

# التزام الشركات بالشفافية والافصاح في أسواق الاوراق المالية

## دراسة تحليلية مقارنة

أ.م.د. دانا حمه باقي عبدالقادر<sup>1</sup> -<sup>2</sup> كوستان عزيز امين<sup>3</sup>

<sup>1</sup> كلية القانون، جامعة السليمانية، السليمانية، اقليم كردستان، العراق

<sup>2</sup> كلية القانون والسياسة، جامعة التنمية البشرية، السليمانية، اقليم كردستان، العراق

<sup>3</sup> ماجستير في القانون الخاص

### إشكالية البحث

لقد فطن المشرع العراقي الى اهمية الالتزام بالشفافية والافصاح بالنسبة لاسواق الاوراق المالية والتعاملات التي تتم فيها فبادر باصدار العديد من التشريعات ذات الصلة ، ومع ذلك فان التنظيم التشريعي لهذا الالتزام بموجب هذه التشريعات لا يزال يعتره العديد من اوجه النقص ، ومواطن القصور ، بخصوص الاطار العام لهذا الالتزام ، وعدم كفاية وفعالية الرقابة على حسن تنفيذه ، والتدابير القانونية لمواجهة الاخلال به، مما يستدعي البحث والدراسة.

### أهمية البحث ودوافع اختياره

تكمن أهمية موضوع البحث في وجود علاقة تكاملية بين الالتزام بالشفافية والافصاح واستقرار اسواق الاوراق المالية وسلامة التعاملات فيها، لذلك فان سلامة التنظيم التشريعي لهذا الالتزام وحسن تنفيذه من الامور التي تشجع الشركات المصدرة للاوراق المالية لادراج اوراقها في هذه الاسواق وتجذب المستثمرين نحو الاستثمار فيها. ونظراً لحداثة التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية في العراق، فان موضوع الشفافية والافصاح لم يحظ بالدراسة والبحث القانوني الكافي، على الرغم من أهميته باعتباره ينظم جانباً مهماً من النظام القانوني لأسواق الأوراق المالية. وفي ظل قلة المعرفة القانونية بهذا المجال ، وقلة الخبرة بأسواق الأوراق المالية عموماً ، وبشكل خاص في إقليم كردستان الذي تتظاهر فيه الجهود حالياً نحو إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية في أربيل العاصمة، ونظراً لصدور القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة (2004) عن سلطة الائتلاف المؤقتة المنحلة في ظروف استثنائية مر بها العراق ، فقد ارتأينا أن نبحت في هذا الموضوع للمساهمة في وضع المعالجات المناسبة لواجهة القصور في تنظيمه التشريعي.

**المستخلص-** ان الالتزام بالشفافية والافصاح يعد من المقومات الاساسية لاسواق الاوراق المالية، لذلك يفرضه القانون على الشركات لضمان تدفق المعلومات والبيانات التي تتطلبها التعاملات اليومية في هذه الاسواق. يتناول هذا البحث الاطار العام لهذا الالتزام، وموقف القانون العراقي والمقارن من تنظيمه، لبيان مواطن القوة وتشخيص اوجه القصور في التنظيم القانوني لهذا الالتزام في القانون العراقي، وطرح المعالجات القانونية السليمة، التي تتمحور حول ضرورة اعادة صياغة بعض النصوص القانونية ذات الصلة، وتبني مجموعة من النصوص الاخرى لاصلاح النظام القانوني العراقي المنظم لهذا الالتزام، والتي تساهم دون شك في تفعيل اسواق الاوراق المالية في العراق، وتضمن استقرارها وسلامة التعاملات التي تجري فيها.

**الكلمات الدالة-** المعلومات ، البيانات، اسواق ، الاوراق المالية، الرقابة.

### المقدمة :

### التعريف بموضوع البحث

تعد اسواق الأوراق المالية من أهم قنوات الاستثمار من خلال التداول بالأوراق المالية للشركات، وما يحفز اتخاذ القرار الاستثماري بشأن اوراق مالية لشركات معينة، هو المعرفة الكافية بالوضع المالي لهذه الشركات والسمعة التجارية لها داخل الاسواق وغيرها من المعلومات والبيانات. لذلك فان وجود المعلومات والبيانات الكافية والصحيحة للشركات المقيدة اوراقها في هذه الاسواق يعد من مقومات نجاح هذه الاسواق و الاستثمار الآمن فيها. ومن هذا المنطلق اصبح مسألة الالتزام بالشفافية والافصاح مطلباً ملحاً تفرضه التشريعات المقارنة لضمان توافر هذه المعلومات والبيانات، وتدفعها بشكل مستمر، و بالكيفية التي تخدم استقرار هذه الاسواق وسلامة التعاملات فيها.

## أهداف البحث

الاول المقصود بالمعلومات والبيانات محل هذا الالتزام ووسائل نشرها والافصاح عنها، بينما نكرس الثاني لبيان مضمون هذه المعلومات والبيانات. اما المبحث الثالث فسوف نبحث فيه عن الرقابة الادارية على تنفيذ الالتزام بالشفافية والافصاح وتدابير مواجهة الاخلال به، وذلك من خلال مطلبين ايضاً ، تخصص الاول لبيان الجهات الادارية المختصة بالرقابة والاشراف على تنفيذ الالتزام بالشفافية والافصاح، بينما نخصص المطلب الثاني لبيان التدابير القانونية لمواجهة حالات الاخلال بهذا الالتزام. وخاتمة تتضمن اهم استنتاجات البحث وتوصياته.

يهدف هذا البحث الى : تحديد ماهية الالتزام بالشفافية والافصاح المفروض على الشركات، وذاتيته، واسباسه القانوني، وتحديد وتقييم النطاق الموضوعي والزمني لهذا الالتزام من خلال بيان طبيعة المعلومات والبيانات محل الالتزام وخصائصها، ومضمونها، ووسائل نشرها والافصاح عنها. والبحث في مسألة الاشراف والرقابة على تنفيذ هذا الالتزام، والتدابير القانونية لمواجهة حالات الاخلال به. وذلك لتشخيص نقاط القوة ومواطن القصور والضعف في التشريعات العراقية ذات الصلة، ووضع المعالجات القانونية لواجهة القصور فيها من خلال طرح المعالجات المناسبة واقتراح النصوص القانونية التي تساعد المشرع الوطني لهذا الغرض.

## المبحث الاول

### منهجية البحث

### التعريف بالالتزام بالشفافية والافصاح في أسواق الأوراق المالية وأهميته

لغرض التعريف بالالتزام بالشفافية والافصاح في اسواق الاوراق المالية ينبغي بيان ماهية هذا الالتزام وتحديد أهميته، وللبحث في ذلك نقسم هذا المبحث على مطلبين، نخصص الاول لبيان ماهية هذا الالتزام، بينما نخصص الثاني للبحث في أهميته، وذلك وفق الآتي:

لقد اتبعنا في هذا البحث المنهج التحليلي الذي يقوم على تحليل النصوص التشريعية، وشرحها، وبيان العلاقة القانونية فيما بينها، ومدى امكانية مساهمتها في تحقيق الهدف الذي رسمه المشرع في تنظيمه لهذا الالتزام، وعرض الآراء والاتجاهات الفقهية، وتقديم رأينا بشأنها. كما اعتمدنا على المنهج المقارن لمعرفة عناصر التوافق والاختلاف بين التشريعات المقارنة للوصول الى تكوين تصور واضح ودقيق للكيفية التي عولج بها هذا الالتزام في التشريعات المقارنة بما يعكس مواطن القوة والنقص والخلل في التشريعات الوطنية، ولفت نظر المشرع اليها. وعليه فقد عقدت المقارنة لهذا الغرض بين القانون المؤقت لاسواق الأوراق المالية العراقية رقم (74) لسنة (2004) والذي سوف نشير اليه لاحقاً ب (قانون اسواق الأوراق المالية العراقية)، و قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) المعدل والذي نشير اليه ب (قانون سوق رأس المال المصري)، والقانون الاتحادي في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم (4) لسنة (2000)، والذي نشير اليه ب (قانون سوق الأوراق المالية الاماراتي). كما تشمل المقارنة بقية القوانين الخاصة والتشريعات الفرعية الاخرى ذات الصلة في هذه الدول. اما في نطاق القوانين الاجنبية، فان المقارنة سوف تنصب على التشريعات الفرنسية باعتبارها من التشريعات الرائدة في هذا المجال.

### المطلب الأول

### ماهية الالتزام بالشفافية والافصاح

لا يكتمل بيان ماهية هذا الالتزام الا من خلال تحديد المقصود به، وانواعه، وتمييزه عما يشبهه به. لذلك سوف نبحث في هذه الامور وفق الفروع الآتية:

### الفروع الأول / المقصود بالالتزام بالشفافية والإفصاح

الشفافية لغتاً تعني ما لا يحجب ما وراءه (مصطفى، وآخرون، ص487). أما الإفصاح فتعني الفصاحة والبيان، ويقال رجل فصيح يعني يحسن البيان ويميز جيد الكلام من رديته، ويقال لسان فصيح طلق يعين صاحبه على إجادة التعبير (مصطفى، وآخرون، ص690)، وجاء في القرآن الكريم بهذا المعنى في قوله تعالى (وَأَخِي هَزُونُ هُوَ أَفْصَحُ مِنِّي لِسَاناً فَأَرْسِلْهُ مَعِيَ رِدْءًا يُصِدِّقُنِي إِنِّي أَخَافُ أَنْ يُكَذِّبُونِ). (القصص 34) أما اصطلاحاً فقد تم تعريفها في مجال اسواق الاوراق المالية بانها: (تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية وغير المضللة عن نشاطاتها واتاحتها للمساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على اسواق الاوراق المالية بطريقة تتفق مع المعايير المحاسبية المعترف بها دولياً، وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الإطلاع عليها، عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيحوز الاحتفاظ بسريتها). (البهجي، 2014، ص17) او انها: (قيام الجهات المعنية بتوفير المعلومات والبيانات والتقارير وفقاً لمعايير المحاسبة المتبعة وإتاحتها لنزوي الشأن في اسواق الاوراق المالية وفقاً لما هو مقرر قانوناً). (سلام، 2013، ص46)

وهذا يعني أن الشفافية بالنسبة للشركات المصدرة للاوراق المالية تعني جعل المعلومات والبيانات المتعلقة بالاوزاع المالية وغير المالية لهذه الشركات متوفرة

### نطاق البحث

يتحدد نطاق البحث على التزام الشركات المدرجة لاوراقها المالية بالشفافية والافصاح في اسواق التداول فحسب، وبالتالي تُستبعد من نطاق البحث الجهات الاخرى الملزمة بهذا الالتزام، كالوسطاء الماليين و المتعاملين في هذه الاسواق، والجهات الادارية فيها. كما يُستبعد ايضاً كل ما يتعلق بالالتزام بالشركات بذلك في اسواق الاصدار او خارج اسواق الاوراق المالية بشكل عام. وعلى هذا الاساس يقتصر البحث ايضاً على الرقابة الادارية لاسواق الاوراق المالية دون الرقابة الداخلية او الخارجية الاخرى على الشركات.

### هيكلية البحث

بغية الإحاطة بكافة جوانب الموضوع سوف تقسم البحث على ثلاثة مباحث، نخصص الاول للتعريف بالالتزام بالشفافية والافصاح في أسواق الأوراق المالية وأهميته من خلال مطلبين: الاول ماهية هذا الالتزام، والثاني لبيان أهميته. ونخصص المبحث الثاني لمحل الالتزام بالشفافية والافصاح من خلال مطلبين ايضاً، نبين في

المالية يعد من متطلبات مبدأ حسن النية، فهذا المبدأ يستوجب ان يتم الإفصاح عن المعلومات والبيانات بشكل عام وخاصة في العقود التي تركز العلاقة بين أطرافها على تلك المعلومات. وعليه فإن حماية ورعاية مبدأ الثقة والامانة والتي تعد من تطبيقات مبدأ حسن النية في التعامل يعد اساس الالتزام بالشفافية والإفصاح في هذه الاسواق.

وبعد بيان مجمل الآراء التي قيلت بشأن الاساس القانوني لهذا الالتزام ، نرى حسب وجهة نظرنا ان الاساس القانوني الصحيح لذلك هو النصوص القانونية . فمادام هناك نصوص قانونية صريحة لفرض هذا الالتزام ، فلا حاجة لرد اساسه لمبدأ عام من المبادئ القانونية .

### الفرع الثاني/ أنواع الالتزام بالإفصاح

ينقسم الالتزام بالإفصاح تقسيماً متعددة تبعاً لتوقيت الوفاء به وطبيعة المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها وكميتها ، وذلك على النحو الآتي :

#### أولاً / من حيث توقيت الإفصاح ، ينقسم الى :

1/ الإفصاح الدوري : وهو الإفصاح المالي الذي يتعين على الشركات القيام به بشكل دوري وفي الفترات الزمنية المحددة لذلك قانوناً ، ويأخذ عادة شكل تقديم التقارير المالية السنوية والفصلية. (الماضي ، 2012)

2/ الإفصاح الفوري (الطارء): ويقصد به الإفصاح عن أية معلومات جوهرية من شأنها التأثير بشكل مباشر أو غير مباشر على الاسعار السوقية للاوراق المالية أو على حركة هذه الاوراق وقرار المستثمرين بالاستثمار فيها ، كالقرارات التي تتخذها الشركة بشأن نشاطها أو ملكية رأس المال فيها أو تغيير نوع الشركة أو هيكلها أو دخولها في منازعة قضائية وغير ذلك. (خضر ، 2012 ، ص62 ، والماضي ، 2012 ، ص129)

#### ثانياً/ من حيث طبيعة المعلومات المفصح عنها ينقسم الى :

1/ الإفصاح المالي: ويراد به الكشف عن المعلومات والبيانات ذات الطابع المالي والمتعلقة بالشركة ونشاطها من حيث أصولها وخصومها ونتائج عملياتها المالية بصورة دورية أو فورية. (جهلول ، 2011 ، ص178)

2/ الإفصاح غير المالي: هو الكشف عن المعلومات والبيانات غير المالية المتعلقة بالشركة والنسب المؤثرة فيها كامتلاك مباشر أو غير مباشر لنسبة (10%) فأكثر من اسهم الشركة المدرجة في الاسواق ، والإفصاح عن أساء أعضاء مجلس إدارة الشركة وأية تغيرات تحصل عليها. (قرباش ، والقوصي ، 2011 ، ص253)

#### ثالثاً/ من حيث كمية المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها ينقسم الى :

1/ الإفصاح الكافي: وهو الإفصاح عن الحد الأدنى من المعلومات والبيانات المطلوبة لكي تكون القوائم المالية غير مضللة، (لطفي، 2007، ص82 ومخولوف، 2009، ص6) علماً أن الحد الأدنى من المعلومات مفهوم غير محدد بشكل دقيق، حيث ان ذلك يختلف حسب الاحتياجات والمصالح ، كونه يؤثر في اتخاذ القرار من قبل المستثمرين.

2/ الإفصاح الكامل (الناتج): ويكون إذا كانت المعلومات المعروضة في التقارير المالية تشمل كل ما يود المراد إبلاغه بالمعلومات ان يعرفه لكي يصل الى الاستنتاجات المناسبة دون حذف أو إخفاء أية معلومة جوهرية. (كعالي ، 2009 ، ص130)

للاطلاع عليها بشكل يكون في مقدور أي شخص الحصول عليها وعدم حجبها إلا إذ كان الاطلاع عليها يضر بهذه الجهات .

