

مفهوم السوق الثاني "الموازي".

The concept of the second 'parallel' market.

بحث مشترك مقدم من قبل

الاستاذ المساعد الدكتور رحيم عبيد عطيه الأسدي

الباحثة مها عامر ذيبان

جامعة كربلاء/ كلية القانون

الخلاصة

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى أقسام متعددة ومختلفة، ابتداءً من السوق الأول والذي يسمى بالسوق النظامي وهو ذلك السوق الأساس الذي يتم تنظيمه بنصوص قانونية محكمة ويمثل أهم أنواع هذه الأسواق، ثم بعد ذلك يأتي السوق الثاني والذي يسمى بالسوق (الموازي)، إذ يعد هذا السوق في المرتبة الثانية من حيث أهميته وتأثيره على التنمية الوطنية وعلى الشركات التجارية، إذ يتميز هذا السوق عن غيره من الأسواق المالية في أن شروط الإدراج في هذا السوق تكون يسرة نوعاً ما مقارنة بالسوق النظامي، فضلاً عن أن التعامل في السوق الثاني يتم من قبل الشركات غير المدرجة أو غير المقيدة في السوق النظامي.

الكلمات المفتاحية: السوق، الموازي، أسباب نشوء، السوق النظامي.

Abstract.

Securities markets are divided into many different sections, starting with the first market, which is called the regular market, which is the basic market that is regulated by court texts and represents the most important types of these markets, and then comes the second market, which is called the parallel market, as this market is ranked The second is in terms of its importance and its impact on national development and commercial companies, as this market is distinguished from other financial markets in that the conditions for listing in this market are somewhat easier compared to the regular market.

Keywords: Securities markets , parallel market , commercial companies.

المقدمة.**أولاً/ التعريف بموضوع البحث.**

تتنوع أسواق المال في الكثير من دول العالم، مما أدى ببعض الفقهاء والشرّاح إلى تقسيم هذه الأسواق إلى نوعين هما: السوق النظامي (السوق الأول) والنوع الثاني هو السوق غير النظامي السوق الموازي أو ما يسمى (السوق الثاني)، إذ يعرف السوق الموازي بأنه (ذلك السوق المحدد بآليات منظمة يتحكم فيها بواسطة هيئات أو أفراد أو منشآت توجيه تفاعلات آلياته والتحكم غير المباشر بالتأثير على تفاعلات السوق النظامي). حيث يعتبر انشاء السوق الثاني(الموازي) نقطة دعم محورية وقيمة مضافة للسوق النظامي، باعتبار يقدم

ثانياً أهمية الموضوع:-**أولاً/ التعريف بموضوع البحث:**

تتنوع أسواق المال في الكثير من دول العالم، مما أدى ببعض الفقهاء والشرّاح إلى تقسيم هذه الأسواق إلى نوعين هما: السوق النظامي (السوق الأول) والنوع الثاني هو السوق غير النظامي (السوق الموازي) أو ما يسمى (السوق الثاني)، إذ يعرف السوق الموازي بأنه " هو ذلك الجزء من السوق المحدد بآليات منظمة يتحكم فيها بواسطة هيئات أو أفراد أو منشآت للتحكم في توجيه تفاعلات آلياته والتحكم غير المباشر بالتأثير على تفاعلات السوق النظامي. وهذا السوق الثاني (الموازي) يقوم على قواعد أساسية هي: الشركات حديثة النشأة التي لم تلبي أحد شروط الإدراج ومتطلباته في السوق النظامية. الشركات المتعثرة من حيث الأداء المالي، ولديها سجل من الخسائر المالية المتتالية. والشركات المدرجة في السوق النظامي التي تم نقل إدراجها للسوق الموازي، بسبب عدم قدرتها على تحقيق شروط الإدراج في السوق النظامي، من حيث الأداء المالي، أو أحجام التداول، أو غيرها من متطلبات الإدراج في السوق النظامي.

ثانياً أهمية الموضوع:

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

ثالثاً/ إشكالية البحث:-

تتمثل الإشكالية الرئيسية لموضوع البحث بعدم وجود مفهوم موحد خاص بالسوق الثاني(الموازي) على مستوى الفقه والتشريعات ، مما يعني أن المنظومة القانونية العراقية أمام نقص تشريعي بشأن آليات العمل في السوق الموازي وما يتعلق بها، لكن ومن أجل تدارك هذا النقص فقد صدرت عن هيئة الأوراق المالية تعليمات رقم (15) تحت عنوان (شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية / السوق الثاني) إذ بين فيه تعريف السوق الثاني وآليات العمل فيه وبعض الاحكام الأخرى، لكن هذا الأمر يجعل الموضوع بحاجة إلى دراسة معمقة من عدة جوانب لكونه يركز على إشكاليات فرعية أخرى هي:

- 1 - عدم معرفة الاسباب التي ادت الى نشوء السوق الثاني الموازي، واهم الخصائص التي يتميز بها السوق عن غيره من الاسواق.
- 2- من ضمن الاشكاليات الاخرى عدم تحديد نطاق السوق الثاني الموازي حيث ان التعليمات الخاصة بالسوق لم تبين نطاقه بشكل واضح ودقيق .
- 3- كذلك تبرز الاشكالية الاخيرة في بيان اهمية السوق الموازي في توفير السيولة النقدية وزيادة رأس المال.

يثير موضوع الدراسة عدة تساؤلات هي:

- 1 - ما هو مضمون فكرة السوق الثاني(الموازي).
- 2 - ما هي اسباب انشاء السوق الثاني (الموازي) وما هي خصائص هذا السوق.
- 3 - ما هي اهمية السوق الثاني (الموازي) وما هو نطاقه.

رابعاً/ أسباب اختيار الموضوع:-

أبرز ما دفعنا لاختيار هذا الموضوع ما يأتي:-

- 1 - قلة الدراسات القانونية التي تتناول مفهوم السوق الثاني مما جعل ان لا يكون هناك موقفاً موحداً في تحديد مفهوم هذا السوق، وهذه محاولة في هذا الإطار.
- 2 - الأهمية الكبيرة لهذا السوق في مجال تداول الأوراق المالية، فلا بد من تسليط الضوء على هذا الموضوع من أجل إبراز هذه الأهمية من جانب وإبراز نطاق هذا السوق من جانب آخر.

خامساً/ منهجية البحث:-

سننتبع في هذه الدراسة المنهج التحليلي المقارن، من خلال استقراء نصوص القوانين وبيان الاحكام الخاصة بهذا الشأن.

سادساً/ نطاق البحث ونوع الدراسة:-

نطاق البحث سيكون بين القانون العراقي بقوانينه المختلفة كقانون التجارة النافذ رقم (30) لسنة 1984، والقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74)، وتعليمات رقم (15) (شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية العراقي/ السوق الثاني(الموازي)، وقانون سوق الأوراق المالية السوري رقم (55) لسنة (2006)، ومقارنة بين قانون هيئة السوق المالي السعودي الصادر بموجب قرار سنة (2019)، وقانون هيئة سوق الأوراق المالية السوداني لسنة (2016)، ونوع الدراسة ستكون مقارنة بين هذه القوانين فيما يخص جزئيات هذا الموضوع.

سابعاً/ الدراسات السابقة:-

- 1-السوق الموازي، بحث صادر عن هيئة سوق المال الفلسطينية، 2008،(البحث تحدث بشكل مختصر عن تعريف السوق الموازي والية طرح الاوراق المالية فيه فقط، ولم يبين جزئيات الموضوع الاخرى).
- 2-د.حيدر حسين ال طعمة، الاسواق المالية الناشئة، المفهوم، الادوات، بحث منشور في مجلة سلسلة دراسات استراتيجية، 2014،(البحث تحدث عن اسواق المال بشكل عام ولم يتطرق الى السوق الثاني الا في عبارات قليلة في بعض الجزئيات).

تاسعاً/ خطة البحث:-

سنقسم هذا البحث الى مبحثين نتناول في المبحث الاول ماهية السوق الثاني الموازي، ونخصص المبحث الثاني لبيان اهمية السوق الثاني الموازي ونطاقه.

المبحث الأول/ ماهية السوق الثاني (الموازي).

ان الدول المتقدمة مثل أمريكا، بريطانيا، وفرنسا، كانت السبابة في إنشاء سوق مخصصة لتداول الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبعدها انتقلت إلى دول جنوب شرق آسيا منها كوريا، ومن ثم انتقلت إلى الدول العربية كما في تونس والمغرب وغيرها من الدول العربية حيث يتم تداول الاوراق المالية مكتملة شروط الادراج والتي سبق تداولها من السوق الاولي فهي تعتبر اسواق تنتقل فيها الاموال من الافراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة⁽¹⁾، وينقسم السوق الثانوي إلى قسمين القسم

الأول البورصة ويطلق عليها السوق المنظمة، أو سوق المزاد، أو السوق الرسمية أما القسم الثاني التي يتم التداول فيها خارج البورصة ويطلق عليها السوق غير المنظمة، أو السوق غير الرسمية، أو السوق (الثاني) الموازية التي يتم من خلالها التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة وميسرة تحددتها إدارة أسواق المال، ولمعرفة ماهية السوق الثاني الموازي يجب علينا أن نقف على تعريفه في الاصطلاح الفقهي والتشريعي وبيان أهميته وخصائصه، وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث من خلال تقسيمه على مطلبين، سنوضح في المطلب الأول التعريف بالسوق الموازي، ونتناول المطلب الثاني خصائص السوق الثاني الموازي ، وذلك كما يلي:

المطلب الأول/ التعريف بالسوق الموازي.

اختلفت تسميات السوق الثاني (الموازي) ⁽²⁾ التي اعتمدها اسواق الاوراق المالية من دولة إلى اخرى إلا أن المعنى واحد، وهذا الاختلاف لم يقتصر فقط على التسمية إذ يلاحظ بأن هناك عدة تعريفات للسوق الثاني (الموازي)، وله الكثير من السمات التي تميزه عن غيره من الاسواق، ومن أجل ذلك ولغرض الوقوف على تعريفات السوق محل الدراسة بشيء من الدقة والوضوح وأيضاً لتحديد اختصاصه فإن ذلك يتطلب منا تقسيم هذا المطلب إلى فرعين نتناول في الفرع الأول تعريف السوق الثاني(الموازي)، وفي الفرع الثاني سوف نقوم ببيان اهم اسباب نشوء السوق الثاني الموازي ، وكما يلي:

الفرع الاول/ تعريف السوق الثاني (الموازي).

