



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة بابل - كلية القانون

المركز القانوني للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

الطروحة تقررت بها
الى مجلس كلية القانون - جامعة بابل وهي جزء من متطلبات نيل درجة
الدكتوراه فلسفة في القانون / القانون الخاص

الطالبة

سعاد جاسم محمد عباس الكرعاوي

بإشراف

الدكتورة سماح حسين علي الركابي
استاذ القانون التجاري

٢٠٢١م

١٤٤٣هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿فَتَعَالَى اللَّهُ الْمَلِكُ الْحَقُّ وَلَا تَعْجَلْ بِالْقُرْآنِ
مِنْ قَبْلِ أَنْ يُقْضَىٰ إِلَيْكَ وَحْيُهُ وَقُلْ رَبِّ
زِدْنِي عِلْمًا﴾

صدق الله العظيم
سورة طه: جزء من
الآية (١١٤)

الإهداء

إلى... من بعثه الله رحمةً للعالمين جميعاً ... النبي الأكرم محمد
(صلى الله عليه وآله الطيبين الطاهرين) ...

إلى... أرواح (والريّ العزيزين) وفاءً وعرفاناً بفضلهما عليّ .

إلى... جميع اساتذتي في كلية القانون — جامعة بابل تحيةً وتقديراً .

إلى... من هم أكرم منا جميعاً أرواح شهداء العراق الأبرار، وإلى
روح شقيقي الشهيد (صالح جاسم محمّر (الكرعاوي) أسكنهم الله فسيح
جناته وجعلهم من السعداء في حياتهم الآخرة .

إلى... سندي وقوتي وملاذي بعد الله، من آثروني على أنفسهم، الى
من أظهروا لي ما هو أجمل من الحياة زوجي وأبنائي، الى (اخوتي
الأعزاء حفظهم ورعاهم الله ورضي عنهم

إليهم جميعاً أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع ...

أسأل المولي عز وجل أن يجعله خالصاً مقبلاً ...

الشكر والإمتنان

قال تعالى: " وَمَنْ يَشْكُرْ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِهِ " سورة لقمان/ الآية ١٢
وقال رسوله الكريم (صلى الله عليه وآله وسلم): "مَنْ لم يشكر الناس، لم يشكر الله عز وجل".

أحمد الله تعالى حمداً كثيراً مباركاً طيباً ملؤه السماوات والأرض على ما أكرمني به من اكمال هذه الدراسة التي أرجو بأن تنال رضا سبحانه ...
ثم أتوجه بالشكل الجزيل ووافر الامتنان الى كل من :-

- الدكتورة الفاضلة / استاذتي سماح حسين علي، صاحبة الخلق الرفيع والقلب الرحيم والمخلصة في جهودها لما قدمته لي من دعم معنوي مدني بالقوة والاصرار، اذ كانت نعم المرشد والسند، فكان لبصماتها وآرائها السديدة الدور الاكبر في اكمال وتجريد عملي مما كان يشويه من نقص أو زلل، فلها جزيل الشكر لتكرمها بتوجيهي وارشادي حتى اكمال هذه الدراسة واخراجها بهذا المظهر، حماها الله ووفقها لكل خير لتفضلها الكريم بالإشراف على هذه الاطروحة.

- وأتقدم بوافر الشكر والعرفان الى أساتذتي الأفاضل في كلية القانون - جامعة بابل وخصوصاً الاستاذ المتمرس الدكتور(ابراهيم الربيعي) والاستاذ الدكتور (جعفر عبد الأمير الياسين) والسيد عميد كلية القانون المحترم(د. ميري كاظم عبيد الخيكاني)وأساتذة القسم الخاص وأخصّ منهم بالذكر(د. خير الدين الأمين)و(د. حبيب العماري)و(د. ضمير المعموري)و(د. هادي حسين الكعبي)و(د. زكري محمد حسين)و(د. منصور حاتم الفتلاوي)و(د. وسن قاسم الخفاجي)و(د. ماهر محسن الخيكاني)و(د. ميثاق طالب الجبوري)

و(د. سعد الرهيمي) و(د. إيمان طارق الشكري) لجهودهم العلمية المبذولة ولما قدموه لي من دعم وتشجيع طيلة مدة الدراسة فجزاهم الله عني كل خير.

– كما أتقدم بالشكر الجزيل للسيد وسيم يوحنا الجزراوي المدير المفوض لشركة الكرمل للوساطة المالية جزاه الله عني كل خير متمنية له تمام الموفقية والنجاح.

والشكر الى كل من قدّم لي يد المساعدة والعون من قريب أو من بعيد ولو بكلمة أو دعوة صالحة، داعية الباري عزّ وجل بأن يوفقنا جميعاً لما فيه الخير والصلاح والحمد لله رب العالمين.

الباحثة

الخلاصة:

لاشك إن ازدياد حركة الأموال والأشخاص والتطور السريع لوسائل التداول المالي الذي واكب حالة التقدم التقني المعلوماتي، وتوسع عمليات الاستثمار المالي داخل وخارج الدولة وارتباط تلك الحركة المالية مع جميع دول العالم، الى جانب تطور التشريعات العربية والدولية باتجاه تقوية وتوسيع رقعة العمليات المصرفية والمالية والاستثمارية التي قد تتخللها العديد من الممارسات غير المشروعة، وتحديدًا في نطاق عمل الأسواق المختصة بالتداول المالي كالغش والخداع والاحتيال في وضع المعلومات والبيانات الصحيحة للتداول المالي الذي يكسب ثقة العملاء والمستثمرين في تلك المؤسسات، الامر الذي أدى الى ظهور الحاجة الماسة والملحة لوجود وظيفة لها أهمية خاصة في المحافظة على استقرار تلك الأسواق والمساهمة الفاعلة في تطويرها لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها والنهوض بالواقع الاقتصادي والمالي بجميع نشاطاته التي من شأنها ان تعزز من تنفيذ خطط التنمية الوطنية للدولة في القطاعين المالي والاقتصادي.

ولذلك استدركت العقول التشريعية في بعض الدول أهمية وظيفة (المحلل المالي) ووضعت لها أحكاماً قانونية لتنظيم الأعمال التي يجب أن تمارسها وتحديد التزاماتها والشروط الواجب توافرها في هذا الشخص الطبيعي، خصوصاً وان فكرة وجود محلل مالي في سوق الاوراق المالية ترتبط بأن اغلب الاشخاص الذين يريدون الاستثمار في سوق الاوراق المالية لا يمتلكون الخبرة الكافية لتداول أسهم الشركات المدرجة، وعليه فان المحلل المالي ومن خلال تحليله للقوائم المالية بإمكانه ان يقدم تقريراً عن تلك الشركة للمستثمر قبل ان يشتري اسهمها، ولذلك فقد اهتمت هذه الدراسة بتحديد مركزه القانوني في تلك المؤسسة التجارية لتحقيق الاهداف المطلوبة في سوق الاوراق المالية، فضلاً عن ذلك ميزت هذه الدراسة بينه وبين غيره من الأشخاص الذين يمارسون أعمالاً مشابهة الى حد ما بأعماله في جوانب معينة إلا فيما يتعلق بمراكزهم القانونية فأنها تختلف عن مركزه القانوني وفقاً لما ورد في هذه الدراسة كالوسيط المالي والمستشار المالي والمحلل الفني، كما أنها تناولت الاجراءات اللازمة لاعتماده في سوق الاوراق المالية من قبل هيئة الاوراق المالية، وتناولنا بالبحث اهم الالتزامات المترتبة على وظيفة المحلل المالي من حيث التزامه بعملية التحليل المالي للقوائم المالية للشركة المدرجة في سوق الاوراق المالية، وكذلك التزامه بالسرية والافصاح في سوق الاوراق المالية، وتطرقنا الى اهم ما يثير مسؤوليته المدنية عقدية كانت ام تقصيرية ومسؤوليته غير المدنية تأديبية كانت ام جزائية، وما يترتب عليها من جزاءات تفرض على المحلل المالي عند مخالفته القواعد القانونية المنظمة لنشاطه في سوق الاوراق المالية.

المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	الآية
ب	الإهداء
ج	شكر وعرفان
د	الخلاصة
١ - ٥	المقدمة
٦ - ٧٢	الفصل الأول: ماهية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٨ - ٤٢	المبحث الأول: مفهوم المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٨ - ٢٠	المطلب الأول: التعريف بالمحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٨ - ١٢	الفرع الأول: التعريف الفقهي للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية
١٣ - ٢٠	الفرع الثاني: التعريف التشريعي للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٢٠ - ٤٢	المطلب الثاني: تمييز المحلل المالي عما يشته به في سوق الأوراق المالية
٢٠ - ٢٦	الفرع الأول: تمييز المحلل المالي عن المستشار المالي في سوق الأوراق المالية
٢٦ - ٣٥	الفرع الثاني: تمييز المحلل المالي عن ممثل الوسيط في سوق الأوراق المالية
٣٥ - ٤٢	الفرع الثالث: تمييز المحلل المالي عن المحلل الفني
٤٣ - ٧٢	المبحث الثاني: متطلبات اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٤٣ - ٦٢	المطلب الأول: شروط اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٤٤ - ٥٢	الفرع الأول: شرط الخبرة والتحصيل العلمي في المحلل المالي
٥٢ - ٦١	الفرع الثاني: أن يكون مرخصاً في سوق الأوراق المالية
٦٢ - ٧٢	المطلب الثاني: إجراءات اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٦٢ - ٦٧	الفرع الأول: تقديم طلب الاعتماد الى هيئة الأوراق المالية
٦٧ - ٧٢	الفرع الثاني: دراسة الهيئة لطلب اعتماد المحلل المالي والبت فيه
٧٣ - ١٤١	الفصل الثاني: التزامات المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٧٥ - ٩٣	المبحث الأول: الالتزام بالتحليل المالي في سوق الأوراق المالية
٧٥ - ٨٨	المطلب الأول: معنى التحليل المالي في سوق الأوراق المالية
٧٦ - ٨٤	الفرع الأول: تعريف التحليل المالي في سوق الأوراق المالية
٨٤ - ٨٨	الفرع الثاني: خطوات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية
٨٨ - ٩٣	المطلب الثاني: مضمون القوائم المالية للشركة في سوق الأوراق المالية

٨٩ - ٩٢	الفرع الأول: معنى القوائم المالية للشركة في سوق الأوراق المالية
٩٢ - ٩٣	الفرع الثاني: آلية التحليل المالي للقوائم المالية في سوق الأوراق المالية
٩٤ - ١١٨	المبحث الثاني: التزام المحلل المالي بالمحافظة على سرية المعلومات في سوق الأوراق المالية
٩٤ - ١٠٩	المطلب الأول: التعريف بالالتزام المحلل المالي بالمحافظة على السرية
٩٥ - ١٠٠	الفرع الأول: تعريف السرية في سوق الأوراق المالية
١٠٠ - ١٠٣	الفرع الثاني: الأساس القانوني للالتزام بالسرية
١٠٣ - ١١٨	المطلب الثاني: المعلومات التي يلتزم المحلل المالي بالمحافظة عليها في سوق الأوراق المالية
١٠٤ - ١١٣	الفرع الأول: المعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية
١١٣ - ١١٨	الفرع الثاني: معلومات العميل في سوق الأوراق المالية
١١٩ -	المبحث الثالث: التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية
١١٩ - ١٣١	المطلب الأول: التعريف بالالتزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية
١٢٠ - ١٢٨	الفرع الأول: معنى الالتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية
١٢٨ - ١٣١	الفرع الثاني: تمييز الالتزام بالإفصاح عما يشته به من أوضاع قانونية
١٣٢ - ١٤١	المطلب الثاني: تنفيذ التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية
١٣٢ - ١٣٨	الفرع الأول: المعلومات الواجب على المحلل المالي الإفصاح عنها في سوق الأوراق المالية
١٣٨ - ١٤١	الفرع الثاني: الجهة التي يلتزم المحلل المالي الإفصاح لها في سوق الأوراق المالية
١٤٢ - ٢٠٦	الفصل الثالث: مسؤولية المحلل المالي القانونية في سوق الأوراق المالية
١٤٤ - ١٧٢	المبحث الأول: مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية
١٤٥ - ١٥٢	المطلب الأول: مفهوم مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية
١٤٥ - ١٤٦	الفرع الأول: تعريف مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية
١٤٦ - ١٥١	الفرع الثاني: أنواع مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية
١٥٢ - ١٦٨	المطلب الثاني: أركان مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية
١٥٢ - ١٦٤	الفرع الأول: الخطأ
١٦٤ - ١٦٨	الفرع الثاني: الضرر
١٦٩ - ١٧٢	الفرع الثالث: العلاقة السببية بين الخطأ والضرر
١٧٣ - ٢٠٦	المبحث الثاني: مسؤولية المحلل المالي غير المدنية في سوق الأوراق المالية
١٧٣ - ١٩٢	المطلب الأول: مسؤولية المحلل المالي التأديبية في سوق الأوراق المالية

١٨٤ - ١٧٤	الفرع الأول: الجهة المختصة بفرض المسؤولية التأديبية على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
١٩٢ - ١٨٤	الفرع الثاني: أنواع المسؤولية التأديبية المفروضة على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية
٢٠٦ - ١٩٢	المطلب الثاني: مسؤولية المحلل المالي الجزائية في سوق الأوراق المالية
١٩٦ - ١٩٣	الفرع الأول: تعريف مسؤولية المحلل المالي الجزائية في سوق الأوراق المالية
٢٠٦ - ١٩٦	الفرع الثاني: أنواع مسؤولية المحلل المالي الجزائية في سوق الأوراق المالية
٢١٠ - ٢٠٧	الخاتمة
٢٢٦ - ٢١١	المصادر والمراجع
A - B	الملخص باللغة الانكليزية

القصيدة

المقدمة

أولاً : فكرة الموضوع وأهميته:-

يُعدُّ التحليل المالي بمفهومه الحديث وليدًا للظروف التي نشأت في مطلع الثلاثينات من القرن الماضي وهي الفترة التي تميزت بالكساد الكبير الذي ساد الولايات المتحدة الأمريكية والذي أدت ظروفه الى الكشف عن بعض عمليات غش وخداع مارستها بعض إدارات الشركات الأمر الذي أضرَّ بالمساهمين والمستثمرين على حدٍ سواء، مما أدى الى قيام المشرع بممارسة دوره التشريعي، وفرض عملية نشر المعلومات المالية على مثل هذه الشركات، بحيث أدى نشر هذه المعلومات الى ظهور وظيفة جديدة للإدارة المالية في أسواق الأوراق المالية في تلك الفترة وهي وظيفة المحلل المالي ومن ذلك التاريخ ووظيفة المحلل المالي تكتسب مزيداً من الأهمية لدى الكثير من مستخدميها، لما يقدمه من معلومات وبيانات ذات دلالة هامة في معظم الحالات التي يمارسها، وقد كانت المصارف التجارية والصناعية واحدة من الجهات التي أولت للمحلل المالي أهمية خاصة كوظيفة ذات مزايا جيدة لما تقدمه من معونة ومساعدة لا بديل عنها عندما يتعلق الأمر باتخاذ قرار مالي بالغ الأهمية والخطورة في تحليل حركة الأوراق المالية في الاسواق الخاصة بتداولها.