أما الإفصاح فانه يعني(تعهد الجهات المصدرة للاوراق المالية بتقديم المعلومات والبيانات المطلوبة وتوصيلها بصفة دورية ، أو عند الطلب الى الجهات المختصة بتلقي هذه المعلومات والبيانات ، وأن تحملها الى علم المساهمين والجمهور ليستفيد منها المستثمرون في الاوراق المالية لهذه الجهات) (البربري، 2001، ص18)، في حين عرفه آخر(خضر ، 2012، ص52) بأنه (اتصال الشركة بالعالم الخارجي بالوسائل المختلفة لكشف المعلومات الهامة للمستثمرين والمساهمين وسوق المال وغيرهم من أصحاب المصالح المختلفة بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة الشركة على الأرباح وسداد التزاماتها). وعليه فان الإفصاح بالنسبة للشركات المصدرة للاوراق المالية يقصد به وجوب قيام هذه الشركات بتقديم المعلومات والبيانات الواجب الكشف عنها قانوناً بصفة دورية أو عند الطلب منها الى الجهات المختصة بتلقي هذه المعلومات والبيانات لغرض الاستفادة منها في اسواق الاوراق المالية. وبناءً عليه فان نطاق الالتزام بالإفصاح أوسع من نطاق الالتزام بالشفافية ، لان الالتزام بالشفافية يستوجب توفير المعلومات والبيانات والسماح بالإطلاع عليها فقط، أما في الالتزام بالإفصاح فانه يجب تقديم المعلومات والبيانات وتوصيلها بصفة دورية أو عند الطلب وتحملها الى علم الجمهور. (عوض الله، 2007) وعلى ذلك اذا ما قامت الشركات بمتطلبات الإفصاح بشكل كامل وفي الوقت المحدد والمناسب لها فانها تكون قد أوفت بمتطلبات الشفافية أيضاً ، ولكن ليس من الضروري اذا ما قامت بالوفاء بمتطلبات الشفافية أن تكون قد قامت بكل واجباتها بموجب الالتزام بالإفصاح. (قرباش ، والقوصي، 2011)

وقد اختلف الفقه حول تحديد الاساس القانوني للالتزام بالشفافية والإفصاح في أسواق الاوراق المالية ، حيث يرى البعض (بغدادى، 2012 و الضع، 2007) أن هذا الالتزام يعد تطبيقاً حرفياً للالتزام بالاعلام بالمعلومات والبيانات قبل التعاقد، وبالتالي فان اساسه يرجع الى نظرية صحة وسلامة الرضا التي تستوجب أن تكون اطراف العقد على علم بحقيقة العقد المراد ابرامه وبياناته التفصيلية ، ومدى ملاءمته للغرض الرئيس من إبرام العقد ، وبالتالي فان كتمان المعلومات والبيانات أو أي أمر من الامور التي لها أهميتها في التعاقد من قبل أحد العاقدين يعد تغيراً يعيب الإرادة اذا لم يكن في قدرة الطرف الآخر أن يعرفها إلا من خلال هذا الطرف.

لكننا نرى كما ذهب اليه البعض (دزه بي، 2000) عدم صحة هذا الرأي لسببين : أولهما ان الالتزام بالاعلام قبل التعاقد ينشأ في مرحلة المفاوضات العقدية ، وبالتالي قد يقع الإخلال به في هذه المرحلة ، مما يؤدي الى قطع المفاوضات دون ابرام العقد ، ومن ثم لا يمكن رده الى التغير الذي ينصب على الرضا باعتباره ركناً للعقد ليكون عيباً من عيوبه. ثانيها انها التزامين مختلفين من حيث الاشخاص الملزمين بهما والمستفيدين منها وفق ما سيأتي بيانه لاحقاً .

ويرى جانب آخر (طعمة، 2013) أن للالتزام بالشفافية والإفصاح أساس مستقل وقائم بذاته يجمع بين المصالح المحيطة به ابتداءً بمصالح المستثمرين ، مروراً بالمصالح البنينة على استقرار المعاملات ، و انتهاءً بحماية النشاط الاقتصادي والمصلحة العامة . فموجب هذا الرأي ان اساس هذا الالتزام هو حماية ورعاية مبدأ الثقة والامانة ، ولكن ليس في ميدانها العقدي فقط ، وانما مبدأ الامانة والثقة الذي يجب ان يسود في النشاط الاقتصادي عموماً وفي أسواق الاوراق المالية على وجه التحديد ، لما تمثلها هذه الأسواق من مكانة واهمية بالنسبة للمتعاملين والبولة على حد سواء.

ويرى جانب اخر(توني، 2008) أن الاساس القانوني لهذا الالتزام يرجع الى مبدأ حسن النية في التعامل على اعتبار أن تقديم المعلومات والبيانات في أسواق الاوراق

القانونية التي يمكن من خلالها تحقيق التوازن العقدي لمصلحة للطرف الضعيف لحظة إبرام العقد. (احمد، ص11)

يتبين من ذلك أن هذا الالتزام ينشأ وينفذ في مرحلة تسبق تكوين العقد، كما أن محله عبارة عن القيام بتقديم المعلومات، ومع ذلك فإنه يختلف عن الالتزام بالشفافية والافصاح، لكون النطاق الشخصي للالتزام بالشفافية والافصاح أوسع، فهو التزام يفرضه القانون على الشركات لمصلحة اشخاص متعددين دون أن تربط بينهم مفاوضات أو علاقة تعاقدية، بعكس الالتزام بالاعلام قبل التعاقد الذي يفرض على كل من طرفي المفاوضة لمصلحة الطرف الآخر فيها للوصول الى ابرام العقد. كما ان اساس الالتزام بالشفافية والافصاح هو النصوص القانونية التي تفرضه، كما تبين لنا سابقاً، أما اساس الالتزام بالاعلام قبل التعاقد فهو مبدأ حسن النية في المعاملات. (جميعي، 1996، ص25)

### ثانياً / تمييز الالتزام بالشفافية والافصاح عن الالتزام التعاقدى بالإعلام :

الالتزام التعاقدى بالإعلام هو التزام أحد طرفي العقد بإعلام الطرف الآخر بالمعلومات الهامة والجوهرية أثناء تنفيذ العقد، والمتعلقة بمحل العقد وظروفه، والتي يصعب عليه الإحاطة بها أو الاطلاع بمضمونها إلا من خلال الطرف الآخر من أجل تسهيل تنفيذ العقد. (البهجي، 2014، ص28) بمعنى ان هذا الالتزام يستوجب تقديم المعلومات التي يستوجبها حسن تنفيذ العقد. كالاتزام الذي يفرضه عقد التأمين على المؤمن له بتقديم المعلومات الخاصة بالخطر المؤمن منه أثناء سريان العقد. وعلى الرغم من ان محل هذا الالتزام أيضاً يتمثل في تقديم المعلومات، الا انه لا يختلط بالالتزام بالشفافية والافصاح وذلك لوجود ما يميزها عن بعض، من حيث اساسها، كون اساس الالتزام بالشفافية والافصاح هو القانون، أما اساس الالتزام التعاقدى بالاعلام هو العقد. كما يختلفان أيضاً من حيث نطاقها الشخصي، لان الالتزام بالشفافية والافصاح يفرضه القانون على الشركات لمصلحة اشخاص لايربطهم بالشركة علاقة تعاقدية، بعكس الالتزام التعاقدى بالاعلام الذي يفرض على أحد اطراف العقد لمصلحة الطرف الآخر فيه.

### ثالثاً / تمييز الالتزام بالشفافية والافصاح عن الالتزام بالنصيحة :

الالتزام بالنصيحة عبارة عن (التزام عقدي محله قيام أحد المتعاقدين المحترف ذو الخبرة الفنية بتقديم المعلومات بصورة محددة بشأن مسألة تدخل ضمن اختصاصه للمتعاقد الآخر، وبالتالي يتضمن هذا الالتزام توجيه للشخص في اتخاذ قراره النهائي بصدد المسألة موضوع الاستشارة). (المهدي، 1996، ص9) أو انه (توجيه الدائن نحو اتخاذ القرار الصحيح وتحريضه على إتباع مسلك معين أو عدم إتباعه). (محمد، 1992، ص84) والمثال على ذلك النصيحة التي يقدمها الوسيط المالي لعملائه بشأن صفقات التداول التي يرغب بإبرامها في اسواق الاوراق المالية. (العثمان، 2010) وعلى الرغم من أن محل هذا الالتزام أيضاً يتمثل في تقديم المعلومات الا أن هناك ما يميزه عن الالتزام بالشفافية والافصاح، لكون الالتزام بالنصيحة يفرض على أحد طرفي العقد لمصلحة الطرف الآخر، وبالتالي فان المستفيد منه هو الطرف المقابل في العلاقة العقدية. كما أن هذا الالتزام يشتمل اضافة الى تقديم المعلومات، تقديم رأي فني معين أو توصية محددة بشأن موضوع الاستشارة بشكل يساهم في تكوين القرار لدى الطرف الاخر في العقد. بمعنى أن هذا الالتزام يحتوي على الافصاح والنصيحة

3/ الافصاح العادل: ويعني توفير رعاية متوازنة لاحتياجات جميع الاطراف، ويتم من خلال إصدار التقارير المالية بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى، من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن. (زيدو، وآخرون، 2007، ص180)

وتجدر الإشارة هنا الى ان انواع الافصاح المشار اليها اعلاه تشمل الافصاح الاجباري لكونه قد فرض قانوناً. ولكن اذا قامت الشركات بتقديم معلومات او بيانات معينة دون ان تكون ملزمة بذلك، في الاحوال التي ترى ان الافصاح بها يصب في مصلحتها أو يؤثر على اسعار أوراقها أو إقبال المستثمرين عليها في الاسواق، حينها يكون الافصاح اختيارياً.

وقد تبين موقف التشريعات المقارنة من مسألة الافصاح الاختياري، فقد نص القسم (6/3هـ) من قانون اسواق الاوراق المالية العراقي على ذلك بالقول (لشركة ان تمتلك لكافة المتطلبات التي يفرضها السوق كشرط لاستمرار التعامل بمثل تلك الاوراق في السوق على أن تكون كافة المعلومات المقدمة من الشركة دقيقة وموضوعية). علماً ان هذا النص يخص شروط استمرار التعامل بالاوراق المالية للشركات في الاسواق، لذلك كان ينبغي ان يرد بصيغة الوجوب وليس الجواز، وفق ماسبأبي بيانه لاحقاً.

اما في مصر فقد تم تنظيم ذلك بموجب (دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات) الصادر عن وزارة الاستثمار بالتعاون مع هيئة سوق رأس المال في عام (2005) والذي يعد دليلاً ذات صفة ارشادية. (خضر، 2012) كما نظم المشرع الفرنسي الافصاح الاختياري كالتزام أدبي أو أخلاقي يجد مصدره من قواعد الاخلاق وآداب المهنة، حيث صدرت عن لجنة عمليات البورصة تعليمات تؤكد على الألتزام الأدبي الواقع على الجهات المعنية لنشر المعلومات والبيانات بشكل اختياري كامتداد للافصاح الاجباري. (البربري، 2001) وقد أقرت محكمة النقض الفرنسية هذا الالتزام في قضية (cointreau) عام (1985) والتي تتمثل وقائعها في دعوى اقامها مدير احدى الشركات للطعن على قرار مجلس إدارة الشركة برفض طلبه بالحصول على بعض المعلومات، فقضت محكمة النقض بالغاء هذا القرار، بناءً على الألتزام الادبي بالافصاح الذي يقع على عاتق الشركات. (محمد، 2006)

اما القانون الاماراتي فانه لم ينظم مسألة الافصاح الاختياري.

### الفرع الثالث / تمييز الالتزام بالشفافية والافصاح عما يشته به:

قد يتشابه هذا الالتزام مع بعض المفاهيم الأخرى نتيجة وجود اوجه شبه بينها، ومع ذلك فان هذا التشابه لا يمنع وجود استقلالية وذاتية خاصة لهذا الالتزام وهذا ما سوف نبينه وفق الآتي :

### اولاً / تمييز الالتزام بالشفافية والافصاح عن الالتزام بالاعلام قبل التعاقد:

يقصد بالالتزام بالاعلام قبل التعاقد (الزام أحد المتعاقدين بأن يقدم للمتعاقد الآخر المعلومات اللازمة لإيجاد رضاء سليم بحيث يكون على علم بكافة تفاصيل هذا العقد، وبناءً على ذلك يقرر هذا الطرف التعاقد معه من عدمه) (عبد السلام، 2000، ص100). بمعنى انه عبارة عن الالتزام الذي ينشأ في مرحلة المفاوضات العقدية، والذي يفرض على طرفي المفاوضة، تزويد الطرف الآخر بالمعلومات المتعلقة بمحل العقد، مادامت هذه المعلومات مجهولة للدائن بها. ويعد هذا الالتزام من الوسائل

السابقة والحالية والمستقبلية المتاحة ، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين لكون المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في نفس الوقت وبنفس الكمية. (كافي، 2014) ومن أهمية هذا الالتزام أيضاً أنه يعد تجسيدا لمبادئ حوكمة الشركات ، التي باتت محل اهتمام كبير في التشريعات المقارنة استجابة للمعايير الدولية المعاصرة ، والتي يقصد بها (مجموعة القواعد التي تنظم العلاقات المتبادلة بين الشركة والأطراف أصحاب المصالح المختلفة فيها في إطار من الشفافية والمساءلة ، والتي يؤدي اتباعها الى استدامة الأعمال ورفع كفاءة الشركة في إدارة عملياتها أو تحسين قدرتها التنافسية في الأسواق). (خضر ، 2012، ص 13)

ولكن وفي مقابل هذه الأهمية يثار التساؤل حول مدى تعارض هذا الالتزام مع حق الشركات المفصحة في الحفاظ على اسرارها وعدم افشائها لحماية نفسها من مخاطر المنافسة غير المشروعة. ولكن الراجح ان هذا الالتزام لا ينتهك هذا الحق، حيث انه لا يقع على شركة دون اخرى، وإنما هو التزام عام يقع على كافة الشركات المدرجة لاوراقها المالية في الاسواق، وبنفس القدر. وبالتالي فان الالتزام به لا يكشف أسرار شركة دون اخرى. كما ان احتفاظ الشركات بأسرارها تعد من المصالح الخاصة، في حين أن هذا الالتزام الهدف منه تحقيق مصلحة عامة ، ولأنه ان الثانية اولى بمراعاتها وتعليبها على الاولي. (سالم، 1999) والاهم من ذلك ان هذا الالتزام في الغالب لايشمل المعلومات التي تعد من قبيل المعلومات السرية التي لها قيمة اقتصادية بشكل يؤثر كشفها على المركز التنافسي للشركات. كما انه في الاحوال التي تلزم فيها الشركات بالافصاح عن معلومات حساسة للجهات المختصة في أسواق الاوراق المالية ، فان على هذه الجهات التزام قانوني بالمحافظة على سريتها وعدم إفشائها بشكل يضر بمصالح الشركات المفصحة ، والا فان هذه الجهات تعد مرتكبة لجرمة الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية غير المفصح عنها للجمهور. ويقصد بهذه المعلومات كما عرفها المشرع العراقي في الفقرة (1) من تعليمات تداولات الاشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (16) لسنة (2011) (المعلومات التي يحصل عليها المطلعين والتي لا تكون متوفرة لعموم الجمهور وغير معنن عنها وقد تؤثر على سعر الورقة المالية عند الاعلان عنها). وهو نفس المفهوم الوارد في المادة (319/ج) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري رقم (135) لسنة (1993)، والمادة (1/621) من اللائحة العامة لهيئة الاسواق المالية الفرنسي المعدل في (2016) (RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS) (MARCHÉS FINANCIERS) (خلافاً لموقف المشرع الاماراتي الذي لم يضع تعريفاً محدداً لهذه المعلومات).