ابتداءً ومن خلال الاطلاع على المصادر المختلفة نلاحظ أن هناك اختلاف في التسميات التي تطلق على السوق الموازي، حيث نجد بأن المشرع الأمريكي أطلق عليه تسمية السوق الثانوي ومن أشهر تلك الأسواق وأهمها سوق ناسداك الأمريكي. في حين نجد ان المشرع السوري اعتمد تسمية السوق الموازي وذلك وفقاً لما ورد في المادة (2) من قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم(22) لسنة (2005) وتعديلاته حيث عرف السوق الموازية بأنها (السوق التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك لحين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية) ، إذ اعتمد المشرع السوري تسمية السوق الموازي وذلك وفقاً لما ورد في المادة الثانية من قانون سوق الأوراق المالية السوري، أما المشرع السعودي فقد اعتمد تسمية السوق الموازي من خلال القواعد الخاصة بالأدراج الصادرة عن شركة المال السعودي تداول والموافق عليها بموجب قرار هيئة السوق المالي السعودي بتاريخ (27-12-2017) ⁽³⁾، ولكن المشرع السوداني فقد ذهب على خلاف المشرع السوري والسعودي فقد اعتمد تسمية السوق الثانوي وذلك وفق ما تضمنته الأحكام التمهيديّة للفصل الأول من قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة(2016) ⁽⁴⁾. أما المشرع العراقي فقد اعتمد تسمية (السوق الثاني) وذلك في الفقرة (د) من المادة (1) من تعليمات رقم(15) الخاصة (بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية) (السوق الثاني) الصادرة وفق تحديثات سنة (2015) ⁽⁵⁾، ونحن نذهب مع التسمية التي اعتمدها المشرع العراقي والسبب في ذلك من وجهة نظرنا أنه سوق ثانوي لكونه سوق خاص بتداول الأوراق المالية، وبذلك فهو يختلف عن سوق الاصدار الأولي الذي يتم في نطاقه التعامل مع الاوراق المالية عند اصدارها لأول مرة فالطرح العام الاولي على سبيل المثال هو عرض للسوق الاولي حيث تقرر الشركات الخاصة بيع اسهمها للجمهور للمرة الاولي ، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب سواء تعلق الامر بإصدار الاسهم عند تأسيس الشركات الجديدة او عند زيادة رأس مالها بعد تأسيسها او بإصدار السندات عند الحاجة الى قروض طويلة الاجل ⁽⁶⁾ ، فلا يمكن أن يعتبر سوقاً موازياً وذلك لأن كلمة موازي تدل على التماثل والتقابل والتساوي لسوق الاصدار الأولي. في حين أن تسميته بالسوق الثاني هي الأصح، من جانب آخر فإن وجود سوق أولي وهو سوق طرح وإصدار الأوراق المالية يتطلب وجود سوق آخر يدنو في المرتبة يكون خاصاً بتداول الأوراق المالية للشركات التي يتم ادراج أوراقها في السوق الأولى، وعليه فإننا سنعتمد ما أخذ به المشرع العراقي مع ذكر التسمية التي درجت عليها القوانين وسوق ثانوي وهو خاص بتداول تلك الأوراق المالية. لاشك أن يكون لكل مصطلح مفهوم ودلالة معينة؛ لغرض الوقوف على

ماهيته وأهميته وخصائصه، لذلك لا بد من تعريفه، وعليه سنبيين تعريف السوق الثاني وذلك ببيان ماذا يقصد بالسوق ابتداءً، وبعد ذلك نوضح المقصود بالسوق الموازي فقهاً، وتشريعاً، وسوف نخصص فقرة لبيان اسباب نشوء السوق الثاني وكما يأتي:

أولاً/ التعريف الاصطلاحي:-

سنتناول التعريف الاصطلاحي للسوق من خلال بيان التعريف الفقهي والتشريعي وكما يأتي⁽⁷⁾.

1- التعريف الفقهي:-

يعد السوق من اهم المواضيع التي انصب عليها اهتمام الفقهاء والشراح من خلال بيان تعريف هذا المصطلح، إذ عرفوا السوق بتعريفات مختلفة كل حسب نظرتهم، فمنهم من عرفه بأنه " الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري لتبادل السلع والخدمات بغض النظر عن المكان المادي للسوق"⁽⁸⁾، من خلال هذا التعريف يتضح أنه قد ركز على خصيصة الغرض من السوق بانه اسلوب لإتمام عملية تجارية تتم بين البائع والمشتري سواء أكان سوقاً مادياً أم افتراضياً كالتداول الإلكتروني. وهناك من عرفه "بأنه اسم ذلك المكان الذي يقع فيه بيع وتصريف السلعة إما عن طريق المنتج مباشرة أو عن طريق الوسطاء وقنوات التوزيع المعروفة للمستهلكين المحتملين الذين من المتوقع أن تكون لهم حاجة أو رغبة يسعون إلى اشباعها عن طريق شراء السلعة"⁽⁹⁾، وعلى عكس التعريف السابق نجد أن التعريف الأخير قد ركز في تعريفه للسوق على معيار المكان وتفضيله على باقي المعايير الأخرى. وبتعبير آخر وهو(السوق الذي يتم فيه تداول أسهم الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية وتمارس أعماله مكاتب الوساطة في بعض المصارف في بغداد وهذه العملية لا زالت غير دقيقة وليس لها نظام محدد وغير خاضعة بشكل عملي لأي جهة رقابية رسمية محددة)⁽¹⁰⁾. وكذلك عرف السوق بأنه "المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها، لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها عن أصحاب الخبرة والمهارة من المنتجين وأصحاب المبادرات الصناعية، ويتم ذلك عن طريق الوسطاء"⁽¹¹⁾، مما يؤخذ على التعريف السابق انه يفيد التداول في السوق بالأرصدة النقدية الزائدة عن حاجة المستهلكين، وهذا الامر غير مقبول إذ يتم التداول في السوق بالأرصدة الزائدة عن الحاجة وغير الزائدة إذ لا مانع في ان يتم التداول في السوق بالسلع والأوراق المالية رغم حاجة أصحابها اليها. ومن خلال دراسة التعاريف المتقدمة للسوق يمكن تعريفه بأنه (المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لغرض تبادل السلع والخدمات). وتتمثل أسباب تبني الباحث لهذا التعريف بما يأتي:

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

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

ومن خلال ما تقدم فإن السوق الثاني (الموازي) لم يتم الاتفاق على تعريف موحد له وقيلت فيه جملة من التعريفات ومنها السوق الثاني (الموازي) فهو "اصطلاح يطلق حكماً كونها لا تتحدد في مكان معين، وإنما تجري المعاملات على الأوراق المالية غير المدرجة في السوق الموازية الرسمية خارجها، عبر شبكة اتصالات تربط بين الوسطاء والتجار والمستثمرين ويتم التعامل من خلال تلك الشبكات على أساس أفضل الأسعار المطروحة"⁽¹²⁾ يلاحظ على هذا التعريف بانه قد ركز على خصيصة عدم تقييد السوق الموازي بمكان محدد، إذ لا يقتصر السوق الموازي على المكان المادي فمن الممكن ان يتم بالتقاء الإلكتروني بين البائع والمشتري.

وتعرف أيضاً السوق الموازية بالسوق غير الرسمية أو غير المنظمة بأنها "سوق للمفاوضة (Negotiation Market) غير رسمية (Informal) وغير مركزية، يجري التعامل بها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية"⁽¹³⁾، يتضح من هذا التعريف أنه أراد بيان محل التعامل في السوق الموازي الذي يتمثل بأوراق مالية غير مدرجة، كذلك ركز على خصيصة عدم الرسمية التي يتميز بها السوق الموازي كسوق مقابل للسوق الرسمي.

كما يقصد به "المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، ليس لها مكان مادي، وهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عبر شبكة الاتصالات"⁽¹⁴⁾، يؤخذ على هذا التعريف بأنه يركز على المظهر الإلكتروني للسوق الموازي، في حين أن التعامل في السوق الموازي لا يقتصر على المجال الإلكتروني، بل قد يعتمد السوق على مكان مادي، لذا فمن الممكن أن يتم بالتقاء الكتروني بين البائع والمشتري، أو بالتقاء مادي. ومنهم من وصفها بأنها "السوق التي يتم فيها التداول لأسهم الشركات التي لم تستوف شروط القيد المطلوبة والغرض منها عدم حرمان حاملو الأوراق المالية لهذه الشركات من التداول في سوق معروفة"⁽¹⁵⁾ يلاحظ الباحث على هذا التعريف بأنه قد ابرز الجانب الايجابي للسوق المتمثل في السماح لبعض الأشخاص بتداول أوراقهم المالية، فضلاً عن الإشارة إلى أن التداول في السوق يتم من خلال الشركات غير المقيدة في البورصة. وهناك من عرفه بأنه " ذلك الجزء من السوق الذي يتم خلاله تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها وتطبق عليها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذا السوق"⁽¹⁶⁾، يرى الباحث أن هذا التعريف يتميز باختصاره لتعريف السوق الموازي مع إبراز إحدى خصائص هذا السوق وهي خصيصة سهولة التداول. وكذلك أيضاً اقتصر فقط على الأسهم ولم يشر إلى الأوراق المالية بصورة عامة. كما وعرفه آخر "بأنها الأسواق التي لا تسري عليها القوانين والأنظمة التي تحكم الأسواق المنظمة، وإنما تحكمها أنظمة وأحكام خاصة"⁽¹⁷⁾، يلاحظ على هذا التعريف بأنه قد ركز على الجانب التنظيمي للسوق. وهناك من عرفه بأنه "سوق للتعاملات النقدية قصيرة الأجل، وتعاملاته بكميات كبيرة من النقد وبنسبة ضئيلة من الربح والمتعاملون فيه هم المصارف وبيوت الخصم"⁽¹⁸⁾. من أهم النقد الموجه إلى هذا التعريف هو أنه يقلل من نسبة الربح في السوق الموازي وهذا الأمر ليس صحيحاً دائماً، إذ لا يخلو هذا السوق من بعض التعاملات ذات الربح الوافر. ومن خلال ما تقدم فهو سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط إدراجها في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق وتقوم بهذه المهمة الشركة المالية أو البنوك أو الوسطاء دوراً أساسياً في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة من دون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور المصدرين ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين⁽¹⁹⁾.