وعليه فإن متطلبات الحياة الاقتصادية والحاجة الماسة لرؤوس الأموال الضخمة واللازمة لتأمين الأنشطة الاقتصادية كانت الدافع من أجل البحث عن وسيلة تكفل تحقيق تلك الأهداف وعليه لجأت الدول الى إنشاء أسواق الأوراق المالية لتداول رؤوس الأموال، كون تلك الاسواق هي المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي لأي بلد من بلدان العالم، وخلق فرصة الاستثمارات المتاحة من أجل إقامة مشاريع كبيرة ، على الرغم من أن سوق الأوراق المالية قد يتعرض لبعض المخاطر التي يمكن أن تواجه بعض الزبائن والمستثمرين ممن يستثمرون أموالهم في تلك السوق وافتقارهم للخبرة الكافية في ممارسة التداول للأوراق المالية كالغش والنصب والخداع والاحتيال.

ولذلك يظهر دور المحلل المالي في دراسة السوق المالي باعتماده منهجاً علمياً يتناسب مع اهداف عملية التحليل للأوراق المالية المتداولة على وفق بيانات ومعلومات تتسم بالشفافية والمصداقية وتكون مؤثرة في السوق، يتقدم بها من خلال ما يقوم بإعداده من تقارير دورية معروضة تتضمن مؤشرات تداول واسعار الأوراق المالية المتوقعة وذلك من خلال الوضع المالي

والاقتصادي للشركة المصدرة لتلك الاوراق وتحليل أسعار تلك الاوراق المالية خلال الفترة السابقة، ومن ثم تحديد اتجاهات الأسعار المستقبلية بالاعتماد على المعلومات والبيانات المستقاة من مصادر موثوقة وموضوعية لجذب المزيد من المستثمرين لتشغيل اموالهم بهدف الحصول على الارباح.

ثانياً: مشكلة الموضوع :-

أن مشكلة البحث تكمن في عدم وجود تنظيم قانوني خاص بالمحلل المالي معتمد من قبل هيئة الاوراق المالية العراقية للعمل في سوق الأوراق المالية، اذ ان الكثير من الاشخاص كالوسطاء والذين يعملون في هذا السوق يقومون بتقديم النصح للمستثمرين في ظروف غير ملائمة بسبب عدم توافر الكادر الفني والاداري المتخصص للتحليل المالي، وتخوف اصحاب المال من استثمار اموالهم في سوق العراق للأوراق المالية لعدم معرفتهم بتوجهات السوق المحتملة من ارتفاع أو انخفاض اسعار الاوراق المالية للشركات المدرجة فيه، ولعدم قدرتهم على تحليل البيانات التي يعرضها السوق عن تلك الشركات عبر الموقع الرسمي للسوق، لذلك تطلب الامر الاستعانة بتخصص مؤهل يقوم بتقديم خدمة التحليل المالي هذا من ناحية، ومن ناحية اخرى ان المحلل المالي مهم ايضاً للشركات المرخصة وهي شركة الوساطة من خلال قيام المحلل المالي بتحليل القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية ودراساتها وتفسيرها تمهيداً لاعداد تقارير دورية تسهم في توجيه المستثمرين بمساعدة شركات التحليل المالي أو شركات الوساطة المرخصة في سوق الاوراق المالية ومساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة ،وبما أن المشرع العراقي يرغب في مواكبة التطور الحاصل في سوق الاوراق المالية العربية والاجنبية فلا بد له من أن يعالج الثغرات القانونية الموجودة في تشريع القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية العراقي رقم(٧٤) لسنة ٢٠٠٤ وأن يقوم بتنظيم عمل المحلل المالي لما له من أهمية في القضاء على الكثير من التجاوزات التي تحدث في سوق الاوراق المالية ومعالجة تلك المشكلة.

ثالثاً : أسباب اختيار الموضوع:-

من الأسباب التي دفعتني للبحث في هذا الموضوع واختياره هي الوقوف على المركز القانوني للمحلل المالي من حيث مفهومه وطبيعته وتمييزه مما يشته به من أوضاع كالوسيط المالي والمستشار المالي والمحلل الفني وما يترتب على ممارسة وظيفته من آثار، من حيث الحقوق والالتزامات وتحديد مسؤوليته كون المشرع العراقي لم ينظم أحكام وظيفة المحلل المالي في سوق الأوراق المالية ولم يبين مركزه القانوني في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقية بالأمر رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ ، وكذلك مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ ، فضلاً عن ذلك قلة الدراسات القانونية التي تبحث في هذا الموضوع وتسلط الضوء على جوانبه المختلفة، إذ إن أغلب الدراسات تتركز على تنظيم بعض جوانب أسواق الأوراق المالية ومنها تداول الأوراق المالية وبعض الأشخاص المتعاملين بالسوق من حيث الوسطاء، الأمر الذي دعانا للبحث في وضع الخطوط الأساسية لعمل المحلل المالي في هذا المجال لتكون هذه الدراسة نواة أساسية لدراسات أوسع مستقبلاً . خلافاً لموقف بعض التشريعات ومنهم المشرع الاماراتي الذي أكد على ضرورة وأهمية دور المحلل المالي في سوق الأوراق المالية والسلع الاماراتية بصدر قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٤٨/ ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والمشرع القطري بموجب قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ والقانون الفرنسي في اللائحة التنفيذية لهيئة الاسواق المالية الفرنسية (Règlement général des Marchés financiers Français) الصادرة سنة ٢٠٠٤ والمعدلة في ٢٢/ديسمبر/٢٠١٤ .

رابعاً : أهداف الموضوع :-

يهدف البحث الى بيان الدور الذي يمكن أن يؤديه المحلل المالي للنهوض بواقع سوق الأوراق المالية في العراق في حال تنظيمه وفق قانون مستقل قائم بذاته او تعليمات منظمة لأحكامه تبين آلية عمله في سوق العراق للأوراق المالية ، ولا شك أن المشرع العراقي قد تنبه الى مسألة ضرورة مواكبة التطور الذي يشهده العالم في مجال أسواق الأوراق المالية في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ ، الا انه لم يضع احكاماً تنظم عمل المحلل المالي كما فعلت التشريعات والتي ستنم الاشارة اليها.

خامساً : موضوع البحث:-

اعتمدنا في دراستنا المنهج التحليلي المقارن بين القوانين محل الدراسة من خلال الوقوف عند كل موضوع وكل مشكلة وتحليلها بدقة، وتسليط الضوء على المصدر القانوني للمحلل المالي في سوق الاوراق المالية وبيان نقاط الضعف والقوة فيها ومدى امكانية تطبيقها على قانوننا المقترح والاستفادة من القوانين المقارنة، خصوصاً وإن فرنسا سباقة من بين التشريعات محل المقارنة وذلك باللائحة التنفيذية لهيأة الاسواق المالية الفرنسية الصادرة سنة ٢٠٠٤، ومن ثم القوانين العربية المتمثلة بقرار هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٤٨ / ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتشريع القطري بموجب قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، فضلاً الى القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية العراقي الصادر بالأمر رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ والتعليمات الصادرة عنه.

