**ملخص:**

تطرقنا في هذا البحث للطرق التي حددها القانون لتداول الأسهم وبحثنا القيود التي توضع عليها سواء كانت هذه القيود قانونية أي صادرة بموجب تشريع أو اتفاقية يضعها مؤسسو الشركة. وسواءً كانت هذه القيود قد نص عليها قانون الشركات أم أتى ذكرها في قانون سوق الأوراق المالية.

وهدف الدراسة هو معرفة أثر القيود الواردة على الأسهم إذا كان القيد قانونياً أو كان القيد اتفاقياً على نشاط الشركة وتعاملاتها وأيضاً بيان سلبيات القيود القانونية والاتفاقية وايجابياتها والحلول المقترحة لهذه السلبيات.

وقد أظهر البحث أن القيود القانونية وجدت ليس لمصلحة الحفاظ على المستوى الاقتصادي للدولة وإنما أيضاً حفاظاً على الشركات ومنعها من التفكك ودعم نشاطها وكذلك لمصلحة المتعاملين مع هذه الشركات.

**Abstract:**

In this research, we touched on the methods defined by the law for trading shares, and we examined the restrictions that are placed on them, whether these restrictions are legal, i.e. issued under legislation or an agreement established by the founders of the company. Whether these restrictions are stipulated in the Companies Law or mentioned in the Securities Market Law.

The aim of the study is to find out the impact of the restrictions on shares if the restriction is legal or if the restriction is consensual on the company's activity and dealings, as well as to show the disadvantages of the legal restrictions and the agreement and its advantages and the proposed solutions to these negatives.

The research showed that the legal restrictions were found not in the interest of preserving the economic level of the state, but also in order to preserve companies, prevent them from disintegrating and support their activities, as well as in the interest of those dealing with these companies.

### **مقدمة**

إن أسواق رأس المال تعزز التنمية الاقتصادية وتعد صفة من صفات ازدهارها، حيث يكون تداول الأسهم في هذه الأسواق وتداول الأسهم بالشكل الصحيح يعتبر العصب الأساسي لازدهار هذه الأسواق وينحصر في مكان محدد، وفي فترة زمنية محددة، ويعتبر التعامل خارجها باطلا والأسهم تمثل حقوق شخصية للمساهم في الشركة وذات طبيعة منقولة، وترتبط بحق دائنيه تجاه الشركة وتثبت للمساهم حقوقاً معينة في الأرباح والمساهمة في إدارة الشركة وحقوقا لصيقة بالأسهم، وتتنوع الأسهم إلى أسهم نقدية وأسهم العينية وأسهم اسمية أسهم لحاملها، وأسهم عادية، وأسهم ممتازة ومفهوم تداول الأسهم يكمن في تنازل المساهم عن حقه في السهم.

بنقل ملكيته بطرق تجارية دون إتباع إجراءات حوالة الحق في القانون المدني، والتداول يعمل في أطار مبدأ حرية التداول والذي يكفل للمساهم الحق في التصرف بأسهمه بحرية دون وجود قيد أو شرط والاستثناء على ذلك يجب أن يفسر تفسيراً ضيقا لا يمس المبدأ ومبدأ الإفصاح والشفافية عن المعلومات في السواق الذي يمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح مع المحافظة على أسرار المتعاملين في السوق.

وتتنوع طرق تداول الأسهم فمنها القيد في السجل المركزي و المناولة و التظهير والمضاربة على الأسهم والتي تمثل تداول الأسهم بشكل سريع تعتبر مشروعة وجميع القانونين وضعت قواعد لتنظيم المضاربة والحيلولة دون التلاعب بالأسعار وأصول الشريعة الإسلامية تبيح المضاربة على الأسهم. ولا ننسى رهن الأسهم والذي يعتبر تصرفاً فيها.

وشروط تداول الأسهم في السوق المالية إما شروط موضوعية تنصب على التداول ذاته، أو شروط إجرائية: يجب توفرها ليقع التداول صحيحاً وينتج آثاره أو شروط تخص أشخاص التداول من وجوب تمتعهم بخبرة في تداول الأسهم خضوعهم لرقابة دقيقة تحددها الأنظمة القانونية. والقيود القانونية وضعت للحفاظ على مصلحة الشركة ومصلحة المساهمين وتكون واقعة على مبدأ حرية تداول الأسهم، بشرط أن لا يهدر المبدأ ولا ينتقص بما ينافي مقتضاه.

القيود الاتفاقية تكون من حق المؤسسين والشركاء ولا بد فيها من الاتفاق والنص عليها في الصك التأسيسي (النظام الأساسي) للشركة بشرط ألا تمنع كلياً من التنازل عن أسهمه، وتتنوع طرق تداول الأسهم فمنها القيد في السجل المركزي والمناولة والتظهير، والمضاربة على الأسهم والتي تمثل تداول الأسهم بشكل سريع تعتبر مشروعة وجميع القوانين وضعت قواعد لتنظيم المضاربة.

وبالتالي لابد أن يكون هناك تداول في سوق الأوراق المالية، حيث وضعت الشركات شروط اتفاقية وضع المشرع شروط قانونية لعملية التداول.

**أولاً: أهمية البحث:**

إن لتداول الأسهم وشدد على الشروط الخاصة حفاظا على حقوق المساهمين فأبرز الجوانب الهامة في الضوابط المتعلقة بكيفية التداول من الناحية الموضوعية ومن الناحية السوقية ومن الناحية وهذا الأهم القانونية ولعل هذا الجانب الهام من أهم ما تناوله البحث هو كيفية ماهية القيود الاتفاقية والقانونية للتداول.

**ثانياً: إشكالية البحث:**

إن المبدأ الذي يحكم الأسهم والسندات هو حرية تداولها في الطرق التجارية، إلا أن القيود الواردة على تداول الأسهم والسندات تعتبر استثناء على هذه القاعدة العامة، حيث أنه لا بد من وجود ضوابط اتفاقية وضوابط قانونية لكيفية تداول الأوراق، حيث تلزم المتداول باتباع هذه القواعد وعدم مخالفتها، لذلك، فإن موضوع هذه الدراسة يثير الإشكالية التالية:

**إلى أي مدى تؤثر القيود المفروضة على تداول الأسهم على مبدأ حرية تداول الأسهم؟**

**ثالثاً: خطة البحث:**

لقد اعتمدنا على التقسيم الثنائي في هذا البحث حيث قسمناه الى مطلبين، **المطلب الأول:** مبدأ حرية التداول، ثم قسمنا هذا المطلب الى فرعين، **الفرع الأول:** ماهية التداولن واما **الفرع الثاني:** القيود الاتفاقية لتداول الأسهم.

واما **المطلب الثاني:** القيود القانونية، ثم قسمنا هذا المطلب الى فرعين، **الفرع الأول:**  
القيود القانونية الواردة في قانون الشركات، واما **الفرع الثاني:** القيود الواردة في قانون سوق الأوراق المالية

### **المطلب الأول**

### **مبدأ حرية التداول**

إن ورود القيود القانونية أو القيود الاتفاقية القصد منه تنظيم عملية التداول فالمشرع ولاعتبارات معينة يقيد حرية المالك وخلال فترة زمنية مؤقتة فهذا كله لا ينفي اتصال هذا المبدأ بالنظام العام، وأكبر دليل على ذلك أن هذه القيود لا تستطيع تغيير هذا المبدأ بل تعتبر استثناءً على المبدأ ويجب أن يفسر بتفسير ضيق فلا تستطيع هذه القيود تحريم التداول مطلقاً، وإنما تقيد التداول بشكل مؤقت ولفترة زمنية محدودة، وتعتبر القيود باطلة بطلانا مطلقا لو حرمت المساهم من تداول الأسهم التي يمتلكها([[1]](#footnote-1)) .

وبالتالي لابد من تحديد طرق تداول الأسهم التي حددها القانون، وعن القيود الاتفاقية الواردة في تداول الأسهم.

**وعليه سوف نقوم بتقسيم هذ المطلب الى فرعين، الفرع الأول: طرق تداول الأسهم التي حددها القانون، واما الفرع الثاني: القيود الاتفاقية لتداول الأسهم.**

### **الفرع الأول**

### **طرق تداول الأسهم التي حددها القانون**

إن طرق التداول معينة لتداول الاسهم لنقل ملكيتها بالتنازل من شخص لاخر وتكون كل طريقة بحسب نوع الاسهم المتداولة وطرق التداول التي حددها القانون ثلاثة طرق هي القيد في السجل المركزي أو المناولة أو التظهير، وكل نوع من انواع الأسهم له طريقة للتداول من الطرق المحددة سالفة الذكر سواء كانت الأسهم اسمية أم الحاملها أم لأمر.