فقد اوجبت الفقرتان (4/4) و(5/4) من المادة (6) من النظام الداخلي لسوق العراق للاوراق المالية لسنة (2008) على المحافظين الاحتفاظ بالمعلومات السرية المتعلقة بالسوق وان لا يقوموا بنقل تلك المعلومات الى شركتهم أو لمصلحة طرف آخر، كما اوجبت عليهم الامتناع عن استغلال اي معلومات يحصلون عليها لصالح شركتهم او لطرف آخر بحكم كونهم اعضاء في المجلس. كما أكد القسم (8/12) من قانون اسواق الاوراق المالية العراقي على أنه (بالرغم من حقيقة ان أية معلومات غير علنية تكون في متناول أو معرفة المدراء والموظفين العاملين في الهيئة هي سرية، وان أي افشاء غير مسموح لمثل هذه المعلومات قد يعرض صاحبه للعقوبة من قبل الهيئة). وعلى ذلك نصت المادة (20) مكررة) من قانون سوق رأس المال المصري ، والمادتان (37) و(39) من قانون سوق الامارات للاوراق المالية أيضاً. كما لزم المشرع

، أما الالتزام بالشفافية والافصاح فانه يقتصر على تقديم المعلومات والبيانات دون أن يحتوي على تقديم النصيحة. (دزوي، 2000)

واخيراً فان الطرف الملتزم بتقديم النصيحة يتقاضى مقابل ما دياً من الطرف المستفيد من أدائه ، بينما لا يحصل الطرف الملتزم بالشفافية والافصاح على أي مردود مادي مقابل تنفيذ التزامه. (العثمان ، 2010)

#### رابعاً/ تمييز الالتزام بالشفافية والافصاح عن الالتزام بالتحذير :

الالتزام بالتحذير هو التزام سابق على التعاقد يلتزم بمقتضاه أحد طرفي العقد المزمع إبرامه أو غيرها بتحذير الطرف الآخر أو كليهما وذلك عندما يكون التحذير صادراً من الغير من مغبة الضرر والخطر الذي قد يحدث به أو بها عند التعامل بالمعقود عليه أو استعماله. (احمد ، ص 11) بمعنى أن هذا الالتزام يتمثل في لفت انتباه المستهلكين من الاخطار التي يمكن أن تنشأ عن حيازة شيء خطير أو استعماله ، وذلك من خلال تنبيههم لمصادر هذه الخطورة وأبعادها ، وإحاطتهم بالطرق والوسائل الكفيلة لتجنب ذلك الخطر. (عدة، 2009، ص 21) وتظهر أهمية هذا الالتزام عندما نكون تجاه خطر قد يحدث بسبب كون الشيء محل التعامل خطراً بطبيعته أو نتيجة اساءة استعماله. (عبد السلام، 2000) لكن هذا الالتزام يختلف أيضاً عن الشفافية والافصاح، حيث أن النطاق الموضوعي للالتزام بالشفافية والافصاح أوسع من النطاق الموضوعي للالتزام بالتحذير ففي الاولي ينبغي تقديم كافة المعلومات والبيانات المطلوبة دون أن يكون الغرض منها بالضرورة الحماية من خطر ما بخلاف الالتزام بالتحذير، كما ان الالتزام بالتحذير يفرض في الغالب على أحد طرفي العقد المزمع إبرامه لمصلحة طرف آخر فيه ، خلافاً للالتزام بالشفافية والافصاح. (البهجي، 2014)

#### المطلب الثاني

#### أهمية الالتزام بالشفافية والافصاح في اسواق الاوراق المالية

تكمن أهمية هذا الالتزام في انه يلعب دوراً مهماً في اسواق الاوراق المالية والتعاملات التي تجري فيها، ويعد من مقومات نجاح هذه الاسواق ، لذلك يعد شرطاً لازماً لادراج الاوراق المالية للشركات المصدرة لها في هذه الاسواق. حيث أن توفير المعلومات والبيانات المطلوبة يساعد المستثمرين، خاصة الصغار منهم الذين يفتقرون الى الخبرة الكافية ، في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشأن أوراق مالية معينة ، فهذه المعلومات تعكس حقيقة المركز المالي للشركات المصدرة للاوراق المالية المدرجة في الاسواق. (مؤمن، 2007) كما ان هذا الالتزام من شأنه توفير المعلومات والبيانات الضرورية لكل المستثمرين الحاليين والمحتملين في وقت واحد ، وهذا يحقق المساواة بينهم ، ويقطع الطريق أمام الاستغلال غير المشروع لهذه المعلومات في حال توافرها لدى البعض من المستثمرين دون غيرهم. وبالتالي تتحقق لدى المستثمرين الثقة لتوجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في هذه الاسواق. وهو ما يخلق فرصاً استثمارية ويؤدي الى زيادة إنتاجية رأس المال من ناحية اخرى. كما ان تطبيق هذا الالتزام يعطي للشركات المصدرة للاوراق المالية مؤشراً حقيقياً عن مدى نجاحها أو إخفاقها، من خلال تقييم مستوى شراء اوراقها المالية من قبل المستثمرين، مما يساعدها في تحسين أدائها مستقبلاً. (العثمان، 2010 و البهجي، 2014) وعلى هذا الاساس تصنف أسواق الاوراق المالية على انها ذات الكفاءة العالية عندما تستجيب فيها الاسعار للمعلومات

الرجح المحتمل تحققه ودون أن تقل الغرامة عن هذا الرجح ، أو بأحدى هاتين العقوبتين. وتطبيقاً لذلك عاقبت لجنة عمليات البورصة مدير إحدى الشركات لحصوله على معلومات داخلية عن انخفاض شديد في الأرباح خلال غداء عمل مع رئيس الشركة وبعض المديرين الآخرين قبل أن تعلن هذه المعلومة للجمهور بـ(8) أيام، حيث قام خلالها المدير ببيع (1200) سهم من أسهم الشركة المعنية لحساب زوجته ، متفادياً بذلك خسارة مقدارها(753000)فرنك. (البريري ، 2001)

أما بالنسبة للأشخاص المطلعين الذين يقومون بتسريب المعلومات الداخلية للغير فإن المشرع لم يقر بتجريم هذه الممارسة إلا بعد صدور القانون رقم (513) لسنة (1989) على اثر القضية المعروفة بـ(Pechiney) ، وقد حدد المشرع فيه عقوبة تسريب المعلومات الداخلية للغير بالحبس لمدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن ستة أشهر ، والغرامة التي لا تقل عن عشرة الاف فرنك ولا تزيد عن مائة الف فرنك أو بأحدى هاتين العقوبتين. لكن المشرع الفرنسي قام بتعديل هذه العقوبة في المادة (1-465L) من القانون النقدي والمالي وذلك بالحبس لمدة ستة أشهر وغرامة مائة الف فرنك أو بأحدى هاتين العقوبتين. وقد تميز المشرع الفرنسي في انه لم يكتفي بمعاقبة القائم بتسريب هذه المعلومات، واما يعاقب أيضاً الأشخاص المستفيدين من ذلك، وذلك بالحبس لمدة سنة وغرامة مقدارها (150) ألف يورو. (حجاب ، 2013)

وتتلخص وقائع قضية (Pechiney) في قيام كل من مدير مكتب وزير الاقتصاد والمالية الفرنسي (A.Boubli) و(سمير طرابلسي) الذي كان يعمل مستشاراً لشركة (Triangle) الأمريكية بتسريب معلومات داخلية عن سير المفاوضات بين شركة (Pechiney) وشركة (Triangle) والتي انتهت بشراء أسهم شركة (Triangle) من قبل شركة (Pechiney) ، وبناءً على تلك المعلومات سارعوا بإصدار الأوامر من فرنسا لشراء أسهم شركة (Triangle) المدرجة في بورصة نيويورك ، كما قاموا بتسريب تلك المعلومات لـ(شاريل غانم) قبل إعلانها للجمهور. وعند عرض القضية على المحكمة دفع المتهمون بعدم اختصاص القضاء الفرنسي بالنظر في القضية ، لكن محكمة استئناف باريس رفضت هذا الدفع ، وقررت في حكمها الصادر في (3) نوفمبر 1992) بأن القضاء الفرنسي مختص بنظر القضية ، وأن المشرع الفرنسي لم يشترط أن تنصب العملية على القيم المنقولة المتداولة في الأسواق الفرنسية أو أن يتم تنفيذها فيها ، وعليه انعقد الاختصاص للقضاء الفرنسي سواء كان إصدار الأوامر تم في فرنسا أو تم تنفيذها فعلاً في فرنسا.(حجاب ، 2013)

وعلى أي حال فإننا نرى أن النجاح الحقيقي لأسواق الأوراق المالية مرتبط بتحقيق قدر من التوازن بين الحثيين، لكن كيفية اقامة هذا التوازن كانت ولا تزال موضع جدل حقيقي على المستوى الاقتصادي والقانوني، ولا تزال المحاولات جارية في تشريعات الدول المختلفة للموازنة بين حماية أسرار الشركات وحقوق الجهات المختصة بالإشراف والرقابة على إدارة أسواق الأوراق المالية والمتعاملين فيها للحصول على المعلومات والبيانات الضرورية عن هذه الشركات. لذلك فإن ملامح هذا التوازن لا تزال مختلفة في التشريعات المقارنة ، لذلك نادى الفقه (خضر ، 2012 ، والبريري، 2001) إلى الحاجة إلى إيجاد معايير دولية تنظم ذلك للتوفيق بين القوانين المختلفة .

ونرى قدر تعلق الأمر بالقانون العراقي انه يمكن التخفيف من المخاوف المتعلقة بالمنافسة غير المشروعة ولو بشكل نسبي من خلال تبني نص في القانون يسمح للشركات المصدرة للأوراق المالية المدرجة في الأسواق بتقديم طلب مسبب عند إفصاحها عن المعلومات والبيانات لهيئة الأوراق المالية لإعفاؤها من نشرها للجمهور واحتفاظ بسريتها إذا كانت لديها أسباب معقولة ومخاوف مشروعة على أن نشرها للجمهور قد يؤدي إلى إلحاق ضرر بها، وأن عدم نشرها لا يلحق ضرراً بالسوق أو

الفرنسي العاملين بيوطن الامور(حسب تعبير القانون الفرنسي) بذات الالتزام في الفصل الثاني من الباب السادس من اللائحة العامة لهيئة الاسواق المالية.

ومع ذلك يؤخذ على القانون العراقي انه لم يتضمن نصاً خاصاً يحدد عقوبات محددة عند حدوث مثل هذا الاستغلال للمعلومات ، لابلنسبة للقائم بتسريبها ولا بالنسبة للمستفيد منها. لكننا نرى ان النص الوارد في القسم (12/15/ب) من قانون اسواق الاوراق المالية يكون واجب التطبيق، والذي يعطي الصلاحية لهيئة الاوراق المالية في السوق لفرض غرامة بمبلغ (50) مليون دينار عن اي اخلال يشمل الاحتيال أو الغش أو عدم الاهتمام المقصود بمتطلبات القانون. كما لا يوجد نص صريح في القانون العراقي بخصوص ابطال التعاملات التي تتم نتيجة هذا الاستغلال، لكننا نرى انه يمكن الاستناد على القسم(4/3) من نفس القانون لتحويل السلطات المعنية في السوق للقيام ابطال التعاملات التي جرت بموجب هذا الاستغلال على اعتبار انها تمت بالمخالفة للقانون وقواعد السوق. علاوة على ان المادة (6/12) من النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية اعطت الصلاحية لهيئة في ان تعزل اي محافظ قبل انتهاء مدة عضويته عند قيامه بهذه الاعمال. كما اجازت المادة (6/11) من نفس النظام لمجلس المحافظين اصدار قرار بايقاف التداول على اسهم شركة معينة بشكل مؤقت لحماية المستثمرين في حال وجود حالات من الاستغلال غير المشروع لمعلوماتها الداخلية غير المصحح عنها من قبل المطلعين عليها. وللهيئة بموجب القسم (8/2) من قانون اسواق الاوراق المالية الحق ايضاً في القيام بتفتيش العمليات الحاصلة في السوق وفرض العقوبات الانضباطية عند الضرورة.

كما تبني المشرع المصري تدابير مماثلة في المادة (64) من قانون سوق رأس المال التي تفرض عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنتين وغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيه أو بأحدى هاتين العقوبتين على كل من قام باستغلال غير مشروع للمعلومات لحسابه الشخصي قبل الإفصاح عنها للجمهور، أو يقوم بتسريبها للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة، فضلاً عن ابطال التعاملات التي تتم بهذا الاسلوب.

وعلى هذا الاساس قامت إدارة البورصة المصرية بإجبار مجلس إدارة شركة(سوديك للتنمية والاستثمار) بإعادة شراء(700) الف سهم سبق للمجلس وان قام ببيعها قبل الاعلان عن خبر حول فشل المفاوضات الخاصة باندمج الشركة مع شركة(الم هيلز للتعمير). (حجاب ، 2013) كما الغت إدارة البورصة ايضاً جميع العمليات المنفذة خلال جلستي (10 و11) يونيو لسنة (2008) على اسهم شركة (قناة السويس لتوطين التكنولوجيا) نتيجة استغلال أقارب أعضاء مجلس إدارة الشركة لمعلومات داخلية قبل نشرها للجمهور، والتي كانت تتمثل في موافقة مجلس إدارة الشركة على تنفيذ توسعات ضخمة في الشركة. (جريدة المصري اليوم ، العدد 1472 ، 2008/6/24)

وقد تبني قانون سوق لأوراق المالية الاماراتي ايضاً في المادتان(37)و(39) منه حكماً يبطلان التعامل الذي يتم بناءً على استغلال معلومات غير معلنة. كما فرضت المادة (41) من نفس القانون على ذلك جزاء يتمثل بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة اشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تزيد على مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين.

أما في فرنسا فان المادة (1-465L) من القانون النقدي والمالي (CODEMONETAIRE ET FINANCIER n°1223 du 2000) نصت على معاقبة الاشخاص المطلعين الذين يتعاملون بناءً على المعلومات الداخلية بالحبس لمدة سنتين وغرامة مليون ونصف يورو، ويمكن أن تشدد الغرامة إلى عشرة أمثال

وعلى هذا الاساس فان المعلومات والبيانات محل الالتزام بالشفافية والافصاح ينبغي ان تتميز بعدة خصائص ، وهي كونها مؤثرة ، بمعنى تأثيرها على الاسعار السوقية للاوراق المالية محل التداول في الاسواق. وأن تكون متعلقة بالاوراق المالية بشكل مباشر كمعدل ربحيتها وأسعار تداولها، أو بشكل غير مباشر كالتي تتعلق بالجهة المصدرة لهذه الاوراق كالمركز المالي للشركة وحساب الارباح والخسائر وميزانيتها وغير ذلك. وأن تكون المعلومات حقيقية ودقيقة وواضحة لكي لاتؤدي الى تضليل المستثمرين وعدم تمكينهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، وبالتالي اهدار الثقة في اسواق الاوراق المالية. وأن تكون قد صدرت للكافة في التوقيت المحدد قانوناً. (خضر، 2012، والبربري، 2001، ومؤمن، 2007)

ويبدو ان المشرع العراقي ضيق من نطاق هذه المعلومات عندما اشترط ان يكون تأثيرها كبيراً عندما نص في القسم(5/3هـ) من قانون اسواق الاوراق المالية على أنه) للشركة ان توافق على إجراء كشف علني عن أية معلومات تؤثر بشكل كبير على أسعار سنداها...). وهو موقف مثير للسؤال حول معيار(التأثير بشكل كبير) حيث لم يبين ما يمكن أن تعد مؤثراً بشكل كبير ومالا تعد كذلك. وكان من المستحسن الاكتفاء بمعيار(التأثير) على أسعار الاوراق المالية سواء أكان التأثير كبيراً أم لا لما في ذلك من توسيع النطاق الموضوعي لهذا الالتزام. وهو النهج المتبع في القوانين المقارنة. فقد اكتفت المادة (319ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بذلك عندما نصت على (المعلومة أو المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول ، أو التأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها أو التأثير على اتجاهات التعامل في السوق). وهو نفس موقف المشرع الاماراتي الذي نص في المادة (34) من قانون سوق الأوراق المالية على إنه (على الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها...). كما سلك المشرع الفرنسي نفس المسلك في المادة (4) من لائحة لجنة عمليات البورصة رقم (2-90) التي نصت على أنه(يجب على كل مُصدر للضكوك أن يحمل الى علم الكافة وفي أسرع وقت ممكن أي حدث هام من شأنه، لو عرف، أن يكون له أثر ملموس على سعر الضك). (البربري ، 2001،ص33)

### الفرع الثاني/ وسائل نشر المعلومات والبيانات والافصاح عنها :

تتخذ وسائل تنفيذ هذا الالتزام اشكلاً متعددة في التشريعات المقارنة ، وهي كالآتي: أولاً/ وسائل الإعلام المتخصصة: وهي التي تختص بنشر المعلومات عن أنشطة أسواق الاوراق المالية ، كجريدة الاهرام الاقتصادي ، ومجلة البورصة في مصر، ومجلة الاوراق المالية الاماراتي، وجريدة (BALO) الفرنسية. أما في العراق فليس هناك جريدة أو مجلة متخصصة بذلك، لذلك تقترح على سوق العراق للاوراق المالية العمل على اصدار جريدة يومية أو مجلة أسبوعية على الاقل متخصصة في مجال أسواق الاوراق المالية.

ثانياً/ النشر والافصاح الإلكتروني : بعد ظهور وسائل الاتصالات الحديثة أنشأت الكثير من الشركات مواقع الكترونية خاصة بها واستخدمتها لنشر المعلومات والبيانات المتعلقة بها، فضلاً عن قيام هيئات الاوراق المالية بانشاء مواقع الكترونية خاصة بها لنشر المعلومات والبيانات عن أسواق الاوراق المالية، كالموقع الإلكتروني لسوق العراق للاوراق المالية (www.isx-iq.net)، وهيئة الاوراق المالية العراقية (www.isc.gov.iq)، والبورصة المصرية

(www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx)، وسوق الاوراق المالية الاماراتي (http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/default.aspx) وهيئة

المتعاملين فيه ، ولا يؤدي الى تضليل المستثمرين ، وان تكون للهيئة السلطة التقديرية لقبول الطلب أو رفضه إذا رأت ضرورة لذلك. لذلك نوصي المشرع بذلك.

