للمشتري فهو يلجأ للتعاقد وفق هذه الصورة في الوقت الذي يجد نفسه بحاجة لإضافة أوراق مالية جديدة لمحفظة المالية تحقيقاً لأهدافه الاستثمارية .

وقد درج الفقه على تسمية المتعامل بالأوراق المالية من هذا النوع بـ (المضارب) الذي يسعى للبحث عن الربح من تقلبات الأسعار خلافاً للمتعامل الذي يهدف للاحتفاظ بالأوراق المشتراة مدة طويلة للاستفادة من عائدها والذي يسمى بـ (المستثمر)، مما يشير الى أن المتعاملين بصورة البيع الحاضر قد يكونوا مستثمرين أو مضاربين بالمفهوم المتقدم وبحسب أهدافهم المقصودة من التعاقد وفق هذه الصورة من البيع .

### ثانياً : البيع الآجل :

وبمقتضى هذه الصورة من البيع يتم الإتفاق على بيع مقدار محدد من الأوراق مالية بـ سعر محدد وقت العقد يسمى بـ (سعر التنفيذ) على أن يؤجل دفع الثمن وتسليم الأوراق المباعة إلى تاريخ لاحق يسمى بـ (يوم التصفية).

وهو ما يشير بوضوح الى ان البيع الآجل هو بيع تأجل فيه تسليم العوضين (الأوراق المالية والثمن) باتفاق طرفيه الى أجل محدد ولذا فلا تنفذ آثاره إلا بحلول هذا الأجل.

فتأجيل أداء الالتزامات المترتبة على البيع لتاريخ لاحق لإنعقاده يشكل الطابع المميز للتعاقد على بيع الأوراق المالية بهذه الصورة .

**والبيع الآجل في إطار سوق الأوراق المالية بالمفهوم المتقدم يختلف كلياً عن البيع المؤجل المتعارف عليه في القوانين المدنية باعتبار أن الأخير يتأجل فيه الوفاء بأحد العوضين إلى تاريخ لاحق للتعاقد وهو الثمن، أما المبيع فيتم تسليمه وقت التعاقد أي ان الآجل يتعلق بالثمن فقط خلافاً للبيع الآجل للأوراق المالية فالآجل بمقتضاه يتعلق بالثمن والمبيع أيضاً، ذلك ان تسديد قيمة الأوراق المالية وتسليمها لا يتم لدى عقد الصفقة وإنما بعد مرور مدة معينة عند التصفية.**

**ولكن ما الذي يدفع المستثمر للتعامل بالبيع الآجل ومن ثم تأجيل الإنتفاع بمكاسب العقد للبيع بدلاً من التعامل ببيع حاضر يمكن الاستفادة من آثاره المترتبة فور إنعقاده ؟**

يتيح التعاقد بالآجل ولكلا الطرفين إمكانية الاستفادة من فرصة التعامل دون ان يشترط ان يكون أي منهما مالكاً لكامل العوض الذي تتم به المبادلة وقت التعاقد خلافاً لما وجدناه في البيع الحاضر، وهو بهذا المضمون قد يكون مفيداً لصالح الطرفين، فهو يتيح للبائع إمكانية الاستفادة من المستوى الذي وصل إليه سعر الورقة المالية فيتعاقد بالآجل على بيعها بذات السعر وإن لم يكن مالكاً لها وقت التعاقد مع تأجيل التسليم لتاريخ لاحق، إذ يكفي ان يمتلكها وقت التنفيذ أي في يوم التصفية، وكذلك الأمر بالنسبة للمشتري إذ يتيح له التعاقد بالآجل الحصول على ما يشاء من الأوراق المالية وإن لم يكن مالكاً لثمنها وقت العقد باعتباره غير مضطر لدفعه في هذا الوقت طالما أن موعد الوفاء مؤجل.

فقد تنخفض الأسعار في الوقت الذي ينتظر فيه المستثمر تسلم مبلغاً من المال بعد فترة قصيرة ولذا فهو يتعاقد بالآجل لشرائها ليستفيد من فرصة هذا الهبوط خشية صعود السعر قبل ورود المال وبذلك يتمكن من توظيف ماله قبل تسلمه.

### **ثالثاً : البيع على المكشوف (البيع القصير) :**

من المتعارف عليه أن البائع يبادل مالاً مملوكاً له وقت التعاقد بثمن نقدي. وتطبيقاً لذلك يبيع المستثمر أوراق مالية يملكها وقت إصداره أمراً لوسيطه ببيعها، وهو ما يعني أن تملكه لهذه الأوراق يعد مرحلة سابقة على تعاقد لبيعها، إذ يفترض أنه اشترى الأوراق المالية أولاً بسعر منخفض ثم يبيعها بسعر أعلى وهذا ما يعبر عنه في السوق بالشراء المنخفض والبيع العالي، ولكن في البيع على المكشوف تسير الأمور على خلاف ما تقدم.