حيث يحتوي السهم الاسمي من الناحية الشكلية على البيانات التالية اسم صاحبه واسم الشركة المصدرة ومركزها الرئيسي ومدتها وتاريخ ورقم طريق القيد في السجل التجاري وقيمة رأس المال بنوعيه المرخص به والمصدر،([[2]](#footnote-2)) وعدد الأسهم الموزع عليها وأنواعها وخصائصها، ويجب كذلك أن يذكر نوع السهم وقيمته الاسمية وما دفع منها مع توقيع عضوين من أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة.

**أولا: تداول الأسهم الحامله في القانون:**

إن الأسهم لحامله عبارة عن صكوك تصدرها الشركة المصدرة له دعامة مادية ويصدر له رقم تسلسلي وتدون عليه جميع البيانات التي تدون على الأسهم الاسمية إلا اسم حامل السهم ومن هذه البيانات اسم الشركة المصدرة ومركزها الرئيسي، وباقي البيانات التي أسلفنا ذكرها عند الحديث، عن تداول الأسهم الاسمية وإضافة لهذه البيانات لا بد من توقيع عضوين من أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة.

والسهم لحامله يتم تداوله بمجرد تسليم السهم من يد البائع إلى يد المشتري دون اللجوء إلى نقل الملكية بطريقة محدده، وهذا يرجع إلى اندماج الحق الثابت في السهم بالصك، أو الدعامة المادية، فتصبح الحيازة المادية للسهم سند حق لصاحبه ويحق بموجب هذه الحيازة تداول السهم لحامله عن طريق التسليم المباشر إلى المشتري فالمهم لحامله يعتبر من قبيل المنقولات المادية التي تنطبق عليه قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية ([[3]](#footnote-3)).

ولا شك أن تداول الأسهم لحاملها بواسطة التسليم بعد من الأمور الخطيرة فإمكانية سرقتها كبيرة جدا وكذلك الادعاء بتملكها لمن حازها من دون إثبات وخصوصا في حالات الإرث.

**ثالثاً: تداول الأسهم في القانون:**

إن السهم للأمر هو عبارة عن صك يصدر الإذن شخص معين ومن النادر عملا أن يصدر، وتنتقل ملكية هذا النوع من الأسهم - تداولها - بطريق التظهير، وذلك بالكتابة على ظهر الصك بما يفيد نقل ملكيته، وهو بهذا يشبه في التعامل معه التعامل مع الأوراق التجارية مع عدم وجود الحاجة للرجوع للشركة المصدرة للأسهم([[4]](#footnote-4)).

وقد ذكرا الأسهم الاسمية ولحاملها، ولم يذكرا الأسهم الأذنية، وقد ذهب فقهاء القانون لتبرير هذا السكوت إلى قولين أحدهما أن الأسهم الاسمية ولحاملها حددها القانون فلا يجوز التعامل بغيرها والثاني أن السكوت لا يفيد عدم جواز التعامل بالأسهم للأمر لأن المنع لا يكون إلا بنص والقول الراجح هو أن السكوت لا يفيد المنع، نظرا لحاجة البيئات التجارية لمثل هذا النوع من الأسهم، والتي تحفز على الاستثمار وتساعد على إضفاء المرونة والسعة على القوانين وهي المطلوبة في أسواق رأس المال والتي عموما ما يجب أن تتمتع به هذه الأسواق.

وبالتالي لابد من تحديد القواعد الخاصة بتداول الأسهم قبل الوفاء بقيمتها بالكامل والتزامات كل من البائع والمشتري وحقوق هذه الأسهم في الأرباح والتصويت وسوف نتناول هذه الأحكام بالبحث على النحو الأتي:

1- إن تكون للأسهم التي لم يتم أداء قيمتها بالكامل كافة الحقوق المقررة للأسهم التي تم أداء قيمتها وذلك في حدود ما ينص عليه نظام الشركة فيما عدا الأرباح فيتم توزيعها وفق النسبة التي تم دفعها من القيمة الاسمية للأسهم.

2- إن الأسهم النقدية التي تم الوفاء بجزء من قيمتها تتمتع بكافة الحقوق والمزايا التي تتمتع بها الأسهم التي تم الوفاء بكامل قيمتها في حدود ما نص عليه نظام الشركة ذلك مثل حق حضور جمعيات العامة للمساهمين والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها وحق التصرف في الأسهم، أما الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي يتقرر توزيعها فيكون الحق فيها بالقدر الذي تم الوفاء به من كامل قيمة الأسهم من القيمة الاسمية، وهذا أمر منطقي وعادل([[5]](#footnote-5)).

ويلتزم المساهم بدفع قيمة الأسهم التي لم يتم الوفاء بكامل قيمتها في المواعيد المعينة من قبل مجلس إدارة الشركة، وفي حال عدم التزام المساهم.

**المسئولية التضامنية عن الأسهم المتأخرة في الوفاء**:

إن الأسهم التي لم يتم الوفاء بقيمتها يكون جميع مالكيها مسئولين بالتضامن وإن تم التنازل عن الأسهم إلى شخص آخر بعد الاكتتاب، وهذه المسئولية التضامنية تكون بالوفاء عن باقي قيمة الأسهم للشركة بالإضافة للفوائد والمصاريف ويكون من حق الشركة إقامة الدعوى ضدهم في هذا الشأن سواء استعملت حقها في التنفيذ على الأسهم أم لم تستعمله([[6]](#footnote-6)).

إذا أنذرت الشركة أصحاب الأسهم المتأخرة في الوفاء بدفع باقي قيمتها ولم يقوموا بالوفاء، فلا يكون للأسهم التي أعذر أصحابها أية حقوق في التصويت بعد مضى شهر من تاريخ الأعذار، حتى تمام السداد وتستنزل هذه الأسهم من نصاب التصويت.

وإذا ما تم الوفاء بالمبالغ المستحقة، تصرف الأرباح إلى صاحب الأسهم ويكون له الحق في أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال إذا كانت مواعيد الاكتتاب مازالت قائمة.

وبالتالي لقد حدد القانون شرطان مهمان حتى يعتبر تداول الأسهم بشكل صحيح، وبالتالي يترتب عليها آثار التداول بانتقال الملكية من شخص إلى شخص آخر وهذان الشرطان هما :

**الشرط الأول:** يجب ألا يكون الغرض من التداول هو مجرد التلاعب بالأسعار أو الإضرار بسوق الأوراق المالية أو المتعاملين فيه([[7]](#footnote-7)).

**الشرط الثاني:** يجب أن لا يكون هنالك تواطؤ بين شخصين أو أكثر على التداول وحيث إن هذين الشرطين يتعلقان بذات علمية التداول فمنها ما نص عليها صراحة ويترتب على عدم العمل بهذين الشريطين كل من بطلان التداول أو العقوبة على التداول أو كلا الأمرين معا([[8]](#footnote-8)).

وبالتالي لابد من بعض الشروط أو الإجراءات التي يجب استكمالها حتى يتم تداول الاسهم بشكل صحيح لآثاره وتترتب على هذه الإجراءات بعض الالتزامات المالية على عاتق المكتتبين أو المؤسسين أما ما يقع على عاتق الشركة المصدرة للأسهم التي سيتم تداول أسهمها في السوق المالية فهي إجراءات شكلية ليس فيها أي التزامات مالية تتكفل بها الشركة وهي لضمان الرقابة من قبل هيئة سوق المال عليها، وتطبيقا لمبدأ الإفصاح والشفافية لتتساوى الفرص بين المتداولين والمستثمرين في السوق المالية، والشروط الشكلية للتداول التي حددها القانون هي ثلاثة شروط .

تذكرها على النحو الآتي:

**1**-الوفاء بالجزء القانوني من قيمة الأسهم لتداولها

**2**- التداول داخل السوق المالية.

**3-** الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية.

وبالتالي من بعد ما تعرفنا على ماهية التداول وعلى أنواع التداول وعلى الشروط الموضوعية والشروط الشكلية، سوف نكمل بالقيود التي ينص عليها النظام الأساسي للشركة من أجل ظبط التداول.

