



أنشطة المصارف الشاملة "دراسة مقارنة"

أ. و. علي فوزي (الموسوي)

(الباحث: منال عاقل راضي)

كلية القانون-جامعة بغداد

كلية القانون والعلوم السياسية / الجامعة العراقية

ملخص البحث

تتمثل الوظيفة الأساسية للمصارف الشاملة في تحويل الأموال بين الفئات الاقتصادية المختلفة، وفي سبيل تحقيق ذلك نجد انها تقوم بمجموعة واسعة من المهام والادوار، فألى جانب مزاولتها للوظائف التقليدية والمتمثلة بقبول الودائع ومنح القروض المختلفة لزبائنها من اشخاص طبيعية ومعنوية، أصبحت المصارف الشاملة تعتمد فلسفة التنوع التي من شأنها ادخال المصرف في مجالات مختلفة ، ومنها الاتجاه الى التعامل بالأدوات المالية الحديثة كالتوريق، فضلاً عن نشاطها في سوق الأوراق المالية في تقديم المشورة واصدار شهادات الإيداع الدولية التي تسهم في توفير العملة الأجنبية وجذب رؤوس الأموال الى داخل البلاد ، والاستثمار في الصناديق الاستثمارية واللجوء الى عقود الخيار للتحوط من تقلبات الأسعار.

الكلمات المفتاحية : أنشطة ، استثمار ، توريق ، صناديق استثمار ، مشتقات.

The basic function of comprehensive banks is to transfer funds between different economic categories, and in order to achieve this we find that they carry out a wide range of tasks and roles, in addition to practicing the traditional functions of accepting deposits and granting various loans to their customers of natural and moral people, the comprehensive banks have adopted a philosophy of diversification that will introduce the bank in various fields, including the tendency to deal with modern financial instruments such as toriq , as well as its activity in the stock market in advising and issuing international deposit certificates. That contributes to the provision of foreign currency and attracting capital into the country, investing in investment funds and resorting to option contracts to hedge price fluctuations

Keywords: Activities, Investment, Turic, Investment Funds, Derivatives.

المقدمة

تعد المصارف الشاملة من بين اهم المؤسسات المالية المصرفية التي تشارك في عمل أسواق المال من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات فعالة تُسهم في توليد



دخول للأفراد^(١)، فالدور الرئيسي الذي تقوم به المصارف الشاملة داخل سوق الأوراق المالية يتركز على قيامها بتوظيف المدخرات عن طريق الأسواق المالية ، فضلاً عن شراء الأسهم والسندات كجزء من علمية الاستثمار في السوق ، الا انها وتماشياً مع الاتجاهات المعاصرة لم يعد دورها محدوداً في تجميع المدخرات بل اخذت توظفها في مجالات استثمارية مختلفة ومزاولة أنشطة تسهم في تنشيط وتطوير الأسواق المالية^(٢)، مما يؤدي الى توفر مناخ استثماري مشجع ومطمئن قادر على اجتذاب أموال المستثمرين وتوظيفها.

اهمية الموضوع وأسباب اختياره:

١. افتقار المكتبات القانونية للمراجع المتعلقة بأنشطة المصارف الشاملة ، اذ لم يعط موضوع المصارف الشاملة حقه في البحث والدراسة لا في مجال التشريع ولا الفقه العراقي.
٢. ان العراق اليوم في امس الحاجة الى تطوير المهنة المصرفية من خلال ممارسة أنشطة غير تقليدية واستخدام أدوات مالية حديثة تعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية .
٣. ان أثر تفعيل المصارف الشاملة لا يقتصر على تحقيق الازدهار في البيئة المصرفية فحسب ؛ بل سينعكس اثرها على النظام المالي للبلاد برمته.

منهجية البحث:

نظراً لما تقدم وللوقوف على اهم الأنشطة التي يمارسها المصرف الشامل ارتأينا تقسيم البحث على مبحثين ، نخصص المبحث الأول لدراسة الأنشطة الاستثمارية النقدية، ونكرس المبحث الثاني للأنشطة الاستثمارية غير النقدية .

المبحث الأول: الأنشطة الاستثمارية النقدية

ان تأثر النشاط المصرفي بالتطورات المعاصرة ، دفع المصارف الشاملة الى الانتقال من تقديم خدمات تقليدية قاصرة على الإيداع والاقراض الى اقتحام مجالات غير تقليدية في تقديم خدماتها المصرفية وغير المصرفية ، ونجد ان الخدمات المصرفية في الوقت الراهن أصبحت مرتبطة بحاجة الأسواق المالية وتوجهاتها الاستثمارية ، وليبيان تلك الأنشطة واهميتها للمصرف الشامل لابد من تناولها في مطلبين ، نعقد المطلب الأول لدراسة اصدار شهادات الإيداع الدولية ، ونكرس المطلب الثاني لبحث التوريق المصرفي .

المطلب الأول: اصدار شهادات الإيداع الدولية

تعد شهادات الإيداع الدولية نوع من أنواع الأوراق المالية التي يجري التعامل بها في سوق الأوراق المالية الا انها تتمتع بخصيصة لا توجد في سائر الأوراق المالية

(١) حسن الحكاك، صاحب حميد المستوفي ، رياض الخضيرى ، المدخل في التنظيم والإدارة المالية ، مطبعة المعارف ، بغداد ، ١٩٩٠ ، ١٥٩ .

(٢) د. هناء عبد الغفار السامرائي ، د. عماد عبد اللطيف سالم ، الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية والدولية ، ط١ ، بلا مكان نشر ، بغداد ، ٢٠٠٢ ، ص ٢٨٩ .



الأخرى فهي فضلاً عن تداولها في الأسواق المالية المحلية ، يتم تداولها في الأسواق المالية الدولية ^(٣)، وللوقوف على ذلك لابد من تعريفها ومن ثم بيان آلية إصدارها لنخرج بعد ذلك لموقف المشرع العراقي ، في ثلاثة فروع وعلى النحو الآتي :

الفرع الأول: تعريف شهادات الإيداع الدولية

لقد بين المشرع الاماراتي المقصود منها بتعريفها على " انها أداة مالية تصدر مقابل أوراق مالية اجنبية ، وتكون قابلة للإدراج والتداول في السوق " ^(٤) ، وذهب رأي ^(٥) الى تعريفها بأنها " وثيقة قابلة للتداول يقوم بإصدارها بنوك الإيداع والتي تمثل دليل على ملكية اسهم شركة يحتفظ بها البنك وتكون الأسهم محفوظة في عهدت البنك المودع لديه في الاسوق المحلية للإصدار " نلاحظ ان التعاريف المتقدمة تبين طبيعة شهادات الإيداع بانها نوع من أنواع الأوراق المالية ^(٦) الا انها على خلاف الأوراق المالية المعتاد تداولها فهي تصدر بالعملة الأجنبية ويكون لحاملها تداولها في الأسواق الدولية بعد قيدها فيه ، وبذلك تجنب حاملها مخاطر تقلبات سعر الصرف ^(٧) ، فضلاً عن ذلك انها تصدر بالاتفاق بين مصرفين ، أولهما مصرف الإيداع المحلي المودع لديه الأسهم **والثاني** مصرف الإيداع الدولي الذي يصدر شهادات الإيداع الدولية .