**ففي هذه الصورة من البيع يتم التعاقد على بيع الورقة المالية في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل العقد فتباع أولاً ثم يشتريها فيما بعد عندما ينخفض سعرها في السوق**

عن السعر الذي باعها به، أما أدائه لإلتزامه بالتسليم الناتج عن التعاقد على بيعها فهو يتم من خلال اقتراضه للأوراق المالية.

فما يحدث هو اقتراض لشهادات الأسهم مثلاً (المراد بيعها) لاستخدامها في تعاقد أولي ثم تسديد القرض بواسطة شهادات يتم الحصول عليها في تعاقد ثاني. فقد يجد المستثمر أن السعر الحالي لورقة مالية معينة يمثل فرصة استثمارية مناسبة سيصيب من ورائها ربحاً فيما لو أستغلها ببيع كمية منها ولكن عدم إمتلاكه لها في هذا الوقت سيضيع عليه تلك الفرصة، ولعدم تفويت الفرصة على هذا المستثمر ظهرت صورة البيع على المكشوف لتتيح إمكانية بيع أوراق مالية غير مملوكة للبائع وذلك بإقراضه إياها ليتمكن من بيعها في هذا الوقت بما يعود عليه ذلك من نفع على أن يتولى إعادتها لاحقاً وهو ما يدفعه لشرائها من السوق.

#### رابعاً : الشراء بالهامش :

قد يكتفي المستثمر بشراء أوراق مالية من السوق ضمن حدود إمكانياته النقدية ويدفع قيمتها كاملة عند التعاقد ويطلق الاقتصاديون على هذا الأسلوب في تسديد قيمة المشتريات تسمية (الأسلوب النقدي الكامل) بخلاف ما لو قام المشتري بتمويل جزء من مشترياته نقداً وسدد الباقي بأموال مقترضة فعندئذ يتم الوفاء بما يعرف بـ (الأسلوب النقدي الجزئي).

ويعرف هذا النوع من التعامل في سوق الأوراق المالية بصورة الشراء بالهامش أو الشراء الهامشي، وبمقتضاء فإن المستثمر يدفع فقط نسبة من تكلفة الشراء ويقترض الباقي من الوسيط.

فالمستثمر هنا لا يقترض كامل الثمن بل جزء منه فقط، أما الجزء الآخر فيدفعه من ماله الخاص، ويطلق على النسبة المطلوبة من ثمن الشراء والتي ينبغي على المستثمر أن يدفعها من ماله الخاص تسمية الهامش الأولي. ويلجأ المستثمر للتعاقد وفق هذه الصورة عندما تشير توقعاته الى ان القيمة السوقية للأوراق المتعاقد عليها تميل للصعود عما قريب فقد يرى المستثمر أن السعر الحالي لورقة ما كأسهم شركة معينة يمثل هبوط مؤقت ما يلبث أن يزول فترتفع معه الأسعار في السوق ولذا فهو يحاول اغتنام فرصة هذا الهبوط العرضي بشراء كمية من الأسهم بسعرها الحالي ليبيعهها عندما ترتفع قيمتها السوقية فيربح بمقدار هذا الفرق في السعر وفي الوقت الذي قد تفوق فيه ثمن هذه الكمية من الأسهم إمكانياته المادية أو لا يرغب في توظيف أمواله بصفقة واحدة لذا فهو يتعاقد على شرائها بالهامش بأن يتفق مع وسيطه على أن يقرضه بمبلغ نقدي كي يتمكن من الوفاء بكامل ثمنها.

ويسعى العميل من وراء ذلك بيع تلك الأسهم لدى ارتفاع ثمنها في السوق فيستفيد بذلك من فرق الأسعار، ويحدد سعر السوق في وقت البيع مدى ربح وخسارة المستثمر فإذا صدقت

توقعاته وارتفع سعر الأسهم بمعدل أعلى من سعر الفائدة والمصاريف فهذا يعني ان العميل قد اصاب ربحاً من التعاقد بالهامش، اما اذا خابت توقعاته وانخفض سعرها في السوق فهذا يعني حلول الخسارة بالعميل.

وعلى صعيد السوق العراقي، يمكن القول بأن (البيع الحاضر) هو الصورة الوحيدة المتاحة امام المستثمرين الراغبين في توظيف اموالهم ببيع وشراء الأوراق المالية المقيدة في السوق، اما بالنسبة لصور البيع الاخرى التي سبق التعرف عليها فبالرغم من عدم وجود نصوص صريحة تؤكد على منع او جواز التعامل بها في السوق العراقية غير ان النصوص القانونية النافذة لا تدعم امكانية البيع بمقتضاها في السوق لذا يجد المستثمر نفسه ملزماً بالتعاقد وفق هذه الصورة من البيع دون غيرها انسجاماً مع الطابع التنظيمي الذي تخضع له هذه السوق العراقية.