## المبحث الثاني

### محل الالتزام بالشفافية والافصاح

ان محل الالتزام بالشفافية والافصاح عبارة عن المعلومات والبيانات التي تستلزم التشريعات المقارنة نشرها والافصاح عنها ، وعليه فان تحديد محل هذا الالتزام يتم من خلال بيان نطاق هذه المعلومات والبيانات، ووسائل نشرها والافصاح عنها ، والتي تمثل الآلية لتنفيذ هذا الالتزام. وللبحث في ذلك تقسم هذا المبحث على مطلبين ، نيين في الاول المقصود بالمعلومات والبيانات ووسائل نشرها والافصاح عنها ، بينما نكرس الثاني لبيان مضمون هذه المعلومات والبيانات، وذلك وفق الآتي :

### المطلب الأول

#### المقصود بالمعلومات والبيانات ووسائل نشرها والافصاح عنها

يتطلب البحث في المقصود بالمعلومات والبيانات محل هذا الالتزام بيان تعريفها ، وتحديد خصائصها ، وذلك تمهيداً لبيان ووسائل نشر هذه المعلومات والبيانات والافصاح عنها. وسوف نبحت ذلك في فرعين ، وكالاتي :

#### الفرع الأول/ تعريف المعلومات والبيانات وخصائصها:

على الرغم من خلو التشريعات محل المقارنة من تعريف محدد لذلك، ولكن يمكن القول بان المعلومات من الناحية المحاسبية عبارة عن( مجموعة البيانات التي تم تجهيزها بشكل يكون لها معنى لمستخدميها لاتخاذ القرارات بشأنها ، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية ، ويجب أن تضيف إلى ما يدرك مستخدموها في مكان أو عند حدث ما، وأن توضح لهم شيئاً لا يعرفونه أو لا يمكنهم التنبؤ به). أما البيانات فهي(مجموعة حقائق وافكار عن شيء ما لم تتم معالجتها). (رشيد، 2006،ص99 وأبوهيدي، 2011،ص16)

وعليه فان البيانات تمثل المادة الخام للمعلومات، تتم معالجتها من خلال خطوات ومراحل لتتحول الى معلومات. وهذه الخطوات والمراحل تتمثل في جمع البيانات وتصنيفها حتى تصبح ذات دلالة مبنية وذات معنى وقيمة. وهذا يعني ان نطاق المعلومات أوسع من نطاق البيانات. (رشيد، 2006 و أبوهيدي، 2011)

أما في مجال أسواق الاوراق المالية ، فان المعلومات والبيانات لا يختلفان من حيث الآثار القانونية (بدوي، 2006)، لذلك تم تعريفها بانها (البيانات والمعلومات المرتبطة بسوق الاوراق المالية، وأطرافه، والاوراق المالية المتداولة فيه، والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري). (توني، 2008،ص42) وانها (البيانات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة، وبالجهات المصدرة لها، وبالظروف الاخرى المحيطة بتلك الاوراق وبالاسواق، سواء المحلية أم الاقليمية أم الدولية، التي يكون لها تأثير في أسعار تلك الاوراق ارتفاعاً أو انخفاضاً). (العثمان، 2010 ص136)

1/ التقارير والنشرات: وهي من الآليات التقليدية المعتمدة عن طريق الزام أسواق الأوراق المالية والشركات المدرجة او العاملة فيها بتقديم التقارير والنشرات في فترات معينة ، كما سيتم بيانه لاحقاً.

2/ الرد على استفسارات وتساؤلات المستثمرين: يمكن للمستثمرين الحصول على المعلومات والبيانات الضرورية لاتخاذ قراراتهم بشأن تعاملاتهم في الاسواق من خلال استفسارات تطرح على الجهات المصدرة للاوراق المالية. ولا يوجد في القانون العراقي والاماراتي نص يلزم الشركات المدرجة بالرد على هذه الاستفسارات، بخلاف ما نصت عليها المادة (15) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري رقم (30) لسنة(2002) التي تلزم الشركات بتحديد مسؤول للعلاقات مع المستثمرين والانصال بالبورصة، والرد على استفسارات المساهمين والمستثمرين، كما يقوم بتوزيع النشرات الصحفية عن الشركة متضمنة المعلومات والبيانات التي تحددها البورصة. كما ألزمت لجنة عمليات البورصة في فرنسا الشركات المدرجة بتعين مسؤول او أكثر تكون مهمتهم إعلام المساهمين في الشركة، كما تم لهذا الغرض انشاء ماسمي نادي الاتصالات لمسؤولي المعلومات المالية للفرنسيين. (البريري، 2001)

ونظراً لأهمية وسيلة الاتصال هذه لتخفيف عبء توصيل المعلومات والبيانات عن أسواق الأوراق المالية، وتفعيل آليات الشفافية فيها، وتحقيق مصلحة الجهة المصدرة للاوراق المالية أيضاً الممثلة في منع نشر الاخبار غير الصحيحة التي قد تؤثر على اسعار أوراقها المالية، فترح على المشرع العراقي الزام الشركات بتحديد أحد موظفيها ك مسؤول عن معلومات الشركة، والرد على استفسارات المساهمين والمستثمرين بهذا الصدد كشرط من شروط إدراج أوراقها المالية في أسواق الأوراق المالية في العراق.

## المطلب الثاني

### مضمون المعلومات والبيانات

ان التزام الشركات المصدرة بالشفافية والافصاح ينبغي تنفيذه في مرحلتين ، الاولى عند قيام هذه الشركات بادراج أوراقها المالية في سوق التداول ، أما الثانية فتكون بعد القيام بهذا الادراج. وتبعاً لذلك يختلف مضمون هذه المعلومات والبيانات ، وهذا ما سوف نبينها وفق الآتي :

### الفرع الاول : مرحلة ادراج الاوراق المالية في سوق التداول:

يستوجب القسم(5/3) من قانون اسواق الاوراق المالية العراقي عند قيام الشركات بتقديم طلب ادراج أوراقها في أسواق التداول ان تكون قد قدمت الى هذه الأسواق وبصورة علنية البيانات المالية الحالية للشركة خلال ستة أشهر من يوم افتتاح العمليات التجارية. وللشركة أن توافق على إجراء كشف علني عن أية معلومات تؤثر وبشكل كبير على أسعار سنداتهما والتي يفترض قبولها في التعامل التجاري، وان توافق على الامتثال لباقي المتطلبات التي قد يفرضها سوق الاوراق المالية كشرط لقبول أوراقها في عملية التداول في السوق. وقد حددت هيئة الاوراق المالية بتعليمات خاصة هذا الالتزام بالتفصيل في هذه المرحلة في كل من السوق النظامي(الذي يتم من خلاله التعامل بالاوراق المالية المصدرة وفقاً للتعليمات رقم(6) لسنة(2010) المتعلقة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية)، والسوق الثاني(الذي يتم من خلاله التداول باوراق مالية بشكل تحكمه شروط الادراج واجراءات التداول الواردة في التعليمات رقم (15) لسنة 2011).

الاسواق المالية الفرنسي(www.amf-france.org). كما تم إدخال أنظمة الحاسب الآلي الى اعمال هذه الاسواق من خلال نظام التداول الالكتروني ونظام العرض على شاشات التداول.فهذه الوسائل في مجموعها تساعد أطراف التعاملات في الحصول على المعلومات بسرعة وبسهولة وبأقل تكلفة. وعلى هذا الاساس فان احد الشروط العامة لادراج الاوراق المالية في البورصة المصرية هي الزام الشركات طالبة الادراج بانشاء موقع الكتروني لها، وفق ماجاءت في المادة (6/هـ) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري رقم (11) لسنة (2014). بخلاف القانون العراقي الذي لم يتضمن نصاً بهذا الخصوص. ونظراً لأهمية هذه الوسيلة في نشر المعلومات والبيانات فترح على هيئة الاوراق المالية العراقي إلزام الشركات طالبة الادراج في اسواق الاوراق المالية بإنشاء موقع الكتروني خاص بها كشرط لادراج أوراقها المالية فيها، أو الزامهم بفتح حسابات خاصة بهم في الموقع الرسمي لاسواق الاوراق المالية أو الجهات المختصة بالاشرف والرقابة على هذه الاسواق على شبكة الانترنت.

وتجدر الاشارة هنا الى انه لا يوجد في القانون العراقي بشكل عام نظام خاص للافصاح الالكتروني وانما يقتصر الامر على آليات الافصاح التقليدية. كل ما هنالك أنه ولتسهيل عمل الوساطة في سوق العراق للاوراق المالية أصدرت هيئة الاوراق المالية العراقي التعليقات رقم(11) لسنة(2009) لتقديم البيانات المالية لشركات الوساطة المالية بشكل الكتروني فقط. أما في البورصة المصرية فان هناك نظاماً للافصاح الالكتروني وقد بدأ هذا النظام بسبع عشرة شركة مقيدة بمثلون (85%) من إجمالي راس مال السوق ، وذلك لضمان سهولة وسرعة تدفق المعلومات الواجب الافصاح عنها من قبل الشركات المقيدة في إدارة البورصة ، ومن ثم الإعلان عنها الى كافة المتعاملين في السوق.(حمدون، 2013) كما نصت المادة (1) من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (39) لسنة(2013) بشأن التطبيق الالزامي لنظام الافصاح الالكتروني على إنه(يطبق نظام الإفصاح الإلكتروني بشكل إلزامي على الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق وشركات الوساطة في الأوراق المالية اعتباراً من(1/1/2014) وذلك وفق الضوابط والمراحل التي تضعها الهيئة). كذلك الامر في فرنسا حيث أصدرت لجنة عمليات البورصة التوصية رقم (5-98) بشأن نشر المعلومات عن طريق الانترنت ، وبموجبها فان كل معلومة من شأنها أن تؤثر على سعر الأوراق المالية في البورصة يجب أن تكون محل للنشر ويتم الاعلان عنها في نفس الوقت على الانترنت الى جانب الوسائل التقليدية للافصاح (البريري، 2001)

وفي ظل هذا التقدم التكنولوجي نرى من الضروري تنظيم قواعد الافصاح الالكتروني في سوق العراق للاوراق المالية عن طريق اصدار تعليمات خاصة بها من قبل هيئة الاوراق المالية لالزام الجهات المعنية بالشفافية والافصاح بتقديم المعلومات والبيانات بشكل الكتروني فضلاً عن تقديمها بالوسائل التقليدية.

ثالثاً/ مؤشرات أسواق الاوراق المالية: وهي دلائل يستدل بها عن حالة الاسواق صعوداً أو هبوطاً باستخدام مجموعة من الاسهم تعد ممثلة لباقي الاسهم المتداولة في الاسواق. وتعد من وسائل النشر التي تعطي للمتعاملين صورة موجزة وسريعة لمستويات الاسعار على مدار الوقت.(حسين، 2008، و عبداللطيف، 1998، و العوسي، 2010)

وفي جميع الاحوال فان النشر والافصاح عن المعلومات والبيانات بواسطة هذه الوسائل يتم من خلال آليات عدة اهمها :



البيانات المالية فيها، حيث أوجب المشرع المصري في المواد (4) و(7) و(9) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية أن تقدم الشركة القوائم المالية لسنتين ماليتين سابقتين على طلب الإدراج، وبانسبة للشركات المصرية الصغيرة والمتوسطة (التي لا يقل رأس مالها عن (1) مليون جنيه ويقل رأس مالها عن (50) مليون جنيه عند تقديم طلب الإدراج لأول مرة ولا يزيد رأس مالها عن (100) مليون جنيه بعد ذلك) فانه اكتفى بتقديم القوائم المالية لسنة مالية واحدة سابقة على الطلب.

أما المادة (29/ب) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي فانها تلزم هذه الشركات ببيانات مالية تتضمن تقريراً عن السنة المالية السابقة فقط لتاريخ تقديم الطلب، وبيانات مالية مرحلية تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم الطلب وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ تقديم الطلب.

وقد الزم القانون الفرنسي أيضاً الشركات طالبة الإدراج في السوق الرسمي (Eurolist) بتقديم حساباتها المالية السنوية وذلك عن ثلاث سنوات سابقة على تاريخ الطلب. أما في سوق الشركات متوسطة وصغيرة الحجم (Alternext) فان على الشركة تقديم حساباتها المالية عن سنتين ماليتين سابقتين فقط. أما في السوق الحر (Le marche Libre) فانه لا توجد أي شروط مسبقة لإدراج الأوراق المالية فيها، وإنما يتم قيد الأوراق المالية أو دخولها للمرة الأولى الى السوق الحر بناءً على طلب الشركة المصدرة للأوراق المالية أو أحد مساهمها، وذلك على مسؤولية أحد أعضاء بورصة الأوراق المالية المعتمدين، ويقدم طلب الإدراج الى إدارة البورصة في ملف يشتمل على مجموعة من المستندات كحسابات الشركة عن سنتين ماليتين سابقتين إذا كان عمر الشركة يسمح بذلك، وأنظمة الشركة، ونشرة الاكتتاب... (العوسي، 2010)

ثالثاً / واخيراً فان المشرع العراقي انفرد من بين التشريعات محل المقارنة بالزام الشركات طالبة الإدراج بتقديم محاضر اجتماعات الهيئة العامة للشركة للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج وذلك وفق الفقرة (15) من التعليقات رقم (6) لسنة (2010) المذكورة اعلاه.

وفي المقابل فان القانون المصري متطلبات اضافية علاوة على ما تم ذكرها سابقاً، يفرضها على هذه الشركات في هذه المرحلة نبيها وفق الآتي:

1/ تشترط المادتان (1/7) و(1/9) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية نشر تقرير الافصاح في جريدتين يوميتين واسعتي الانتشار قبل بدء تداول اسهم الشركة، وفي شاشات التداول بالبورصة لمدة خمسة أيام على الاقل قبل بدء التداول على اسهم الشركة بالبورصة، فضلاً عن نشره على الموقع الالكتروني للبورصة المصرية.

2/ واخيراً فان المادة (20) من نفس القرار تستوجب أن تنشر طلبات الإدراج على شبكة الانترنت وفي النشرة اليومية للبورصة لمدة خمسة أيام عمل. وحسناً فعل المشرع المصري في فرض هذا الالتزام على الشركات طالبة الإدراج لان نشر طلبات الإدراج بهذا الشكل من شأنه تشجيع الشركات الاخرى على أن تخطو خطى شركاتها المنافسة، لذلك ندعو المشرع العراقي الى تبني نصوص مماثلة للزام الشركات بهذا الخصوص.

ففي السوق النظامي وبموجب الفقرة (6) من التعليقات رقم (6) لسنة (2010) المشار اليها اعلاه، يجب على الشركات طالبة الإدراج القيام بما يأتي:

اولاً/ تقديم تقرير من مجلس ادارة الشركة يتضمن نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة، واهدافها الرئيسية وتقييمه مدعماً بالأرقام لإداء الشركة وانجازاتها مقارنةً بالخطوة الموضوعية، والاحداث الهامة التي مرت بها الشركة حتى تاريخ تقديم الطلب، وأساء أعضاء مجلس الادارة وأساء ومناصب اشخاص الادارة التنفيذية العليا، والأوراق المالية المملوكة لهم أو لأقربائهم، وعضوية أي منهم في مجالس إدارة الشركات الاخرى، وكشف بأساء وجنسية المساهمين الذين تزيد مساهمتهم عن (1%) أو أكثر من أسهم الشركة، وعدد الاسهم التي يمتلكونها، ووصف لأي حماية حكومية أو امتيازات تتمتع بها الشركة أو أي من منتجاتها بموجب القوانين، ووصف لأي قرارات صادرة عن الحكومة أو المنظمات الدولية أو غيرها لها تأثير مادي على عمل الشركة أو منتجاتها أو قدرتها التنافسية.

وهو نفس موقف المشرع المصري وفق المادتان (8/7) و(3.4.8/18) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، وكذلك المشرع الاماراتي وفق المادتان (1) و(29/أ) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (3) لسنة (2000). مع الاختلاف في بعض التفاصيل، خاصة فيما يتعلق بنسبة المساهمة في اسهم الشركة طالبة الإدراج والواجب الافصاح عنها في هذه المرحلة، حيث ان هذه النسبة وفقاً للقانون العراقي هي (1%) أو أكثر من أسهم الشركة، ولكن حدها المشرع المصري والاماراتي بـ (5%)، كما أن المشرع العراقي والاماراتي اوجبا الافصاح عن هذه النسبة بالنسبة للمساهمين في اسهم الشركة طالبة الإدراج فقط، في حين أوجب المشرع المصري الافصاح عنها في كل من الشركة طالبة الإدراج وشركائها القابضة/ الأم والشركات التابعة والشقيقة.

ثانياً / القيام بتقديم البيانات المالية، وتتضمن وفق الفقرة (7) من نفس التعليقات البيانات المالية السنوية للسنتين السابقتين لتاريخ تقديم الطلب مشفوعاً بتقرير كل من مجلس الادارة ومدقق حسابات مستقل، والبيانات المالية الفصلية التي تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتقديم الطلب وحتى نهاية الفصل الأخير الذي يسبق تاريخ ذلك الطلب مقارنة مع الفترة المقابلة لها في السنة السابقة.