ومن هنا تبرز أهمية شهادات الإيداع الدولية في تطوير اقتصاد الدولتين المصدرة للشهادات الإيداع والمتعاملة بها من خلال تبادل الاستثمارات الأجنبية بينهما ، كما ان تنظيمها بما يجيز للمصارف الشاملة التعامل بها يؤدي الى دخول نوع مستحدث من الأوراق المالية لسوق العراق للأوراق المالية والاسهام في تحقيق أرباح مرتفعة بالعملة الأجنبية مع نقل الخبرات الأجنبية الى داخل البلاد بما يعمل على تطوير السوق المحلية ^(٨).

الفرع الثاني: آلية اصدار شهادات الإيداع الدولية

ان شهادات الإيداع الدولية تصدر بناء على اتفاق مبرم بين مصارف الإيداع والشركات المالية المصدرة للأوراق المالية ، فإلية الإصدار تبدأ بإيداع الشركة أسهمها في المصرف الذي تتعامل معه في دولتها ، ليقوم المصرف بدوره بإجراء الاتصال مع المصارف الأجنبية التي يتعامل معها والتي ترغب الشركة تداول أوراقها المالية في تلك

(٣) عبد القادر أحمد محمد صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة " دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي " ، المركز العربي للدراسات والبحوث العلمية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، ٢٠١٨ ، ص ٣٤٢ .

(٤) المادة (١) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٣٢) لسنة ٢٠١٤ بشأن شهادات الإيداع.

(٥) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مركز المساندة القانونية، ط١، ٢٠٠١، ص ٦٩.

(٦) ومن المهم الإشارة الى ان شهادات الإيداع الدولية تختلف عن شهادات إيداع النقود والتي أيضاً يصدرها المصرف الا انها تكون مقابل مبلغ معين يقدمه العميل للمصرف ليحصل على شهادات الإيداع ويكون له تداولها بالبيع والشراء في سوق النقد دون حاجة للرجوع للمصرف الذي أصدرها فتعد بمثابة ودائع آجلة . د. عبد المطلب عبد الحميد ، البنوك الشاملة " عملياتها وإدارتها " ، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٠ ، ص ٢٢ .

(٧) د. اشرف الضبع ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٧ ، ص ٧٨ .

(٨) نوفل رحمن ملغيط الجبوري ، التنظيم القانوني لشهادات الإيداع الدولية ، بحث منشور في مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والإنسانية ، جامعة بابل ، العدد ٣٣ ، ٢٠١٧ ، ص ٧٥٢ .



الدولة الأجنبية ، وإذ ما تم الاتصال بين المصرفين تصدر شهادات الإيداع من قبل مصرف الإيداع الدولي وتكون بالعملة الأجنبية وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية الأجنبية^(٩) ، ويقابل ذلك التزام مصرف الإيداع المحلي بحفظ الأسهم المودعة لديه وجميع الحقوق المتعلقة بها لمنفعة حملة الشهادات وحدهم ، فيأخذ بذلك دور المالك المسجل^(١٠) اتجاه حملة الشهادات بعدهم ملاك مستفيدين ، وان ما تقدم لا يعني اقتصار تداول شهادات الإيداع على الأسواق الدولية بل يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية المحلية أيضاً ، على ان يتم التعامل بها كباقي الأسهم المطروحة للتداول في السوق ، ويجب تزويد مصرف الإيداع بعقد بيعها لتأشير ذلك في السجلات الخاصة بها^(١١) .

الفرع الثالث: موقف التشريعات من اصدار شهادات الإيداع الدولية

سنتناول في هذا الفرع موقف التشريع العراقي والتشريعات المقارنة من اصدار شهادات الإيداع الدولية من خلال فقرتين ضمنية وكما يأتي :

أ. **موقف المشرع العراقي :** لم ينظم المشرع العراقي شهادات الإيداع الدولية في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية ولا في التعليمات الصادرة عنه بشكل صريح ، كما لم نجد لها إشارة في امر سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة المتعلق بالمصارف بوصفه احد الأنشطة التي يمارسها المصرف الشامل ، الا ان هناك إشارة ضمنية لها في تعريف السندات الوارد في الفقرة (١٥) من القسم الأول من قانون سوق الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٤ باعتبارها نشاط استثماري^(١٢) .

ب. **موقف التشريعات المقارنة :** بخلاف المشرع الاماراتي فقد عدها نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الاماراتي ونظم احكامها في نظام شهادات الإيداع الاماراتي رقم (٣٢) لسنة ٢٠١٤ ، وأجاز للمصارف تولي مهام مصرف الإيداع في الدولة بعد الحصول الترخيص المطلوب من المصرف المركزي الاماراتي^(١٣) وعليه يجوز للمصرف الشامل اصدار شهادات الإيداع الدولية .

ونجد ايضاً ان المشرع الأردني قد نظم هو الاخر شهادات الإيداع الدولية في تعليمات ادراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة ٢٠١٨ وتناول احكامها في الباب السادس من تلك التعليمات .

(٩) نوفل رحمن ملغيط الجبوري ، مصدر سابق ، ص ٧٥٦ .
(١٠) ويراد بالمالك المسجل " الشخص الذي تودع وتفيد الورقة المالية باسمه لدى الجهة المختصة " وبموجب هذا الإيداع والقيد يكون للمالك المسجل اجراء التصرفات القانونية باسمه الا انها تكون لحساب المالك المستفيدين . لمزيد من التفاصيل انظر : دعاء عماد سيف نصر ، المصدر السابق ، ص ٢٢ . وايضاً ينظر د. اشرف الضبع ، مصدر سابق ، ص ٨٠ .

(١١) نوفل رحمن ملغيط الجبوري ، المصدر السابق ، ص ٧٦١ .
(١٢) فقد نصت الفقرة (١٥) من القسم الأول من قانون سوق الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٤ على (السندات : هي اسهم تجارية ذات قيمة مالية ، من ضمنها اسهم الشركات المساهمة او الأموال المشتركة الحكومية او التي تصدرها الشركات حقوق بيع السندات ، شركات محدودة او اية اشكال استثمارية أخرى) اذن النص يظهر بوضوح إشارة المشرع العراقي الضمنية لإجازة أي أنشطة تتعلق بالأوراق المالية وتعد استثمارية من ضمنها شهادات الإيداع .

(١٣) فقد نصت المادة (٩/أولاً) من نظام شهادات الإيداع الاماراتي رقم (٣٢) لسنة ٢٠١٤ على " أولاً: يشترط للموافقة على القيام بمهام بنك الإيداع في الدولة ما يلي : ١. ان يكون طالب الموافقة مصرفاً تجارياً او استثمارياً ... مرخصاً من مصرف الامارات المركزي وحصولاً على عدم ممانعته للقيام بمهام بنك الإيداع " .