2- التعريف التشريعي:-

لقد تباينت مواقف التشريعات من تعريف السوق الثاني (الموازي) حيث نجد أن المشرع الأمريكي قد عرف السوق الموازية (O.T.C)⁽²⁰⁾ عبارة عن "شبكة اتصالات متطورة تربط الوسطاء المنتشرين جغرافياً، وعبر هذه الشبكة تتدفق الأوامر لتنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً على الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة وعلى أساس التفاوض على السعر". ويؤخذ على هذا التعريف أن هذه الأسواق ليس لها هيكل تنظيمي ومؤسسي محدد، كما أن الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تتوافر فيها شروط الإدراج في السوق المنتظمة⁽²¹⁾. أي بمعنى أنه يوفر جميع الخدمات المتعلقة بالأسهم المتداولة خارج نطاق السوق الرسمي⁽²²⁾. أما المشرع السوري فقد عرف السوق الموازية في المادة (2) الفقرة (أ) من قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم (22) لسنة 2005 بأنها " السوق التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية وقسمها إلى قسمين السوق الموازية (أ) والسوق الموازية (ب)"⁽²³⁾. من خلال هذا النص نلاحظ أن المشرع السوري اعتبر السوق الأولي بأنها أسواق يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من قبل المؤسسات لتمويل مشروعاتها ولدفع عملية التنمية الاقتصادية؛ أما السوق الثانوي اعتبره سوق يتم فيه تداول أوراق مالية أصدرت في السوق الأولي ومستوفية لشروط معينة ويتم تداولها من خلال وسطاء معتمدين ضمن الأنظمة والتعليمات المعمول بها. ونرى أن المشرع السوري اعتبر السوق الموازي سوق

تداول للأسهم والشركات التي تحكمها شروط إدراج ميسرة، وتعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك لحين توفر شروط إدراجها في السوق النظامية، والسبب في ذلك هو ان السوق الموازي هو مقابل للسوق الرسمي، لذا يجب ان يحكمه شروط ادراج ميسرة ايسر من شروط السوق الرسمي. أما المشرع السعودي فقد عد الأسواق الثانوية بأنها الأسواق التي يتم فيها إدراج الأوراق المالية للشركات بعد مرحلة الطرح الأولي، ويقوم فيها المستثمرين بشراء الأوراق المالية للشركات من مستثمرين آخرين بدلاً من الشراء من المصدر. واعتبر السوق الموازي منصة استثمارية بديلة مخصصة للمستثمرين المؤهلين. واعتبرها منصة بديلة لتداول الأسهم انطلقت في 26 فبراير عام 2017م. يعد سوق الأوراق المالية السعودي الأكبر نموًا بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية.

وكذلك فقد وضع المشرع السعودي تعريف للسوق الموازي بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2/ 6/ 1424 هـ (بأنها السوق التي تتداول فيها الأسهم التي تم تسجيلها وطرحها بموجب الباب الثامن من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة)⁽²⁴⁾، ويلاحظ بأن هذا التعريف جاء مؤكداً بأن السوق الموازي يخضع إلى قواعد طرح الأوراق المالية السعودية، حيث ان السوق الموازي يتم فيه ادراج الاوراق المالية للشركات بعد مرحلة الطرح الاولي ويقوم فيها المستثمرين المؤهلين بشراء الاوراق المالية للشركات من مستثمرين اخرين بدلا من الشراء من المصدر⁽²⁵⁾. وعند النظر في التشريع السوداني نجد في قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة (2016) بالسوق الثانوي عرفه بأنه (السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكتب السوق)⁽²⁶⁾. ويلاحظ على هذا التعريف بأن المشرع السوداني قد حدد عمليات الشراء الاوراق المالية التي تتم داخل السوق الثاني (الموازي) اما ان تكون من خلال البائع بصورة مباشرة أو عبر وكيل ينوب عن البائع، وايضاً جعل تبادل ملكية الاوراق المالية اما في قاعة التداول أو في مكاتب السوق بمعنى انه قد اعطى مساحة واسعة وحرية للمتعاملين لكي يستطيعوا اتمام صفقاتهم المالية بالشكل الذي يحقق رضا اطراف التعامل. ويستخدم هذا المصطلح في المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل ويتم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ومن خلال تلك الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار⁽²⁷⁾. كما عرف السوق الموازي في التشريع العراقي في الفقرة (د) من المادة (1) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية /السوق الثانوي بأنه (السوق الذي يختص بتداول أسهم الشركات حديثة التأسيس وأسهم وسندات الشركات التي لا تتوافر فيها شروط التداول في السوق النظامي)⁽²⁸⁾، يلاحظ على التعريف الأخير انه قيد التعريف بالغرض من انشاء السوق الذي يتمثل في تداول اسهم الشركات الحديثة التأسيس او الشركات التي لا تتوافر فيها شروط الادراج في السوق النظامي. وينحصر سوق التداول (السوق الثانوي) في سوق العراق للأوراق المالية وآلية إدارته والتعامل به محدد بموجب قانون السوق ونظامه الداخلي وتعليماته ويتم التداول عن طريق الوسطاء، وهو السوق الذي يتم فيه تداول أسهم الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتمارس أعماله مكاتب الوساطة في بعض المصارف في بغداد وهذه العملية لا زالت غير دقيقة وليس لها نظام محدد وغير خاضعة بشكل عملي لأي جهة رقابية رسمية محددة⁽²⁹⁾.

ووفقاً لتعريفات السوق الثاني (الموازية) غير المنظمة يعتبر كل تاجر بمثابة صانع سوق (Market maker)⁽³⁰⁾ للأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيها، إذ يقوم بالاحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شرائها وجود مركز دائم لبيعها، كما يتيح أيضاً للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء. وهكذا يؤدي التاجر دوراً مشابهاً للمتخصصين (Specialists) في الأسواق المنظمة⁽³¹⁾، هذا وإذا كان بعضهم يؤدي دور تاجر الجملة الذي يبيع أو يشتري من تاجر آخرين، فهناك فريق منهم يقصر نشاطه على تجارة التجزئة حيث يتعامل مباشرة مع الجمهور، وفريق آخر يمتد بنشاطه ليشتمل على كل من تجارة التجزئة. وبصرف النظر عن نوعية النشاط وما إذا كان تجارة جملة أو تجارة تجزئة، فإن الورقة المالية الواحدة عادةً ما يتعامل فيها أكثر من تاجر واحد، بل وقد يتراوح عدد التجار الذين يتعاملون في ورقة مالية معينة ما بين (15) إلى (20) تاجر⁽³²⁾. ومن خلال ما استعرضناه من تعريفات للسوق الثاني (الموازي)

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

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

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

الفرع الثاني/ أسباب وأهداف نشوء السوق الثاني (الموازي).

من اجل الوقوف على اسباب نشوء السوق الثاني الموازي واهداف هذا النشوء ، سوف نقوم بتخصيص هذه الفقرة لبيان ذلك وكما يلي :

اولاً- أسباب نشوء السوق الثاني(ال موازي):

تجري عمليات التداول في السوق من دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها إذ بالإمكان أن تتم هذه العمليات بواسطة الهاتف أو الحاسوب والحصول على الربح من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعلى ذلك فإن السوق غير المنظمة تعتبر اسلوباً لأجراء التعاملات بدلاً من كونها مكاناً لها⁽³³⁾. وان ظهور السوق الموازية هو إحدى نتائج نظام الرقابة على الصرف ويتشكل هذا السوق في حالة ما إذا لم يستطع البنك المركزي تلبية طلبات المواطنين على العملات الصعبة، فكلما كان عرض العملات الصعبة غير كافٍ كلما ازدادت سعة السوق الموازي أكثر، والفرق بين سعر الصرف الرسمي والموازي المرتفع كثيراً يمكن قبوله لسببين هما:

السبب الأول: التوسع في الإصدار النقدي الذي يؤدي إلى وجود مداخل إضافية.

بدأ السوق الثاني (الموازي) نشاطه في تشرين الثاني من العام (1980) في العديد من البلدان منها بريطانيا وفرنسا وأمريكا⁽³⁴⁾، ومن الضروري السماح للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم، بالحصول على رؤوس الأموال اللازمة من أجل تدعيم هيكلاتها المالية وتحقيق تطورها، على أن يترافق ذلك مع التخفيف من الشروط التي تخضع لها الشركات المسجلة في سوق التسعير الرسمي التقليدي⁽³⁵⁾، لقد ارتفع عدد الشركات المسعرة في السوق الثاني (الموازي) من إحدى عشرة شركة في العام (1980) إلى (210) في العام (1984) لكي يعود ويتضاعف تقريباً في العام (2001). في هذا السوق لا يوجد حد أدنى للرسملة (Capitalisation) البورصوية، كذلك فإن كلفة القبول فيه هي متدنية؛ إذ يتوجب فقط تقديم ثلاث ميزانيات سنوية، واثبات أن (10%) على الأقل من الأسهم توجد بحوزة الجمهور، مع الإشارة أيضاً إلى أن أسهم المشروع ليست متداولة في (London stock Exchange) أن نجاح السوق الموازي كان غير قابل للجدل، لكن هذا الأخير شهد مضاربة حادة إلى جانب هذا السوق، أنشئ أيضاً سوق آخر خارج التسعير للمشروعات الصغيرة جداً غير القادرة على تلبية شروط التسعير في السوق الموازي، أو أيضاً للمشروعات المنشأة حديثاً⁽³⁶⁾.

السبب الثاني: القدرة أو النقص في السلع والخدمات المستوردة في السوق المحلية⁽³⁷⁾.

وتنشأ هذه الأسواق نتيجة إخفاق بعض منشآت الأعمال والشركات التجارية من دخول البورصة، بسبب القوانين والضوابط التي تحكم دخول السوق المنظمة، لذا يتم اللجوء إلى السوق الموازية أو السوق (غير المنظمة) لتداول الأوراق المالية التي لم تكتسي الشروط القانونية للدخول إلى السوق المنظمة، وتتعامل السوق الموازية أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات، غير ان ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، وفي مقدمتها السندات الحكومية، إذ تظهر طلبات البيع والشراء لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني على هيئة عروض (Offers)⁽³⁸⁾.

ثانياً - أهداف نشوء السوق الثاني(الموازي):

وتتضمن الأسواق الموازية أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وقبل ذلك هناك السوق الأولي الإصدار والسوق الثانوي التداول؛ ان من بين الأسباب التي تؤدي إلى نشوء السوق الموازي ترجع إلى تحقيق الأهداف الآتية⁽³⁹⁾:

1- توسيع القاعدة الاستثمارية، وذلك من خلال إدراج المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل، الأمر الذي يعمل على زيادة عرض الأوراق المالية في السوق المالي⁽⁴⁰⁾.

2- إتاحة المزيد من الفرص الاستثمارية عبر إدراج المزيد من الشركات في السوق الموازي، ما يؤدي إلى زيادة الخيارات الاستثمارية المتاحة، ويتيح للمستثمرين فرصة تقييم هذه الشركات وتحديدًا الصغيرة والحديثة، وذلك من خلال التزام هذه الشركات بشروط الإفصاح ومتطلباته.

3- تحفيز الشركات المدرجة في السوق النظامي على تطوير أدائها، والمحافظة على تطوره وعدم تراجعها، وبالتالي الانتقال للإدراج في السوق الموازي، وكذلك توجه عدد كبير من الشركات للإدراج في السوق الموازي يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق المالي⁽⁴¹⁾.