### **الفرع الثاني**

### **القيود الاتفاقية لتداول الأسهم**

تعد القدرة على تغيير النظام الأساسي للشركة أحد واجبات الجمعية العامة غير العادية. عادة ، يتم تضمين حدود تداول الأسهم في هذه التغييرات ومع ذلك ، كرر النظام أن أيا من حقوق المساهمين في الجمعيات العمومية ، بخلاف الامتيازات العرفية الممنوحة في يوم الجمعة العام العادي، لا تتأثر بهذه المراجعات أو بصلاحيات الجمعية العامة غير العادية للمساهمين.

وإن القيود الواردة في الظام الأساسي للشركة على الشكل الآتي:

**القيد الأول: موافقة الشركة شرط لتصرف المساهم في الأسهم:**

إن شرط موافقة الشركة على تصرف المساهم في الأسهم عرف بعدة تعريفات منها: أنه عملية قانونية تخضع بمقتضاها عملية التصرف في السهم إلى قبول من الشركة.

ومن الجدير بالذكر أن شرط الموافقة قد يتسم بالطابع الشخصي لأنه يستلزم موافقة الشركة على شخص المتنازل إليه المقترح من قبل المساهم أو اختياره ويكون هذا هدفا أساسيا في الشركات المساهمة العائلية أو المغلقة، لضمان قدر من الاستقرار في الإدارة فمن الممكن أن تتعرض لتقلبات على أثر دخول العنصر الأجنبي فيها([[9]](#footnote-9)).

**1-ضوابط شرط الموافقة:**

يلزم لشرط الموافقة حتى يكون صحيحاً وتترب عليه آثاره توافر عدة شروط نستعرضها على النحو الأتي:

**أ-أن ينص نظام الشركة على شرط الموافقة**: ويرجع هذا الشرط إلى عموم اشتراط النظام الأساسي للشركة على الشركات على أن تكون القيود الاتفاقية منصوصاً عليها في نظام الشركة الأساسي، بحيث يوافق الشخص على قبول نظام الشركة الأساسي كما هو، ويخضعه لاختيار الشخص المتنازل إليه لنظام الشركة وهذا يشكل انتهاكا لمبدأ حرية تداول الأسهم، لذلك وجب النص على هذا الشرط في نظام الشركة الأساسي حتى يسري على جميع المساهمين في الشركة([[10]](#footnote-10)).

**ب- أن يتحقق هذا الشرط على الأسهم الاسمية:**

يجب أن تكون الأسهم التي تخضع لشرط الموافقة من مجلس الإدارة للتنازل عنها إلى شخص آخر من الأسهم الاسمية والعلة في ذلك إمكانية تحقيق هذا الشرط بشكل عملي بمراقبة تصرفات المساهمين حيث إنه لا يتم تداول الأسهم الاسمية إلا بالقيد في سجل الشركة، ومن ثم يكون للشركة مطلق الصلاحية في قبول شخص المتنازل إليه أو رفضه أو تقديم بديل، بخلاف الحال في الأسهم لحامله التي يتم تداولها بالمناولة أو الأسهم الاذنيه التي يتم تناولها بالتظهير فليس لشرط الموافقة أي تأثير بسبب استحالة متابعة حركة التداول لها([[11]](#footnote-11)).

**ج- وجود مصلحة للشركة في هذا الشرط:**

إن شرط موافقة الشركة على التنازل عن الأسهم من المساهم إلى شخص آخر يجب أن يحقق مصلحة للشركة حتى يكون صحيحا، فربما تتحقق المصلحة بعدم تسلل العنصر الأجنبي إلى الشركة والاحتفاظ بأسهم الشركة للمواطنين بسبب أن الشركة من شركات البترول، وربما تكون المصلحة في عدم دخول المنافسين للشركة ويكون من مصلحتهم تقويض الشركة لأنها تنافس مصالحهم الخاصة، أو ربما تتحقق المصلحة في عدم تملك المعارضين لنشاط الشركة مثل لو كانت الشركة تتولى إصدار صحف أو توزيعها وتكون الصحف خاضعة لاتجاه معين، أو ربما تتحقق المصلحة بعدم دخول الأشخاص الغير مرغوب بهم لأنها تعد شركة عائلية والتي لو أدخلوا أشخاص غيرهم يختل التوازن في الشركة ويؤدي إلى زعزعتها([[12]](#footnote-12)).

**د- تحديد جهة الاختصاص للموافقة أو الرفض على التنازل:**

إن النظام الأساسي للشركة ينص على الجهة المختصة بإصدار قرار الموافقة أو الرفض على التنازل عن الأسهم ويستوي الأمر أن تكون الجهة هي مجلس إدارة الشركة، وهذا الغالب في الشركات، أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، وقد تكون هذه الجهة هي الجمعية العامة العادية للشركة خاصة إذا كان عدد الشركاء قليلا.

**القيد الثاني: تحديد شخص المتنازل إليه :**

إن صورة القيد بعد أن يتقدم المساهم بطلبه إلى الشركة للتصرف في أسهمه عملاً بمبدأ شرط الموافقة، فعندها يكون أمام الشركة الخيار في تقرير أحد الفرضين التاليين:

**الخيار الأول:** أن تصدر الشركة موافقتها للمساهم بالتصرف في أسهمه أو تلزم الصمت إلى أن تتجاوز المدة المحددة بستين يوم من تاريخ تقديم الطلب، ويحق للمساهم ساعتها أن يتصرف في أسهمه لمن حدده لأن سكوت الشركة يعتبر موافقة ضمنية([[13]](#footnote-13)).

**الخيار الثاني:** أن تعترض الشركة على طلب المساهم في التنازل عن أسهمه وذلك خلال مدة الستين يوما، وفي هذه الحالة تتخذ الشركة أحد الإجرائين على تصرف المساهم على النحو الآتي:

إدخال متنازل آخر - سواء من المساهمين أو غيرهم - لشراء الأسهم لشراء الأسهم سواء لتخفيض رأس المال أو لأسباب أخرى منصوص عليها في القانون أو هذه اللائحة ، ويحسب السعر على الوجه الذي ينص عليه النظام([[14]](#footnote-14)).

وبالتالي إن مضمون هذا القيد يخرج قيد اختبار الشخص المتنازل عن مبدأ سلطان الإرادة وما يترتب عليه من حرية الشخص في تحديد من يتعاقد معه، ومع ذلك، فالأمر يحتاج إلى الموازنة بين عدة مصالح متعارضة وترجيح المصلحة الجديرة بالاعتبار، وبالتالي إن مصلحة الشركة في منع ضرر دخيل تقدم على مصلحة المساهم والمتنازل إليه وليس في ذلك افتئات على حق المساهم لأن الشركة سوف تقدم بديلا للشخص المتنازل إليه والذي لم تر به فضلاً عن علم المساهم حين دخل الشركة بنظامها الأساسي.

**القيد الثالث: شرط الاسترداد أو حق المساهمين والشركة بالأفضلية:**

إن نظام الشركة يتضمن قيداً يعطي المساهمين أو بعضاً منهم أو الشركة نفسها حق الأفضلية في استرداد الأسهم من المشتري عندما يرغب في بيع الأسهم ويحل محله ضمن شروط المدة المحددة والثمن العادل.

وإن الهدف المقصود من شرط الاسترداد هو تقديم أفضلية للمساهمين للحصول على الأسهم التي يجرى التنازل عنها لغير المساهمين وذلك بهدف حماية المساهمين القدامى من دخول مساهمين جدد وما يترتب على ذلك من الإخلال بالتوازن بين مجموعات الشركاء أو الإخلال بتركيز الإدارة في يد عدد معين من الشركاء ومن ثم فإن شرط الاسترداد يعتبر وسيلة لمباشرة نوع من الحماية الداخلية للمحافظة على التوازن القائم بين المساهمين بخلاف شرط الموافقة الذي يعتبر وسيلة لمباشرة نوع من الحماية الخارجية ضد الأشخاص غير المرغوب فيهم([[15]](#footnote-15)).

ومن الجدير بالذكر أنه بالجملة يجب أن يتم التقدير بسعر عادل مساو لقيمة الأسهم الحقيقية وقت التنازل، ومن ثم لا يجوز وضع ثمن مسبق في نظام الشركة لشراء الأسهم المستردة، لأن ذلك لا يخلو من الإضرار بالمساهمين وبخس لحقهم في الشركة، فضلاً عن أن ذلك يؤدي بطريق غير مباشر إلى جعل المساهم حبيسا لأسهمه، مما يتنافى مع تطبيق المبدأ العام.