سادساً : خطة البحث :-

ولأجل الاحاطة بالموضوع سنقسم البحث على ثلاثة فصول: سنخصص الفصل الاول منه الى ماهية المحلل المالي في سوق الاوراق المالية، سيتم تقسيمه على مبحثين، سنخصص المبحث الاول منه الى مفهوم المحلل المالي في سوق الاوراق المالية، فيما سيكون المبحث الثاني تحت عنوان متطلبات اعتماد المحلل المالي في سوق الاوراق المالية، اما الفصل الثاني فسنتناول فيه التزامات المحلل المالي في سوق الاوراق المالية، والذي سيكون من ثلاثة مباحث، المبحث الاول منه سنعقده لالتزام المحلل المالي بالتحليل المالي في سوق الاوراق المالية، والمبحث الثاني سنخصصه لالتزام المحلل المالي بالسرية في سوق الاوراق المالية، في حين سنتناول في المبحث الثالث إلتزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الاوراق المالية، أما الفصل الثالث فسننتطرق فيه لبيان مسؤولية المحلل المالي القانونية في سوق الاوراق المالية وذلك في مبحثين، المبحث الاول سنحدده لبيان مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الاوراق المالية، والمبحث الثاني لبيان مسؤولية المحلل المالي غير المدنية في سوق الاوراق المالية، وسنختم بحثنا هذا بخاتمة سنبيّن فيها أبرز النتائج وأهم المقترحات والتي سيتم التوصل اليها من خلال الدراسة.

والله ولي التوفيق

الفصل الأول

مأهبة المثل المائي في سوق الأوراق
المائية

الفصل الأول

ماهية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

يلعب المحلل المالي في سوق الأوراق المالية دوراً مهماً وإسائياً كونه يسهم في معرفة وتقييم تحليل المركز المالي للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، وتحديد الأسباب والعوامل التي تؤثر في حركة اسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال قيامه بتحليل القوائم المالية لتلك الشركات الصادرة عنها والتي تكون الغاية من ورائها الحصول على معلومات تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة من خلال تقييم أداء تلك الشركات في الماضي والحاضر والتنبؤ بالأرباح وحجم الخسائر التي تتعرض لها تلك الأرباح .

لذلك فإن المحلل المالي ومن خلال ما تقدم يقوم بتقييم الوضع المالي للشركات وإعداد وتقديم التقارير المالية الكتابية، من خلال تحليل الأوراق المالية وأسعارها في سوق الأوراق المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً والتنبؤ بجذوى حركة تلك الاسعار مستقبلاً ومستوى تحقيق الربح المستقبلي المحتمل لحساب العملاء، وعليه فإن الغاية من قيامه بعملية التحليل بأكملها هي مساعدة المستثمرين في تقييم قرارات الاستثمار ذات الاثر المالي في وضع الشركة مستقبلاً من الظروف الاقتصادية وحجم تأثيرها على مستوى الاسعار في سوق الأوراق المالية، وفي مقدمة تلك الظروف التي تحضى باهتمام المحللين الماليين هي السياسة المالية للدولة، إضافة لذلك فإن المحلل المالي يبرز دوره في تحديد كفاءة الشركات المدرجة في أداء عملها الاستثماري من خلال رسم الخطط والسياسات المستقبلية لعملها، الأمر الذي يسهم في الكشف عن مواطن الخلل التي تقع فيه تلك الشركات ويساعد في حماية المستثمرين في تأمين مستقبلهم وزيادة حجم استثماراتهم وتوفير فرص العمل ورفع مستوى المعيشة المناسب خصوصاً مع نزوح وتطور سوق الأوراق المالية وازدياد التنافس فيما بين المستثمرين لتحقيق اعلى مستوى ربحي منشود .

ومن أجل إيضاح ماهية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية سنعمد إلى بحث ذلك في مبحثين، الأول سنبين فيه مفهوم المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، والثاني متطلبات اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية من حيث شروط وإجراءات الاعتماد وكالاتي:-

المبحث الأول

مفهوم المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

يُعدُّ مصطلح المحلل المالي من المصطلحات الحديثة والمعاصرة في سوق الأوراق المالية سواء العربية أو العالمية كونه لم يكن موجوداً في الفترات الزمنية السابقة وإنه قد أُسْتُحْدِثَ بفضل التقدم الاقتصادي الهائل الذي حصل في تلك الأسواق، الأمر الذي أصبحت هنالك ضرورة ماسة وحاجة شديدة لوجود محلل مالي يعمل على تقديم التقارير المالية والتي هي عبارة عن بيانات دقيقة تتعلق بالوضع المالي والاقتصادي للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يُسهِّم في تسهيل عمليات تداول الأوراق المالية بما يمكن المستثمرين في صناعة واتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وعليه ولغرض بيان مفهوم المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، سنحاول بيان ذلك من خلال مطلبين، الأول سنُبين فيه تعريف المحلل المالي وفي الثاني تميزه مما يشته به في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول

التعريف بالمحلل المالي في سوق الأوراق المالية

سنُبين تعريف المحلل المالي من جانبين حيث أن للمحلل المالي تعريفاً فقهيّاً وآخر تشريعياً، لذلك سنُعرف المحلل المالي في سوق الأوراق المالية في فرعين، سنتناول في الفرع الأول تعريف المحلل المالي فقهاً وفي الفرع الثاني تعريفه تشريعياً.

الفرع الأول

التعريف الفقهي للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية

اختلف الفقه في وضع تعريفٍ محدّدٍ وشاملٍ للمحلل المالي^(١)، كون هذا المصطلح وخصوصاً في مجال الأسواق المالية يعد حديث النشأة والظهور نسبياً ولم يظهر للوجود إلا

(١) المُحلَّل في اللغة اسم فاعل مأخوذ من أصل الفعل حلَّ- يحلُّ تحليلاً، ويقال (حلَّ) العقد: حلَّها والشيء: أي رجعها إلى عناصره، ويقال حلَّ الدم وحلَّ نفسية فلان: أي درسها لمكشف خباياها واليمين تحليلاً وتحلَّةً وتحلَّةً: أي جعلها حلالاً بكفارة، ويقال أيضاً (انحلَّت) العقد: أي انعكست، و(تحلَّل) من يمينه وفيها: حلَّها. ويقال تحلَّل من التبعة: أي تخلص منها، واستحلَّ الشيء: عدَّه حلالاً واستحلَّ فلاناً الشيء: سأله أن يحلَّه له.

في نهاية القرن العشرين وتحديداً في الولايات المتحدة الامريكية^(١)، لذلك كان من الطبيعي في أن العديد من القوانين والتشريعات لم تتناوله بالتنظيم والمعالجة ولم تُعرّف المحلل المالي إلا ما ندر من القوانين محل المقارنة كالقانون الإماراتي والقطري والفرنسي، ولكن العديد من الشراح والمعنيين قد اجتهدوا في وضع تعريفات عدّة للمحلل المالي، فهناك من عرفه بأنه: "الشخص الذي يقوم بعملية فهم وتفسير كافة المعلومات الداخلة والخارجة الى سوق المال من خلال جمع البيانات المتعلقة بنشاط وعمل المؤسسة الاستثمارية بغية تحديد مواطن القوة والضعف مستفيداً من المعلومات التي يوفرها علم التحليل المالي تمهيداً لاتخاذ قرارات استثمارية مناسبة والتنبؤ لما يؤول عليه وضع الشركات المالي في

أما (التحليل): تحليل الجملة أي بيان أجزائها ووظيفة كل منها. ينظر: ابراهيم مصطفى - احمد حسن الزيات - حامد عبدالقادر ومحمد علي النجار، المعجم الوسيط، الجزء الاول والثاني، دار باقري للنشر، طهران - إيران، ١٣٢٧هـ، ص ١٩٤.

(والمُحلَّل) فهو متزوج المطلقة ثلاثاً لتحلّ للزوج الاول وفي الحديث الشريف: "لَعَنَ اللهُ المحلَّ والمحلَّل له". ينظر: العلامة أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الافريقي المصري، معجم لسان العرب، المجلد الاول، أدب الحوزة للنشر، قم - إيران، ١٤٠٥هـ، ص ٦٠. والمحلَّل له: من طلق زوجته ثلاثاً وللمزيد ينظر: محمد بن محمد بن عبد الرزاق المرتضى، تاج العروس من جواهر القاموس، المجلد الثالث، الطبعة الثانية، مطبعة الكويت، الكويت، ٢٠٠٨، ص ٣٩.