أما بالنسبة للشركات طالبة الإدراج في السوق الثاني في العراق فانها ملزمة بموجب الفقرة (ب) من المادة (2) من التعليقات رقم (15) لسنة (2011) المتعلقة بالسوق الثاني بتقديم البيانات المالية السنوية للسنة السابقة لتاريخ تقديم الطلب، وتقديم محاضر اجتماعات الهيئة العامة للشركة للسنة المالية السابقة لتاريخ الطلب، حيث ان من شروط الإدراج في هذا السوق هو مضي فترة لا تقل عن السنة على مزاولة الشركة لنشاطها واصدارها بيانات مالية سنوية واحدة على الأقل.

بقي أن نشير الى أن الشركات طالبة الإدراج في السوق النظامي ملزمة بنشر البيانات المشار اليها في موقعي السوق والهيئة الالكترونيين، وفي صحيفة يومية واحدة قبل السماح بتداول أسهمها في السوق، وذلك وفقاً للفقرة (17) من التعليقات رقم (6) لسنة (2010). ونرى انه من الضروري الزام الشركات طالبة الإدراج في السوق الثاني بنفس المتطلبات. ولكننا وبهدف تأمين شفافية أوسع نطاقاً في هذه المرحلة نقترح على هيئة الأوراق المالية العراقية الزام الشركات طالبة الإدراج في هذا السوق بنشر هذه البيانات في موقع الشركة الالكتروني الخاص بها أيضاً ونشرها في جريدة أو مجلة متخصصة.

وقد تضمن كل من القانون المصري والاماراتي والفرنسي أيضاً التزامات مماثلة لما نص عليه القانون العراقي مع الاختلاف في تحديد عدد السنوات التي يطلب تقديم

## الفرع الثاني / المرحلة اللاحقة على ادراج الاوراق المالية في سوق التداول:

تنقسم المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها في هذه المرحلة الى معلومات وبيانات يجب تقديمها في فترات معينة وبشكل دوري متكرر، واخرى ينبغي تقديمها بشكل فوري في احوال معينة ، وفق الآتي :

### اولاً/ المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بشكل دوري (الافصاح الدوري):

وتتمثل بالتقارير السنوية والفصلية التي يجب على الشركات تقديمها الى هيئة الاوراق المالية العراقية. فبالنسبة للتقارير السنوية فانه وفق القسم(6/3ب) من قانون اسواق الاوراق المالية وتعليمات الإفصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم(8) لسنة(2010) الصادرة عن هيئة الاوراق المالية يجب على تلك الشركات تزويد الهيئة بتقرير سنوي خلال مدة لا تتجاوز(150) يوماً من انتهاء سنتها المالية ونشرها بوسائل الاعلام المتاحة ، ويجب أن يتضمن هذا التقرير المعلومات والبيانات الآتية :

1/ تقرير مجلس الادارة متضمناً المعلومات المذكورة في الفقرة (1/1) من تعليمات الإفصاح للشركات المدرجة، أهمها بيان أسماء المساهمين الذي تشكل عدد الاسهم المملوكة لهم(5%) من اسهم الشركة فأكثر. وهذه النسبة تتعلق بما اطلق عليه المشرع العراقي(النسبة المؤثرة). ويلاحظ بهذا الشأن وجود ارتباك في موقف المشرع العراقي، حيث انه فرض في القسم(2/10) من قانون اسواق الاوراق المالية على كل شخص أو أشخاص متحالفين عند امتلاكهم لنسبة (10%) أو أكثر من اسهم شركة ما اشعار السوق أو الهيئة تحريراً بذلك، وليس عند امتلاكهم نسبة(5%) كما نصت عليها التعليمات اعلاه. وكذلك اوجب القيام بهذا الاشعار في حال قيامهم بأي تعامل أو تصرف يؤدي الى زيادة هذه نسبة، او انخفاض هذه النسبة بشكل تقل عن(8%).

في حين اوجب في الفقرة (2/2) من تعليمات الإفصاح عن النسب المؤثرة رقم(10) لسنة(2009) القيام بهذا الاشعار عند أي تعامل أو تصرف يؤدي الى زيادة أو انخفاض هذه النسبة بمقدار نقطة واحدة ، اي نسبة (1%).

وفي كل الاحوال فان هذه التعليمات تتعارض مع النص الوارد في قانون اسواق الاوراق المالية ، مما يعني انها تشوبها شائبة عدم المشروعية، فلا يجوز أن تتعارض التعليمات مع نص في القانون. كما يلاحظ ان المشرع لم يبين حكم عدم الامتثال بهذا الالتزام ايضاً.

2/ البيانات المالية السنوية للشركة تتضمن ارقام السنة الحالية مقارنة بالسنة السابقة ، والميزانية، وحساب الارباح والخسائر، وكشف التدفق النقدي، والايضاحات المرفقة بالبيانات المالية. وذلك وفق الفقرة(1/ب) من تعليمات الإفصاح للشركات المدرجة.

3/تقرير مدقق الحسابات يتضمن المعلومات والبيانات المدققة كما نصت عليها الفقرة (1/ج) من نفس التعليمات.

وهذه المتطلبات هي نفسها تقريباً التي يستلزمها كل من المشرع المصري في المادة (46) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية ، والاماراتي في المادة (7/36) في قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية. علماً أن مدة تقديم التقارير المالية السنوية فيها اقل، حيث يجب تقديمها خلال مدة لا تتجاوز (90) يوماً من تاريخ انتهاء السنة المالية.

أما القانون الفرنسي فانه فرض الالتزام على الشركات المدرجة لاوراقها المالية في السوق الرسمي(Eurolist) بالافصاح الدوري عن طريق نشر الحسابات السنوية

للشركة وإيداع وثيقة سنوية لدى هيئة الاوراق المالية ، تتضمن كافة المعلومات المالية بعد مرور(20) يوماً على نشر الحسابات السنوية للشركة. وتلتزم الشركات المدرجة في سوق الشركات متوسطة وصغيرة الحجم (Alternext) بنشر تقرير سنوي يتضمن القوائم المالية وأداء الشركة خلال (4) أشهر التالية لإنتهاء السنة المالية.(عجارة 2014،

وبالاضافة الى التقرير السنوي فان الفقرة(3) من تعليمات الإفصاح للشركات المدرجة العراقي تلزم الشركات عند تملكها لأكثر من(50%) من راس مال شركة أخرى اصدار البيانات المالية السنوية بشكل موحد إضافة الى البيانات الخاصة بالشركة. كما يجب عليها وفق الفقرة (2) من تعليمات تداولات الاشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (16) لسنة (2011) تزويد هيئة الاوراق المالية وسوق العراق للاوراق المالية بأسماء المطلعين على المعلومات الداخلية للشركة، وعناوين وظائفهم، وما يمتلكونها من أوراق مالية لنفس الشركة خلال (15) يوماً من بداية كل سنة.

ولكن يلاحظ بأنه لا يوجد في القانون العراقي ما يلزم الشركات بتقديم تقاريرها عن اجراءاتها المتعلقة بحوكمة الشركات على الرغم من اهمية ذلك، ونرى انه كان من الضروري على المشرع العراقي أن يسلك مسلك المشرع الاماراتي الذي لزم الشركات المدرجة في المادة (14) من القرار الوزاري بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي رقم(518) لسنة(2009) بتقديم هذا التقرير الى هيئة الاوراق المالية والسلع سنوياً أو عند الطلب خلال الفترة المحاسبية التي يشملها التقرير أو عن فترة لاحقة حتى تاريخ نشر التقرير السنوي، والذي يجب أن يتضمن مجموعة من المعلومات والبيانات أهمها (متطلبات ومبادئ استكمال نظام حوكمة الشركات ، وكيفية تطبيقها، المخالفات المرتكبة خلال السنة المالية وبيان أسبابها، وكيفية معالجتها وتجنب تكرارها مستقبلاً، كيفية تشكيل مجلس الإدارة حسب فئات أعضائه ومدة عضويتهم، وكيفية تحديد مكافآتهم ، ومكافآت المدير العام أو المدير التنفيذي أو الرئيس التنفيذي للشركة المعين من قبل مجلس الإدارة).لذلك نهيىب بالمشرع العراقي لتبني نص مماثل لما فيها من فائدة للشركة والمساهمين فيها والمتعاملين باوراقها المالية .

أما بالنسبة للتقارير الفصلية فانه وفقاً للقسم(3/6/1) من قانون اسواق الاوراق المالية والفقرة(4) من تعليمات الإفصاح للشركات المدرجة يجب على الشركات المدرجة تقديم بيانات مالية فصلية لهيئة الاوراق المالية كل ثلاثة أشهر خلال مدة لا تزيد على(60) يوماً من انتهاء الفصل، يتضمن الميزانية العامة، كما في نهاية الفصل الحالي، وميزانية عمومية مقارنة كما في نهاية السنة المالية السابقة لها، وحساب الارباح والخسائر للفصل الحالي وتراكماً للسنة المالية الحالية حتى تاريخه وحساب الارباح والخسائر للفصل المقابل له من السنة السابقة حتى تاريخه ، وكشف التدفق النقدي الحالي وتراكماً للسنة المالية الحالية حتى تاريخه مع الفترة المقابلة له حتى تاريخه من السنة السابقة، والايضاحات المرفقة بالبيانات المالية.

وقد استلتمت كل من المادة(46) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري، والمادة (7/36ب) من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتي، والمادة(1-221) من لأحة هيئة الاوراق المالية الفرنسي تقديم تقارير فصلية ايضاً، لكن ما يميز موقف هذه القوانين أن مدة تقديم التقارير هي(45) يوماً من تاريخ انتهاء الفترة المالية. لكن هذه القوانين تفرض متطلبات اضافية على الشركات المدرجة ذات العلاقة بالافصاح الدوري وذلك وفق الآتي :

1/ تفرض المادة(6) من قانون سوق رأس المال المصري ، والمادة(36) من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتي على الشركات تقديم تقارير نصف سنوية

وتضيف التشريعات المقارنة معلومات اخرى مشمولة بالافصاح الفوري، فعلى سبيل المثال تتطلب المواد من (31) الى (34) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري الافصاح بالمعلومات المتعلقة بأي إصدار جديد مقترح للسندات، وأي ضمانات تتعلق بها، وأي قرار يترب عليه استدعاء أو إلغاء أوراق مالية مسجلة سبق إصدارها، وأي تعاقدات بقيمة تزيد عن (5%) من إيرادات آخر سنة مالية، والتوزيعات النقدية أو توزيعات الاسهم المجانية أو كليهما، وأي اتفاق مقترح يترب عليه دخول مستثمرين استراتيجيين لشراء أسهم الشركة، وإقامة دعاوي قضائية ضد الشركة، والاحكام التي تصدر بشأنها، وصدور أي قرارات من الجهات الادارية تؤثر على أنشطة الشركة، وأي تعديل أو سحب أو إلغاء لهذه القرارات. وهو نفس اتجاه المشرع الاماراتي وفق المادتان (33) و(36) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع.

أما في القانون الفرنسي فان نطاق المعلومات الجوهرية بهذا الخصوص جاء بشكل اوسع حيث يشمل كافة المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المصدرة للاوراق المالية أو بالاوراق المالية محل التداول في الاسواق إذا كان من شأن هذه المعلومات إذا ما تم نشرها وإعلام المستثمرين بها أن تؤثر على الاوراق المالية المعينة أو الاوراق المالية الاخرى المرتبطة بها أو على قرار المستثمرين بشأن الاستثمار في هذه الاوراق. (العوسي، 2010، وبدوي، 2006) ويتشابه ذلك مع ما نص عليه المشرع الاماراتي، حيث انه يتطلب فضلاً عن الافصاح بالمعلومات المشار اليها سابقاً نشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاع الشركات وأنشطتها وبما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين، ولو كانت لا تؤثر على أسعار وحركة تداول اوراقها المالية في السوق، وذلك وفق احكام المادة (35) من قانون سوق الاوراق المالية، والمادة (34) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع.

ويبدو أن المشرع في قانون اسواق الاوراق المالية العراقي اراد فرض التزام مماثل لما ورد في القانون الفرنسي والاماراتي بهذا الشأن الا أنه لم يكن موقفاً في الصياغة، حيث اورد ذلك بصيغة الجواز وليس الوجوب، فقد نص في القسم (3/6/هـ) من هذا القانون على إنه ( للشركة ان تمثل لكافة المتطلبات التي يفرضها السوق كشرط لاستمرار التعامل بمثل تلك الاوراق في السوق على أن تكون كافة المعلومات المقدمة من الشركة دقيقة وموضوعية ). لذلك ندعو المشرع العراقي لاعادة صياغة هذا النص بشكل يستدل منه الوجوب وليس الجواز، فلا يمكن منطبقاً ان يكون للشركة الخيار في الامتثال لمتطلبات جعل القانون منه شرطاً لاستمرار التعامل باوراقها في الاسواق..

واخيراً يلاحظ بالنسبة للقانون المصري والاماراتي، أنه يجوز لاسواق الاوراق المالية أن تقوم بنشر المعلومات الجوهرية بعد الافصاح عنها على شاشات التداول والموقع الالكتروني للسوق اذا تم الافصاح في موعد يسمح بنشرها فوراً أو قبل أول جلسة تداول تالية، كما نصت عليه المادة (34) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري، أو عن طريق نشرها في الصحف المحلية ووسائل الإعلام المناسبة، وفق ما نصت عليه المادة (34) من قانون سوق الاوراق المالية الاماراتي. وهذا موقف متميز لان من شأن ذلك تحقيق شفافية أكثر في أسواق الاوراق المالية، لذلك نقتراح على المشرع العراقي نشر هذه المعلومات أيضاً على الموقع الالكتروني الخاص بهيئة الاوراق المالية وسوق العراق للاوراق المالية، ونشرها في جريدة أو مجلة متخصصة بنشر هذه المعلومات والبيانات.

عن نشاطها، أما المشرع الفرنسي فانه يلزم في المادة (1-221) من لائحة هيئة الاوراق المالية الشركات المدرجة في السوق الرسمي (Eurolist) نشر هذه التقارير خلال الشهرين التاليين لنهاية النصف الأول من السنة المالية وخلال (4) اشهر من انتهاء الربع الثاني من السنة المالية بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الشركات متوسطة وصغيرة الحجم.

2/ نلزم المادتان (35) و(36) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري الشركات المدرجة بنشر ملخص لتقرير مجلس الادارة وللقوائم المالية السنوية وتقرير مراقبي الحسابات وملاحظات الهيئة العامة للرقابة المالية عليها (إن وجدت) في صحيفتين يوميتين مصريتين واسعتي الانتشار إحداها على الاقل باللغة العربية وذلك قبل موعد انعقاد الجمعية العامة بـ(15) يوماً على الاقل. أما بالنسبة للشركات المتوسطة والصغيرة فان البورصة تقوم بنشر هذه المعلومات على الموقع الالكتروني للبورصة ولمدة (3) أيام عمل على الأقل.

3/ واخيراً فان القانون الفرنسي وفقاً للمادة (16-223) من لائحة هيئة الاوراق المالية يلزم الشركات المدرجة في السوق الرسمي بأن تقوم شهرياً بنشر العدد الاجمالي لحقوق التصويت وعدد الاسهم التي يتكون منها رأس المال الشركة عند التغيير فيها من خلال الموقع الالكتروني الخاص بالجهة المصدرة للاوراق المالية.

وبعد بيان المتطلبات الاضافية للتشريعات المقارنة نرى ان من الضروري أن نوصي المشرع العراقي بتبني نصوص مماثلة لما نصت عليها هذه التشريعات وذلك من خلال فرض تقديم تقارير نصف سنوية اضافة الى التقارير الاخرى وتقليل المدة الواجب تقديم التقارير السنوية فيها من (150) يوماً الى (3) اشهر، والتقارير ربع السنوية من (60) يوماً الى شهر واحد، وذلك لتوسيع نطاق الالتزام بالافصاح وتوفير المعلومات في اوقات متقاربة. كما نوصي المشرع أيضاً بالزام الشركات المفصحة بنشر هذه المعلومات والبيانات على الموقع الالكتروني الخاص بها وفي جريدة أو مجلة متخصصة بنشر هذه المعلومات والبيانات وفق ما تم اقتراحها سابقاً.