واستناداً لما تقدم وعلى الرغم من إجازة المشرع العراقي لشهادات الإيداع الدولية ضمناً إلا أنه كان من الأجدر تنظيم ذلك بنصوص صريحة وواضحة أسوة بالتشريعات المقارنة، لذا ندعو المشرع لتنظيم شهادات الإيداع الدولية لما لها من دور في رفد الاقتصاد الوطني وتنشيط الأسواق المالية المحلية إذ تعد مصدر لجذب الاستثمارات الأجنبية للسوق ودخول السوق المحلية في ميدان الأسواق المالية الدولية ويا حبذا لو سلك المشرع العراق مسلك المشرع الإماراتي في تناول أحكام شهادات الإيداع لأنها تضمن مصلحة جميع الأطراف المتعاملة بتلك الشهادات.

المطلب الثاني: التوريق المصرفي

يعد التوريق المصرفي من أحدث الابتكارات الجديدة في مجال الهندسة المالية لما لها من أثر مهم في دعم العمل المصرفي وتنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق تحريك القروض خارج الميزانية العامة للمصرف دون المساس بالمعايير المتعلقة بكفاية رأس ماله وذلك بتحويل تلك القروض إلى أوراق مالية تطرح في السوق^(١٤)، ونظراً لذلك يثار تساؤل في هذا الصدد عن المقصود بالتوريق وأهميته للمصرف الشامل؟ وماهي الآلية المتبعة لإتمام عملية التوريق؟ وهل تناول مشرعنا العراقي التوريق المصرفي بالتنظيم؟ وللإجابة عن هذه التساؤلات لابد لنا من البحث عنها في أربعة فروع وعلى النحو الآتي:

الفرع الأول: تعريف التوريق المصرفي

يراد به " أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة مخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك"^(١٥) ان المتأمل في التعريف المتقدم يتبين له ان نشاط التوريق يعمل على خلق أداة من أدوات سوق المال في شكل ورقة مالية يسهل تداولها، وان شركة التوريق هي من تتولى تحول الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول وطرحها في سوق الأوراق المالية^(١٦)

وأيضاً يبين التعريف مزايا التوريق التي هي في الوقت ذاته أسباب اللجوء إليه، إذ يعد بديلاً ملائماً للمصرف الشامل يسمح له بتدوير جزء من أصوله السائلة الناتجة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه في ذمة الغير، ودون ان يضطر إلى زيادة مخصصات المخاطر في ميزانية المصرف الشامل التي تقابل الديون المشكوك في

(١٤) د. صادق راشد الشمري، سياسات الإقراض وسبل تطويرها في المصارف العراقية، مطبعة العزة، بغداد، ٢٠٠٦، ص ٨٠.

(١٥) د. محمد الصيرفي، إدارة العمليات المصرفية، ط ١، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠١٦، ص ١٩٥.

(١٦) زاهرة علي محمد بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٩، ص ٤٦.



تحصيلها المتمثلة بالقروض والتسهيلات المقدمة من قبل المصرف للعملاء والمشكوك في سدادها، فيحصل بهذه الحالة على التمويل باقل كلفة ، واقل مخاطر^(١٧).

الفرع الثاني: أهمية التوريق للمصارف الشاملة

يجد المصرف في التوريق الحل الأمثل لسد حاجته للسيولة النقدية ، وتعزيز قدرته على اقراض اشخاص جدد، اذ يسهم التوريق في تعبئة المدخرات وتوجيهها الى العمليات الاستثمارية عوضاً عن الخدمات الاستهلاكية، وبذلك يعمل على تنشيط الدورة المالية بتحويل الديون الجامدة الى أوراق مالية قابلة للتداول وإعادة توظيفها في توسيع حجم اعماله^(١٨)، فضلاً عن تحسين كفاية رأس المال من خلال تخفيض معدل المديونية المترتبة في ذمة المصرف الشامل، وبذلك يسهم التوريق بتخليص المصرف من أعباء خدمة الديون، بل انه بعد بيع الديون يستطيع خدمة تلك الديون لصالح شركة التوريق باعتباره وكيلاً عن الشركة مقابل عمولة لكونه الأكثر معرفة بالمقترضين وعناوينهم وتواريخ استحقاق قروضهم مما يكون الاقدر على تحصيل الدفعات من المقترضين التي تعد في الوقت ذاته العوائد المستحقة لمشتري الأوراق المالية^(١٩)

الفرع الثالث: الية التوريق المصرفي

ان منح القروض للعملاء هو من وظائف المصرف الأساسية والتي تمنح عادةً مقابل ضمانات عينية او شخصية والتزام طالب القرض بدفع الفوائد واصل الدين للمصرف عند حلول موعد الاستحقاق^(٢٠)، ومن هنا تبدأ عملية التوريق اذ تعد الديون المترتب في ذمة طالبي القروض بأنواعها المختلفة هي محل التوريق ، فيقوم المصرف ببيع بعض تلك الديون الى شركة التوريق بضماناتها بعد تقييمها من قبل شركات التصنيف الائتماني التي تحدد مدى قدرة الشركة المصدرة للأوراق المالية (شركة التوريق) على الوفاء بالتزاماتها قبل حملة الأوراق المالية^(٢١)، لتخرج بذلك من الميزانية العامة للمصرف وتصبح جزء من الذمة المالية لشركة التوريق ، بهدف الحصول على حقوقه الآجلة من الائتمانات التي منحها دون ان يضطر الى الانتظار لحين حلول اجل استحقاقها ، بغية مواجهة التعثر المالي او تجنب مخاطر الإقراض من مؤسسات مالية أخرى او لتوفير سيولة نقدية^(٢٢).

وتتولى شركة التوريق بعد ذلك تجميع الديون المتجانسة من حيث تاريخ الاستحقاق والضمان في محافظ مالية ، ومن ثم اصدار أوراق مالية بقيمة تلك الديون

(١٧) د. محمد الصيرفي ، مصدر سابق ، ص ٢٠٢ .

(١٨) اهداء باسم داود الخفاجي ، عقد التوريق المصرفي (دراسة قانونية مقارنة) ، أطروحة مقدمة الى كلية القانون / جامعة كربلاء ، ٢٠١٥ ، ص ١٨-٢٢ .

(١٩) د. حسين فتحي عثمان ، التوريق المصرفي للديون الممارسة والاطار القانوني، دار أبو امجد، الهرم ، ١٩٩٩ ، ص ٥٨ .

(٢٠) د. وجدي كامل حجازي ، القروض المصرفية " أسباب الاقتراض - البيئة المصرفية - التحليل وإدارة المخاطر - اشكال المؤسسات التجارية " ، دار التعليم الجامعي ، مصر، ٢٠١٤ ، ص ٢١ .

(٢١) Zoe show: introduction and issuer prospective to securitization, published by, 1996,p: 10

(٢٢) د. منصور عبد السلام اجوييد الصرايرة ، مدى ملائمة تطبيق احكام حوالة الحق على التوريق (دراسة في الفقه الإسلامي والقانون الأردني)، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية-جامعة بغداد، المجلد ٣٢، العدد ١، سنة ٢٠١٧، ص ٥٨.



معززة بالضمانات ذاتها المخصصة في الأصل للديون التي تم توريقها ، وتطرحها للتداول في سوق الأوراق المالية^(٢٣)، صفوة القول ان التوريق هو بيع الديون للمستثمرين بتحويلها الى أوراق مالية قابلة للتداول.