أما المالي فهي مشتقة من كلمة المال الذي عُرِفَ لُغَةً بأنه : ما يُمْلِك من جميع الاشياء. و المال في الأصل ما يُمْلِك من الذهب والفضة، ويُطلق المال على كل ما يُقْتَنى ويُمْلِك من الاعيان واكثر ما يُطلق المال عند العرب على الابل لأنها كانت أكثر أموالهم . ويُقال تَمَوَّل فلان مالاً إذا اتخذ قينة ولعله بالكسر كما يؤخذ ذلك من مادة (قنو في المصباح)، ومنه قول النبي (صلى الله عليه وآله وسلم): "قليلًا كُلُّ منه غير مُتَمَوِّل مَالاً وغير مُتَأَتِّل مَالاً"، والمعنيان متقاربان ومالُ الرجل يَمُوْل وَلَمَالٌ مَوَالٌ وَمُؤَوَّلٌ إذ صار ذا مالٍ وتصغيره مُؤَيِّلٌ، والعامة تقول مُؤَيِّلٌ، بتشديد الياء، وهو رجلٌ مَالٌ، وبَمَوِّلٍ مثله ومَوَّلَهُ غيره. وفي الحديث: ما جَاءَكَ منه وأَنْتَ غيرُ مُشْرِفٍ عليه فَخُذْهُ وتموِّله أي اجعله لك مالاً. ينظر: ابن منظور، معجم لسان العرب، مصدر سابق، ص ٧٥.

(١) ينظر بهذا الخصوص د. منير شاكر محمد، د. اسماعيل إسماعيل ود. عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان - الاردن، ٢٠٠٨، ص ٣ وما بعدها، وينظر: روان خديجة، أهمية التحليل المالي في رسم استراتيجية المؤسسة - دراسة حال ديوان الترقية والتسيير العقاري لولاية البويرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية - قسم العلوم التجارية، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، الجزائر، ٢٠١٥، ص ٣ وما بعدها.

المستقبل"^(١)، ويلاحظ على هذا التعريف بأنه وإن كان قد اظهر دور المحلل المالي في جمع وتفسير المعلومات والبيانات الخاصة بكل شركة مُدرّجة في سوق الاوراق المالية وتحديد مواضع القوى والضعف فيها واعداد تقارير مالية وصولاً لاتخاذ قرارات مناسبة تنعكس ايجاباً على المستثمر او العميل، الاّ إنه عرّف المحلل المالي بأنه (الشخص) ولم يحدد ان كان ذلك الشخص شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً.

وهناك من عرّف المحلل المالي بأنه "الشخص الذي يقوم بدراسة العوائد المالية للمؤسسة الاستثمارية من خلال ما هو متوفر منها بيانات اضافية لأجل الحصول على معلومات غير متوفرة وغير سائدة متعلقة بالوضع المالي للشركة او المؤسسة محل التحليل والدراسة واعداد تقارير خاصة بذلك من قبل المحلل لتقييم الوضع المالي في الحاضر والمستقبل"^(٢)، يلاحظ على هذا التعريف بأن المحلل المالي لا يقوم فقط على دراسة العوائد المالية للشركة المُدرّجة في سوق الأوراق المالية بل يمتد ليشمل الميزانية العامة للشركة ودراسة الجانب السلبي والايجابي في تقاريرها من ارباح وخسائر هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يعتمد التحليل المالي على تقييم الوضع المالي لتلك الشركة في الماضي والحاضر والمستقبل، وهذا التعريف ايضاً عجز عن الاحاطة بتعريف المحلل المالي.

وقد عُرّف أيضاً بأنه "هو من يقوم بعملية التحليل التي تهدف الى تقييم الوضع المالي للشركة ونتائج عملياتها في الفترة الحالية والسابقة لوضع أفضل تقدير ممكن والتنبؤ عن الظروف المالية المستقبلية"^(٣)، وهذا التعريف ايضاً لم يعطِ الصورة الكاملة للمحلل المالي ورغم كونه يهدف الى تقييم وضع الشركة في الماضي والحاضر إلاّ أنه لم يتطرق إلى آلية إعداد التقارير المالية التي يقدمها المحلل المالي للمستثمر أو العميل.

وبهذا المفهوم يجب ان يكون المحلل المالي ملماً وذا دراية عن نشاط الشركة المُدرّجة في سوق الاوراق المالية، وأياً كان النشاط الذي تقوم به تلك الشركة سواء كان صناعياً او تجارياً

(١) د. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان - الأردن، ٢٠٠٦، ص ٣.

(٢) د. محمد المبروك ابو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الاولى، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، ٢٠٠٩، ص ٢١.

(٣) د. هوشيار معروف، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان - الاردن، الطبعة الاولى، ٢٠٠٩، ص ٩٨.

للوصول الى نتائج منطقية تحدد نقاط الضعف والقوة، بل وتشخيص أسبابه ومحاولة استقرار ابعاده المستقبلية لأجل تقديم تلك التقارير النهائية الى المستثمر أو الشركة محل التحليل المالي لاتخاذ قرارات استثمارية سليمة وحاسمة^(١)، هذا مما يدل على أن تحليل المعلومات أو البيانات وبكل اشكالها تعد العنصر الحاسم في سوق الاوراق المالية لأن المحلل المالي يقوم بتحليل قوائم الشركة وتفسيرها تمهيداً لإعداد التقارير اللازمة التي تسهم في اتخاذ القرار المناسب^(٢).

وهناك من عرف المحلل المالي بأنه "من يهتم بتجميع المعلومات والبيانات الخاصة بالقوائم المالية للمؤسسة أو الشركة لاستثمارية واخضاعها لمعالجة ودراسة دقيقة وإيجاد العلاقة فيما بينها، وذلك لاكتشاف مراكز القوة والضعف في الخطط الاستثمارية في اسواق الاوراق المالية ووضع النتائج اللازمة لذلك في الفترة المناسبة"^(٣)، ويؤخذ على هذا التعريف أن المحلل المالي لا يضع النتائج مطلقاً وإنما يحلل البيانات أو المعلومات الخاصة بقوائم الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية ثم على اساسها يقوم بإعداد التقارير اللازمة لبيان مدى كفاءتها والتي تسهم في صناعة القرار الاستثماري المناسب، وكذلك لم يُشر هذا التعريف الى أن المحلل المالي يقوم بجمع المعلومات المالية للشركة المدرجة في الماضي والحاضر والمستقبل، كون ان الواقع العملي يثبت بأن المحلل المالي إنما يحلل معلومات شركة أخرى غير الشركة التي يعمل لديها ويضع الخطط المستقبلية لذلك.

ومنهم من عرّف المحلل المالي على أنه "من يقوم بعرض النتائج العملية على الادارة او المؤسسة الاستثمارية لأجل بيان مدى كفاءتها في أداء وظيفتها كونه وسيلة للتخطيط السليم وصولاً لبيان وإظهار اسباب النجاح والفشل ولكشف مواطن الضعف في المركز المالي للمؤسسات في المجالات كافة ومنها اسواق المال ومدى تأثيرها على الفرع وقيام المحلل المالي برسم ووضع خطة عمل واقعية ومستقبلية لأجل تقييم الاداء العام"^(٤)، وهذا التعريف

(١) د. هوشيار معروف، مصدر سابق، ص ٦٨.

(٢) د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الاردن ، الطبعة الاولى، ٢٠٠٧م ص ٥.