4- يعتبر السوق الموازي أحد عوامل الاستقرار والدعم للسوق النظامي؛ كونه يمثل سوقاً تأهلياً للشركات التي لا تستوفي شروط الإدراج في السوق الرسمي، وهو أمر يشجع هذه الشركات على التطوير وتنمية الأداء التشغيلي وزيادة الربحية. حيث يتم ملاحظة مدى يسر وسهولة الشروط التي لابد أن تتوفر في الشركة لكي تتمكن من الإدراج في السوق الثاني الموازي وبساطتها عن تلك التي يتطلبها السوق النظامي مثال ذلك ان من شروط الإدراج في السوق الثاني يجب أن يكون قد مضى على مزاولة الشركة لنشاطها مدة لا تقل عن سنة وأن تكون اصدرت بيانات مالية سنوية واحدة على الأقل مدققة من قبل مراقب حسابات مستقل وهذا ما نصت عليه تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق الثاني) في المادة (2) الفقرة (أ) منه. أما في المقابل فيلاحظ بأن الشروط التي يتطلبها السوق النظامي لكي تتمكن الشركة من الإدراج فيه أكثر صرامة حيث يشترط في المادة (3) من تعليمات رقم (6) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية النظامي أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق⁽⁴²⁾.

5- إحكام الرقابة وحماية حقوق المستثمرين، حيث ومن خلال إدراج الشركات في السوق الموازي، تتمكن هيئة سوق رأس المال من إحكام الرقابة على هذه الشركات، وذلك عبر إخضاعها لشروط الإفصاح ومتطلباته، ما يوفر المعلومات الموثوقة حول أداء هذه الشركات لجمهور المستثمرين. حيث ورد في تعليمات رقم (10) الخاص بالإفصاح عن النسب المؤثرة في المادة (2) منه الجهات الواجب عليها الإفصاح ب- الشركة المدرجة:- على كل شركة مدرجة الإفصاح في تقريرها السنوي عن عدد المساهمين الذين يمتلكون (10%) فأكثر من أسهمها المصدرة. إذ تقوم هيئة الأوراق المالية السنوية في موعدها المحدد⁽⁴³⁾ بناءً على ما تقدم يمكن الوقوف على اهم النتائج والمقترحات الخاصة بهذا الفرع، فمن اهم النتائج التي توصلنا اليها هي:

أ - على الرغم من أن وضع التعاريف ليس من مهمة المشرع إلا أن الكثير من التشريعات اشارت إلى تعريف السوق الموازي؛ وهذا الامر يرد إلى أهمية هذا السوق في نطاق تداول الأوراق المالية.

ب - اختلفت معايير الفقه والشراح بخصوص تعريف السوق، فهناك من ركز على جانب المكان، وهناك من ركز على معيار سهولة والتداول، وهناك من ركز على فرض المقابلة بين السوق الموازي والسوق النظامي.

المطلب الثاني/ خصائص السوق الثاني (الموازي).

لا يمكن حصر خصائص السوق الموازي ببعض الخصائص الجزئية، إذ لا بد من استخراج هذه الخصائص من السوق الموازي باعتباره سوقاً أولاً، وباعتباره سوقاً مقابلاً للسوق النظامي ثانياً، لذا يجب أن تستخرج الخصائص الأخرى من هاتين الخصيقتين. لذا سنركز هذا الفرع لبيان خصائص السوق الثاني، من خلال ما يتميز به من خصائص معينة تميزها عن باقي الأسواق، يمكن من خلالها تصنيفه أو تمييزه عن السوق الرسمي وهي كما يأتي⁽⁴⁴⁾:

1. من خصائص السوق الثاني الموازي أنه سوق ثانوي يختص بتداول الأوراق المالية فبالتالي انه يختلف عن السوق الاولي الذي يعتبر سوق اصدار لتلك الأوراق المالية، حيث ان السوق الاولية يجري فيه عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، إذ ان اغلب الاصدارات اما أن تتم بالطرح العام الذي يعني بيع الاستثمارات الجديدة لعموم المستثمرين، أو عن طريق الطرح الخاص والذي يقصد به بيع الاصدارات الجديدة من الاستثمارات إلى عدد محدد جدا من المستثمرين⁽⁴⁵⁾، اما الاسواق الثانوية فهي سوقا لتداول تلك الأوراق المالية التي سبق اصدارها بحيث يتم التداول ما بين المستثمرين، ويساعد السوق الثاني (الموازي) على تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الاولية بحيث ان نجاح التداول في السوق الاولي يعتمد على كفاءة وفاعلية حجم التداول في السوق الثاني (الموازي)⁽⁴⁶⁾.

2. من خصائص السوق الثاني الموازي أنه سوق غير نظامي تجري فيه عمليات التداول من دون وجود مكان أو زمان محددين فإمكانه أن تتم هذه العمليات بواسطة جهاز الهاتف أو الحاسوب. وبالتالي فهو يختلف عن السوق النظامي حيث وردت في التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) في الفقرة الخاصة بالتعريف إذ عرفت السوق النظامي بأنه (السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة)⁽⁴⁷⁾.

3. من خصائص السوق الثاني الموازي أن شروط الإدراج في هذا السوق أيسر وأكثر مرونة من السوق النظامي. والسبب في ذلك حيث نلاحظ أن شروط الإدراج أكثر صرامة من السوق الثاني (الموازي) ويجب أن تكون الشركة قد مارست نشاطاً فعلياً وحقت ربحاً قابلاً للتوزيع من جراء ذلك النشاط في آخر سنتين ماليتين سابقتين على تقديم الطلب وهذا ما نصت عليه تعليمات رقم (6)⁽⁴⁸⁾. وان لا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن (100%) عن رأسمالها المدفوع هذا ما نصت عليه المادة (7) من التعليمات ذاتها الخاصة بالسوق النظامي.

4. للوسيط دور أساسي في السوق الثاني الموازي بحيث يعد حلقة وصل بين العملاء والسوق لكي يتم إجراء الصفقات. حيث ورد في تعليمات تداول الأوراق المالية في المادة الأولى منه تعريف الوسيط موضعاً بأنه (الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة أعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية والمقيدة في سجل جمعية وسطاء المال في العراق)⁽⁴⁹⁾. فبالتالي يمكن أن نستنتج أن الوسيط هو الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس وفي بعض الأحيان يستطيع الوسيط أن يعين ممثلاً له يكون شخصاً طبيعياً تكون مهمته تقديم خدمات الوساطة المتعلقة بمعاملات الأوراق المالية في السوق نيابة عنه ويكون مسجلاً في سجل ممثلي الوسطاء حيث يلاحظ بأن سجل ممثلي الوسطاء هو السجل الذي تحتفظ به السوق لحفظ كافة المعلومات المتعلقة بممثلي الوسطاء العاملين في السوق⁽⁵⁰⁾.

5. من خصائص السوق الثاني الموازي انها تعتبر سوق جديدة بمعايير أكثر مرونة للشركات الصغيرة والمتوسطة، ويخصص التداول فيها فقط للمستثمرين المؤهلين⁽⁵¹⁾. حيث ان معايير الطرح والادراج في سوق السوق الثاني (الموازي) أكثر مرونة في جميع دول محل المقارنة. ونذكر على سبيل المثال وليس الحصر ان عدد المساهمين في السوق الرئيسية السعودية (200) مساهم على الأقل، أما سوق النمو الموازي فيلاحظ أنه يتطلب (50) مساهم على الأقل⁽⁵²⁾.

المبحث الثاني/ أهمية السوق الثاني (الموازي) ونطاقه.

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

المطلب الأول/ أهمية السوق الثاني (الموازي).

يعد وجود سوق اصدار أولي وسوق تداول ثانوي أحد أهم العوامل التي أدت إلى زيادة المنافسة بين الشركات لرفع مستوى الكفاءة حيث أصبحت المؤسسات المالية والمصرفية أكثر حرية ومرونة في تعاملاتها بتوفر السيولة النقدية بشكل ايسر من ذي قبل، والامر الأكثر اهمية انها قادت السوق إلى خلق المزيد من الأدوات المالية ففي هذه الحالة قد شجعت الإبداع واستخدمته⁽⁵³⁾. وعليه سوف نقوم بتوضيح اهمية السوق الموازي من عدة جوانب وذلك بتقسيمه الى عدة افرع وكما يلي:-

الفرع الاول/ أهمية السوق الثاني (الموازي) للتنمية الوطنية.

يكون للسوق الموازي أهمية كبيرة على مستوى التنمية الوطنية، إذ تعد أسواق الأوراق المالية من اهم المداخل المالية للدولة، نظراً لما تحققة الدولة من سيولة نقدية نتيجة التعامل في أروقة هذا السوق، إذ يسعى نظام كل دولة إلى تقوية أوراقه المالية وازدياد التعاملات الواردة عليها من اجل استمرار حركة التداول، ويعمل السوق الموازي الى ذلك من خلال كونه يضفي صفة العمق والإتساع للورقة المالية وتوفر المرونة النسبية في تسيلها، هذا بجانب كفاءة وفاعلية السوق في تحقيق القيمة العادلة للورقة المالية من أجل أن تباع بالسعر المناسب الذي يحقق رضا الأطراف، كذلك ان هذه الأسواق توفر معلومات منتظمة تمكن المستثمرين من الكشف عن الأسعار المناسبة والمقبولة من قبلهم، وهي بذلك تسهم في خفض كلف البحث عن الأصول المالية⁽⁵⁴⁾، وتظهر هذه الأهمية من خلال الرجوع الى اهداف أسواق المال بشكل عام، إذ نص قانون سوق العراق للأوراق المالية المرقم (74) لسنة (2004) المعدل في المادة (6) من القسم الثاني منه على انه (... 6- تهدف سوق الأوراق المالية لتحقيق الآتي ... ح - انشاء ودعم الاتصالات مع اسواق الاوراق المالية في الاسواق العربية والعالمية والمفيدة في تنمية اسواق الاوراق المالية وغيرها من الاسواق المجازة)⁽⁵⁵⁾.

الفرع الثاني/ أهمية السوق الثاني الموازي بالنسبة للشركات التجارية.

يوفر السوق الثاني (الموازي) للشركات الكثير من المسائل المهمة في حياتها الاقتصادية مثل الشهرة⁽⁵⁶⁾، سيولة رأس المال⁽⁵⁷⁾، إمكانية زيادة رؤوس الأموال الذاتية (Fonds propres) وسهولة أخذ مشاركات... الخ، وقد يسمح السوق الثاني الموازي للعديد بتحقيق أرباح مهمة جداً (إذ أن بعض الأسعار تضاعفت مرتين أو ثلاث مرات) إذ ان احتراف الشركات في العمل في هذا السوق سيساعدها بشكل كبير على تحقيق أرباح مستمرة ومضاعفة نظراً إلى عنصر الاحتراف والخبرة التي ستكسبها هذه الشركات وخاصة إذا ما تم تنظيم السوق الموازي بقانون وازداد اقبال المتعاملين عليه. لكن بعض المدخرين قد يغامر بالذهاب إلى ما هو أبعد من ذلك فيرغب بتحقيق اسرع عملية ربحية، إلا أن الربح يصبح أقل احتمالاً وهؤلاء لن يحصدوا سوى خيبة الأمل التي تنتظرهم. فهذا السوق أكثر ضيقاً، وبالتالي أكثر مضاربة من سوق التسديد الشهري، أو سوق التسعير الرسمي الفوري التقليدي⁽⁵⁸⁾. وهذا الامر يعد امراً طبيعياً لأن التعامل في السوق الموازي شأنه شأن أي تعامل تجاري يكون معرضاً للربح والخسارة، مثال على ذلك السوق الموازي في السعودية حيث (يعتبر جاذباً للشركات الباحثة عن قروض تمويلية للنمو، خاصة لما تدره عملية الإدراج في السوق الموازي من منافع عديدة، أهمها اعتبار هذا السوق بوابة للتمويل لخدمة التوسع، كما يمنح أفضلية عند طلب التسهيلات البنكية، ويسهل الاندماج والاستحواذ)⁽⁵⁹⁾، وتظهر هذه الأهمية من خلال الرجوع الى اهداف أسواق المال بشكل عام، إذ نص قانون سوق العراق للأوراق المالية المرقم (74) لسنة (2004) المعدل في القسم الثاني منه على (... 6- تهدف سوق الأوراق المالية لتحقيق الآتي ... هـ - للمساعدة في زيادة رأس مال الشركات المدرجة او التي تنوي ان تدرج نفسها في قائمة السوق) .