وبالتالي إن القانون يضع عادة بعض القيود وبشكل إلزامي على بعض التصرفات القانونية، وبالتالي لابد من أن يكون لهذه القيود خصائص بنص عليها فب النظام الأساسي للشركة سيتم ذكرها على الشكل التالي:

**أولاً، قيود تقوم على الاعتبار الشخصي:**

خلافًا للقاعدة العامة التي تنطبق على الشركات المساهمة ، يجوز للشركة المساهمة تقديم قدر معين من الطبيعة الشخصية ، وتتفاعل هذه الطبيعة الشخصية مع الشركة المساهمة من خلال فرض القيود المنصوص عليها في عقد التأسيس من قبل المساهمين. تهدف هذه القيود إلى حماية مصالح مساهمي الشركات العائلية أو الشركات الصغيرة أو الكيانات الحكومية مثل شركات النفط ([[16]](#footnote-16)).

حيث تفرض قيود إما عدم تضمين أشخاص معينين، أو اقتصار المؤسسين على عدد معين من المؤسسين، وينطبق هذا القيد على الأشخاص الطبيعيين بالإضافة إلى الأشخاص الاعتباريين، مثل فرض قيود على بعض الشركات فيما يتعلق بشراء أسهم أو الدخول كشريك في شركة مساهمة أخرى.

يشتمل النظام الأساسي للشركة على اللوائح التي تحكم كيفية تنظيم المساهمين، بشرط ألا تذهب هذه القيود إلى حد حرمان المساهم من القدرة على التنازل عن أسهمه.

وبالتالي إن الشركة لها الحق في فرض أي قيود تراها مناسبة على حرية تداول أسهمها ، طالما أن تلك القيود لا تصل إلى حد حرمان المساهم من القدرة على التفرغ عن أسهمه في المقام الأول. أو جعل هذا التنازل مشروطًا بالإرادة الحرة للشركة ، لأن القيام بذلك من شأنه أن يقوض التمييز الأساسي بين شركات رأس المال. ([[17]](#footnote-17)).

**ثانياً: قيود تنظيمية محددة الأغراض:**

إن القيود الاتفاقية التي يشملها العقد التأسيسي للشركة المساهمة فيما يخص تنظيم الأشخاص المساهمين في الشركة المساهمة، تعتبر من القيود التنظيمية التي تنظم الشركة المساهمة من عدة أوجه منها تحديد الأشخاص الذين سوف يساهمون في تأسيس الشركة وتنظيم آلية استرداد الأسهم أو حق المساهمين والشركة بالأفضلية في شراء الأسهم.

**ثالثاً: قيود رضائية ملزمة للجانبين:**

ان جواز الاتفاق على تقييد تداول أسهم الشركة بنصها في نظام الشركة الأساسي وما جرى العمل في الشركات المساهمة على إدراج قيود على تداول أسهمها جعلها من أنها تتميز بأنها قيود رضائية أي تنعقد بمجرد أن يقبل المساهم في الشركة العقد التأسيسي للشركة، فيتم القبول والإيجاب وينعقد العقد من دون الإخلال بالرضا والمحل والسبب([[18]](#footnote-18)).

وهذه القيود ملزمة للجانبين، أي المساهم والشركة، ([[19]](#footnote-19))فلا يستطيع أن يفسحها بإرادته المنفردة حيث إنه لا يجوز تعديل النظام الأساسي للشركة بعد التأسيس الشركة ما لم يتضمن النظام الأساسي للشركة والذي وافق عليه المؤسسون بالنص على حق الجمعية العامة غير العادية في إدخال القيود الجديدة التي تراها مناسبة لخدمة مصلحة الشركة على تداول الأسهم عند الإدراج فمن هذا الجانب،([[20]](#footnote-20))، أما بالنسبة للمساهمين فمنعهم من تداول الأسهم إلا لأشخاص معينة سواء كانوا طبيعيين أو اعتباريين محددين بموجب نظام الشركة، وتحديد آلية استرداد الأسهم أو حق المساهمين والشركة بالأفضلية في شراء الأسهم يكون من هذا الوجه ملزم للمساهمين أيضا.

المطلب الثاني  
القيود القانونية

إن مبدأ حرية تداول أسهم الشركات المساهمة يعتبر من المبادئ التي تتصل بالنظام العام والحكمة وراء ذلك ضمان ما يستحدث من قوانين والتي من الممكن أن تمس بالمبدأ، وأن تفقده جوهره وهو ما تقوم عليه المساهمة في الشركات. وبناءً عليه، فإن مبدأ حرية تداول الأسهم بذاته يشكل حرية حقيقية للمساهمين في الانضمام أو الانسحاب من الشركة كلما رأوا مصلحتهم في ذلك([[21]](#footnote-21)).

من الأهمية بمكان أن نفهم أن تطبيق مفهوم حرية التداول غير المقيدة على الأعمال الإبداعية يهدر الاعتبارات العلمية المطلوبة لحماية مصالح الشركة أو المساهمين ككل، وذلك عن طريق بيع أسهمهم إلى الغير دون الموافقة على البقاء في العمل لفترة محددة من الوقت حتى يتضح وضعها المالي ([[22]](#footnote-22)).

وانطلاقاً من هذا كان من المنطقي أن يتدخل المشرع لوضع القيود على مبدأ حرية تداول الأسهم، بشرط ألا يهدر المبدأ بطريقة تؤدي إلى ما ينافي مقتضاه، ويعتبر أي قيد يحد من مبدأ حرية التداول استثناء عليه، ويجب تفسيره تفسيراً ضيقاً بما لا يمس أو ينتقص من قدره.

**وتأسيساً على ما تقدم، لابد من تقسيم هذا المطلب الى فرعين الفرع الأول: القيود القانونية الواردة في قانون الشركات، واما الفرع الثاني: القيود الواردة في قانون سوق الأوراق المالية.**

**الفرع الأول  
القيود القانونية الواردة في قانون الشركات**

تضع التشريعات عادةً قيوداً على حرية تداول الأسهم وتستهدف من هذه القيود حماية المساهمين والاقتصاد من التلاعب في سوق الأسهم أو المضاربات غير المشروعة التي يقوم بها بعض الأحيان المؤسسون أو مجموعة من المساهمين.

وهذه الزمرة من القيود القانونية الواردة على تداول الأسهم، إنما وضعت لصفة ذاتية في الأسهم نفسها وهي تتعلق بأسهم المؤسسين والأسهم العينية والأسهم النقدية وأسهم ضمان الإدارة ضمان عضوية مجلس الإدارة، وسوف نتناول هذه القيود في ضوء قانون الشركات العراقي رقم 21 لعام 1997 المعدل بموجب أمر سلطة الائتلاف المؤقتة رقم 64 لعام 2004.

**أولاً: القيد الوارد على تداول أسهم المؤسسين والأسهم التي تمثل حصصاً عينية:**

إن تعريف المؤسس يثير خلافاً عند فقهاء القانون إذ يرى البعض أن المؤسس لا بد أن يكون شريكاً لأنه وحده الذي تكون لديه نية تحمل المسؤولية الناشئة عن تأسيس الشركة بينما يرى البعض الآخر من فقهاء القانون أصفه المؤسس تلحق بأي شخص آخر من خلال واقع نشاطه السابق على تأسيس الشركة طالما كان قد استهدف من النشاط خلق المشروع.

حيث يعتبر مؤسساً كل من وقع عقد شركة المساهمة أو طلب الترخيص بتأسيسها أو قدم حصة عينية عند تأسيسها أو اشترك اشتراكاً فعلياً في تأسيس الشركة([[23]](#footnote-23)).

والجدير بالذكر، أنه لا يكون مؤسساً إلا الشركاء، وأن كل من شارك في عملية التأسيس من غير الشركاء، كمن يقوم لحساب المؤسسين ببعض أعمال الخبرة القانونية أو المحاسبية أو المصرفية، ولا يكون مؤسساً لأنه لا يعمل لحسابه الخاص بل لحساب الشركاء المؤسسين، كما يمكن أن يكون المؤسس شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً.

وتقضي المادة (64/أولاً) من قانون الشركات العراقي بعدم جواز تداول أسهم المؤسسين قبل مرور سنة على الأقل من تاريخ التأسيس، وتوزيع أرباح لا تقل عن 5% خمسة بالمائة من رأس المال الاسمي المدفوع([[24]](#footnote-24))، وهذه المدة تبدأ من تاريخ شهرها لدى مسجل الشركات وفي الصحف اليومية حيث إن الشركة لا تكتسب الشخصية المعنوية "الاعتبارية" إلا بعد الشهر.