(٣) د. ماجد أحمد عطا الله، ادارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الاردن - عمان، الطبعة الاولى، ٢٠١١، ص ١٦٥ وما بعدها. وينظر: روان خديجة، مصدر سابق، ص ٥.

(٤) خلدون ابراهيم شريفات، ادارة وتحليل المال، دار وائل للنشر، الجزائر، ٢٠١٠، ص ٩٣.

ايضاً لم يحدد بوضوح الصورة الكاملة لوظيفة للمحلل المالي لذلك فهو تعريف قاصر عن رسم الملامح الكاملة لشخص المحلل المالي.

وعرّفهُ آخر بأنه: "الشخص ذو التأهيل العلمي والعملية الذي يحل ويأخذ القرار الحاسم والمناسب لأي مؤسسة أو شركة وفي المجالات المختلفة، من خلال وضع الاستراتيجية لتحريك الطاقات المتاحة وتقييم الاداء للوصول للأهداف المخططة في المجالات المختلفة ووضع الاستراتيجية اللازمة من خلال تحريك الطاقات المتاحة وتقييم الاداء للوصول للأهداف المخططة في مجال التحليل المالي وتحديد أسواق المال والتداولات المالية"^(١)، يلاحظ على هذا التعريف أنه قد ذكر وحدد شروط المحلل المالي حيث اشترط بأن يتوفر لديه المؤهل العلمي والعملية، بمعنى ان يتوفر لديه شرط الخبرة في مجال التحليل المالي وهو بذلك يختلف عن التعريفات السابقة من حيث كونه حدد شروط المحلل المالي وهي شرط المؤهل العلمي والخبرة العملية في مجال التحليل المالي، إلا أنه يُعاب عليه بأن المحلل المالي ليس هو من يتخذ القرار الحاسم بل الذي يقوم بذلك هو المستشار المالي والذي بدوره يقدم المشورة للعميل اعتماداً على التقرير الذي يُعده المحلل المالي، والعمل هنا إما ان يأخذ بتلك المشورة أو لا، وذلك فان هذا التعريف ايضاً لم يحدد الجهة التي يعمل لديها المحلل المالي.

وقد عرّف أيضاً بأنه "من يقوم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة والتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية"^(٢)، كما ان هذا التعريف ايضاً لم يلم بتعريف المحلل المالي فلم يحدد فيما اذا كان المحلل شخصاً طبيعياً أو معنوياً، ولم يذكر بأن المحلل المالي يقوم بجمع المعلومات المالية للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية في الحاضر والماضي، وعليه لم يُعرّف المحلل بشكل وافٍ.

ويلاحظ على هذه التعريفات الفقهية بأنها غير مُلمة إماماً كاملاً بتعريف المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، كونها وان بينت المهمة التي يقوم بها إلا أنها في الوقت نفسه لم تُشير الى مصدر البيانات المالية للشركة المدرجة والتي يقوم المحلل المالي بتحليلها.

(١) د. صادق الحسيني، التحليل المالي والمحاسبي دراسة معاصرة، عمان - الاردن، ١٩٩٤م، ص ٨٧.

(٢) د. منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق رأس المال، الطبعة الاولى، منشأة المعارف، الاسكندرية،

الفرع الثاني

التعريف التشريعي للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية

لم يتطرق المشرع العراقي للمحلل المالي في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ لا من قريب ولا من بعيد، بل حتى في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ لم يُشر للمحلل المالي، ولعلّ ذلك هو السبب الذي حدا بنا لمناقشة محاور دراستنا للمحلل المالي ومركزه القانوني في سوق الأوراق المالية خلافاً لغيره من الوظائف الأخرى الخاضعة للرقابة والتي تُمارس نشاطها في تلك السوق والمتمثلة بالوسيط، على أمل أن يُبادر مُشرّعنا وفي وقت قريب إلى تنظيم وظيفة المحلل المالي أسوةً بالتشريعات المقارنة من حيث مفهومه شروط ترخيصه في سوق الأوراق المالية وتحديد التزاماته وحالات قيام مسؤوليته.

أما المشرع الإماراتي فقد تناول المحلل المالي بالتنظيم من حيث تعريفه وعمله ومسؤوليته تنظيمياً متكاملاً وذلك بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي^(١)، إذ أن هذا القرار صدر استناداً إلى القانون الاتحادي الإماراتي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ المعدل في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وتعديلاته.

وبموجب القرار أعلاه فقد عرف المشرع الإماراتي المحلل المالي في المادة الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة بأنه (الشخص الطبيعي المعتمد من الهيئة للقيام بأعمال التحليل المالي)^(٢)، ومن خلال هذا النص نستنتج بأن المشرع الإماراتي قد اشترط في المحلل المالي بأن يكون شخصاً طبيعياً يمارس عمل التحليل المالي للقوائم المالية للشركات المُصدّرة للأوراق

(١) متاح على الموقع الإلكتروني الآتي وآخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠١٩/١٢/١٠

<https://www.sca.gov.ae>

(٢) وقد عرف قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٨/ر لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي في المادة الأولى من الفصل الأول التحليل المالي بأنه (تجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية للشركة، ودراستها بشكل تفصيلي دقيق وتصنيفها لبيان عناصر تلك القوائم ومدى الارتباط بينها أو التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة أو فترات زمنية متعددة ومقارنتها مع القطاع الذي تعمل فيه الشركة ومن ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها والبحث عن أسبابها للتمكن من إجراء تقييم شامل للشركة وبيان مستوى أدائها للتمكن من اتخاذ القرار)، علماً أن المشرع الإماراتي عرف الهيئة بأنها: (هيئة الأوراق المالية والسلع) وذلك حسب نص المادة الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.

المالية ويعمل لدى شركات الاستشارات المالية والتحليل المالي المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية وهذه الشركات بدورها تكون شخصاً اعتبارياً مرخصاً بمزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي في سوق الأوراق المالية وفقاً للقانون، وعليه لا يجوز للشخص الطبيعي ممارسة نشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية والسلع الإماراتية في دولة الإمارات إلا بموجب اعتماد مسبق من الهيئة المذكورة، وبذلك يكون دور المحلل المالي في السوق المالي الإماراتي هو إجراء التحليل المالي بالاعتماد على مصادر ومعلومات تتسم بالمصداقية والموثوقية Reliability من جهة، وبالموضوعية Objectivity من جهة أخرى، وذلك من كتابة وملائمة التقارير الخاصة بتحليل القوائم الخاصة بالشركات المُصدّرة للأوراق المالية والتي يبين فيها المحلل ما تم التوصل إليه من نتائج وقرارات مالية في ظل الظروف المالية والاقتصادية وغيرها من الظروف المحيطة بالشركة، والمحلل المالي وفقاً للقانون الإماراتي لا يجوز له مزاولة عمله في التحليل المالي لدى الشركة المرخصة قبل أن يتم اعتماده من قبل الهيئة^(١)، وبعد اجتيازه الاختبارات المقررة وفق الضوابط التي تضعها الهيئة^(٢)، وهذا يعني أن المحلل المالي لابد من أن يكون شخصاً ذا خبرة وكفاءة علمية وفنية وذا تأهيل علمي مناسب وعلى مستوى معين وبموجب شهادة معتمدة دولياً ويكون حاصلاً عليها من جهات دولية وعالمية تختص بالمحللين الماليين والفنيين ومنها معهد الولايات المتحدة الأمريكية والذي منح شهادة محلل مالي معتمد ولأول مرة منذ تاريخ نشوئه عام ١٩٦٣، إذ تُعنى هذه المعاهد بتطبيق أصول المعارف الأساسية المتعلقة بأسس الاستثمار واتخاذ القرار على المستوى المهني في قياس كفاءة المحلل المالي ومدى خبرته وفقاً لبرامج واختبارات دولية معتمدة قانوناً^(٣).