الفرع الثالث/ أهمية السوق الموازي للمستثمرين.

ابتداءً نوضح بأن الاستثمار يعني شراء اصول ذات قيمة تدعى قيمة الأصول الرأسمالية حيث يقوم المستثمر بشرائها لتحقيق هدف معين قد يكون رغبة منه بارتفاع قيمتها مع مرور الوقت أو رغبة منه في توفير مصدر دخل جديد له، أو في سبيل تحقيق الأمرين معاً معنى ذلك أي من أجل ارتفاع قيمتها بمرور الوقت وتوفير مصدر دخل جديد له⁽⁶⁰⁾. وفي قانون الاستثمار الأمريكي لعام (1940) المعدل فلم يتطرق إلى تعريف المستثمر وانما ذكر شركة الاستثمار بأنه هو الذي يصرح بأنه منخرط في المقام الأول أو

يقترح الانخراط بشكل أساسي في أعمال الاستثمار أو إعادة منح أو المتاجرة في الأوراق المالية⁽⁶¹⁾. وأما بخصوص قانون الاستثمار السوري رقم (18) لسنة (2021) فقد عرف المستثمر بالشخص الطبيعي أو الاعتباري، السوري أو غير السوري الذي يستثمر في أراضي الجمهورية العربية السورية وفقاً لأحكام هذا القانون، وذلك في المادة الأولى منه⁽⁶²⁾. أما المملكة العربية السعودية فقد حددت المستثمر بالشخص طالب الترخيص حيث تضمنت اللائحة التنفيذية لنظام الاستثمار الأجنبي الصادرة وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار رقم (74/2) لسنة (2014) في المادة الأولى منه بيان الشخص طالب الترخيص بأنه:

1- الشخص الاعتباري الذي لا يتمتع بالجنسية العربية السعودية ويقدم للمملكة بغرض الاستثمار.
2- الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يتمتع بالجنسية العربية السعودية الشريك مع الشخص الاعتباري الوارد في الفقرة (1)⁽⁶³⁾.

أما بالنسبة لقانون تشجيع الاستثمار القومي السوداني لسنة (2013) فقد تطرق إلى تعريف المستثمر في المادة الخامسة منه بأنه أي شخص سوداني أو غير سوداني يستثمر أمواله في السودان وفقاً لأحكام هذا القانون⁽⁶⁴⁾. وقد ورد تعريف الاستثمار في قانون الاستثمار العراقي رقم (13) لسنة (2006) في المادة (1) منه الفقرة السادسة بأنه (توظيف رأس المال في أي نشاط أو مشروع اقتصادي يعود بمنفعة على الاقتصاد الوطني وفقاً لأحكام هذا القانون)⁽⁶⁵⁾. أما المستثمر فهو الذي يحمل الجنسية العراقية في حالة الشخص الحقيقي ومسجل في العراق إذا كان شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً وهذا ما ورد في المادة الأولى الفقرة التاسعة من قانون الاستثمار العراقي رقم (13) لسنة 2006⁽⁶⁶⁾. بما أن السوق الثانوي هو سوق بيع وشراء الأوراق المالية، وذلك لأن الأوراق المالية للسوق الثانوية لا تصدر مباشرة من قبله إلى المستثمرين، لأنه وكما معروف بأنه هو سوق تداول للأوراق المالية، حيث إن السوق الأولي (سوق الأوراق المالية) هو المسؤول عن إصدار تلك الأوراق، وبالتالي يتم بيع الأوراق المالية من قبل المستثمرين الحاليين إلى مستثمرين آخرين في السوق الموازي، ففي بعض الأحيان يحتاج المستثمر إلى النقد، ويريد مستثمر آخر شراء أسهم الشركة لأنه لا يستطيع الحصول عليها مباشرة من الشركة حيث يستطيع المستثمرين الاجتماع في السوق الثانوية وتبادل الأوراق المالية نقداً عبر وسيط يسمى (وسيط في شركات السوق الثانوية) لا تحصل على رأسمال إضافي حيث يتم شراء وبيع الأوراق المالية بين المستثمرين فقط حتى لا يكون هناك تكوين رأسمالي بشكل مباشر ولكن السوق الثانوي يسهم بشكل غير مباشر في تكوين رأس المال من خلال توفير السيولة للأوراق المالية للشركة. وفي حالة عدم وجود سوق (ثاني)، فيمكن للمستثمرين استعادة استثماراتهم فقط بعد انتهاء فترة الاسترداد أو عند حل الشركة، مما يعني إن الاستثمار سوف يحضره لفترة طويلة من الزمن ولكن مع وجود سوق (ثاني)، يمكن للمستثمرين تحويل أوراقهم المالية إلى نقد كلما أرادوا ذلك، كما أنه يعطي الفرصة للمستثمرين لتحقيق الربح، حيث يتم شراء وبيع الأوراق المالية بسعر السوق الذي يكون بشكل عام أكثر من السعر الأصلي للأوراق المالية، وهذه السيولة التي يقدمها السوق الثانوي تشجع هؤلاء المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية الذين يرغبون في الاستثمار لفترة صغيرة من الوقت حيث يوجد خيار بيع الأوراق المالية في الوقت المناسب لهم. ويمكن تلخيص أهمية السوق الموازية بأنها تؤدي خدمة عظيمة لجمهور المستثمرين من حيث توفير الجهد الذي يبذلونه والوقت الذي ينفقونه⁽⁶⁷⁾، وذلك لأنها توفر للمستثمرين السيولة والربحية معاً، وتتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بسهولة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة السوقية المشتراة عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي⁽⁶⁸⁾. ومن خلال ما تقدم نرى بأن السوق الموازي تؤدي دوراً مهماً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية. ونجاحها سينعكس إيجاباً على أداء السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطاً وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية. وكذلك تؤدي دوراً مهماً في حماية المستثمرين فالأسعار والعمليات المالية لا تخضع لتأثير العوامل الجانبية مثل المكان أو حجم الاستثمار أو العلاقات الشخصية. ويتميز السوق بشفافية حيث بإمكان المستثمرين في السوق الثانوي التزود بسرعة

وبدقة بكافة المعلومات التي يحتاجونها حول الشركات والأسواق. وتخضع السوق الثانوي لقوانين ونظم تضمن سلامة التبادل وتحقق المساوات بين المستثمرين. كذلك تؤدي الأسواق الثانوية دوراً مهماً في المشروعات الاقتصادية حيث أن وجودها يشجع المستثمرين على شراء الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية، وذلك لأنهم لا يستطيعون تسهيل الأوراق المالية التي بحوزتها في الحال وبالسعر العادل طبقاً للعروض والطلبات، وفي حالة عدم وجود هذه الأسواق يتردد المستثمر في شراء الأوراق المالية المصدرة من أسواق الإصدار من البداية مما يؤدي إلى تخفيض حجم الأموال المتاحة لتمويل الصناعات والحكومات⁽⁶⁹⁾، كذلك تظهر أهمية السوق الموازي بالنسبة للمستثمرين لما يتمتع به هذا السوق من سهولة إدراج الأوراق المالية بشكل أقل صرامة من السوق النظامي، وبالتالي يمكن معظم الشركات غير المدرجة من الإدراج كما في سوق الأوراق المالية السوري إذ اشترطت توفر شروط أقل صرامة لكي تتمكن الشركة من الإدراج في السوق الموازي السوري ومنها ما ذهبت إليه المادة (4) من نظام قواعد وشروط الإدراج وتعديلاته رقم (505) لسنة (2010) حيث نصت على أنه (اشترطت مضي سنة واحدة على الأقل من تاريخ بدء الانتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة)⁽⁷⁰⁾. وفي السعودية يهدف السوق الموازي إلى إتاحة الفرصة أمام الشركات المؤهلة الصغيرة والمتوسطة لتنويع مصادر التمويل من أجل توسيع وتطوير أعمالها ونشاطاتها مما يسمح لها بالانتقال إلى السوق الرئيسية بعد تحقيق جميع شروط الإدراج في التداول⁽⁷¹⁾. أما في السودان فيلاحظ أيضاً بأنها اشترطت شروطاً أقل صرامة وأكثر مرونة ويسر على الشركات الراغبة بالإدراج في السوق الثاني (الموازي) السوداني إذ ذهبت شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات للتداول في السوق الموازي السوداني في الفقرة (ج) على أنه (ان يكون قد مضى عام على تأسيس الشركة واصدرت ميزانية مراجعة)⁽⁷²⁾. أما المشرع العراقي فقد نص في المادة (2) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية/ السوق (الثاني) حيث نلاحظ بأن هذه المادة بفقراتها المتعددة قد اشترطت شروطاً أقل صرامة من تلك التي اشترطتها تعليمات رقم (6) الخاصة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في السوق النظامي، وهذا ما سوف نقوم ببيانه بشكل مفصل في الفقرة الخاصة بالتمييز ما بين السوقيين.

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

- لا تقتصر أهمية السوق الموازي على نطاق معين، فتارة نجد ان السوق الموازي يمثل جانباً مهماً في انعاش التنمية الوطنية، وتارة أخرى يكون لهذا السوق دور كبير في إفساح المجال للشركات التجارية للعمل في الأوراق المالية وتكوين عنصر الاحتراف الذي سيساعدها في تحقيق الأرباح المطلوبة، وتارة أخرى يكون للسوق الموازي أهمية في جعل المستثمرين يستثمرون أموالهم في السوق الموازي نظراً لسهولة التعامل الذي يتميز به هذا السوق.

المطلب الثاني/ نطاق السوق الموازي.