كما أن الأسهم التي يكتتب بها مؤسسو الشركة من أجل زيادة رأس مال الشركة قبل نهاية فترة السنتين الماليتين السابقتي الذكر من تاريخ تأسيس الشركة مدرجة أيضًا في قائمة الأسهم التي لا يمكن تداولها بشرط أن تبدأ مدة السنة الواحدة من تاريخ تحديث نظام الشركة في السجل ونشره ، مما يدل على ارتفاع رأس مالها ، فإن القيد ينطبق على أسهم زيادة رأس المال التي يتم منحها مقابل الأسهم أو الأسهم التي تلقى عينا. ([[25]](#footnote-25)).

والحكمة من هذا القيد المؤقت هي إجبار مقدمي الحصص العينية والمؤسسين على البقاء في الشركة إلى أن تتضح حقيقة مركزها المالي لضمان جديتهم في المشروع أو الشركة، إذ قد يلجأ المؤسسون إلى تأسيس شركات وهمية أو المبالغة في تقدير الحصص العينية وحتى لا تكون من وسائل الإثراء غير المشروع، فحماية المكتتبين من الترويج المبالغ فيه بواسطة استخدام وسائل الدعاية الصاخبة مما يخشى معها السماح بحرية تداول المؤسسين لأسهمهم بعد تأسيس الشركة مباشرةً فيتمكن هؤلاء المؤسسون وأصحاب الحصص العينية من التنازل عن أسهمهم بأسعار مبالغ فيها لا تتناسب مع مركز الشركة المالي وبالتالي يغنمون من بيع الأسهم أرباحاً على حساب جمهور المكتتبين، إلا أن بعض الاستثناءات ترد على حظر تداول أسهم المؤسسين النقدية والأسهم التي تمثل حصصاً عينية وهذه الاستثناءات كالتالي:

**ثانياً: القيد الوارد على تداول أسهم الضمان:**

إن المقصود بأسهم الضمان هي تلك الأسهم التي يلتزم كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة في الشركة المساهمة من ممثلي رأس المال أن يكون مالكاً لها ضماناً لحسن إدارته خلال فترة توليه هذا المنصب([[26]](#footnote-26)).

والهدف الأساسي من تملك عضو مجلس الإدارة لهذه الأسهم هو ضمان ما قد يترتب على تصرفاته الضارة من مسؤولية سواء كان المضار من تصرفات المساهمين إذا تسبب في إضرار المركز المالي للشركة أو تشويه سمعتها، أم كان المضار من هذه الأفعال الغير من دائني الشركة، فيجوز لهؤلاء الرجوع بالتعويض عن طريق دعوى المسؤولية الشخصية على أعضاء مجلس الإدارة نتيجة تصرفاتهم الخاطئة ومن الجدير بالذكر أن مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة هي مسؤولية تضامنية بين جميع الأعضاء بما فيهم الأصوات الغائبة والمعارضة إذا لم يتم إثبات المعارضة في محضر الجلسة.

وقد كانت المادة (106/ أولاً/ 3) من قانون الشركات العراقي إذا كان أحد أعضاء مجلس الإدارة ممثلاً للقطاع الخاص، فيجب أن يمتلك كل منهم 2000 سهم على الأقل من أسهم الشركة إذا تجاوز عدد حصصهم هذا الحد ، فيجب عليهم تعويض الفرق في غضون 30 يومًا من الانضمام إلى مجلس الإدارة ؛ وإلا اعتبروا مستقيلين من المجلس بنهاية المدة المحددة، والحكمة من اشتراط ملكية عضو الإدارة لأسهم الضمان هي بالمشاركة الفعلية في الشركة واشتراكه في النتائج إما بالغنم، أو الغرم مما يدفعه إلى بذل مزيد من الجهد والتضحية لتحقيق أهداف الشركة فضلاً عن إحساسه انتساب نجاح الشركة لإدارته([[27]](#footnote-27)).

وإزاء سكوت التشريع العراقي عن تحديد نوع الأسهم المطلوبة للضمان فإن عموم لفظ الأسهم الوارد في النص يجيز إدخال الأسهم العينية والأسهم النقدية ضمن الأسهم المقدمة للضمان، وكذلك دخول الأسهم مدفوعة القيمة بالكامل أو غير مدفوعة القيمة بالكامل، إضافة إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع إذا كان نظام الشركة يجيز ذلك.

يؤخذ على المشرع العراقي عدم نصه وفي حال تصرف عضو مجلس الإدارة في أسهم الضمان بالمخالفة يكون تصرفه باطلاً، إضافةً إلى العقوبات المقررة على مخالفة أحكام القيود القانونية.

واما عن خصائص القيود القانونية إن القانون يضع عادة بعض القيود وبشكل إلزامي على العمل القانوني بحيث يرتب عقابا على مخالفته، ([[28]](#footnote-28)) ومن هنا نجد أن القيود القانونية تعرف بأنها القيود التي يفرضها القانون على حق الملكية وهذه القيود إما أن تتقرر لتصب في المصلحة العامة فعندئذ تكون قيودا قانونية أو تعقد بموجب الاتفاق لتصب في مصلحة خاصة فتكون قيوداً اتفاقية.

وسوف نورد الخصائص القانونية للقيود المؤقتة:

**أولا قيود مؤقتة:**

إن التصرفات الفردية كفلها وحماها القانون وخصوصا التصرفات القانونية للفرد على ما يملك سواء كان بالتصرف فيما يملك أو استعماله أو استغلاله واستثناءً من هذا الأصل العام فقد تفرض على بعض التصرفات قيوداً قانونية حفاظاً على المصلحة العامة التي لما لها من عظيم الأثر على السوق المالية وما يترتب عليها من التأثير على الاقتصاد في الدولة سواء بالسلب أو الإيجاب وإن القيود التي أوردها القانون على التصرفات القانونية لا تكون مطلقة بحيث إنها تفرض على التصرف بشكل مستمر فعندها تتحول من حال كونها قيوداً إلى حال كونها عقوبات أو تنفيذاً لالتزامات، ومن هنا تجدر الإشارة إلى أن القيود القانونية الواردة في قانون الشركات وقانون أسواق رأس المال هي قيود مؤقتة تزول بعد مضي الفترة الزمنية المحددة، أو ربما يزول القيد بزوال السبب الذي من أجله قيد التصرف أي تدور مع العلة وجودا وعدما([[29]](#footnote-29)).

**ثانيا من القواعد الأمرة:**

القواعد الآمرة هي القواعد التي لا يجوز للأفراد الاتفاق على مخالفة حكمها، وإذا حاول الأفراد مخالفة هذه القواعد وقع تصرفهم باطلا ولا يعتد به قانونا وربما أن تستوجب العقاب وقد قرر القانون أن مثل هذه الأمور تتعلق بالنظام العام في الجماعة، والمساس بها من قبل الأفراد بالتعديل يؤدي إلى المساس بالمصالح الأساسية والحيوية بالمجتمع([[30]](#footnote-30)).

ومن الخصائص التي تميز القيود القانونية الواردة على تداول الأسهم في أسواق رأس المال سواء التي نظمها قانون الشركات أم التي نظمها قانون السوق المالية وجميع اللوائح والقرارات تعتبر من القواعد الأمرة، ومن ثم فلا يجوز للمتداولين في أسواق رأس المال ولا مؤسسي الشركات ولا أعضاء مجلس الإدارة الاتفاق على مخالفة القيود القانونية على التداول.

وإذا تم مخالفة هذه القيود فإنه يترتب على المخالفة أمران أولهما: المسئولية المدنية أي بطلان التصرف وعدم اعتباره قانونا، وثانيهما: المسئولية الجنائية بأن يترتب على المخالف فرض العقوبة المالية المحددة في القانون إذا قام بتصرف يخالف القيد القانوني الوارد على التداول.

**ثالثا: من الأعمال المشرعة الشرطية:**

إن القيود القانونية من الأعمال المشرعة وهي التي تقرر بقاعدة قانونية وبنصها عليها ومن شأنها التأثير على المراكز القانونية العامة الموضوعية بإنشائها أو بتعديلها أو بإنهائها، وهذه الأعمال تتميز بعمومتيها لأن القواعد القانونية التي تنشئها من شأنها أن تحكم مجموعات من الحالات الموجودة أو تلك التي ستنشأ في المستقبل، كما أنها تتميز بدورها حيث يبقى تطبيقها قائما طالما أنها لم تلغ أو تعدل بعمل مشروع آخر([[31]](#footnote-31)).