(١) تنص المادة (١٢) الفقرة (أ) من قرار مجلس إدارة الهيئة المرقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي على أن "لا يجوز للمحلل المالي مزاولة عمله لدى الشركة المرخصة قبل اعتماده من الهيئة".

(٢) نصت على ذلك المادة (١٣) الفقرة (١) من قرار مجلس إدارة الهيئة المرقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي بقولها "يتوجب على المحلل المالي اجتياز الاختبارات المقررة وفقاً للضوابط التي تضعها الهيئة".

(٣) للحصول على مزيد من التفاصيل يرجى زيارة الموقع الإلكتروني التالي والخاص باختبارات المحللين الماليين المعتمدين في الولايات المتحدة الأمريكية : <http://www.hotcourses.ae>

آخر زيارة للموقع ٢٠/٢/٢٠٢١.

أما بالنسبة لموقف المشرع القطري من المحلل المالي ، فقد عرفه وبموجب قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ في المادة السابعة وضمن الوظائف الخاضعة للرقابة في الفئة (٢) والتي تشمل الوظائف الفنية الخاصة بممثلي الشركات ومحترفي العمل بالأوراق المالية ومنها وظيفة المحلل المالي وذلك في الفقرة الخامسة والتي عرّفته بأنه "الفرد المُعتمد المسؤول عن تحليل أداء الجهات المصدرة للأوراق المالية السابق والحالي والمتوقع، أو الفرد الذي يمارس أعمال التحليل المالي بغرض تقديم الاستشارات المالية للشركات بشأن عمليات تمويل الشركات والعمليات الرأسمالية"^(١)، ومن خلال ما تقدم يظهر بأن المحلل المالي في التشريع القطري يكون دوره متمثلاً بممارسة أعمال التحليل المالي بغرض تقديم الاستشارات المالية للشركات^(٢) أو قيامه بتقديم التحليل المالي، كذلك الحال في التشريع الإماراتي فأن المحلل المالي المعتمد من قبل الهيئة يلتزم بأعداد الاستشارة المالية أو تقرير التحليل المالي ووفقاً لضوابط معينة نصت عليها المادة (١٤) الفقرة (٨) والتي من ضمنها تحديد تاريخ الاستشارة أو التقرير والابتعاد عن المبالغة أو الوعود أو الإيهام وتحديد مصادر المعلومات والبيانات التي تم الاستناد عليها من قبل المحلل عند إعداد الاستشارة أو التقرير وغيرها من الضوابط^(٣).

<http://www.qfma.org.qa>

(١) منشور على الموقع الرسمي التالي لهيئة قطر للأسواق المالية:

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٤/٥.

يُعد تمويل الشركات فرعاً من فروع التمويل والذي يتعامل مع القرارات المالية التي تعتمدها وتتخذها المؤسسات التجارية، وادوات التحليل التي تستخدمها تلك المؤسسات في صناعة هذه القرارات والتي يكون الهدف والغاية من تمويلها هو تعزيز قيمة الشركة وإدارة مخاطرها المالية. للمزيد ينظر: أسوار داموداران، تمويل الشركات، جامعة نيويورك- كلية ستيرن للأعمال، ٢٠١٦، مقال منشور على موقع واي باك مشين، وعلى الموقع الإلكتروني التالي:

<https://ar.m.wikipedia.org>

آخر زيارة للموقع ٢٠٢١/٢/٢٨.

(٢) ينظر نص المادة (٥/٧) من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩.

(٣) تنص المادة (١٤) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي الإماراتي: ((يلتزم المحلل المالي بما يلي: ٨- إعداد الاستشارة المالية أو تقرير التحليل المالي وفقاً للضوابط الآتية:

- أ- أسماء وعناوين كافة الأشخاص المشاركين في الاستشارة أو التقرير.
- ب- تحديد تاريخ اعداد الاستشارة أو التقرير.
- ت- تحديد علاقة الشركة المرخصة مع كافة الجهات المعنية بالاستشارة أو التقرير.

وكما فعل المشرع الإماراتي بأن اشترط لأجل مزاولة وظيفة المحلل المالي في سوق الأوراق المالية حصوله على إعتقاد من قبل الهيئة بمعنى أن يتم اعتماده من قبلها، كذلك المشرع القطري في قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ والذي اشترط ايضاً في المحلل المالي بأن يكون فرداً معتمداً لدى الهيئة^(١)، والمقصود بالفرد المعتمد بموجب القرار أعلاه، "هو كل شخص طبيعي حصل على ترخيص أو موافقة من الهيئة لمزاولة إحدى الوظائف الخاضعة للرقابة والوارد تعريفها في المادة (٧) من المرفق الثاني لقرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩"، لذلك فقد جاء موقف المشرع القطري مطابقاً لموقف المشرع الإماراتي بوجوب أن يكون المحلل المالي شخصاً طبيعياً معتمداً من قبل الهيئة ومرخصاً لمزاولة أعمال التحليل المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية، هذا بخلاف موقف المشرع الفرنسي في اللائحة العامة للأسواق المالية الفرنسية المعدلة (Autorité des Marchés Financiers) لسنة ٢٠١٤ والذي عرّف المحلل المالي بأنه "شخص اعتباري أو شخص طبيعي يخضع لسلطة شخص اعتباري أو يتصرف نيابة عنه ويقوم بنشاط التحليل المالي"^(٢)، وهذا يعني أن المحلل المالي في القانون الفرنسي يمكن أن يكون شركة مُرخّصة أي شخصاً معنوياً أو شخصاً طبيعياً أي فرداً يحترف عمل أو وظيفة التحليل المالي المتعلق بالأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، وان يقوم المحلل بوظيفته وعمله في التحليل

- ث- الإشارة الى التوصية الواردة بالاستشارة أو التقرير عن رأي فني دون ضمان نتائج.
- ج- الابتعاد عن كلمات المبالغة أو الوعود أو الابهار أو الغش أو التغيرير أو التلاعب.
- ح- استخدام مصطلحات كتوقعات أو تنبؤات أو تقديرات أو فرضيات عند اعداد الاستشارة أو التقرير.
- خ- استخدام كلمات (شراء) أو (بيع) أو (الاحتفاظ) عند اعداد الاستشارة أو التقرير.
- د- تحديد آلية التقدير والتقييم المستخدمة والفرضيات والمقارنات التي تم الاستناد عليها.
- ذ- تحديد مصادر المعلومات والبيانات.
- ر- اعداد جدول أو رسم بياني يبين الاسعار المستهدفة التي تم تضمينها في تقارير التحليل السابقة)).
- (١) الهيئة:- عرفها المشرع القطري بأنها(هيئة قطر للأسواق المالية) وذلك في المادة الاولى من قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغي كون قانون الخدمات المالية رقم(٥) لسنة ٢٠١٩ النافذ لم يُعرفها.

(٢) وذلك في القسم (١) من المادة (٣٢٧) من اللائحة الفرنسية في الفقرة (٢)، وقد ورد النص باللغة الفرنسية:

2-Les règles de bonne conduite s'appliquant aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'une personne morale exerçant l'activité d'analyse financière ;

بصورة مباشرة أو غير مباشرة من خلال ما يتم تقديمه من تقارير وبحوث وآراء عن الأوراق المالية، كما ويلاحظ أن المشرع الفرنسي قد نظم المحلل المالي في الفصل السابع من اللائحة الفرنسية العامة تحت مُسمى المُحللون الماليون، إذ جعل المحلل المالي المعني هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري والذي يقوم بالتحليل المالي وبخلاف مقدم خدمة الاستثمار والذي يقدم توصية عامة للاستثمار والى ذلك أشارت المادة (٣٢٧-١) الفقرة/ثانياً والتي تنص على أن: " المحللون الماليون المعنيون هم أشخاص طبيعيين أو اعتباريون بخلاف مقدمو خدمات الاستثمار الذين يقدمون توصية عامة للاستثمار"^(١).