الفرع الرابع: موقف التشريعات إزاء التوريق المصرفي

انطلاقاً من أهمية الدور الذي يتقدم به التوريق كونه أداة تسهم في جذب المدخرات المحلية والأجنبية، ومعالجة التعثر المالي ، وتأسيساً على ما تقدم سوف نبحث موقف التشريعات إزاءه في فقرتين وكما يأتي :

أ. **موقف التشريع العراقي :** يظهر من خلال امعان النظر في النصوص القانون ذات العلاقة ان مشرنا العراقي لم يتناول التوريق المصرفي بالتنظيم ، اذ يخلو نص المادة (٢٧) من امر سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة المتعلق بالمصارف من الإشارة للتوريق، فضلاً عن ذلك نجد ان نص المادة (٣٣) من القانون ذاته يقيد نشاط المصرف في مجال الاستثمار الأسهم والسندات في الوقت الذي اصبح اللجوء الى التوريق ضرورة ملحة لمواكبة التطورات المستجدة في البيئة المصرفية والاستفادة منها في العراق ، وانطلاقاً من أهمية التوريق المصرفي التي سبق بيانها وبوصفها جزء مهم من مجموعة الخدمات المصرفية الاستثمارية، ندعو مشرنا العراقي الاخذ به من خلال إعادة النظر في نص المادة (٢٧) المتعلقة بالأنشطة المصرفية المرخصة وتعديلها بما يسمح للمصارف الشاملة بمزاولة هذا النشاط ، سيما ان نص المادة (٢٨) من الامر ذاته لا يعد التوريق من الأنشطة المحظورة، وايضاً لنجاح عملية التوريق يتوجب المضي قدماً في سبيل وجود شركات توريق متخصصة في إدارة ذلك النشاط .

ب. **موقف التشريعات المقارنة:** ان المشرع الاماراتي قد خطى خطوة نحو تنظيم عملية التوريق من خلال اعداد مشروع نظام الأوراق المالية المدعومة بالأصول ، ليسري عند إصداره على عمليات التوريق التي تتم في الدولة الإماراتية ، فقد حددت هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية في اطار هذا النظام الشروط الواجب توافرها في الأصول لتكون قابلة للتوريق ، فضلاً عن ذلك وضحت الهيئة المراد بعملية التوريق بأنها "عملية يتم بموجبها بيع ونقل الأصول المنفردة او المجموعة الى المنشأة ذات الغرض الخاص لإصدار أوراق مالية قابلة للتداول تكون مدعومة بتلك الأصول " ^(٢٤) .

اما بالنسبة للقانون الأردني فهو ايضاً لم يتناول نشاط التوريق بالتنظيم رغم ما يتمتع به من أهمية للمصارف والشركات على حد سواء .

المبحث الثاني: الأنشطة الاستثمارية غير النقدية

يتمتع الاستثمار في الأوراق المالية بمجموعة من المزايا التي تمنحه أهمية مقارنة بالاستثمارات الأخرى ، وذلك لان تكلفة الاستثمار بها عادةً ما تكون منخفضة اذ

(٢٣) د. رضا صاحب أبو حمد ، كرار حاتم عطية ، التوريق المصرفي ودوره في حل أزمة السكن في العراق ، بحث منشور في جامعة الغري ، المجلد الرابع عشر ، العدد (١) ، لسنة ٢٠١٧ ، ص ٥ .

(٢٤) تقرير اعلامي ، اطلاق مشروع للأوراق المالية مدعوماً بالأصول في الامارات ، متاح على الموقع الالكتروني الآتي : <https://www.mubasher.info> ، تاريخ الزيارة ١٠ / ٨ / ٢٠٢٠ ، وقت الزيارة ٤:٤٠ م .



ما تمت مقارنتها بأدوات الاستثمار الأخرى التي تكلف المستثمر حفظ وصيانة لغاية استثمارها بالأغراض المنشودة، وايضاً نجد ان الأسواق الخاصة بالأوراق المالية عديدة وجميعها تتسم بالمرونة في عملية التداول ،لذا فان اقبال المصارف الشاملة للخوض في هذا النشاط يحقق له عوائد مرتفعة ، لذلك لابد من الإحاطة بها من خلال مطلبيين نتناول في المطلب الأول الاستثمار في صناديق الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية ،ونتطرق في المطلب الثاني لبحث الاستثمار في المشتقات المالية .

المطلب الأول: الاستثمار في صناديق الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية

ان المصارف بطبيعة الحال محل ثقة العملاء والمستثمرين ، مما يجعل اقدامها على تأسيس صناديق الاستثمار فرصة امام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم عوضاً عن تركها جامدة لعدم إمكانية المستثمر استثمارها بمفرده ، فضلاً عن ذلك يسعى المصرف الى تنويع اوراقه المالية المشتراة لتوزيع المخاطر من خلال الاستثمار في محافظ الاوراق المالية^(٢٥) ، عليه نستعرض في الفرع الأول الاستثمار في صناديق الاستثمار ونبين في الفرع الثاني محافظ الاوراق المالية وكما يأتي:

الفرع الأول: الاستثمار في صناديق الاستثمار

لبيان ذلك النشاط لابد من التطرق ابتداءً لتعريفه ، ومن ثم تناول الية عمل صناديق الاستثمار لنخرج اخيراً لموقف المشرع العراقي اتجاه تأسيس تلك الصناديق وذلك في عدة فقرات وعلى النحو الاتي :

اولاً : تعريف صناديق الاستثمار : ان صناديق الاستثمار ، بما تتمتع به من سمات فريدة ، تلعب دوراً مهماً في النشاط التجاري لاستثمار وتنمية رؤوس الأموال على المستويين المحلي والدولي لأنها وسيلة لتجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار للمدخرين في دخول مجال الاستثمار في الأوراق المالية ، وانطلاقاً من ذلك عرفها المشرع الاماراتي على انها " وعاء مالي يباشر نشاط تجميع أموال من المستثمرين بغرض الاستثمار مقابل اصدار وحدات استثمار متساوية القيمة " ^(٢٦) ، في حين عرفها المشرع الأردني بانها "الصندوق الذي يتم إنشاؤه ويمارس أعماله وفقاً لإحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه بهدف الاستثمار في محفظة أوراق مالية او أصول مالية أخرى لتوفير الإدارة المهنية للاستثمارات الجماعية وذلك بالنيابة عن حملة الأسهم او الوحدات الاستثمارية في ذلك الصندوق"^(٢٧) نلاحظ من التعاريف المتقدمة ان كل من المشرع الاماراتي والأردني يسلطان الضوء على الية عمل صناديق الاستثمار دون التطرق الى الجهات

(٢٥) د. شريط صالح الدين ، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، دار حميثرا للنشر والتوزيع ، القاهرة ، ٢٠١٨ ، ص ١٤٤ .

(٢٦) المادة (٢) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة الاماراتي رقم (٩ / ر.م) لسنة ٢٠١٦ بشأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار.

(٢٧) المادة (١) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ .



التي تتولى تأسيسه وإدارته ، إذ ان اهم ما يميز صناديق الاستثمار هي استفادة المستثمرين من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق^(٢٨).
لذلك فقد تولى أساتذة القانون تعريفها بصورة أكثر وضوحاً بالقول على أنها " نظام قانوني من شأنه تكوين وعاء ادخاري لأموال عدد كبير من المستثمرين لأدارتها في سوق الأوراق المالية بواسطة جهة متخصصة يطلق عليها مدير الاستثمار ومن خلال محفظة أوراق مالية متنوعة لتحديد افضل عائد استثماري ممكن"^(٢٩).