ومن الجدير بالملاحظة أن المراكز العامة الموضوعية التي تنشئها الأعمال المشرعة تعتبر مراكز نظرية مجردة لا تطبق من تلقاء نفسها وبحكم وجودها على فئات الأشخاص الذين وضعت من أجلهم، وحتى تطبق الأحكام المشرعة يشترط أن يصدر عمل من جانبهم، وهذا ما يعرف بالعمل الشرطي أي أن صدور هذا العمل بعد شرطا لاكتسابهم المركز العام الموضوعي، فالعمل الشرطي لا ينشئ مركزا ذاتيا خاصا وإنما يقتصر على أن يسند إلى شخص معين أو أشخاص معينين مركزا عاما موضوعيا.

**الفرع الثاني  
القيود الواردة في قانون سوق الأوراق المالية**

استحدث في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي قيود قانونية على قدر كبير من الأهمية، وهذه القيود ترجع إلى ملكية المساهم في الشركة، وتختلف في طبيعتها عن القيود القانونية التي مرت معنا والتي أقرها قانون الشركات ومن الجدير بالذكر أن هذه القيود رافد من روافد تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية.

إن تداول الأسهم هو على جانب كبير من الأهمية حيث إنها تتعلق بعقد عمليات يترتب عليها تجاوز ملكية شخص، أو أشخاص لهم علاقة مسبقة معه نسب معينة وهذه الملكية التي تسمى حصص سيطرة" لها انعكاساتها على تداول أسهم الشركة([[32]](#footnote-32)).

وكي لا تكون هذه الانعكاسات سلبية وتلقي بظلالها على سوق رأس المال وتطبيقا لمبدأ الإفصاح والشفافية للسوق الذي يتطلب إتاحة الفرصة لجميع المستثمرين الوقوف على المعلومات الخاصة بالشركة سواء كانوا مساهمين فيها أم من خارجها، وإتاحة فرص متساوية في الاستثمار وتحقيق أفضل مناخ ممكن لتداول الأوراق المالية دون معوقات ناجمة عن نقص المعلومات.

وهذه المساواة بين المساهمين تتخذ عدة صور ومن هذه الصور المساواة في العروض العامة لشراء الأسهم، بحيث يضمن هذا التنظيم المساواة بين المساهمين في المعلومات المتاحة عن العرض وكذلك المساواة في المعاملة الخاصة بشروط العرض وبصفة خاصة الثمن المطروح الذي يجب أن يكون واحداً للجميع([[33]](#footnote-33)).

ولقد حرص المشرع العراقي على تحقيق المساواة بين جميع المساهمين فقد حدد للراغب في شراء أسهم بحصص كبيرة من الممكن أن يترتب عليها السيطرة على الشركة المستهدفة إتباع إجراءات قانونية محددة، والإفصاح عن رغبته من خلال عملية الشراء المزمع عقدها وما هذا إلا لتثبيت مبدأ الإفصاح والشفافية ومنع عروض الشراء الوهمية التي يتواطأ أصحابها على رفع قيمة الأسهم

وإن القيود القانونية في أسواق رأس المال لها طابعها الخاص، فهي عبارة عن إتباع إجراءات محددة عند القيام بشراء حصص كبيرة من الأسهم وسوف نتناول النطاق الموضوعي والشكلي لهذه

وبالتالي لتنظيم أسواق رأس المال نجد أنه يجب أن تعالج ثلاث حالات للاستحواذ وهذه الحالات على النحو الآتي:

1. القيود الواردة على شراء حصص كبيرة من الأسهم من خلال العرض العام للشراء.
2. القيود الواردة على شراء حصص كبيرة من الأسهم من خلال عمليات السوق المفتوح.
3. القيود الواردة على شراء حصص كبيرة من الأسهم من خلال الاكتتاب العام.
4. القيود الواردة على شراء حصص كبيرة من الأسهم من خلال العرض العام للشراء.

وبالتالي تتنوع العروض العامة لشراء الأسهم، وإن كان من الممكن أن ينظر إلى التنوع من زاويتين:

**الزاوية الأولى: المقابل الذي يدفع نظير تملك الأسهم:**

1**- العروض العامة للشراء النقدية:**

إن عرض العام للشراء العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقديا أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضا مختلطا وسواء كان العرض إجباريا أو اختياريا أن عمليات عرض الشراء العام للأسهم تختلف عن عمليات شراء الأسهم من جهة إن عمليات الشراء([[34]](#footnote-34)).

وبالتالي قد تتم باتفاق يبرم بين الطرفين البائع والمشتري عن طريق شراء أسهم شركة معينة من خلال عمليات تداولها في السوق المالية وهذا ما يطلق عليه عمليا تجميع الأسهم أو جمع الأسهم وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة.

أما عروض الشراء فهي تتم بصورة علنية ولا تبرم بإجراء تفاوض مباشر بين البائع والمشتري حيث إن الراغب في الشراء لا يعرف البائع مقدما، وإنما يلتزم بتقديم عرض عام للشراء يتوجه به الى كل مساهمي الشركة وليس الى فئة معينة من بينهم([[35]](#footnote-35)).

وقد وضعت منظمة SEC في الولايات المتحدة الأمريكية معايير ترشد إلى أن العملية المزمع القيام بها تشكل عرضا عاما للشراء، وهي كما يلي:

وضع مساهمي الشركة المستهدفة تحت طلب ملح ومستمر للموافقة على البيع أنه غاليا ما يشمل هذا الطلب شراء كمية كبيرة من أسهم شركة مستهدفة، أنه غالبا ما يتضمن الطلب شراء الأسهم بسعر مرتفع عن سعر نفس الأسهم في السوق، أنه غالبا ما تكون شروط العرض محددة بصورة جازمة جامدة فلا تقبل التفاوض إلا في أضيق الحدود.

وبالتالي إن عروض الشراء النقدية هي العروض التي يقوم فيها مقدم العرض بإبداء رغبته علنا للمساهمين في الشركة المستهدفة بالالتزام غير القابل للرجوع فيه، كقاعدة عامة بالاستحواذ على ما يوافقون على بيعه مما يملكونه من أسهم في إطار العرض([[36]](#footnote-36)).

في وهذه الصورة هي الأكثر حدوثاً الحياة العملية، حيث إن البائع يفضل الحصول على المقابل النقدي في معظم الأحوال، حتى تكون لديه حرية إعادة استثمار مبلغ الوفاء في شراء أوراق مالية جديدة، أو غير ذلك من الاستثمارات. ويجوز أن يطرح العرض العام للشراء جميع أنواع الأوراق المالية، فإذا كان الغرض هو السيطرة على الشركة المستهدفة، فإن العارض سوف يسعى للحصول على أسهم عادية ذات قوة تصويتيه تمكنه من السيطرة وتوجيه الشركة المستهدفة.

وبالتالي إن قواعد الاندماج والاستحواذ طريقة السداد حيث نص على أنه في حال شراء أسهم من أي فئة في الشركة المعروض عليها نقداً من قبل العارض أو أي شخص بالاتفاق معه خلال فترة العرض، أو خلال الاثنا عشر شهرا السابقة لفترة العرض يجب أن يكون العرض المقدم لتلك الأسهم نقداً، أو مصحوباً ببديل نقد، وايضاً يجب أن يكون عرض الشراء الذي يقدم وفقا لأحكام هذا الفصل نقديا([[37]](#footnote-37)).

**2 - العروض العامة التبادلية:**

إن عروض الشراء العامة بالمبادلة هي التي يتخذ فيها مقابل الاستحواذ صورة أسهم تتم مبادلتها بأسهم الشركة المستهدفة بالعرض حيث يعرض صاحب العرض مبادلة أسهم في الشركة ذاتها، أو أسهماً يملكها في شركات أخرى، تابعة أو شقيقة، أو أسهماً للرقابة التلقائية في الشركة الأم المسيطرة على الشركة صاحبة العرض، ويتم تحديد سعر التبادل بين السهمين الداخلين في عملية المبادلة بواسطة الخبراء الماليين وغيرهم وقد تكون نسبة التبادل سهماً مقابل سهماً أو سهمين أو أكثر في الشركة المستهدفة وفقاً للقيمة الحقيقية أو التجارية لكل سهم.