في أغلب الأحيان تعود السوق الموازية لشركات صغيرة الحجم ومحلية، والتي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أحد أفراد العائلة ولكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة ومعروفة تفضل الإدراج في السوق الموازية على الرغم من امتلاكها شروط الإدراج في البورصة المنتظمة، وذلك تجنباً للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات. وتدار من قبل التجار الوستاء الذين ينفذون الصفقات على أساس الاحتفاظ بمخزون، وبأسلوب التفاوض على السعر وقد يلعب كل تاجر دور بائع الجملة أو تجزئة أو الأثنين معاً، وبذلك يكتسب التجار في السوق الموازية صفة صانع للسوق (Market Makers)⁽⁷³⁾. ويعرف صانع السوق بأنه (مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستثمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائه وفق آلية تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة المطلوبة ورأس المال، حسب تقديراته المالية والفنية، وإيجاد العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على التأثير في قوى العرض والطلب، وقد يكون صانع السوق مصرفاً أو مؤسسة مالية بسيطة أو مجموعة مصارف ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكنها من حفظ التوازن في الأسعار، بالتدخل بالأسعار في حال انخفاض أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعرية مبالغ فيها)⁽⁷⁴⁾ وتمثل بيوت السمسرة⁽⁷⁵⁾،

والوسطاء، والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً في حدود السوق، ويتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التعارض بين البائع والمشتري أساس آلية تسعير تداول السوق الموازية أو غير المنظمة من لدن مجموعة من التجار المرتبطين بشبكة اتصالات قوية سواء أكانت هاتفية أو حاسوب، والتي تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعد هؤلاء التجار بمنزلة صناع السوق للجملة والمفرد⁽⁷⁶⁾. ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة، أنه لا توجد آليات للحد من التدهور، أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، بخلاف الأسواق المنظمة، ويتم تحديد الأسعار بالتفاوض بين المتعاملين، وعادة ما يسبق عملية التفاوض هذه قيام المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة والتجار، وتوجد في معظم الدول خاصة المتقدمة منها شبكة قوية من وسائل الاتصال الحديثة، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة يتعامل فيها، ولعل هذا ما دعا بعضهم إلى اعتبار الأسواق غير المنظمة طرفاً لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكاناً لإجراء تلك المعاملات⁽⁷⁷⁾. ويتمثل نطاق السوق الموازي بالأسهم والسندات وهي على النحو الآتي:

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

ان التطرق للأسهم والسندات يكون بصورة مختصرة لأنها من المواضيع المهمة التي بحثت بصورة مستفيضة الغاية من ذكرها هو بيان مدى علاقتها بالسوق الثاني (الموازي) لذلك سوف نقوم بتقسيم هذا المطلب الى الفرعين نتناول في الفرع الاول الاسهم وفي الفرع الثاني السندات ، وذلك كما يلي:

الفرع الاول/ الأسهم (Shares).

سوف نقوم ببيان التعريف الفقهي والتشريعي للأسهم ، مع اعطاء صورة دقيقة لأنواع الاسهم وتحديد الانواع التي يتم تداولها في السوق الثاني الموازي وذلك كما يلي:

أ- التعريف الفقهي للأسهم:-

قدم الفقه عدة تعريفات للسهم إذ عرفه بأنه "عبارة عن صك يمثل حصة في رأس مال المنشأة قابل للتداول في السوق الثانوية وله ثلاثة قيم، قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قيمة السهم، القيمة الدفترية والتي تعادل حقوق القيمة لدى المنشأة، والقيمة السوقية التي يباع فيها أسهم في سوق رأس المال وقد تكون أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية"⁽⁷⁸⁾. وهناك تعريف آخر للسهم يرى أنه "النصيب الذي يشترك به المساهم في شركات الأشخاص، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة"⁽⁷⁹⁾. وذهب جانب آخر من الفقه إلى أن السهم هو "صك له قيمة اسمية متساوية وقابل للتداول بالطرق التجارية وممثل لحصص نقدية أو عينية يدفعها المساهمون للشركة وهو يجسد حق المساهم في الشركة"⁽⁸⁰⁾. وعرفه فقهاء القانون التجاري السعودي بأنه "الصك الذي يعطي للمساهم في شركة المساهمة لكي يمثل مقدار الحصة أو الحصص التي يشترك بها المساهم في رأس مال الشركة"⁽⁸¹⁾.

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

ب-التعريف التشريعي للأسهم:-

لم يرد تعريف الأسهم في التشريع الأمريكي وإنما ذكر سوق الأسهم بأنه مكان مزاد حيث يقوم المستثمرون بشراء وبيع أسهم الشركات المدرجة في البورصة، ويتكون سوق الأسهم من قبل اثنين من أكبر البورصات في العالم بورصة نيويورك وبورصة ناسداك للأوراق المالية⁽⁸²⁾. اعتبر المشرع السوري الأسهم بأنها أوراق تمثل حق من حقوق الملكية للشخص المستثمر في شركة معينة حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية في القيمة ويستطيع المستثمر أن يشتري أكثر من سهم في تلك الشركة، إذ نص قانون سوق الأوراق المالية السوري في المادة (3) منه على (يقصد بالأوراق المالية ... أ - اسهم الشركات السورية القابلة للتداول ...).

ولم يتطرق المشرع السعودي إلى تعريف الأسهم بل نص عليه القانون السعودي وأشار بجواز اصدار الأسهم الممتازة هذا ما ذكرته المادة(103) من نظام الشركات السعودي لسنة(1965) بقرار من الجمعية العامة وعلى صعيد التشريع العراقي لم يتضمن كلاً من قانون الشركات العراقي والقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية تعريفاً للسهم، واكتفت (م29) أولاً من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997) المعدل بذكر خصائص السهم وقسمت رأس المال في الشركة المساهمة والمحدودة إلى أسهم اسمية نقدية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة⁽⁸³⁾. ومن خلال التعريفات الأنفة الذكر يمكن أن نستنتج أن السهم هو) الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، وهذه الحصة ممكن أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة). ويمكن تصنيف الأسهم إلى عدة أنواع من حيث الشكل، ومن حيث الحقوق، ومن حيث طبيعة الحصة، ومن حيث استرداد قيمة السهم ومن ثم نحدد أي من هذه التقسيمات ندرج ضمن السوق الثاني(الموازي) في التعاملات فيما يأتي:

1- تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى:

أ- السهم الاسمي: وهو السهم الذي يسجل باسم شخص معين في سجل المساهمين لدى الشركة، وتسجل جنسيته على وجه الصك بحيث يمكنه بيع هذا الصك على مستثمر آخر وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات⁽⁸⁴⁾.

ب- السهم لحامله: وهو السهم الذي تنتقل ملكيته بمجرد المناولة من يد إلى يد وبذلك هي تشبه النقود، فالشخص الذي يحوزها هو مالكها، وهذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين منها: عدم الإعلان عن اسم المستثمر، سهولة التداول، فضلاً على ذلك أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي، كما أن لها عيوب ومنها: عرضتها للسرقة والضياع، وحملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم⁽⁸⁵⁾.

1- تنقسم الأسهم من حيث الحقوق إلى:

أ- السهم العادي: وهو الذي ليس له امتياز أو أفضلية، وإنما يمنح صاحبه الحقوق العادية. ويتمتع حامل السهم العادي (المستثمر) ببعض الحقوق ومن أهمها الحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها، كما يتمتع بمسؤولية محدودة بحصته في رأس المال. أما بالنسبة لعيوبه من وجهة نظر المستثمر من أبرزها أن صاحبه ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات، ما لم تحقق الشركة أرباحاً ولم تقرر الشركة توزيعها⁽⁸⁶⁾.

ب- السهم الممتاز: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، وعادة تكون تشبه السندات في أولوية حصولها على العائد، وتشبه الأسهم العادية في تواجدها وخاصة فيما يتعلق بحقوق المساهمين، فهي دائمة لتكوين الاحتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم⁽⁸⁷⁾. لا يجوز عادة لأصحابها الحق في الترشيح أو المشاركة في إدارة الشركة⁽⁸⁸⁾.

2- تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة إلى:

أ- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقوداً. وهذه الأسهم قد تكون محررة، أي: دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة، أي: دفعت بعض قيمتها،

كالنصف مثلاً، إذ لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزءاً منها، ويكون مطالباً بالباقي، بحيث لو صفت الشركة وعليها ديون مثلاً، طوّل المساهم في دفع المتبقي من قيمة السهم⁽⁸⁹⁾.

ب- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة مقابل حقوق مادية مثل العقارات والمنقولات أو حقوق معنوية مثل براءات الاختراع، وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب⁽⁹⁰⁾.

3- تنقسم الأسهم من حيث استرداد قيمة السهم إلى:

أ- أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند فسخ الشركة، أو انقضاءها بأي سبب من أسباب الانقضاء، ويحق لحامل هذا السهم في الحصول على نصيب السهم عند تصفية الشركة⁽⁹¹⁾.

ب- أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تستهلكها الشركة، ويستطيع أصحابها الحصول على قيمتها في حياة الشركة كما يحصل في شركات استغلال المناجم أو الآبار، أو الشركات التي تحصل على امتياز حكومي باستغلال مرفق من المرافق العامة مثلاً لمدة معينة، تصبح موجودات الشركة بعدها ملكاً للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف بمرور الزمن⁽⁹²⁾.

ويعد بيان معنى الأسهم وأنواعها يرى الباحث أن ربط مسألة الأسهم بموضوع السوق (الموازي) هو ارتباط منطقي وبحاجة إلى ذكره وتحليله، وذلك لأن السوق (الموازي) هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة، بمعنى اخص تداول الأسهم غير المقيدة بالبورصة، وبالتالي لا بد من الوقوف بشكل جلي على المراد بعبارة الأسهم.

الفرع الثاني/ السندات (Bonds).

تعد السندات من مصادر التمويل المهمة للشركات وخصوصاً الكبيرة منها، وتعد كذلك من الأدوات المهمة للتحكم في عرض النقد خصوصاً في البلدان المتقدمة اقتصادياً وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة (Open market Operations) حيث تعد وسيلة مهمة في التأثير على حجم الائتمان لدى المصارف⁽⁹³⁾. قد تحتاج الشركات في بعض الأحيان إلى أموال إضافية نتيجة لتوسع نشاطها أو تطراً ظروف تجعل الشركة بحاجة إلى سيولة نقدية، ولتحقيق ذلك تلجأ الشركات إلى عدة طرق قانونية منها زيادة رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب فيها، لكن هذه الوسيلة قد لا تلقى ترحيباً لدى المساهمين كلما كان نشاط الشركة يدر أرباحاً جيدة، إذ يؤدي ذلك إلى تقاسمهم الأرباح مع المساهمين القدامى، مما يدفع الشركات إلى وسيلة أخرى هي الاقتراض من أحد البنوك، إلا أن هذه قد لا تفلح كلما كان المبلغ المطلوب كبير والأجل طويلة، لذلك لا يبق أمام الشركة إلا التوجه إلى الجمهور للاقتراض عن طريق طرح سندات القرض للاكتتاب العام فيها⁽⁹⁴⁾. وعلى صعيد التشريعات فقد عرف المشرع السوري السند العادي وفق المادة (9) من قانون البيئات رقم (359) لسنة (1947) على أنه "هو الذي يشتمل على توقيع من صدر عنه أو على خاتمه أو بصمة أصبعه وليست له صفة السند الرسمي".