نلاحظ ان التعريف المتقدم قد بين كيفية إدارة صناديق الاستثمار من خلال الإشارة الى تجميع أموال المدخرين في محافظ استثمارية متنوعة وإدارتها في سوق الأوراق المالية من قبل جهات متخصصة وهي مدير الاستثمار بهدف تحقيق عائد مرتفع وبأقل خطورة .

وتأسيساً على ما تقدم بيانه نجد ان صناديق الاستثمار أداة مالية وظيفتها الرئيسية المتاجرة بالأوراق المالية بيعاً وشراءً.

ثانياً : آلية عمل صناديق الاستثمار: يتبلور عمل صناديق الاستثمار بقيام المصرف الشامل بأعداد دراسة فنية حول نشاط معين او مشروع معين يبين من خلالها الجدوى الاقتصادية من ذلك النشاط ، وتكوين على أساس هذه ذلك صندوق استثماري وتحديد اغراضه واعداد نشرة اكتاب تتضمن جميع التفاصيل المتعلقة بنشاط الصندوق وشروط الاكتاب فيه وايضاً حقوق والتزامات مختلف الأطراف ، على ان يقسم رأس مال الصندوق الاستثماري الى حصص او اسهم مشاركة او صكوك متساوية القيمة الاسمية^(٣٠)، لتقوم الجهة المسؤولة عن الصندوق والتمثلة بمدير الاستثمار^(٣١) او امين الاستثمار^(٣٢) بتلقي أموال المكنتبين واستثمارها مجمعة في النشاطات المحددة في نشرة الاكتاب، ومقابل ذلك يصدر الصندوق للمدخرين شهادات او وثائق استثمار يتم على أساسها اقتسام الأرباح المتحصلة كل حسب حصته مع احتفاظ كل مدخر بحقه في التصرف في هذه الشهادات على ان يتم التأشير بذلك في السجلات الخاصة في سوق المال^(٣٣).

(٢٨) D, Mykhan , Financial Services, 5th Edition, , Tata Mcgraw Hill, New Delhi , 2010, P12.

(٢٩) علي فوزي إبراهيم الموسوي ، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية ، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الحقوق جامعة النهرين ، ٢٠٠٨ ، ص ١٨٨ .

(٣٠) د. محمد عبد الجليل عباس ، مجلة المحاسب القانوني ، مجلة دورية تصدر عن الجمعية العراقية للمحاسبين القانونيين ، العدد السادس ، ٢٠١٩ ، ص ٩٤ ، متاحة على الموقع الالكتروني : <http://iaca-iraq.org> تاريخ الزيارة ٤ / ٨ / ٢٠٢٠ ، وقت الزيارة ٥:١٥ م

(٣١) عرفت المادة (٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة (٢٠٠٢) مدير الاستثمار " الشخص الذي يمارس إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير بما في ذلك إدارة صندوق الاستثمار المشترك " ..

(٣٢) عرفت المادة نفسها من قانون نفسه امين الاستثمار " الشخص الاعتباري الذي يمارس متابعة استثمارات العملاء ومراقبتها للتأكد من مطابقتها للأسس والاهداف الاستثمارية للعميل المنصوص عليها في اتفاقية الاستثمار الموقعة بين العميل ومدير الاستثمار " .

(٣٣) علي فوزي إبراهيم الموسوي ، مصدر سابق ، ص ١٨٨ .



ثالثاً : موقف التشريع العراقي اتجاه تأسيس صناديق الاستثمار: سنتطرق في هذه الفقرة الى موقف التشريع العراقي والتشريعات المقارنة اتجاه إمكانية المصارف الشاملة من تأسيس صناديق الاستثمار وذلك في فقرتين :-

أ. موقف المشرع العراقي : عند امعان النظر في القوانين ذات الصلة نجد ان المشرع العراقي لم يتناول صناديق الاستثمار بالتنظيم ، سوى وجود إشارة ضمنية لها في النظام الداخلي لقانون سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ في المادة (١ / ١١) عندما تصدت هذه المادة لتعريف الأوراق المالية بأنها " شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية بما في ذلك أسهم الشركات المساهمة أو صناديق الاستثمار المشتركة..." والمتأمل بالنص يستدل الى إرادة المشرع في الاخذ بصناديق الاستثمار غير انه لم ينظم احكامها ، الا ان هناك بواذر من قبل المشرع لتنظيم صناديق الاستثمار فقد تم تعريفها في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠١٩^(٣٤) ، وفي اطار دراستنا لإمكانية مزاوله المصرف الشامل للاستثمار في تلك الصناديق فقد ورد في المادة (٦ / ١٤) من المشروع ذاته إشارة الى تعاون هيئة الأوراق المالية مع البنك المركزي العراقي بهدف منح الترخيص اللازم لإنشاء صناديق استثمار^(٣٥) ، وعليه ندعو المشرع العراقي لتصديق هذا المشروع كخطوة نحو تقوية البيئة الاستثمارية والنهوض بالنشاط الاقتصادي .

ب. موقف التشريعات المقارنة : بالنسبة لموقف المشرع الاماراتي وبقدر تعلق الامر بقيام المصرف الشامل بتأسيس وإدارة صناديق الاستثمار ، فقد نص في المادة (٢٣ / ١ / ج) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة الاماراتي رقم (٩ / ر.م) لسنة ٢٠١٦ بشأن النظام الخاص بصناديق الاستثمار ، على إجازة المصارف الشاملة لمزاولة ذلك النشاط على ان يكون حاصل على موافقة المصرف المركزي المسبقة^(٣٦) ، وفيما يتعلق بالمشرع الأردني فقد أجاز للمصارف مزاوله نشاط الاستثمار في صناديق الاستثمار في المادة (٩٤ / ب / ١) من قانون الأوراق المالية الأردني لسنة ٢٠٠٢ .

الفرع الثاني: الاستثمار في محافظ الأوراق المالية

يعد تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية في سوق المال نوع من أنواع الاستثمار غير المباشر^(٣٧) ، كما انه وسيلة استثمارية تعمل على تحقيق عائد مرتفع للمستثمرين لإمكانية توزيع مخاطر الاستثمار من خلال تنويع الأوراق المالية المشتراة ، ولبيان المقصود بمحفظة الأوراق المالية وموقف التشريعات من مزاوله هذا الاستثمار سوف نتطرق لها في فقرتين:

(٣٤) فقد عرفت المادة (١ / ١٨) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠١٩ ، صندوق الاستثمار على انه " شخص معنوي يتولى توظيف الأموال لغرض الاستثمار بالأوراق المالية."

(٣٥) اذ نصت المادة (٦ / ١٤) من المشروع ذاته على " التعاون مع الجهات القطاعية المختصة ومنها البنك المركزي العراقي لغرض منح اللازم لإنشاء صناديق الاستثمار وغيرها من التشكيلات الاستثمارية الصالحة للسوق"

(٣٦) وذلك بالنص على " اولاً: يشترط للترخيص بمزاولة نشاط تأسيس وإدارة صناديق الاستثمار ، ما يأتي : ١- ان يكون طالب الترخيص متخذاً احد الاشكال التالية : ج- مصرف محلي ... حاصل على موافقة المصرف المركزي على مزاوله نشاط تأسيس وإدارة صناديق الاستثمار."