## ثانياً/المعلومات والبيانات الواجب الافصاح عنها بشكل فوري (الافصاح الفوري)

حددت المادة (5) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة العراقي المعلومات والبيانات واجب الافصاح عنها بشكل فوري، على سبيل المثال وليس الحصر. وبموجبها على الشركات المدرجة إعلام الهيئة والجمهور وبسرعة عند توافر أي معلومة جوهرية خاصة بالتغيرات الهامة التي تطرأ على موجودات الشركة والالتزامات المترتبة عليها سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، وأي مجوزات على موجوداتها، وهيكل رأس مالها، والتغيرات في ملكية اسهمها، والصفقات الكبيرة التي تعقدها الشركة، والغائبا، وتقييم مجلس الادارة للأثر المتوقع لها على ربحية الشركة ومركزها المالي، والحوادث التي تصيب الشركة وأثرها على المركز المالي، وأي خسائر أو أرباح مادية لها تأثير على المركز المالي للشركة مع بيان الاسباب، وقرارات مجلس الادارة التي قد تؤثر على أسعار الاوراق المالية المصدرة كإصدار أوراق مالية جديدة، والتغيرات في الاستثمارات الرأس مالية أو في غايات الشركة واسواقها، والشروع في الاندماج، وتوزيع الارباح، والتصنيفية الاختيارية، وكذلك قرارات الهيئة للشركة. مصادق عليها من دائرة تسجيل الشركات، والدعوة لاجتماعات الهيئة العامة غير العادي، وتشكيل مجلس ادارة جديد للشركة، واستقالة أعضاء مجلس الادارة أو مديرها المفوض، أو تملك الشركة نسبة مؤثرة في رأس مال شركة أخرى، وتملك شركة أخرى نسبة مؤثرة في رأس مال الشركة المدرجة.

## المبحث الثالث

### الرقابة الادارية على تنفيذ الالتزام بالشفافية والافصاح وتدابير مواجهة الاخلال به

لاسعار الاوراق المالية وفرضها على المتعاملين في الاسواق، ووقف العروض والطلبات التي ترمي الى التلاعب بالاسعار، والغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لاحكام القوانين أو التي تتم بسعر لا مبرر له، كما يجوز له وقف التعامل بالاوراق المالية إذا كان من شأن استمراره الاضرار بالسوق والمتعاملين فيه. اما مجلس ادارة الهيئة فانه يختص وفق احكام المادتان (4) و (10) من نفس النظام الاساسي والمادتان (43) و (49) من قانون سوق راس المال المصري بوضع قواعد الرقابة والتفتيش على الجهات الخاضعين للرقابة، من ضمنها الاشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات في السوق، والتحقق من سلامتها ووضوحها ومدى كشفها عن الحقائق، ومراقبة سلامة التعاملات التي تتم فيه، وعدم انطوائها على الغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية. وللمجلس الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركة أو مقر البورصة أو الجهة التي توجد فيها لتمتعه بصفة الضبطية القضائية في اثبات الجرائم التي تقع نتيجة مخالفة تشريعات السوق.

اما في الامارات فقد أوجبت المادة (12) من قانون سوق الاوراق المالية، والمادة (11) من القرار رقم (13) لسنة (2000) بشأن نظام عمل هيئة الاوراق المالية والسلع أن يكون لهيئة الاوراق المالية والسلع مجلس للإدارة يتمتع بصلاحيات متعددة اهمها إلزام السوق باتخاذ الإجراءات اللازمة لضمان إفصاح الشركات المدرجة عن أية تطورات جوهرية تحدث فيها، والتأكد من الشفافية ونظام الإفصاح على النحو المقرر قانوناً، وإلزام الجهات المعنية بالإفصاح العلني، وتقديم أية بيانات تتعلق بأنشطتهم.

وحسناً فعل كل من المشرع المصري والاماراتي عند تحديدهما لاختصاصات كل من رئيس الهيئات ومجالس ادارتها، لذلك نصي المشرع العراقي بتحديد بعض الصلاحيات لرئيس هيئة الاوراق المالية العراقي لكي يستطيع اتخاذ القرارات دون الرجوع الى عقد اجتماع الهيئة في حالات الضرورة والاستعجال.

أما في فرنسا فقد تم بموجب المادة (2) من قانون الامن المالي رقم (706) لسنة (2003) توحيد الجهات التي كانت تتولى الاشراف على أسواق الاوراق المالية، حيث تم دمج لجنة عمليات البورصة ومجلس الاسواق المالية والمجلس التأديبي للتنظيم المالي في هيئة واحدة سميت بهيئة الاسواق المالية. كما تم دمج اللائحة العامة لكل من هذه الجهات في اللائحة العامة لهيئة الاسواق المالية. (عبارنة، 2014) وتختص هذه الهيئة بسلطة تظلم كافة جوانب العمل في الاسواق ومن ضمنها الالتزام بالشفافية والافصاح، والرقابة على سلامة التعاملات التي تجري في الاسواق للتأكد من خلوها من الغش أو التديليس و غيرها من المخالفات (الرافعي، 2007)

### الفرع الثاني / مجلس ادارة أسواق الاوراق المالية:

يدار سوق العراق للاوراق المالية ويعمل تحت اشراف مجلس ادارة السوق (مجلس المحافظين) بموجب القسم (1/6) من قانون اسواق الاوراق المالية. وقد خولت المادة (6/6) من النظام الداخلي للسوق هذا المجلس بمهامه الرقابية من خلال اختصاصاته المتمثلة برسم السياسة العامة والاطار التنظيمي للسوق، وإعداد قواعد التداول فيه، واتخاذ ما يلزم من اجراءات بشأن العمليات المشبوهة استناداً الى القانون والنظام الداخلي للسوق. ويقابل هذا المجلس، كل من: مجلس إدارة البورصة في مصر وفق ما نصت عليه المادتان (6) و (7) من قرار رئيس الجمهورية بشأن الاحكام المنظمة لادارة البورصة المصرية وشؤونها المالية رقم (191) لسنة (2009)، والمادة (21) من قانون سوق رأس المال المصري. ومجلس ينشأ بقرار من السلطة المحلية المختصة وترخيص من هيئة الاوراق المالية والسلع في القانون الاماراتي، وفق ما

ان مجرد تبني النصوص القانونية التي تلزم الشركات بهذا الالتزام لا يكفي لوحده ما لم تكن هناك رقابة ادارية من الجهات المعنية في هذه الاسواق تمتلك من الوسائل والتدابير القانونية الفعالة التي تضمن الامتثال الكامل بمتطلباته. وعلى هذا الاساس فان وجود الجهات الرقابية في هذه الاسواق يعد امراً بالغا في الاهمية لضمان قيام الشركات بتنفيذ هذا الالتزام، واتخاذ الاجراءات المناسبة بحقها عند الاخلال به. وللبحث في ذلك تقسم هذا المبحث على مطلبين، نخصص الاول لبيان الجهات الادارية المختصة بالرقابة والاشرف على تنفيذ هذا الالتزام، بينما نخصص المطلب الثاني لبيان التدابير القانونية لمواجهة حالات الاخلال به، وذلك وفق الآتي:

## المطلب الأول

### الجهات الادارية المختصة بالرقابة والاشرف

ان الجهات الادارية التي تمتلك سلطة الرقابة والاشرف في اسواق الاوراق المالية تتمثل في هيئة الاوراق المالية ومجلس ادارة اسواق الاوراق المالية اضافة الى رقابة مندوب الحكومة في بعض القوانين، نبيها وفق الآتي:

### الفرع الاول / هيئة الاوراق المالية :

تمتلك هيئة الاوراق المالية العراقي التي تأسست وفقاً للقسم (1/12) من قانون اسواق الاوراق المالية صلاحيات واختصاصات واسعة ومهمة تتمحور وفق احكام القسم (4/3/6/3/ج)، والقسم (12/12) من نفس القانون حول منح محلة للشركات المدرجة من أجل تدقيق وتقديم التقارير المالية السنوية، ومراجعة الاجراءات الخاصة بالسوق واعطاء رأي حولها، والزام الجهات العاملة في السوق بالمحافظة على سجلات خاصة بهم، واعداد التقارير المتعلقة بأوضاعهم المالية وأعمالهم، ومراقبة العمليات التجارية الحاصلة في السوق، والمصادقة على انظمة ولوائح السوق، واصدار الانظمة والعمليات لغرض الكشف عن المعلومات والتقارير التي يتطلب نشرها للجمهور والمتوفرة لدى الشركات المعروضة اوراقها المالية للاكتتاب وتوزيعها وتبادلها في سوق الاوراق المالية. كما تختص وفق القسم (14/5) والقسم (15/12) من نفس القانون أيضاً بتلقي الاشعارات بمجالات حدوث اخلال بالقانون أو انظمة أو تعليمات السوق، والحصول على أية معلومات تخص السوق من أجل مراقبة تطبيق احكام القانون، سواء من الوسطاء أو وكلائهم أو الموظفين أو المستثمرين دون ان يتوقف ذلك على قبول الطرف المقابل.

أما في القانون المصري فان الهيئة العامة للرقابة المالية تختص بالرقابة والاشرف على هذه الاسواق بموجب المادة (3) من نظامها الاساسي رقم (192) لسنة (2009)، لكن ما يميز به موقف القانون المصري مقارنة بالقانون العراقي انه اناط صلاحيات مهمة برئيس الهيئة ومجلس ادارتها، حيث يكون للرئيس وفقاً للمادتان (21) و (22) من قانون سوق رأس المال المصري، عند وجود اسباب خطيرة، تعيين حد أعلى وأدنى

اما في المرحلة اللاحقة على ادراج الاوراق المالية ، فان تأخير الشركات بتقديم البيانات المالية السنوية يترتب عليه ان تفرض عليها غرامة مالية مقدارها (250) الف دينار العراقي عن كل شهر تأخير أو جزء منه لمدة (60) يوماً فقط، وعند استمرار المخالفة يتم إيقاف التداول باوراقها المالية في السوق، ولا يسمح باعادة التداول بها إلا بعد الايفاء بمتطلبات الافصاح وتقديم البيانات المالية السنوية وتسديد الغرامات الشهرية إضافة الى مليوني دينار عراقي لقاء إعادة تداولها، وذلك وفقاً للفقرة (1) من تعليمات مستلزمات الافصاح رقم (14) لسنة (2011). أما اذا كانت البيانات المالية فصلية فان مقدار الغرامة تكون (50) الف دينار لمدة شهر واحد أو جزء منه ، وبعد انتهاء هذه الفترة يوقف التداول بأسهمها في السوق، ولا يعاد التداول بها الا بعد الايفاء بمتطلبات الافصاح وتسديد مبلغ الغرامة، وذلك وفقاً للفقرة (2) من نفس التعليمات. وفي حال استمرار إيقاف التداول لمدة ستة اشهر دون ان تقوم الشركة بالافصاح فانه يجوز للهيئة اصدار قرار بشطب اوراقها المالية وفقاً للفقرة (رابعاً/ و) من تعليمات إيقاف تداول وشطب ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية رقم (3) لسنة (2012). وكذلك يجوز لمجلس المحافظين اصدار قرار بتنزيل الشركات المدرجة في السوق النظامي الى السوق الثاني وذلك بعد مصادقة الهيئة على القرار. وفقاً للفقرة (أ/وأولاً) من المادة (4) من تعليمات السوق الثاني رقم (15) لسنة (2011). علاوة على ذلك يجوز للجنة الانضباط في السوق في حالة مخالفة الافصاح الدوري من قبل الشركات فرض عقوبات مختلفة حسب درجة خطورة المخالفة وهي (التنبيه، الانذار، الغرامات المالية أو تعويض، وغيرها)، كما نصت على ذلك المادة (5/11) من النظام الداخلي للسوق.

أما بالنسبة لاخلال الشركات بمتطلبات الافصاح الفوري أو تأخيرها ، فان القانون العراقي لم يحدد الجزاءات والعقوبات التي تفرض على المخالفين لهذا الالتزام ، كل ما هنالك انه نص في الفقرة (6) من التعليمات رقم (8) لسنة (2010) على انه (للهيئة أن تتخذ الاجراءات القانونية المناسبة على المخالفين لهذه التعليمات) ، دون أن يبين المقصود بهذه الاجراءات المناسبة ، كما أن اتخاذ هذه الاجراءات بموجب هذا النص امر جوازي، لذلك نرى من الضروري للهيئة تحديد العقوبة وجعل فرضها وجوبياً عند الاخلال بالالتزام بالافصاح الفوري كما هو الحال عند مخالفة الالتزام بالافصاح الدوري. ومع ذلك نرى انه يجوز للهيئة اصدار قرار بشطب الاوراق المالية للشركات المخالفة لهذا الالتزام وفقاً للفقرة (رابعاً/ز) من تعليمات إيقاف تداول وشطب ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية إذا رأت مبرراً لذلك. وكذلك يجوز للجنة الانضباط في السوق فرض نفس العقوبات المذكورة بشأن الامتناع أو التأخير عن الافصاح الدوري.

أما القانون المصري فانه لم يميز بهذا الشأن بين الافصاح الفوري و الدوري، حيث يعاقب بموجب المادتان (65) و(65مكررة) من قانون سوق رأس المال المصري بالحبس والغرامة التي لا تقل عن (عشرين الف) جنيه ولا تزيد عن (مليون) جنيه أو بأحدى هاتين العقوبتين كل من خالف متطلبات الافصاح، ويعاقب بغرامة قدرها ألفا جنيه عن كل يوم تأخير في تسليم القوائم المالية، وعند استمرار اخلال الشركات وعدم ايفائها بالتزامها بالافصاح بعد انتهاء شهر من تاريخ إخطارها من قبل البورصة ، تشطب أوراقها المالية في البورصة ، وفق ما نصت المادة (2/53) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية. وفي حالة توقيع العقوبات السالبة للحرية فانها تفرض وفق المادة (68) من نفس القانون على المسؤول عن الادارة الفعلية في الشركة ، وتكون أموال الشركة ضامنة في جميع الاحوال للوفاء بما يحكم بها من غرامات مالية.

نصت على ذلك المادة (22) من قانون سوق الاوراق المالية الاماراتي. والمجمع (Le college) الذي يتولى إدارة هذه الاسواق في القانون الفرنسي. ( مؤمن، 2007، و الرافعي، 2007، وعارنة، 2014)

### الفرع الثالث/ مندوب الحكومة :

تتميز القانون المصري والفرنسي في تبنيها لنظام اخر للمراقبة والاشراف على البورصة والمتمثل في رقابة المندوب الحكومي ، ففي القانون المصري يعين وزير الاقتصاد لدى كل بورصة مندوباً أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وفقاً للمادة (102) من اللائحة العامة لبورصات الاوراق المالية لسنة (1957)، والتي لا تزال أحكامها سارية بما لاتعارض مع احكام قانون سوق رأس المال المصري. (بدوي، 2006، ص98) ويجوز لهذا المندوب حضور ومراقبة وابداء الرأي، دون الحق في التصويت، في اللجان الفرعية المختلفة للبورصة ، كما يحق له الاعتراض على قرارات هذه اللجان إذا ما صدرت بالمخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها أو المصالح العامة فيها. وعند عدم اخذ اعتراض المندوب بنظر الاعتبار فان القرار الذي يصدر عن هذه اللجان يكون باطلاً. وهو نفس المسلك الذي اتجهه المشرع الفرنسي أيضاً بخصوص تعيين مندوب الحكومة لحضور جلسات هيئة الاسواق المالية دون حق التصويت، والذي يمكنه أيضاً طلب اعادة النظر في القرارات التي يتخذها المجمع (Lecollege). (الرافعي، 2007)

وحسناً فعل المشرع المصري والفرنسي في تبني هذا النظام لاهمية وظائف أسواق الاوراق المالية وتأثيرها على الاقتصاد الوطني ، لذلك نقتراح على المشرع العراقي إلزام الحكومة بتعيين مندوب لها في مجلس ادارة اسواق الاوراق المالية في العراق ، واعطائه الحق في حضور جلسات المجلس، وابداء الرأي حول المواضيع التي تطرح فيها دون حق التصويت ، لتعزيز رقابة الحكومة على هذه الاسواق مستقبلاً.

### المطلب الثاني

#### التدابير القانونية لمواجهة حالات الاخلال بالالتزام بالشفافية والافصاح

تتخذ حالات الاخلال بهذا الالتزام صوراً متعددة اهمها ، الامتناع عن تقديم المعلومات والبيانات أو التأخير في تقديمها ، والنشر و الافصاح الكاذب أو المضلل. لذلك تبنت القوانين المقارنة التدابير القانونية لمواجهة هذه الحالات ، وذلك وفق الاتي:

#### الفرع الأول/ الامتناع عن تقديم المعلومات والبيانات أو تأخير تقديمها :

ان امتناع أو تأخير الشركات المدرجة عن تقديم المعلومات والبيانات يمكن ان يتم في مرحلة ادراج الاوراق المالية أو بعد ذلك، ففي مرحلة ادراج الاوراق المالية، وبما انه وفقاً للتقسيم (6/6هـ) من قانون اسواق الاوراق المالية العراقي يقوم مجلس المحافظين بمراجعة طلبات قبول الاوراق المالية لغرض التداول ، فانه إذا تبين أن الطلبات لم تستوف الشروط المطلوبة للافصاح حينها يجوز رفض المصادقة عليها وعدم قبول ادراج الاوراق المالية المطلوبة. وهذا ما نصت عليه المادة (21) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري، والمادة (12) من قرار مجلس الوزراء الاماراتي في شأن النظام الخاص بإدراج الاوراق المالية والسلع رقم (12) لسنة (2000) أيضاً. وكذلك الحال في القانون الفرنسي أيضاً. (العوسي، 2010)

ونرى انه لوقوع هذه الصورة من الاخلال ينبغي أن تكون المعلومة الكاذبة أو المضللة ذات تأثير على اسعار الاوراق المالية حتى لو لم يقع ضرر جراء ذلك ، لان غرض المشرع بهذا الصدد يتمثل في الحفاظ على استقرار الاسواق المالية بالدرجة الاساس.