أما بالنسبة للمشرع العراقي فيلاحظ بأنه لم يعرف السندات في قانون الشركات العراقي المعدل رقم (21) لسنة (1997) إلا أن القانون المؤقت لأسواق رأس المال العراقي أمر سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة رقم (74) لسنة (2004)⁽⁹⁵⁾ فقد تضمن تعريفاً في القسم (1) المادة (15)، بأنها "أسهم تجارية ذات قيمة مالية، من ضمنها أسهم الشركات المساهمة أو الأحوال المشتركة، الحكومية التي تصدرها الشركات، حقوق بيع السندات، شركات محدودة أو أية أشكال استثمارية أخرى". ويرى الباحث في هذا النص أنه غير مترابط وركيك الصياغة وهذا التعريف ينطبق على الأوراق المالية والسبب في ذلك أن القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية كتب باللغة الانكليزية وعندما ترجم إلى اللغة العربية كانت الترجمة غير صحيحة حيث ترجع مصطلح (Stock) يشمل كل من الأسهم و السندات. ويمكن تصنيف السندات إلى عدة أنواع يمكن استعراضها بشكل موجز مع بيان مدى تداولها في السوق الثانوي ومنها ما يأتي⁽⁹⁶⁾:

1- السندات الحكومية: وهي التي تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصاد أو نقدية أو لمواجهة العجز في الموازنة العامة، وتتباين أنواع هذه السندات من بلد إلى آخر، إلا أن أكثرها شيوعاً هي:

أ- أدونات الخزينة: وهي (سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين ثلاثة إلى ستة أشهر وتقوم بطرحها في السوق عن طريق البنك المركزي)⁽⁹⁷⁾.

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

ت- سندات الخزينة: عبارة عن سندات تصدرها الحكومة وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر إلى عام، وهذه السندات لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم معين عن القيمة الاسمية، يمكن اطفائها قبل تاريخ الاستحقاق⁽⁹⁸⁾.

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

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

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

أ- السندات العادية: وهي التي تصدر بقيمة اسمية محددة تدفع عند الاكتمال أو على شكل أقساط بحسب الاتفاق بين الشركة المصدرة لهذه السندات والمكاتب (المقرض) وتسترد بنفس القيمة خلال فترة القرض كما تستحق عنها فوائد ثابتة سنوياً يتم الإعلان عنها في نشرة الاكتمال⁽⁹⁹⁾.

ب- السندات ذات النصيب: وهي سندات تصدر بذات الطريقة التي تصدر بها السندات العادية ولكن تكون فائدتها أقل قليلاً في الغالب، حيث يجري تعيينها بطريقة القرعة في صورة سحب دوري تمنح بمقتضاها السندات الفائزة جوائز مالية ويخضع إصدار مثل هذه السندات لتنظيم قانوني خاص، أو لإذن حكومي⁽¹⁰⁰⁾.

ت- السندات بخصم: وتصدر بقيمة اسمية محددة ويمكن المقرض بدفع قيمة أقل وتقوم الجهة المصدرة برد القيمة الاسمية عند الاستحقاق ويسمى الفرق بين سعر الإصدار والسعر المدفوع عند الرد (علاوة الرد) وهي تمثل مجموع الفوائد المستحقة عن مدة القرض⁽¹⁰¹⁾.

ث- السندات القابلة للتحويل:

- وهي السندات التي تخول لصاحبها في تواريخ محددة آجلة حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقاً وذلك وفق شروط وقواعد محددة في العقد⁽¹⁰²⁾.

- سندات قابلة للتحويل إلى سندات دون انتظار لمدة معينة.

ج- السندات المضمونة: وهي السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة والتي تصدر كالسندات العادية وتكون مضمونة بضمان عيني (رهن) أو ضمان إحدى المؤسسات أو البنوك⁽¹⁰³⁾.

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

الخاتمة.

توصلنا من خلال البحث إلى مجموع من النتائج والمقترحات وهي كالآتي:

أولاً/ النتائج.

1- لاحظنا عدم وجود تعريف جامع شامل مانع على المستوى الفقهي والتشريعي لذنعتقد ان التعريف الافضل للسوق الثاني (الموازي) (هو ذلك النوع من الأسواق المالية الذي يتم فيه إجراء صفقات و عقود خارج السوق المنظم من خلال الشركات غير المقيدة في السوق النظامي أو الشركات التي لم يتوافر فيها شروط الإدراج، والذي يتميز بشروط ادراج ميسرة).

2- لا تقتصر أهمية السوق الموازي على نطاق معين، فتارة نجد ان السوق الموازي يمثل جانباً مهماً في انعاش التنمية الوطنية، وتارة أخرى يكون لهذا السوق دور كبير في إفساح المجال للشركات التجارية للعمل في الاوراق المالية، وتارة أخرى يكون للسوق الموازي أهمية في جعل المستثمرين يستثمرون أموالهم في السوق الموازي نظراً لسهولة التعامل الذي يتميز به هذا السوق.

3- يتمثل نطاق السوق الثاني بالموازي بالأسهم والسندات بأنواعها، ودليل ذلك ما ورد في النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية سنة 2008 في المادة (1) الفقرة (11) حيث تضمنت ذكر الاوراق المالية بكونها شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية بما في ذلك اسهم الشركات او صناديق الاستثمار المشتركة او السندات التي تصدرها المؤسسات او الحكومة او مشتقات الاوراق المالية القابلة للتداول او لمجموعة تلك الاوراق او للمؤشر الخاص بها . والفقرة (12) من المادة (1) ذاتها فقد حددت سندات الحكومة بالسندات المدعومة بكامل الثقة والاعتماد او المضمونة من الحكومة العراقية.

ثانياً/ التوصيات.

1- نقترح على المشرع العراقي تنظيم السوق الثاني (السوق الموازي) من خلال نصوص قانونية تصدر عن السلطة التشريعية، وليس من خلال تعليمات صادرة عن سوق الأوراق المالية، وذلك نظراً إلى أهمية هذا السوق في جانب تداول الأسهم والأوراق المالية وتنشيطاً لاقتصاد السوق.

2- نقترح أن يتضمن القانون المذكور تعريف السوق الثاني (الموازي) والذي نقترح بأن يكون النص بالشكل الآتي المادة (1) : (هو ذلك السوق الذي يتم فيه إجراء صفقات و عقود خارج السوق المنظم من خلال الشركات غير المقيدة في السوق النظامي أو الشركات التي لم يتوافر فيها شروط الإدراج، والذي يتميز بشروط ادراج ميسرة).

3- ندعو المشرع العراقي إلى إلغاء القانون المؤقت الخاص بسوق الأوراق المالية الصادر عن سلطة الائتلاف المؤقتة رقم (74) لسنة 2004 لعدم ملائمتها للتطورات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية في دول العالم المختلفة مع التطور الحاصل في الاقتصاد العراقي في الوضع الراهن.

الهوامش.

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

(2) ان مصطلح السوق الثاني الموازي هو مصطلح تشريعي على الرغم من اختلاف التشريعات محل المقارنة في التسميات التي اطلقتها على هذا السوق، حيث نلاحظ بأن المشرع السوري اعتمد تسمية السوق الموازي في قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم (22) لسنة 2005، اما المشرع السعودي فقد اعتمد تسمية السوق الموازي وذلك من خلال القواعد الخاصة بالادراج الصادرة عن شركة تداول السعودية والموافق عليها بموجب قرار هيئة السوق المالي السعودي بتاريخ 27-12-2017، اما المشرع السوداني فقد اعتمد تسمية السوق الثاني وذلك وفق ما تضمنه قانون سلطة تنظيم اسواق المال لسنة 2016، وذهب المشرع العراقي مع ما ذهب اليه المشرع السوداني في اعتماد تسمية السوق الثاني وذلك استناداً لما ورد في تعليمات رقم (15) الخاصة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية العراقي /السوق الثاني.

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

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

- (5) المادة (1) الفقرة (د) من تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية/السوق الثاني نصت على انه "د-السوق الثاني: هو ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج وتعليمات خاصة بها".
- (5) سمير عبدالله مصطفى، الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية العراقي، متاح على الموقع الالكتروني www.almerja.com، تاريخ الزيارة 13-11-2021.
- (6) أما من حيث المنظور الاقتصادي فالسوق أوسع من مجرد مكان، (السوق: شخصية معنوية لا تهدف الربح مستقلة إدارياً ومالياً من قبل مجلس المحافظين وله الحق في تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة وبضمنها العقارات) ينظر: سوق العراق للأوراق المالية، الموقع الالكتروني: <http://www.isx-iq-net> تاريخ الزيارة 12/9/2021م.
- (7) ينظر: د. أرشد فؤاد التميمي، د. عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص115.
- (8) ينظر: د.عمر وصفي عقيلي، د. قحطان بدر العبدلي، حمد راشد الغدير، مبادئ التسويق (مدخل متكامل)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1994، ص71.
- (9) ينظر: أياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، كلية الادارة والاقتصاد، 2009م، ص105.
- (10) ينظر: حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي، بدون سنة طبع، ص3.
- (11) ينظر: حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، بحث منشور ضمن سلسلة (جسر التنمية)، العدد 27، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس، 2004، ص5.
- (12) ينظر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص52.
- (13) ينظر: أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص7.
- (14) ينظر: مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2018، ص31.
- (15) ينظر: السوق الموازي، الصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، 2008، متاح على الموقع الالكتروني www.pcma.ps.com، تاريخ الزيارة 11-16-2021.
- (16) ينظر: جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص28.
- (17) ينظر: سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، ط1، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2018، ص125.
- (18) ينظر: دريد كامل آل شبيب، إدارة الاستثمارات: تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية، جامعة الزيتونة الأردنية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، بدون سنة طبع، ص152.
- (19) O.T.C هو اختصار لكلمة over the counter market. هو اختصار لكلمة متاجرة خارج سوق التبادل الاقتصادية، الموقع الالكتروني: <https://www.almaany.com> تاريخ الزيارة 12/9/2021م.
- (20) ينظر: د. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص103.
- (21) ومن أبرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة الموازية في الولايات المتحدة الأمريكية هو سوق نازداك (nasdak)، ويعد ثاني أكبر الأسواق المالية في أمريكا من حيث حجم التداول بالدولار، والذي أسس عام 1971م حيث يتم التعامل في الأوراق= المالية غير المسجلة ولاسيما السندات وأسهم الشركات الصغيرة. ومن أهم الانتقادات التي توجه إلى السوق الموازية فقدانه لآليات السيطرة على الأسعار مقارنة بالأسواق المنتظمة. نظرة تاريخية على مؤشر ناسداك، منشورة موقع مؤشر ناسداك الأمريكي، متاح على الموقع الالكتروني www.us.tech100.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.
- (22) ينظر: قانون سوق الأوراق المالية السوري، رقم (22) لعام 2005 م.
- (1) ينظر: هيئة السوق المالية السعودية، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، بموجب القرار رقم 4-11-2004 وتاريخ 20/8/1425هـ الموافق 4/10/2004م، ص12.
- (25) الموقع الرسمي لسوق الموازية السعودية (نمو)، متاح على الموقع الالكتروني: www.saudiexchange.sa.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.
- (3) أما بخصوص تعريف السوق الثاني فقد تطرق اليه المشرع السوداني في الفصل الأول من الأحكام التمهيدي لقانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 حيث ورد التفسير (3) في هذا القانون ما لم يقتضي السياق معنى آخر "السوق