(٣٧) د. حسني المصري ، شركات الاستثمار ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، سنة ١٩٨١ ، ص ١٤٥ .



اولاً : تعريف محافظ الأوراق المالية : ويقصد بها " الأوراق المالية المملوكة للمستثمر والتي يقوم مدير الاستثمار بإدارتها نيابة عنه بموجب اتفاقية موقعة معه" ^(٣٨)، وقد عرفت ايضاً بأنها " مجموعة من الاستثمارات في الأوراق المالية حصراً تتم من خلالها تشكيله معينة من الصكوك يتم انتقائها من قبل مدير المحفظة ومن خلال سياسة استثمارية محددة" ^(٣٩)، حيث يتبين لنا من التعاريف المتقدمة ان الاستثمار في محافظ الأوراق المالية يعتمد على تشكيله متنوعة من الأوراق المالية دون ان تكون الأصول الحقيقية جزء من محتويات هذه المحفظة ، اصف الى ذلك ان مسؤولية إدارة المحفظة تكون معهوده لمدير الاستثمار ^(٤٠) بناءً على اتفاق سابق بينه وبين المستثمر مالك محتويات المحفظة .

ما تقدم يتضح هنا ما يميزها عن صناديق الاستثمار اذ ان المحفظة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة مما يعجز أصحاب الدخول المحدودة من تكوين محفظة استثمارية ، في حين تكون صناديق الاستثمار متاحة امامهم ^(٤١).

وتبرز أهمية هذا النوع من الاستثمار للمصارف الشاملة من خلال تمكينها من الحصول على عوائد مجزية تعمل على زيادة الأرباح ^(٤٢)، اذ تعد محافظ الأوراق المالية من اهم مصادر السيولة ، وذلك لسهولة بيع محتوياتها في سوق الأوراق المالية متى استدعت الحاجة الى ذلك ، ففي العادة تحتفظ المصارف بجزء من أموالها لمواجهة سحبيات المودعين الا انها تقدم على توظيف جزء من هذه الأموال في محفظة أوراق مالية تمتلكها بهدف استثمارها والحصول على دخل إضافي ولها بيع محتوياتها وتحويله الى نقود سائلة لمواجهة ما يطرأ عليها من سحبيات غير متوقعة او توجيهها الى مجالات أخرى اكثر فائدة مما يؤدي الى تنشيط سوق الأوراق المالية ^(٤٣).

نلخص من ذلك بأن محفظة الأوراق المالية عبارة عن تشكيله من الأوراق المالية ذات عوائد متفاوتة المخاطر ، يعتمد على كيفية اختيار محتويات المحفظة ، وغالباً ما يسبق عملية الاختيار دراسة لمكونات المحفظة سواء من حيث نوعها او الشركة المصدرة لها او الأسواق محل تداولها ، حيث يتصدى لهذا الموضوع القائم بتكوين المحفظة كأن يكون مصرف او شركة استثماري مالي ^(٤٤).

ثانياً : موقف التشريعات من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية : ابتداءً وعند امعان النظر في نصوص التشريعات العراقية ذات الصلة وقدر تعلق الامر بإمكانية مزاوله

^(٣٨) المادة (١) من قرار مجلس إدارة الهيئة الاماراتي رقم (١) لسنة ٢٠١٤ بشأن نظام إدارة الاستثمار .

^(٣٩) علي فوزي إبراهيم الموسوي ، مصدر سابق ، ص ١٣ .

^(٤٠) يراد بمدير الاستثمار " الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط إدارة الاستثمار وفقاً لأحكام هذا النظام " المادة (١) من قرار مجلس إدارة الهيئة الاماراتي رقم (١) لسنة ٢٠١٤ بشأن نظام إدارة الاستثمار .

^(٤١) نيا إبراهيم فرحان الدودان ، النظام القانوني لوثائق الاستثمار (دراسة مقارنة) ، ط١ ، المركز العربي للنشر والتوزيع ، مصر ، ٢٠١٨ ، ص ١٠٦ .

^(٤٢) حسن إسماعيل فارس ، قياس أداء محافظ الأوراق المالية بالتطبيق على سوق رأس المال المصري ، بحث منشور في مجلة العلمية للدراسات التجارية والبنية ، جامعة قناة السويس ، مصر ، المجلد ٢ ، العدد ٢ ، ٢٠١١ ، ص ١٣٠ .

^(٤٣) منير إبراهيم ، إدارة البنوك التجارية ، المكتب العربي الحديث ، ط٣ ، الإسكندرية ، ١٩٩٦ ، ص ٢٩٦ .

^(٤٤) علي فوزي إبراهيم الموسوي ، مصدر سابق ، ص ٤٩ .



المصارف الشاملة لهذا النشاط ، نجد المشرع قد تناوله بالتنظيم تحت طائلة الأنشطة المصرفية في المادة (٢٧) من امر سلطة الائتلاف المتعلقة بالمصارف وكما يأتي : " يجوز للمصارف أن تمارس الأنشطة التالية ... ز. حفظ وإدارة الأشياء الثمينة بما فيها الأوراق المالية . ط . تقديم خدمات كمدير حافظة للأوراق المالية" .

يلحظ من النص المتقدم ان المصارف الشاملة مجازة بإدارة محفظة أوراق مالية ، كما يجوز للمصارف الشاملة وبموجب المادة (٧/ ثانياً / ب) تعديل قانون الشركات رقم ١٧ لسنة ٢٠١٩ تأسيس شركة استثمار مالي تكون تابعة للمصرف تتولى إدارة محافظ الأوراق المالية لحسابها الخاص او لحساب الغير^(٤٥)، وبذلك تدار كل محفظة لكل عميل على حدة بما يسمح بتكوين محفظة خاصة لكل عميل .

اما بالنسبة للتشريعات محل المقارنة فقد ذهب المشرع الاماراتي قدر تعلق الامر بقيام المصرف الشامل بالاستثمار في محافظ الأوراق المالية ، فقد نص في المادة (٣/ اولاً /ج) من قرار مجلس إدارة الهيئة الاماراتي رقم (١) لسنة ٢٠١٤ بشأن نظام إدارة الاستثمار على إجازة المصارف الشاملة لمزاولة ذلك النشاط على ان يكون حاصل على موافقة المصرف المركزي المسبقة ، اما فيما يتعلق بالمشرع الأردني فقد ذهب الى اجازة المصارف في المادة ٣٧ من قانون البنوك رقم ٢٨ لسنة ٢٠٠٠ لمباشرة نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية .

المطلب الثاني: الاستثمار في المشتقات المالية

حظيت المشتقات المالية في العقدین الأخيرین من القرن العشرين ، باهتمام واسع بوصفها جانباً استثمارياً وأصبحت من اهم المجالات الاستثمارية لجميع انواع السلع والمعادن والأوراق المالية ، وذلك لتقدم تكنولوجيا الاتصالات وتأثيرها في أسواق المال الذي أدى الى تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية ، لياتي دور المشتقات المالية في تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر^(٤٦) ، وعليه لابد من بيان المقصود منها وتناول انواعها ومن ثم نتطرق الى موقف المشرع العراقي فهل نظم المشتقات المالية كنشاط من أنشطة المصرف الشامل ؟ وذلك في ثلاثة فروع وعلى النحو الاتي:

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

المراد بالمشتقات المالية "عقود يتم اشتقاق قيمتها من قيمة أصول أخرى موضوع العقد، والتي تتنوع ما بين اسهم وسندات وسلع وغيرها"^(٤٧) بمعنى ان ليس لها قيمة بذاتها وانما تستمد قيمتها من أدوات استثمارية أساسية تتمثل بالأسهم والسندات

(٤٥) فقد نصت المادة (٦/ رابعاً) من نظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم (٦) لسنة ٢٠١١ على (تمارس الشركة بموافقة البنك المركزي العراقي بالإعمال الآتية : رابعاً - إدارة المحافظ الاستثمارية لحسابها او لحساب الغير وحسب طلبات أصحابها والاتفاقيات المعقودة معهم وفقاً للقانون).

(٤٦) د. محمد مطر ، د. فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، ط ١ ، دار وائل ، الأردن ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٥٣ .
(٤٧) أ.م . ياسمينه إبراهيم سالم ، أ.م يحي هاجر ، أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية ، بحث منشور في مجلة التكامل الاقتصادي ، المجلد ٢ ، العدد ٣ ، سنة ٢٠١٣ ، ص ١٧٦ ، البحث متاح على الموقع الالكتروني الاتي :- <https://www.asjp.cerist.dz> ، تاريخ الزيارة ٢٠ / ٨ / ٢٠٢٠ ، وقت الزيارة ١٠ م .



والسلع والعملات الأجنبية والمعادن النفيسة ويتم التعامل بها من خلال عقود مالية يجري الاتفاق على تحديد مدتها وشروطها بين البائع والمشتري عند التعاقد .
وتعد المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية تبرز أهميتها في كونها تكسب المعاملات المالية مرونة اكبر فهي تسهم في حل الكثير من المشاكل التي تحيط بالاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال منح المستثمر مجموعة متنوعة من الأدوات المالية، اما الغرض الرئيسي لابتكارها فيتجسد بكونها أداة للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار وذلك بنقل مخاطرها الى طرف اخر دون حاجة لشراء مسبق للأصل محل التعاقد، فضلاً عن دورها في تحقيق الأرباح من خلال المضاربة^(٤٨).

الفرع الثاني: انواع المشتقات المالية

تشمل المشتقات كل من العقود الآجلة والمبادلات وعقود الخيارات واخيراً العقود المستقبلية، ونظراً لأهمية كل من عقود الخيارات والعقود المستقبلية في الأسواق المالية وهي الأكثر تداولاً من النوعين الآخرين ، سوف نتولى بيانها وفق الآتي :

١. عقود الخيارات: ويراد بها " العقود التي يجوز بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ بيع أو شراء لعدد معين من الصكوك في تاريخ لاحق وبسعر محدد مقابل عائد يدفع لبائع الخيار وقت التعاقد"^(٤٩) ، وعرفت أيضاً "عقد يعطي لمالكه الحق وليس الالتزام لشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في وقت ما في المستقبل"^(٥٠) أي ان هذه العقود تعطي للمتعامل بها الحق في الاختيار بين تنفيذها من عدمه سواء انصب العقد على بيع او شراء لمجموعة من الأوراق المالية ومقابل هذا الحق يلتزم مشتري الخيار بدفع ثمنه لمحرر الخيار بقيمة غير قابلة للرد عند التعاقد ودون ان يكون جزء من قيمة العقد^(٥١).
وهناك نوعين من الخيارات هما الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي كلاهما يعطي الحق لمشتري الخيار بشراء او بيع عدد من الأوراق المالية ، بسعر يتم الاتفاق عليه مقدماً ، الا انهما يختلفان من حيث التنفيذ فبموجب الخيار الأمريكي يمكن للحامل استعمال الخيار بأي وقت من تاريخ إبرامه حتى التاريخ المحدد للتنفيذ^(٥٢)، بينما الخيار الأوروبي لا يجيز للمشتري التنفيذ الا بعد انتهاء مدة العقد^(٥٣).

فضلاً عن ذلك يوجد نوعين من الخيارات ذات صلة بطبيعة العقد وهي خيار البيع الذي يتيح للمستثمر ممن يخشى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي يملكها بالتحوط من خلال شراء خيار البيع فاذا ما تحقق الانخفاض يحق له بموجب هذا الخيار ان يبيع الأوراق المالية الى محرر العقد وبسعر التنفيذ وبالمقابل يلتزم الأخير ان يشتري بذلك السعر ، بينما اذا كان المستثمر يتوقع ارتفاع سعر الأوراق المالية فانه يقدم

(٤٨) مصطفى يوسف كافي ، بورصة الأوراق المالية ، ط١ ، دار مؤسسة رسلان ، سوريا ، ص ١٦٣ .

(٤٩) علي فوزي إبراهيم الموسوي ، مصدر سابق ، ص ٧٧ .

(٥٠) Cheol S Eun ,BruceG.Resnick , International Financial Management, 4:ed,Irwin,p:172.

(٥١) أ.م . ياسمينه إبراهيم سالم ، أ.م يحيى هاجر ، مصدر سابق ، ص ١٧٦ .

(1) Brigham,F,Eugene and Gapenski,C.Louis ,Financial Management-Theory and Practice-,7:ed,The Dryden Press, New York,1994,p:964.

(٥٣) د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مركز الدلتا للطباعة ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٥٨ .



على شراء خيار يعطيه حق الشراء فاذا ما ارتفعت الأسعار الى المستوى الذي يلائمه وهو بالعادة يفوق السعر المتفق عليه ، يقدم المستثمر على تنفيذ العقد وبالمقابل على محرر العقد قبول التنفيذ وان سبب له خسارة^(٥٤).

٢. **العقود المستقبلية** : ويقصد بها " التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما ان يسلم الاخر (او يستلم منه) بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من اصل او سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد"^(٥٥) نلاحظ ان التعريف المتقدم يبين وجه اختلاف عقود المستقبلية عن عقود الخيارات، فالأولى تنصب على شراء اصل مالي بسعر محدد على ان يكون التسليم في وقت لاحق على خلاف عقود الخيارات فتتم دون وجود اصل مالي بحوزة البائع^(٥٦) ، وايضاً يختلفان من حيث الالتزام بالعقد، فطرفي العقد ملزمان بتنفيذ الاتفاقية في العقود المستقبلية بينما يعطي عقود الخيارات الحق بالاختيار بين التنفيذ من عدمه، وهناك عدة أنواع من عقود المستقبلية فهي تختلف باختلاف محل العقد، فمنها ما ينصب على بيع او شراء كمية محددة من الأوراق المالية وتدعى عقود المستقبلية المالية، وأخرى تتناول بيع او شراء كمية محددة من المحاصيل الزراعية او المعادن النفيسة او كمية محددة من العملات الأجنبية^(٥٧).