وقدر تعلق الامر بالقانون العراقي فان المشرع في(218) من قانون الشركات رقم(21) لسنة(1997) المعدل نص على تجريم النشر والافصاح الكاذب أو المضلل، ومعاقبة أي مسؤول في شركة تعتمد اعطاء بيانات أو معلومات غير صحيحة الى جهة رسمية حول نشاط الشركة أو نتائج عملياتها أو وضعها المالي أو اسهم وحصص أعضائها أو كيفية توزيع الارباح فيها ، بالحبس لمدة لا تزيد عن سنة واحدة أو غرامة لا تزيد عن(12) مليون دينار، ويجوز تنفيذ العقوبات بناءً على جسامته المخالفة. أما في التشريعات الخاصة بأسواق الاوراق، المالية فان المشرع العراقي لم يأت بنص خاص حول معاقبة مرتكبي هذه الصورة من الاخلال بالشفافية والافصاح، لكننا نرى ان العقوبات الواردة في القسم(15) من قانون اسواق الاوراق المالية والتي تتضمن فرض غرامات مادية او السجن يمكن ان تطبق ، وكذلك العقوبات الانضباطية المنصوصة عليها في المادة (5/11) من النظام الداخلي للسوق ، والتي اشترنا اليها سابقاً ، باعتبار هذه النصوص نصوصاً عامة.

اما في قانون سوق رأس المال المصري فان المادة (63) تنص على المعاقبة بالحبس لمدة لا تزيد على(5) سنوات وبغرامة لا تقل عن(50) الف جنيه ولا تزيد على(20) مليون جنيه أو باحدى هاتين العقوبتين كل من اثبت عمداً في نشرات الاكتتاب أو التقارير أو الوثائق أو الاعلانات المتعلقة بالشركة بيانات غير صحيحة أو مخالفة لاحكام القانون أو غير في هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة أو عرضها عليها، وكل من أصدر عمداً بيانات غير صحيحة عن الاوراق المالية التي تتلقى الاكتتاب فيها جهة مرخص لها بتلقي الاكتتابات ، وكل من عرض تقارير على الجمعية العامة للشركة تتضمن بيانات كاذبة، او عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريقة التدليس التأثير على أسعار السوق. فضلاً عن هذه العقوبات يجوز وفق المادة (69) من نفس القانون الحكم بالحرمان من مزاولة النشاط الذي وقعت الجريمة بمناسبةه لمدة لا تزيد عن(3)سنوات، وفي حالة العود يكون الحكم بهذه العقوبة الاخيرة أمراً وجوبياً. ففي قضية تتخلص وقائعها في قيام رئيس مجلس ادارة احدى شركات المقاولات المدرجة في البورصة المصرية بنشر معلومات غير صحيحة على الانترنت مفادها وجود عرض شراء لاسهم الشركة بسعر يزيد عن السعر المتداول به، وذلك للترويج لهذه الاسهم لإقبال المتعاملين عليه وللظفر بفارق السعر بين السعر المتداول به عن سعر العرض ، وعلى هذا الاساس قام ببيع كميات كبيرة منها محققاً أرباحاً طائلة ، ولكن بعد الكشف عن عدم صحة هذه المعلومات تم الزام رئيس المجلس بإعادة شراء كافة الاسهم المعروضة للبيع ب(46جنيه) خلال الفترة من(2006/12/18)حتى(2007/1/31)، كما تم احالته من قبل النيابة العامة للمحكمة الجنائية لمعاقبته وفق المادتان (63) و(65مكررة) من قانون سوق رأس المال ، فضلاً عن إيقاف التعامل باسمه الشركة مؤقتاً.(الضبع،2007)

أما المادة (322) من القانون الاتحادي في شأن الشركات التجارية الاماراتي رقم(8) لسنة(1984)، فانها تعاقب بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف درهم أو ياحدى هاتين العقوبتين كل من أثبت عمداً في وثائق الشركة بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون، وكذلك كل من وقع هذه الوثائق أو وزعها مع علمه بذلك ، وكل مدير أو عضو مجلس ادارة أو مصف ذكر عمداً بيانات كاذبة في الميزانية وفي حساب الأرباح

أما في القانون الاماراتي فان الاجراء يتمثل في قيام الهيئة برسائل خطابات إنذار للشركة ، ونشرها على موقعها الالكتروني(العثمان، 2010)، وفرض غرامة مالية لا تتجاوز مائة ألف درهم، وفق الاحكام الواردة في المواد(14)و(15)و(37)من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع، وتعليق إدراج الاوراق المالية للشركة إذا لم تتم باصدار التقارير المطلوبة قانوناً. وفي حال استمرار التعليق لمدة (6) أشهر يمكن اصدار قرار بإلغاء إدراجها. اما اذا كان الاخلال متعلقاً بمتطلبات الافصاح الفوري فان السوق يقوم بإحالة الموضوع الى هيئة الاوراق المالية والسلع للبت فيه ، وللهيئة فرض عقوبة الإنذار أو الغرامة المالية التي لا تتجاوز مائة ألف درهم أو تعليق ادراج الاوراق المالية للشركة المخالفة لمدة لا تزيد عن ستة أشهر أو إلغاء ادراج اوراقها المالية، وذلك استناداً الى المادتان (17)و(37) من نفس القرار.

اما في القانون الفرنسي فان لاجراء يتمثل بقيام هيئة الاسواق المالية بنشر قائمة بأساء الشركات المخالفة في تقريرها السنوي واطار الجهات القضائية المختصة لاتخاذ الاجراءات اللازمة بحقها. وعلى الرغم من عدم وجود نص خاص بخصوص الاخلال بمتطلبات الافصاح الفوري، لكن للهيئة في جميع الاحوال عند وجود المخالفات فرض غرامة مقدارها (1.5) مليون يورو أو عشرة أضعاف الارباح التي تحققها الشركات نتيجة مخالفتها. ولا شك ان هذه العقوبة تشمل الاخلال بمتطلبات الافصاح الفوري أيضاً. (العوسي،2010)

وبعد استعراض موقف القوانين المقارنة نلاحظ عدم كفاية مبلغ الغرامات في القانون العراقي لجزر الشركات المخالفة ولردع غيرها ، لذلك نقترح زيادة هذه المبالغ بشكل تكون رادعة للشركات العاملة في الاسواق. كما لا نرى مانعاً من اقرار المشرع للعقوبات السالبة للحرية التي يمكن فرضها على المسؤول عن الادارة الفعلية في الشركات التي لا تمتثل لهذا الالتزام نظراً لاهميته لاستقرار اسواق الاوراق المالية.

### الفرع الثاني/ النشر و الافصاح الكاذب أو المضلل :

المقصود بالكذب في المعلومات والبيانات هو إدعاء وزعم مخالف للحقيقة بهدف تضليل المتلقي عن طريق تزييف الحقيقة. أما التضليل فيقصد به أي بيان غير صحيح يتعلق بمعلومة جوهرية أو أي حذف أو إخفاء لمعلومة صحيحة ودقيقة.(مصاورة،2012، ص254) وهذا يعني إن نطاق الافصاح المضلل أوسع من الافصاح الكاذب، لان الاخير نشر لمعلومات وبيانات غير مطابقة للواقع، أما الافصاح المضلل فتستخدم فيه طرق احتيالية عن طريق نشر المعلومات والبيانات الكاذبة أو إخفاء المعلومات والبيانات الصحيحة لاجل تكوين القناعة لدى متلقيها.(مصاورة،2012) وفي كل الاحوال من شأن النشر والافصاح الكاذب أو المضلل زعزعة الاستقرار في الاسواق والتعاملات التي تجري فيها.

ويناقش الفقه مسألة مدى اشتراط وقوع الضرر لقيام المسؤولية عن النشر والافصاح الكاذب أو المضلل ، حيث يرى جانب منهم (توني، 2008) أنه وإن كان الافصاح الكاذب أو المضلل يمثل إخلالاً في حد ذاته، الا أنه يشترط فيه وقوع الضرر. أما البعض الاخر (البريري،2001)فيرى ان ذلك يمثل جريمة في حد ذاته لما لها من تأثير على استقرار اسواق الاوراق المالية ، لذلك رتبت لها عقوبات رادعة في قوانين الدول المختلفة ، دون اشتراط وقوع ضرر مباشر تلحق بأحد المستثمرين.

كما يناقش الفقه طبيعة المعلومات الكاذبة أو المضللة ، فيما اذا كانت الاشاعة ، سواء كانت مؤثرة على اسعار الاوراق المالية أم لا، كافية لتحقيق هذه الصورة من الاخلال بهذا الالتزام ، ام ان الاخلال يحدث فقط عندما تكون المعلومة مؤثرة على اسعار الاوراق المالية.(عبدالعاطي،2013)

7- يخلو القانون العراقي من نص يلزم الشركات بتخصيص أحد موظفيها للرد على استفسارات المستثمرين، على الرغم من أهمية ذلك للافصاح بالمعلومات والبيانات ومنع نشرها بشكل مفضل والذي يمكن ان يؤثر في أسعار اوراقها المالية في الاسواق.

8- لم ينظم القانون العراقي نظاماً خاصاً بالنشر والافصاح الالكتروني على الرغم من أهمية ذلك للحصول على المعلومات والبيانات بأسرع وقت وبأقل تكلفة، انطلاقاً من ذلك يؤخذ على موقف المشرع العراقي ما يأتي:

أ - لم يلزم الشركات بإنشاء موقع الكتروني خاص بها كشرط لادراج اوراقها المالية في الاسواق. كما لم يلزم الشركات طالبة الادراج في السوق الثاني بنشر البيانات المالية في موقعي السوق والهيئة الالكترونين قبل السماح بتداول أسهمها، كما فعل بالنسبة للشركات طالبة الادراج في السوق النظامي.

ب- لم يلزم الشركات بنشر طلبات الادراج على شبكة الانترنت لمدة معينة، على الرغم من أهمية ذلك في تشجيع الشركات الاخرى على أن تخطو خطى شركاتها المنافسة.

9- من الضروري العمل على تحقيق قدر من التوازن بين متطلبات الالتزام بالشفافية والافصاح، وحق الشركات في حماية أسرارها، و الوقاية من المنافسة غير المشروعة.

10- لم يلزم القانون العراقي الشركات المدرجة بالافصاح عن اجراءاتها المتعلقة بحوكمة الشركات، على الرغم من أهمية هذه الاجراءات لاستقرار الاسواق وحماية المستثمرين فيها.

11- لم يكن القانون العراقي موفقاً بشأن فرض التدابير العقابية لمواجهة الاخلال بالالتزام بالشفافية والافصاح، وذلك في حالات مخالفة الالتزام بالافصاح الفوري، والافصاح عن النسب المؤثرة، والافصاح الكاذب أو المفضل. علاوة على ان مبالغ الغرامات المحددة في حالة مخالفة الالتزام بالافصاح الدوري غير كافية، ولا تتناسب مع جسامه الاثار التي قد تترتب عليها، ولا تمثل زجراً للشركات المخالفة وردعاً لغيرها. كما لم ينص على امكانية فرض العقوبات السالبة للحرية على المسؤول عن الادارة الفعلية للشركات التي لا تتمثل بمتطلبات الالتزام بالشفافية والافصاح.

12- يلاحظ على القانون العراقي الارتباك والتناقض في تنظيمه للنسبة المؤثرة، علاوة على تعارض التعليمات الخاصة بها مع قانون اسواق الاوراق المالية، مما يشوبها شائبة عدم المشروعية.

13- لم يكن القانون العراقي موفقاً بشأن فرض التدابير العقابية لمواجهة حالات الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية غير المصحح عنها، حيث لم يرد فيه نص خاص لتحديد عقوبات خاصة يمكن فرضها على القائم بهذا الاستغلال او المستفيد منه، كما لم يرد فيه ايضاً نص خاص بخصوص ابطال التعاملات التي تتم بناءً على هذا الاستغلال غير المشروع.

### ثانياً/ التوصيات :

لغرض معالجة اوجه القصور في التنظيم القانوني للالتزام بالشفافية والافصاح في اسواق الاوراق المالية نوصي المشرع العراقي بما يأتي :

1- القيام بتنظيم قواعد الافصاح الالكتروني في اسواق الاوراق المالية، والزام الشركات بإنشاء موقع الكتروني خاص بها كشرط لادراج اوراقها المالية في هذه الاسواق، أو فتح حسابات خاصة بها في الموقع الالكتروني لاسواق الاوراق المالية أو الجهات المختصة بالاشرف والرقابة على هذه الاسواق. ولهذا الغرض نقتح إضافة هذا النص الى القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية العراقي :

والخسائر أو أغفل عن عمد ذكر وقائع جوهرية في هذه الوثائق وذلك بقصد اخفاء حقيقة المركز المالي للشركة، وكل مراجع حسابات تعتمد وضع تقرير كاذب عن نتيجة مراجعته أو أخفى عمداً وقائع جوهرية فيه. كما نصت المادتان (36) و(41) من قانون سوق لاوراق المالية الامارتي على عقوبة الحبس لمدة لا تقل عن (3) أشهر ولا تجاوز (3) سنوات وبغرامة لا تقل عن مائة الف درهم ولا تزيد عن مليون درهم أو باحدى هاتين العقوبتين كل من يقدم أي بيانات أو تصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية للاوراق المالية أو على قرار المستثمر بها.

أما في القانون الفرنسي فان المادة (L465-2) من القانون النقدي والمالي لسنة (2000) تعاقب بالحبس لمدة سنتين وغرامة مليون ونصف يورو وكل شخص يقوم بأية وسيلة بنشر معلومات كاذبة أو مضللة على الجمهور تتعلق بموقف احدى الجهات التي يتم تداول اوراقها المالية في سوق منظم، أو تطورات أداة مالية فيها بشكل يؤثر في الاسعار، ويمكن أن تشدد الغرامة الى عشرة أمثال الرجح المحتمل تحققه ودون أن تقل الغرامة عن هذا الرجح، أو باحدى هاتين العقوبتين. وعلى هذا الاساس قضت محكمة جنح ربيتي الفرنسية في (10/2/1997) بإدانة رئيس مجلس إدارة احدى الشركات بنشر معلومات وبيانات كاذبة بهدف إعطاء صورة ايجابية عن الشركة في السوق لكي تؤمن على استمرار التسهيلات البنكية الضخمة المعطاة لها. (سلام، 2013)

ويعد بيان موقف التشريعات المقارنة تبين لنا أن هناك نقصاً تشريعياً في قانون اسواق الاوراق المالية العراقي لعدم احتوائه على عقوبات خاصة تفرض عند حدوث هذه الصورة من الاخلال بالالتزام بالشفافية والافصاح في اسواق الاوراق المالية، لذلك نقتح على المشرع العراقي أن ينص صراحة على تجريم هذه الصورة من الاخلال، وتحديد العقوبات المناسبة لها.

## الخاتمة

### اولاً/ الاستنتاجات:

1- بعد الالتزام بالشفافية والافصاح من مقومات استقرار اسواق الاوراق المالية ومن متطلبات ادراج الاوراق المالية وقبول تداولها في هذه الاسواق.

2- الشفافية تعني جعل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المصدرة للاوراق المالية متوفرة للاطلاع عليها. اما الافصاح فيقصد به وجوب قيام هذه الشركات بتقديم المعلومات والبيانات بصفة دورية أو عند الطلب الى الجهات المختصة لغرض الاستفادة منها في اسواق الاوراق المالية.

3- أن نطاق الالتزام بالافصاح أوسع من نطاق الالتزام بالشفافية، لان الالتزام بالشفافية يستوجب توفير المعلومات والبيانات والسماح بالإطلاع عليها فقط، أما في الالتزام بالافصاح فانه يجب تقديم المعلومات والبيانات وتوصيلها بصفة دورية أو عند الطلب وتحميلها الى علم الجمهور.