- الثاني" يقصد به السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة، وتبادل ملكية الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، وتشمل السوق النظامية والسوق الموازية والسوق الثانوية.
- (23) ينظر: محمد أحمد سليمان محمد عبدالله، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على صحة أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، 2018م، ص115.
- (24) ينظر: تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية /السوق الثانوي منشورة في جريدة الوقائع العراقية، العدد(3652)، تاريخ1-13-1997م.
- (25) ينظر: حسن النجفي، سوق بغداد للأوراق المالية، مطبعة النجفي، بغداد، العراق، 1992، ص80.
- (26) (Market maker): هي شركات الوساطة أو البنوك أو المؤسسات التي تقوم بتوفير السيولة لعملائهم وتسهيل عمليات التداول من خلال تمثيل الطرف الآخر لتنفيذ عملية التداول في سوق الأسهم أو العملات أو العقود المستقبلية.
- (27) المتخصص (Specialists): وهو عضو في السوق يتخصص في التعامل بورقة مالية معينة، ولا يجوز له أن يتعامل في أسهم هي من مسؤولية شخص آخر، ويقوم المتخصص بوظيفتين رئيسيتين هما: تنفيذ أوامر البيع والشراء المحددة نيابة عن أعضاء آخرين في السوق لقاء الحصول على جزء من العمولة، فضلاً عن البيع والشراء لحسابه الخاص لتصحيح أي اختلال في توازن العرض والطلب على الورقة المالية. مهدي عطية موحى الجبوري، الأسواق المالية الأولية والثانوية، مقال منشور في كلية الإدارة والاقتصاد، 1/12 /2014 على الموقع الإلكتروني: <http://business.uobabylon.edu.iq>
- (28) ينظر: د. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، مصدر سابق ذكره، ص31.
- (29) ينظر: شهاب أحمد صيوان، مؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الثامن والأربعون، 2016، ص400.
- (30) بدأ السوق الموازي على سبيل المثال في بريطانيا وفرنسا وأمريكا ومنها سوق ناسداك.
- (31) ينظر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا نقدية ومالية، ط1، ج2، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003، ص59.
- (32) ينظر: وسام ملاك، مصدر سابق ذكره، ج2، ص59.
- (33) ينظر: قندوز هشام، العلاقة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي في المدى الطويل حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2015-2016، ص80.
- (34) ينظر: حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية- النشأة - المفهوم- الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، كربلاء، 2014ص20.
- (35) ينظر: هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، 2008م، ص2-3. الموقع الإلكتروني: <http://www.pcma.ps>
- (36) ينظر: هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، المصدر نفسه.
- (37) ينظر: هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، المصدر السابق.
- (38) ينظر: تعليمات رقم (15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية(السوق الثاني) وأيضاً تعليمات رقم(6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق النظامي).
- (39) ينظر: تعليمات رقم (10) الخاص بالافصاح عن النسب المؤثرة.
- (40) ينظر: حمدي أحمد، محاضرة بعنوان: واقع القطاع غير المنظم وأنشطة منظمة العمل العربية بشأن هذا القطاع، منظمة العمل العربية، 20-22 سبتمبر، 2004، ص8-9.
- (41) ينظر: د. مهدي عطية الجبوري، الاسواق المالية الاولية والثانية، كلية الادارة والاقتصاد، www.uobablon.edu.iq.com، تاريخ الزيارة 14-10-2021.جامعة بابل ،محاضرات منشورة على الموقع الإلكتروني
- (42) ينظر: ارشد فواد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، مصدر سابق ذكره، ص41.
- (43) التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، ص3.
- (44) تعليمات رقم(6) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية السوق النظامي، ص35.
- (45) الفصل الثاني التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية المادة الأولى، ص11.
- سجل الوسطاء: هو السجل الذي يحتفظ به السوق لحفظ كافة المعلومات المتعلقة بالوسطاء والعاملين في السوق. يتم التداول في السوق من خلال الوسطاء حصراً وتثبت عمليات التداول بموجب قيود في سجلات السوق تطابق في كل جلسة تداول وهذا ما نصت عليه المادة(2) الفقرة(أ) من تعليمات تداول الأوراق المالية.
- (46) الفصل الثاني/ تعليمات تداول الأوراق المالية، مصدر سابق، ص11.

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

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

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

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

(51) ينظر: د. أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، مصدر سابق ذكره، ص163.

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

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

(54) ينظر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا نقدية ومالية، مصدر سابق ذكره، ج1، ص143.

(55) ينظر: معلومات منشورة على الموقع الرسمي لجريدة اليوم السابع، متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.youm7.com/story> تاريخ الزيارة 2021/3/7م.

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

(57) قانون الاستثمار الأمريكي لعام 1940، ص24.

(58) ينظر: المادة (1) من قانون الاستثمار السوري رقم (18) لسنة 2021.

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

(60) ينظر: المادة (5) من قانون تشجيع الاستثمار القومي السوداني لسنة 2013.

(61) ينظر: المادة (1) الفقرة (6) من قانون الاستثمار العراقي رقم (13) لسنة 2006.

(62) ينظر: المادة (1) الفقرة (9) من قانون الاستثمار العراقي رقم (13) لسنة 2006.

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

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

(65) ينظر: محمد محمود أحمد عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014، ص28.

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

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

(68) الفقرة (ج) شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات للتداول في السوق الموازي السوداني.

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

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

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

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

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

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

- (75) ينظر: محمد عبد الحميد محمد عطيه، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، 2011م، ص35.
- (76) ينظر: عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والاجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014م، ص191.
- (77) ينظر: فوزي عطوه، الشركات التجارية في القوانين الوضعية والتشريعية والإسلامية، منشورات الحلبي، لبنان، 2005م، ص136.
- (78) دليل تداول سوق الأسهم الأمريكي واستثماره في 2021م، منشور على شبكة المعلومات الانترنت، ومتاح على الموقع الإلكتروني، <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/s> تاريخ الزيارة، 31 / 3 / 2021م.
- (79) ينظر: المادة (م29) أولاً من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 المعدل.
- (80) ينظر: عاطف وليم إدراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005م، ص21.
- (81) ينظر: جون وايت، ترجمة خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003م، ص72.
- (82) ينظر: إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010م.
- (83) ينظر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات - وثائق- الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000م، ص39.
- (84) ينظر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المصارف، الاسكندرية، مصر، 1997، ص108.
- (85) ينظر: د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ط1، دار كنوز أشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005م، ج1، ص117.
- (86) ينظر: د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، المصدر السابق، ص117.
- (87) ينظر: أبو عمر ديبان بن محمد الديبان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، مصدر سابق ذكره، ص159.
- (88) د. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مصدر سابق ذكره، ص119.
- (89) Kidwell David and others , financial institutions , markest and mony , 8th edition, USA, 2003, p62
- (90) ينظر: محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، ط3، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1983، ص337.
- (91) ينظر: جريدة الوقائع العراقية العدد (3983) الصادرة في حزيران 2004م.
- (92) ينظر: حيدر ال طعمة، الاسواق المالية (النشأة، المفهوم، الادوات)، مصدر سابق، ص25.
- (93) حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، بحث منشور في مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد التاسع، مارس، 2006، ص14.
- (94) ينظر: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، قسم إدارة الأعمال، 2007م، ص58.
- (95) د. طعمة الشمري، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي، مجلة الحقوق، جامعة الكويت، السنة السابعة، 1983، العدد الرابع، ص317.
- (96) محمد يوسف ياسين، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص46.
- (97) ينظر: بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص74.
- (98) محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص33.
- (99) ينظر: مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال، بورصات الأوراق المالية، مصدر سابق ذكره، ص28-29.

المصادر .

اولا/ الكتب .

- 1-د. أرشد فؤاد التميمي ، د عزمي سلام ،الاستثمار بالأوراق المالية ، ط1 دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان.
- 2-احمد سعيد عبداللطيف ، بورصة الاوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 1998.
- 3-جمال عبدالعزيز العثمان ، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة دراسة قانونية مقارنة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2010.
- 4-حسن النجفي، سوق بغداد للأوراق المالية، مطبعة النجفي ،بغداد،العراق،1992.
- 5-سمير عبدالحاميد رضوان ، اسواق الأوراق المالية، ط1، المعهد العالمي للفكر الاسلامي ، القاهرة ، مصر، 1996.
- 6-عمر وصفي عقيلي ، قحطان بدر العبدلي ، حمد راشد الغدير، مبادئ التسويق مدخل متكامل ، دار زهران للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 1994.
- 7-مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه ،بورصة الأوراق المالية ، المركز القومي للاصدارات القانونية ، القاهرة، مصر، 2018.

ثانيا / البحوث والرسائل والاطاريح.

- 1-: بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007
 - 2-شهاب احمد صيوان ، مؤشرات اداء سوق العراق للاوراق المالية ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد الثامن والاربعون ، 2016.
 - 3-حسان حضر ، تحليل الاسواق المالية ، بحث منشور ضمن سلسلة جسر التنمية ، العدد 27، السنة الثالثة ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، مارس ، 2004.
 - 4-حذة رايس ، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي ، بحث منشور في مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خضير، بسكرة ، العدد التاسع ، مارس، 2006.
 - 5-نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزية" ، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، قسم إدارة الأعمال، 2007م
- ثالثا / القوانين.
- 1- قانون سوق العراق للاوراق المالية رقم 74 لسنة 2004.
 - 2-قانون سوق الاوراق المالية السوري رقم 22 لسنة 2005.
 - 3-قانون هيئة سوق المال السوداني لسنة 2016.
 - 4-قانون هيئة سوق المال السعودي الصادر بموجب قرار سنة 2019.
 - 5-قانون الشركات العراقي رقم (22) لسنة 1997 المعدل.
 - 6-تعليمات رقم(15) شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية العراقي /السوق الثاني.
 - 7-تعليمات رقم(6)شروط ومتطلبات ادراج اسهم الشركات في سوق الاوراق المالية /السوق النظامي.