**الخاتمة**

تعتبر سوق الأوراق المالية العصب الأساسي لعلمية جمع رأس المال بالنسبة للمستثمرين ومتنفس المدخرين والطريقة المثلى لنمو مدخراتهم فالتطور الاقتصادي الحديث مرتبط بوجود سوق رأس المال مال مزدهرة، حيث إن عملية التداول الأوراق المالية تنحصر في مكان محدد فترة زمنية محددة، ويبطل التعامل خارج أسواق رأس المال على عكس التعاملات التجارية الأخرى التي تتم في أماكن غير محددة وفي أي وقت من ليل أونهار، وبالتالي إن عملية التداول منظمة بقيود قانونية واتفاقية تحدد عملية التداول في السوق وبالتالي توصلنا الى عدة نتائج وتوصيات.

**أولاً: النتائج:**

1-تتنوع الأسهم وتختلف على حسب الزاوية التي ينظر إليها فإما من جهة الحصة التي يدفعها الشريك فتنقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية، وإما من زاوية الشكل فتنقسم الأسهم إلى أسهم أسمية وأسهم لحاملها، وأسهم للأمر وإما من زاوية حقوق أصحاب الأسهم فتنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، وأخيراً من زاوية الاستهلاك وعدمه فهي تكون أسهم رأس المال، وأسهم تمتع.

2- التداول في أسواق رأس المال يتطلب توفر مجموعة من الشروط، وهي إما شروط موضوعية، وتنصب على التداول بذاته، أو شروط إجرائية، ولا بد أن تتوفر ليقع التداول صحيحا وينتج آثاره فيجب أن يكون أشخاص التداول لهم الخبرة والدراية في تداول الأوراق المالية لأن سوق الأوراق المالية سوق من نوع خاص يتمتع بطرق معقدة لتداول الأسهم.

3-إن لتداول الأوراق المالية ضوابط قانونية واتفاقية تحدد كيفية ممارسة هذا التداول في سوق الأوراق المالية.

**ثانياً: التوصيات:**

1. يجب إحياء وتنشيط سوق الأوراق المالية العراقي من خلال زيادة إصدار الأسهم العادية والمفضلة ودعم إنشاء صناديق الاستثمار التي تتيح لصغار المستثمرين إنشاء محافظ استثمارية تلبي كافة معايير التنويع تسمح هذه الأموال أيضًا بالمشاركة من الحكومة والشركات الكبيرة.
2. دخول الدولة الى سوق الاوراق المالية لتشجيع المستثمرين على ولوج الاسواق والتعامل بها ولو بصيغة المشاركة معهم والانسحاب بشكل تدريجي لاحقاً عندما ترى المستثمرين أصبحوا ذا كفاءة وقدرة جيدة.
3. زيادة الوعي الشعبي بمدى اهمية هذه السوق وكيفية عملها وتبسيط الاجراءات امام الراغبين بالعمل فيها، من خلال الاعلام والاعلان وغيرها، كون زيادة الوعي يعمل على جذب الاكتناز وزيادة الادخار والاستثمار وانتعاش الاقتصاد عن طريق الاسواق المالية.

### **قائمة مصادر ومراجع**

**أولاً: الكتب القانونية:**

إبراهيم جاسم فاروق، الأطر القانونية الأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي، لبنان ،2016.

أحمد محمد اللوزي، الحماية الجنائية لتداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010

أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.

أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.

أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة، صناديق الاستثمار، أسواق رأس المال الخطوات العلمية والثغرات القانونية، الطبعة الأولى، دار إثراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2008.

أنطوان ناشف وخليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.

1. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطبع، الجزائر، 2018.
2. حسين توفيق فيض الله، مستجدات قانون الشركات العراقي، التفسير للنشر والإعلان، أربيل، العراق، 2006.
3. خليل الهندي، وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الطبعة الاولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، 2000.

رسمية أحمد أبو موسى، الاستثمار في الاوراق المالية، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز، عمّان- الأردن، 2013.

روان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

رياض منصور الخليفي، محل عقد تداول الأسهم، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2014.

زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

سليمان بن محمد آل سليمان احكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول دار كنوز اشبيليا لنشر والتوزيع، الرياض، 2005.

شعبان احمد محمود والمستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح احكام قانون سوق رأس المال، الطبعة الأولى، الجزء الأول دار ابو المجد للطباعة القاهرة، مصر، 2004.

صلاح الدين حسن، الرقابة على أعمال البنوك ومنظمات الاعمال تقييم اداء البنوك والمخاطر المصرفية الالكترونية، الطبعة الأولى، دار الكتب الحديث، القاهرة، 2010.

عبد الباسط كريم، مولود تداول الاوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009.

عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات – وثائق الاستثمار)، الطبعة الاولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

1. عبد القادر أحمد محمد صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.

عبد الله الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت- لبنان، 2015.

علي ضاري خليل، التنظيم القانوني للشركة القابضة، دراسة مقارنة اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية القانون، جامعة بغداد سنة (2006).

محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.

محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007.

مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية 2008.

هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحاب الغير، دراسة قانونية مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004.

1. هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية ،2005.

يوسف، مصطفى منقذ، رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة، الطبعة الاولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت- لبنان، 2016.

**ثانياً: مجلات ودوريات:**

حسان خضر، تحليل الأسواق المالية مجلة قضايا التنمية في الأقطار العربية المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004.

فتحية محمد قدراري، الحماية الجنائية لشفافية أسواق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة الحقوق الصادرة عن جامعة الإسكندرية، مصر، العدد الثاني، 2006.

محمد بن ناصر البجاد، النطاق القانوني لمبدأ حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية، بحث منشور في مجلة الحقوق الصادرة عن كلية الحقوق في جامعة الإسكندرية، العدد الأول، كانون الثاني، 2007.

**ثالثاً: القوانين:**

1. قانون الشركات العراقي رقم 21لعام 1997 المعدل بموجب آمر سلطة الائتلاف المؤقتة رقم 64 لعام 2004
2. قانون سوق الأوراق المالية المؤقت العراقية رقم 74 لعام 2004.

# **List of sources and references**

1- Ibrahim Jassem Farouk, Legal Frameworks, Stock Markets, First Edition, Al-Halabi Publications, Lebanon, 2016.

2- Ahmad Muhammad Al-Lawzi, Criminal Protection for Securities Trading, First Edition, Dar Al-Thaqafa for Publishing and Distribution, Amman, Jordan, 2010

3- Ahmed Mohamed Lotfi Ahmed, Stock Exchange Transactions between Man-made Systems and Sharia Rulings, first edition, Dar Al-Fikr Al-Jami’, Alexandria, Egypt, 2008.

4- Arshad Fouad Al-Tamimi, Osama Azmi Salam, Investment in Securities, Analysis and Management, first edition, Dar Al-Masira for Publishing, Distribution and Printing, Amman, Jordan, 2004.

5- Ashraf Mustafa Tawfiq, How to learn to invest money in the stock exchange, investment funds, capital markets, scientific steps and legal gaps, first edition, Dar Ithrak for printing, publishing and distribution, Egypt, 2008.

6- Antoine Nashif and Khalil Hindi, Banking Operations and the Financial Market, Part Two, Modern Book Foundation, Lebanon, 2000.

7- Jabbar Mahfouz, Securities traded in stock exchanges and stock exchanges, first edition, Dar Houma for printing, Algeria, 2018.

8- Hussein Tawfiq Faizullah, Developments in the Iraqi Companies Law, Interpretation for Publication and Advertising, Erbil, Iraq, 2006.

9- Khalil Al-Hindi, and Antoine Al-Nashif, Banking Operations and the Financial Market, first edition, Modern Book Institution, Beirut, 2000.

10- Official Ahmed Abu Musa, Investment in Securities, Monetary Financial Markets, first edition, Dar Al-Moataz, Amman- Jordan, 2013.

11- Rawan Atoun, Monetary and Financial Markets, Stock Exchanges and Their Problems in the World of Monetary and Money, First Edition, University Press Office, Algeria, 2003.

12- Riyad Mansour Al-Khulaifi, The subject of the stock trading contract, first edition, Dar Al-Thaqafa for Publishing and Distribution, Amman - Jordan, 2014.

13- Ziad Ramadan, Principles of Financial and Real Investment, Fourth Edition, Dar Wael for Publishing and Distribution, Amman, Jordan, 2007.

14- Suleiman bin Muhammad Al Suleiman, Rules of Dealing in Contemporary Financial Markets, Part One, Dar Treasures of Ishbilia for Publishing and Distribution, Riyadh, 2005.