الفرع الثالث: موقف التشريعات اتجاه الاستثمار في المشتقات المالية

للإحاطة علماً بموقف التشريعات المقارنة فيما يتعلق بمزاولة نشاط الاستثمار في المشتقات المالية، لابد لنا من التعرض لموقف التشريع العراقي ومن ثم موقف التشريعات المقارنة في فقرتين وكما يأتي بيانه :

أ. **موقف التشريع العراقي** : بخصوص نشاط المصارف العراقية في مجال الاستثمار في المشتقات المالية فإن المادة (٢٧) من امر سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة المتعلق بالمصارف لسنة ٢٠٠٤ أجازت للمصارف الشاملة من ضمن الانشطة المصرفية بشكل عام ان تتعامل بالمشتقات المالية اذ نصت في الفقرة ج منها على: "تشتري وتبيع لحسابها الخاص أو لحساب العملاء... العملات الاجنبية والمعادن النفيسة وأدوات سعر الصرف وسعر الفائدة والاسهم والاوراق المالية الاخرى والعقود الآجلة واتفاقات المبادلة والعقود المستقبلية وعقود الخيار والمشتقات الاخرى "بمعنى ان المشرع العراقي قد منح المصارف الشاملة مجال واسع للاستثمار فلها ان تتعامل بالأدوات الاستثمارية بصورة مباشرة او تتعامل بالعقود المالية المشتقة منها، لأهمية التعامل بهذا النوع من العقود في ظل التطورات المعاصرة، فهي تسعى لتوفير المزيد من الضمانات

(٥٤) مصطفى يوسف كافي ، مصدر سابق ، ص ١٦٦ .

(٥٥) د. محمد مطر ، د. فايز تيم ، مصدر سابق ، ص ٢٧٠ .

(٥٦) علي فوزي إبراهيم الموسوي ، مصدر سابق ، ص ٧٨ .

(٥٧) مصطفى يوسف كافي ، مصدر سابق ، ص ١٧٠ ، ١٧١ .



للمتعاملين في الأسواق المالية من مخاطر تقلبات الأسعار^(٥٨)، ففي حالة امتلاك المصرف الشامل لمحفظة اسهم متنوعة وجيدة ويخشى من الهبوط في قيمتها المالية فيكون مجاز بنص القانون اللجوء للممارسة نشاط المشتقات المالية ومنها عقود الخيارات لشراء خيار البيع للتحوط من هبوط القيمة المحتمل .

ب. موقف التشريعات المقارنة: ذهب المشرع الاماراتي الى اجازتها بالنص في المادة (٦٥/ ط) من قانون المصرف المركزي وتنظيم المنشآت والأنشطة المالية الاماراتي رقم ١٤ لسنة ٢٠١٨ على مزاولة المصرف لنشاط المشتقات المالية لما لهذه الأنشطة من تأثير على المركز المالي للمصارف^(٥٩) اما بالنسبة للمشرع الأردني فقد اتخذ موقفاً مختلفاً اذ اعتبر المشتقات المالية من ضمن انواع الأوراق المالية^(٦٠) ، وعند البحث في قانون البنك الأردني لسنة ٢٠٠٠ نجد ان المشرع الأردني قد أجاز للمصرف التعامل بالأوراق المالية كأحد الأنشطة المرخص بممارستها ، بمعنى الجواز له ضمناً بممارسة الاستثمار في المشتقات المالية^(٦١).

الخاتمة

بعد ان انتهينا من اعداد دراستنا التي انصببت على أنشطة المصارف الشاملة ، توصلنا الى مجموعة من النتائج والمقترحات ، نعرض أهمها وكما يأتي :

اولاً - النتائج :

١. أن المصارف الشاملة تسهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال التعامل بأدوات مستحدثة تعمل على توجيه الموارد المالية الفائضة الى قنوات استثمارية.
٢. ان اقدام المشرع على تنظيم اصدار المصارف الشاملة لشهادات الإيداع الدولية يؤدي الى دخول نوع مستحدث من الأوراق المالية لسوق العراق للأوراق المالية والاسهام في تحقيق أرباح مرتفعة بالعملة الأجنبية مع نقل الخبرات الأجنبية الى داخل البلاد بما يعمل على تطوير السوق المحلية.
٣. ان المشرع العراقي قد منح المصارف الشاملة مجال واسع للاستثمار فلها ان تتعامل بالأدوات الاستثمارية بصورة مباشرة او تتعامل بالعقود المالية المشتقة منها، وذلك لأهمية التعامل بهذا النوع من العقود في ظل التطورات المعاصرة، وتقلبات الأسعار، كونها أداة للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار وذلك بنقل

(٥٨) د. فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠١٦، ص٥٤.

(٥٩) فقد نصت المادة (٦٥/ ط) على : " ط. العمل كاصيل في المنتجات المالية التي تؤثر على المركز المالي للمنشأة المالية المرخصة والتي تشمل ولا تقصر على الصرف الأجنبي ، والمشتقات المالية ، ... "

(٦٠) فقد نصت على ذلك المادة (٣) من قانون هيئة الأوراق المالية الاردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م في الفقرتين بقولها : "و- العقود انية التسوية والعقود آجلة التسوية . ز- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع ... "

(٦١) فقد وردت اجازت التعامل بالأوراق المالية في المادة (٣٧/ أ / ٩) بقولها " أيمارس البنك وفقاً لترخيصه من البنك المركزي الأنشطة المالية التالية :- ٩. إدارة إصدارات الأوراق المالية او التعهد بتغطيتها وتوزيعها والتعامل بها . "



مخاطرها الى طرف اخر دون حاجة لشراء مسبق للأصل محل التعاقد ، فضلاً عن دورها في تحقيق الأرباح من خلال المضاربة.

ثانياً- المقترحات :

١. ندعو مشرعنا العراقي الى الاخذ بالتوريق المصرفي من خلال إعادة النظر في نص المادة (٢٧) المتعلقة بالأنشطة المصرفية المرخصة وتعديلها بما يسمح للمصارف الشاملة بمزاولة هذا النشاط ، سيما ان نص المادة (٢٨) من الامر ذاته لا يعد التوريق من الأنشطة المحظورة ، وايضاً لنجاح عملية التوريق يتوجب المضي قدماً في سبيل وجود شركات توريق متخصصة في إدارة ذلك النشاط .

٢. ندعو المشرع العراقي لتنظيم شهادات الإيداع الدولية لما لها من دور في رفد الاقتصاد الوطني وتنشيط الأسواق المالية المحلية اذ تعد مصدر لجذب الاستثمارات الأجنبية للسوق ودخول السوق المحلية في ميدان الأسواق المالية الدولية و يا حبذا لو سلك المشرع العراق مسلك المشرع الاماراتي في تناول احكام شهادات الإيداع لأنها تضمن مصلحة جميع الأطراف المتعاملة بتلك الشهادات.

٣. ندعو المشرع العراقي لتصديق مشروع قانون سوق الأوراق المالية لسنة ٢٠١٩ الذي يعمد الى تنظيم تعاون هيئة الأوراق المالية مع البنك المركزي العراقي بهدف منح الترخيص اللازم لإنشاء صناديق استثمار، بما يسهم في تقوية البيئة الاستثمارية والنهوض بالنشاط الاقتصادي .