4- لم ينظر القانون العراقي للافصاح الاختياري الا بخصوص شروط استمرار التعامل بالاوراق المالية للشركات المدرجة في الاسواق، في حين ان فرض الامتثال بهذه الشروط ينبغي ان يرد بصيغة الوجوب وليس الجواز.

5- ان للالتزام بالشفافية والافصاح ذاتية تميزه عما يشته به من حيث اساسه المتمثل بالقانون. ونطاق الملتزمين به والمستفيدين منه دون وجود رابطة عقدية تربط بينهم.

6- لم يحدد المشرع العراقي المقصود بعميار (التأثير بشكل كبير) بشأن المعلومات والبيانات الواجب الافصاح بها، مما يثير الخلاف بشكل قد يؤدي الى تضيق النطاق الموضوعي لهذا الالتزام.

(على كل شخص طبيعي أو معنوي اشعار الهيئة والسوق خلال مدة اسبوع عن أي تعامل أو تصرف يؤدي الى زيادة أو انخفاض نسبة اسهمه عن (10%) بمقدار نقطة واحدة).

10- اعطاء بعض الصلاحيات لرئيس هيئة الاوراق المالية ضمن صلاحيات الهيئة ، لكي يستطيع اتخاذ القرارات في حالات الضرورة والاستعجال دون الرجوع الى الهيئة.

11- إلزام الحكومة بتعيين مندوب لها في مجلس ادارة اسواق الاوراق المالية لمجلس المحافظين)، واعطائه الحق في حضور جلسات المجلس وإبداء الرأي حول المواضيع التي تطرح فيها دون حق التصويت، لتعزيز رقابة الحكومة على هذه الاسواق في العراق.

12- إعادة النظر بشأن العقوبات التي يمكن فرضها عند الاخلال بمتطلبات الالتزام بالشفافية والافصاح، ولهذا الغرض نوصي المشرع بما يأتي:

أ- زيادة مبالغ الغرامات التي تفرض على الشركات المدرجة في حال مخالفتها للالتزام بالافصاح الدوري بشكل تكون رادعة للشركات العاملة في الاسواق.

ب- تحديد عقوبات خاصة يمكن فرضها على الشركات المدرجة عند مخالفتها للالتزام بالافصاح الفوري.

ج- تحديد عقوبات خاصة يمكن فرضها عند حدوث مخالفات بشأن الالتزام بالافصاح عن النسب المؤثرة.

د- اقرار عقوبات سالية للحرية يمكن فرضها على المسؤول عن الادارة الفعلية للشركات التي لا تمتثل لمتطلبات الشفافية والافصاح.

12- تجريم النشر والافصاح الكاذب أو المضلل وتحديد العقوبات المناسبة له، ولهذا الغرض نقتح النص الآتي :

( يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن (25) مليون دينار ولا تزيد عن ضعفين من الارباح المتحقق أو المحتمل تحققها أو باحدى هاتين العقوبتين كل من يقوم بنشر أو تقديم المعلومات والبيانات الكاذبة أو المضللة بشكل يؤثر على أسعار الاوراق المالية سلباً أو إيجاباً).

13- النص صراحةً على بطلان التعاملات التي تتم بناءً على الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية غير المصحح عنها، وتحديد عقوبات خاصة تفرض على كل من يقوم بالتعامل بالاوراق المالية بناءً على هذه المعلومات أو يقوم بتسريبها سواءً كان لحسابه أو لحساب غيره، والمستفيدين من ذلك. ولهذا الغرض نقتح على المشرع تبني النص الآتي:

1- يقع باطلاً كل تعامل بالاوراق المالية يتم بناءً على استغلال غير مشروع للمعلومات الداخلية غير المصحح عنها. 2- يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن (50) مليون دينار ولا تزيد عن أربعة أضعاف الارباح المتحقق أو المحتمل تحققها أو باحدى هاتين العقوبتين كل من يقوم بالتعامل بالاوراق المالية بناءً على استغلال غير مشروع للمعلومات الداخلية غير المصحح عنها لحسابه أو لحساب غيره أو يقوم بتسريب هذه المعلومات الى الغير، أو كل من يستفيد من الاستغلال غير المشروع لهذه المعلومات).

### قائمة المصادر:

اولاً/ القرآن الكريم .

ثانياً / الكتب :

البهجي ، د. عصام أحمد ، 2014، الالتزام بالشفافية والافصاح في عقود الاستثمار والاستهلاك والعلاج الطبي ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية .

(على الشركات طالبة الادراج القيام بانشاء موقع الكتروني لها على شبكة الانترنت لنشر المعلومات والبيانات المطلوبة قانوناً فور ادراج اوراقها المالية في السوق وقبل بدء التداول عليها).

2-الزام اسواق الاوراق المالية باصدار جريدة أومجلة متخصصة للاستفادة منها في نشر متطلبات السوق، منها بيان الاكتتاب بالاوراق المالية للشركات، والبيانات المالية للشركات طالبة الادراج ، والطلبات المقدمة للادراج في الاسواق، والمعلومات والبيانات التي تتلقاها الهيئة من الشركات والتي تقرر نشرها ، وغير ذلك.

3-الزام الشركات بتعيين مسؤول للعلاقات يختص بالرد على تساؤلات المساهمين والمستثمرين، وذلك كشرط من شروط إدراج اوراقها المالية في الاسواق. ولهذا الغرض نقتح اضافة هذا النص الى القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية العراقي :

(على الشركات طالبة الادراج في السوق تعيين مسؤول للعلاقات مع المستثمرين، يكون مسؤولاً عن الاتصال بالسوق والرد على استفسارات المساهمين والمستثمرين وتوزيع النشرات الصحفية عن الشركة متضمنة المعلومات والبيانات التي تحددها السوق).

4-لغرض اقامة نوع من التوازن بين حق الشركات في حماية أسرارها والتزامها بالشفافية والافصاح ، نوصي المشرع بتبني النص الآتي في القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية :

(للجهات المفصحة تقديم طلب للهيئة عند الافصاح عن المعلومات والبيانات لإعفاؤها من نشرها للجمهور والاحتفاظ بسريتها إذا كانت لديها اسباب معقولة ومخاوف مشروعة على أن نشرها قد يؤدي الى إلحاق ضرر بها ، وان عدم نشرها لا يلحق ضرراً بالسوق أو المتعاملين فيه ، ولا يؤدي الى تضليل المستثمرين ، وللهيئة السلطة التقديرية لقبول الطلب أو رفضه).

5- اصدار تشريع خاص يفرض بموجبه التزاماً على الشركات المدرجة بتقديم تقرير الى هيئة الاوراق المالية سنوياً أو عند الطلب بشأن ما قامت بها من الاجراءات في اطار قواعد حوكمة الشركات، على أن يتضمن المعلومات والبيانات الاتية: (متطلبات استكمال نظام حوكمة الشركات، وكيفية تطبيقها، المخالفات المرتكبة خلال السنة المالية وبيان أسبابها، وكيفية معالجتها وتجنب تكرارها مستقبلاً ، كيفية تشكيل مجلس الإدارة حسب فئات أعضائه ومدة عضويتهم، وكيفية تحديد مكافآتهم ، ومكافآت المدير المفوض).

6- تبني النصوص التي تلزم الشركات المدرجة بتقديم تقارير نصف سنوية اضافة الى التقارير الاخرى ، وتقليل المدة الواجب تقديم التقارير السنوية فيها من (150) يوماً الى (90) يوماً ، والتقارير ربع السنوية من (60) يوماً الى (30) يوماً، وذلك لتوسيع نطاق الالتزام بالافصاح وتوفير المعلومات في أوقات متقاربة. والزام الشركات المفصحة بنشر هذه التقارير على الموقع الالكتروني الخاص بها وفي الجريدة أو المجلة المتخصصة بنشر هذه المعلومات والبيانات والتي تم اقتراحها.

7- حذف عبارة (التأثير بشكل كبير) الواردة في القسم(5/3هـ) من القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية، وذلك لالزام الجهات المعنية بالافصاح عن المعلومات والبيانات التي تؤثر على أسعار الاوراق المالية سواءً أكان التأثير كبيراً أم لا، لما في ذلك من توسيع النطاق الموضوعي لهذا الالتزام.

8- اعادة صياغة القسم (6/3هـ) من القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية بشكل تدل على الوجوب وليس الجواز ، ولهذا الغرض نقتح النص الآتي :

(على الشركة الامتثال لكافة المتطلبات التي يفرضها السوق كشرط لاستمرار التعامل باوراقها المالية فيه).

9 / تعديل الفقرتان (ب) و(ج) من القسم (2/10) من القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية، المتعلقة بالاشعار حول تغيير النسب المؤثرة ، وفق النص الآتي :



لطفي ، د. أمين السيد أحمد، 2007، التحليل المالي لإغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة، دارالجامعية، الاسكندرية.

مؤمن ، د. طاهر شوقي، 2007 ، عقد بيع الاوراق المالية في البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة.

محمد، دمظهر فرغلي على، 2006، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، ط1، دار النهضة العربية، القاهرة.

مصاورة، د. سيف ابراهيم ، 2012، تداول الاوراق المالية - الحماية الجزائية ، ط1، دار الثقافة، عمان.

مصطفى، ابراهيم وآخرون ، (بدون السنة النشر)، المعجم الوسيط ، ج1 ، دار الدعوة ، اسطنبول ، تركيا .

توني، د. خالد موسى، 2008 ، المسؤولية الجنائية عن ترويج البيانات والمعلومات غير الصحيحة في سوق الاوراق المالية ، ط1، دار النهضة العربية ، القاهرة.

### ثالثا/ الرسائل والاطارح الجامعية :

أبوهيدي، نهاد اسحق عبد السلام، 2011 ، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الافصاح للرأس مالي ، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل في الجامعة الاسلامية ، غزة.

دزه بي، أواز سليمان ، 2000 ، الالتزام بالإدلاء بالمعلومات عند التعاقد ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية القانون في جامعة بغداد.

كدة لالي، نةبة زحمودحسن، 2009، دور حوكمة الشركات في تعزيز الافصاح والشفافية، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد في جامعة السلطانية.

عدة، عليان ، 2009، الالتزام بالتحذير من مخاطر الشيء المبيع ، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر.

محمد، أحمد عبد التواب ، 1992، الالتزام بالنصيحة في نطاق التشديد، اطروحة دكتوراه، جامعة عين شمس، مصر.

رشيد، بوكساني، 2006 ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الاقتصادية وعلوم التسيير في جامعة الجزائر.

### رابعاً/ البحوث والدراسات :

زيد، دلطيف وآخرون ، 2007، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الاوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار ، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث ، جامعة تشرين ، سوريا، المجلد (29) ، العدد (1).

طعمة، د. باسم علوان ، 2013 ، الإفصاح عن المعلومات في سوق الاوراق المالية ، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق ، كلية القانون في جامعة كربلاء ، السنة (5) ، العدد (1).

مخولف، أحمد ، 2009، الازمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي، بحث مقدم الى المنتدى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، أكتوبر.

احمد، د. خالد جمال، (بدون سنة النشر)، الالتزام بالاعلام قبل التعاقد ، دار النهضة العربية ، القاهرة.

المهدي، دنزيه محمد صادق، 1996، الالتزام قبل التعاقد باداء البيانات المتعلقة بالعقد وتطبيقاته على بعض أنواع العقود ، دار النهضة العربية ، القاهرة .

البربري، د. صالح ، 2001، الممارسات غير المشروعة في بورصة الاوراق المالية ، ط1، مركز المساندة القانونية ، القاهرة.

الماضي، د. محمد عطالله الناجم، 2012، دور الهيئة العامة لسوق المال في حياية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة ، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد ، الرياض .

العوسي، د. غزال ، 2010، آليات العمل في بورصة الاوراق المالية، دار النهضة العربية ، القاهرة .

الرافعي، د. محمد التنوير ، 2007، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم، دار النهضة العربية، القاهرة .

الضبع، د. أشرف ، 2007، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة.

العثان، جمال عبدالعزيز ، 2010 ، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة.

بدوي، د. بلال عبدالمطلب، 2006 ، الالتزام بالافصاح عن المعلومات في سوق الاوراق المالية ، دار النهضة العربية، القاهرة.

بغدادى، د. خالد عبد العزيز، 2012، تداول الاسهم والقيود القانونية الواردة عليه ، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد ، الرياض.

جملول ، د. عمار حبيب ، 2011 ، النظام القانوني لحوكمة الشركات، ط1، دار نيور، العراق .

جميعي، د. حسن عبد الباسط، 1996، حياية المستهلك، دار النهضة العربية ، القاهرة.

حجاب، د. عصام ، 2013، جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركات المساهمة ، دار النهضة العربية ، القاهرة.

حسين، د. عصام، 2008 ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة، عمان.

حمدون، ريان هشام ، 2013، التنظيم القانوني للتداول الالكتروني للأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة ، الاسكندرية.

خضر، د. أحمد على ، 2012، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية.

سالم، د. عمر، 1999 ، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة.

سلام ، د. محمد أحمد ، 2013، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة .

عبداللطيف، د. أحمد سعد، 1998، بورصة الاوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح.

عبد السلام، د. سعيد سعد ، 2000، الإلتزام بالإفصاح في العقود، ط1، دار النهضة العربية ، القاهرة.

عبدالعاطي، د. محمد سعيد، 2013، جرائم البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة.

عمارة، د. محمد أحمد محمود، 2014، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، المركز القومي للإصدارات، القاهرة.

كافي ، د. مصطفى يوسف ، 2014 ، تحليل وادارة بورصة الاوراق المالية ، دار رسلان ، دمشق.

- قرار مجلس الوزراء الاماراتي في شأن نظام عمل هيئة الاوراق المالية والسلع رقم (13) لسنة (2000).
- القرار الوزاري بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي الاماراتي المرقم (518) لسنة (2009).
- قرار رئيس الجمهورية المصرية بشأن الاحكام المنظمة لادارة البورصة وشؤونها المالية رقم (191) لسنة (2009)
- قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتي بشأن التطبيق الانزاعي لنظام الافصاح الالكتروني رقم (39) لسنة (2013).

#### سابعا/ المصادر الالكترونية :

جريدة المصري اليوم ، العدد (1472) ، بتاريخ (2008/6/24) ، متاح على الموقع الالكتروني الآتي:

<http://today.almasryalyoum.com/article2.aspx?ArticleID=110509&IssueID=1081> > last visited (4/12/2014).

Gregory A. Gehlman, *The Limits of Corporate Disclosure* . available in website :

<http://www.cipe.org/pdf/publications/fs/gelman.pdf>  
last visited (2/9/2014).

قرباش، د. محمد والقوصي همام ، 2011، الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقاً للتشريع السوري ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات، جامعة تشرين، سوريا، المجلد(33)، العدد(4).

عوض الله ، د. صفوت عبد السلام، 2007 ، الشفافية والإفصاح والاثر على كفاءة سوق رأس المال ، بحث مقدم الى مؤتمر أسواق الاوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

#### خامساً/التشريعات :

##### أ- التشريعات العراقية:

- قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) المعدل.
- القانون المؤقت لاسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004).
- النظام الداخلي لسوق العراق للاوراق المالية لسنة (2008) .
- تعليمات تقديم البيانات المالية إلكترونياً رقم (11) لسنة (2009).
- تعليمات الافصاح عن النسب المؤثرة رقم (10) لسنة (2009) .
- تعليمات شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية رقم(6)المحدثة لسنة(2010).
- تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (8) لسنة (2010).
- تعليمات مستلزمات الافصاح رقم (14) لسنة (2011).
- تعليمات تداولات الاشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم(16) لسنة(2011).
- تعليمات السوق الثاني رقم (15) لسنة (2011) .
- تعليمات إيقاف تداول وشطب ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية رقم(3)المحدثة لسنة (2012).

##### ب- التشريعات العربية :

- القانون الاتحادي بشأن الشركات التجارية الاماراتي رقم (8) لسنة (1984) .
- قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة(1992) المعدل .
- القانون الاتحادي في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم(4) لسنة(2000).
- النظام الاساسي للهيئة العامة للرقابة المالية في رقم (192) لسنة(2009).
- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم(135) لسنة (1993).
- اللائحة التنفيذية لقانون الايداع والقيود المركزي للاوراق المالية الصادرة من وزارة التجارة الخارجية المصري رقم (906) لسنة(2001).

##### ج- التشريعات الفرنسية :

CODE MONETAIRE ET FINANCIER n° (1223) du (2000) .  
Loi n°( 706-2003) du (1)er août (2003) de sécurité financière .  
RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS.(2016)

##### سادساً/القرارات :

قرار مجلس الوزراء الاماراتي في شأن النظام الخاص بادراج الاوراق المالية والسلع رقم (12) لسنة (2000).