15- Shaaban Ahmed Mahmoud and Counselor Ragab Abdel Hakim Selim, Explanation of the Provisions of the Capital Market Law, First Edition, Part One, Dar Abou El Magd for Printing, Cairo, Egypt, 2004.

16- Salah El-Din Hassan, Monitoring the Business of Banks and Business Organizations, Evaluating the Performance of Banks and Electronic Banking Risks, First Edition, Dar Al-Kutub Al-Hadith, Cairo, 2010.

17- Abdel Basset Karim, Born in Securities Trading - A Comparative Legal Study, first edition, Al-Halabi Human Rights Publications, Beirut, Lebanon, 2009.

18- Abdul Ghaffar Hanafi, Investing in Securities (Stocks - Bonds - Investment Documents), first edition, University House, Alexandria, 2007.

19- Abdel Qader Ahmed Mohamed Sabbagh, Listing Securities in the Stock Exchange, first edition, Dar Al-Nahda Al-Arabia, Cairo, 2016.

20- Abdullah Al-Taie, The Broker’s Civil Responsibility towards the Investor in the Stock Market, A Comparative Study, First Edition, Zain Legal Publications, Beirut - Lebanon, 2015.

21- Ali Dhari Khalil, The Legal Organization of the Holding Company, a comparative study, a doctoral thesis submitted to the Council of the College of Law, University of Baghdad in the year (2006).

22- Muhammad Salih Al-Hinnawi and others, investment in securities and risk management, first edition, University House, Alexandria, Egypt, 2007.

23- Muhammad Farouk Abdel-Rasoul, Criminal Protection of the Stock Exchange, A Comparative Study, New University House, Alexandria, Egypt, 2007.

24- Marwan Atwan, Monetary and Financial Markets - Stock Exchanges and their Problems in the World of Money and Money, Tools and Mechanism of Stock Exchange Activity in the Modern Economy, Part One, Fourth Edition, University Press 2008.

25- Hisham Fadly, Managing Securities Portfolios for the Love of Others, A Comparative Legal Study, New University House, Alexandria, 2004.

26- Hisham Fadly, Securities Trading and Account Entry, First Edition, New University Publishing House, Alexandria, 2005.

27- Youssef, Mustafa Munqith, The Securities Commission’s supervision of joint stock companies, first edition, Zain Human Rights Publications, Beirut - Lebanon, 2016.

Second: Magazines and periodicals:

28- Hassan Khadr, Analysis of Financial Markets, Journal of Development Issues in Arab Countries, Arab Planning Institute, Kuwait, Issue 27, March 2004.

29- Fathia Muhammad Qadari, Criminal Protection for the Transparency of Stock Markets, research published in the Journal of Law issued by Alexandria University, Egypt, No. 2, 2006.

30- Muhammad bin Nasser Al-Bajad, the legal scope of the principle of prohibiting the disclosure of internal information related to securities traded in the Saudi financial market, a research published in the Journal of Law issued by the Faculty of Law at Alexandria University, the first issue, January 2007.

Third: Laws:

1- Iraqi Companies Law No. 21 of 1997 amended by CPA Order No. 64 of 2004

2- Iraqi Temporary Stock Market Law No. 74 of 2004.

1. () **سليمان بن محمد آل سليمان احكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول دار كنوز اشبيليا لنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 88.**  [↑](#footnote-ref-1)
2. () **شعبان احمد محمود والمستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح احكام قانون سوق رأس المال، الطبعة الأولى، الجزء الأول دار ابو المجد للطباعة القاهرة، مصر، 2004، ص 65.** [↑](#footnote-ref-2)
3. () **أنطوان ناشف وخليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 101.** [↑](#footnote-ref-3)
4. () **شعبان احمد محمود والمستشار رجب عبد الحكيم سليم شرح احكام قانون سوق رأس المال،، مرجع سابق، ص 143.** [↑](#footnote-ref-4)
5. () **حسان خضر، تحليل الأسواق المالية مجلة قضايا التنمية في الأقطار العربية المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس، 2004، ص 55.** [↑](#footnote-ref-5)
6. () **محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 154.** [↑](#footnote-ref-6)
7. () **عبد الله الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت- لبنان، 2015، ص 145.** [↑](#footnote-ref-7)
8. () **خليل الهندي، وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الطبعة الاولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، 2000، ص 152.** [↑](#footnote-ref-8)
9. () **روان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 109.** [↑](#footnote-ref-9)
10. () **مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية 2008، ص 105.** [↑](#footnote-ref-10)
11. () **عبد الباسط كريم ،مولود تداول الاوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، 2009، ص 178.** [↑](#footnote-ref-11)
12. ()**عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية ( أسهم - سندات – وثائق الاستثمار )، الطبعة الاولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 127.** [↑](#footnote-ref-12)
13. () **وحسين توفيق فيض الله، مستجدات قانون الشركات العراقي، التفسير للنشر والإعلان، أربيل، العراق، 2006، ص33.** [↑](#footnote-ref-13)
14. () **هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية ،2005، ص 143.**  [↑](#footnote-ref-14)
15. () **علي ضاري خليل، التنظيم القانوني للشركة القابضة، دراسة مقارنة اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية القانون، جامعة بغداد سنة (2006)، ص 93.** [↑](#footnote-ref-15)
16. () **إبراهيم جاسم فاروق، الأطر القانونية الأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي، لبنان ،2016، ص 103.** [↑](#footnote-ref-16)
17. () **أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 110.** [↑](#footnote-ref-17)
18. () **أشرف مصطفى توفيق ، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة، صناديق الاستثمار، أسواق رأس المال الخطوات العلمية والثغرات القانونية، الطبعة الأولى، دار إتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 143.** [↑](#footnote-ref-18)
19. () **زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 125.** [↑](#footnote-ref-19)
20. ()  **أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص 166.** [↑](#footnote-ref-20)
21. () **صلاح الدين حسن، الرقابة على أعمال البنوك ومنظمات الاعمال تقييم اداء البنوك والمخاطر المصرفية الالكترونية، الطبعة الأولى، دار الكتب الحديث، القاهرة، 2010، ص 172.** [↑](#footnote-ref-21)
22. () **أنطوان ناشف وخليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق، ص 101.** [↑](#footnote-ref-22)
23. () **عبد القادر أحمد محمد صباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص 107.** [↑](#footnote-ref-23)
24. ()**يوسف، مصطفى منقذ، رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة، الطبعة الاولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت- لبنان، 2016، ص 123.** [↑](#footnote-ref-24)
25. () **جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطبع، الجزائر، 2018، ص 160.** [↑](#footnote-ref-25)
26. () **خليل الهندي، وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق ، ص 152.** [↑](#footnote-ref-26)
27. () **رسمية أحمد أبو موسى، الاستثمار في الاوراق المالية، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز، عمّان- الأردن، 2013، ص 103.** [↑](#footnote-ref-27)
28. () **روان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمالية، مرجع سابق، ص 109.** [↑](#footnote-ref-28)
29. () **رياض منصور الخليفي، محل عقد تداول الأسهم، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2014، ص 129.** [↑](#footnote-ref-29)
30. () **هشام فضلي، إدارة محافظ الأوراق المالية لحاب الغير، دراسة قانونية مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص126.** [↑](#footnote-ref-30)
31. () **محمد بن ناصر البجاد، النطاق القانوني لمبدأ حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية، بحث منشور في مجلة الحقوق الصادرة عن كلية الحقوق في جامعة الإسكندرية، العدد الأول، كانون الثاني، 2007، ص94.** [↑](#footnote-ref-31)
32. () **محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص220.** [↑](#footnote-ref-32)
33. ()**فتحية محمد قدراري، الحماية الجنائية لشفافية أسواق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة الحقوق الصادرة عن جامعة الإسكندرية، مصر، العدد الثاني، 2006، ص256.** [↑](#footnote-ref-33)
34. () **أحمد محمد اللوزي، الحماية الجنائية لتداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص118.** [↑](#footnote-ref-34)
35. () **رسمية أحمد أبو موسى، الاستثمار في الاوراق المالية، الأسواق المالية النقدية، رجع سابق، ص 165.** [↑](#footnote-ref-35)
36. () **رياض منصور الخليفي، محل عقد تداول الأسهم، مرجع سابق، ص 124.** [↑](#footnote-ref-36)
37. () **خليل الهندي، وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سابق، ص 132.** [↑](#footnote-ref-37)