ويلاحظ عليه ان المحلل المالي في القانون الاماراتي والقانون القطري يختلف عما هو عليه في القانون الفرنسي، فالمشرع الإماراتي عرف المحلل المالي في مادته الاولى بأنه شخص طبيعي يحترف التحليل المالي في احدى الشركات التي تمارس نشاطها في مجال التحليل المالي وكذلك المشرع القطري في المادة (٧) الفقرة (٥) عرفه بأنه شخص طبيعي، في حين أن المشرع الفرنسي جعل المحلل المالي من الممكن ان يكون شخصاً معنوياً يعمل مستقلاً في مجال التحليل المالي، وكما من الممكن ان يكون شخصاً طبيعياً يعمل لحساب احدى شركات التحليل المالي.

ولكن الواقع العملي في العراق يشير الى ان وظيفة المحلل المالي تمارس من قبل شركات الوساطة في الاوراق المالية، إذ أن هنالك موظفاً مختصاً يمارس نشاط التحليل المالي ويقوم بتحليل القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية، الا ان الملفت للانتباه ان عمله غير منظم قانوناً، وهو أمر محل نظر، بسبب إن تقارير التحليل المالي والتي يُقدمها المحلل المالي الى الشركة التي يعمل لديها والتي بدورها تقوم بتقديمها الى العملاء، يكون لها الدور الاساس في قيام المستثمر باتخاذ قراره الاستثماري المناسب^(٢).

وعليه لأبد من أن يكون المُحلل المالي المعتمد والمرخص للقيام بالتحليل المالي للقوائم المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية شخصاً طبيعياً يعمل لدى شركة مرخصة بتقديم

(١) ينظر نص المادة(٣٢٧-١) الفقرة (ثانياً) والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

Les financiers concernés sont les personnes physiques ou morales autres

(٢) جاء ذلك من خلال زيارتنا لشركة الكرم للوساطة والاستشارات المالية ولقاءنا مع مدير الشركة السيد وسيم

الجزراوي وذلك في يوم الخميس الساعة الثانية من بعد الظهر الموافق ٢٠٢٠/١٢/٦، للمزيد يرجى زيارة

الموقع الرسمي لشركة الكرم للوساطة المالية:

Web.:www.gcb.iq

خدمات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية معتمداً في عملية التحليل على البيانات والمعلومات المختلفة والمتعلقة بتداول الأوراق المالية ومعتمداً على ما يتمتع به من خبرات ومؤهلات شخصية وكفاءة فنية ومهنية ، وعليه يتضح بأن وظيفة المحلل المالي في سوق الأوراق المالية تتخذ أحد المظهرين:

الأول: المظهر الفني ويكون من خلال الاطلاع على البيانات والمعلومات المالية المتوفرة عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية واعادة صياغتها ومقارنتها مع النتائج المستخرجة بما تم توقعه والتنبؤ به من قبل المحلل نفسه.

الثاني: المظهر التفسيري والذي يهدف الى فهم ودراسة وتفسير النتائج العملية والفنية في التحليل المالي^(١).

وعليه ومن جميع ما تقدم من تعريفات فقهية للمحلل المالي يمكن تعريف المحلل المالي "بأنه الفرد (الشخص الطبيعي) أو الشركة (الشخص المعنوي) المعتمد أو المرخص من قبل هيئة الأوراق المالية للقيام بأعمال التحليل المالي، وذلك من خلال ما يمتلكه من مؤهلات وخبرات فنية والقدرة على التحليل والتنبؤ عن طريق قيامه بجمع البيانات والمعلومات المالية عن الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، ودراسة مواطن القوة والضعف لديها واعداد التقارير اللازمة، والتي من شأنها تسهم في اتخاذ القرارات المناسبة وتقييم أداء الشركة في تحقيق أهدافها المالية، والتنبؤ بما سيكون عليه الحال مستقبلاً".

ويخضع المحلل المالي عادةً للتأهيل والتدريب وفقاً لبرامج منظمة يخضع فيها المحللون الماليون لبرامج وابحات معمقة وشاملة يعتمدون عليها في إجراء التحليل المالي وباحترافية عالية في تحليل القوائم المالية وفقاً لخارطة السوق واتجاهات الاسهم فيه ما بين الارتفاع والانخفاض في أقيامها، يتمتع فيها المحلل بدرجة عالية من الاحترافية والمهنية والتي تكون لازمة لإكتساب الخبرة والمهارة.

ومن الجدير بالذكر بهذا الخصوص ان العميل هو الشخص الذي يطلب من الشركة المرخصة خدمات ترتبط بالاستشارات المالية والتحليل المالي مقابل أجر يُدفع لتلك الشركة، وهذا ما اشارت إليه صراحةً المادة الاولى من قرار مجلس ادارة الهيئة والسلع الاماراتي رقم (٤٨/ر)

(١) عبد الحليم كراجة، علي رابعة، ياسر السكران ، موسى مطر وتوفيق عبد الرحيم، الادارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان-الأردن، ٢٠٠٦، ص ١٥٨-١٥٩.

لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي^(١)، بمعنى أن المحلل المالي هو الموظف الذي يعمل لدى الشركة المرخصة ويكون موظفاً فيها، لذلك فهو لا يتقاضى أجره مباشرةً من ذلك العميل إنما يتقاضاه من الشركة المرخصة التي يعمل لديها بوصفه موظف يمارس عمله فيها فيكون تابعاً لها، والشخص التابع عرفه هو مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ في المادة (٣) من الفقرة (ب) بقولها: "الشخص التابع اي شخص طبيعي يعمل لدى شخص مرخص له بالتعامل مع عملاء المرخص له...."^(٢)، ونقترح على مشرعنا بأن يكون هذا الشخص الطبيعي والذي يتعامل مع عملاء المرخص له تحت مسمى (العاملون لدى الشركات المرخصة) وليس التابع.

وتُعدُّ عمليات التحليل المالي والتعامل بالأوراق المالية من الأعمال التجارية وفقاً لنص المادة الخامسة من قانون التجارة العراقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ المعدل، طالما القصد من مزاولتها هو تحقيق الربح^(٣)، كما وتُعدُّ الشركات التي تزاول أعمال التحليل المالي تاجراً طالما انها تزاول نشاطها بإسمها ولحسابها على وجه الاحتراف، وهذا ما أشارت إليه المادة السابعة الفقرة أولاً^(٤)، في حين ان المحلل المالي الذي يعمل في تلك الشركات لا يعد تاجراً لأنه يمارس نشاط التحليل المالي بأسم ولحساب الشركة وليس لحسابه وباسمه كونه يعد عاملاً فيها وتابعاً لها، وهو امر يختلف عن الواقع العملي للعاملين لدى الشركات المرخصة في سوق الأوراق المالية والتي يقصد

(١) ان المشرع الاماراتي لم ينص على الاجر الذي يستحقه المحلل المالي نتيجة لقيامه بتقديم خدمة التحليل المالي التي يقوم بتقديمها للعميل، ولكن عندما عرف العميل وفق القرار المذكور أنفاً الزمه بأن يقوم بدفع اجر الى المحلل، وذلك عندما عرف العميل في المادة الاولى والتي تنص على انه : (الشخص الذي يطلب من الشركة المرخصة خدمات مقابل اجر)، كما ان المشرع الاماراتي قرر بان المقابل لا يقتصر على الاجر بل يشمل العمولة والتكاليف الاخرى والى ذلك اشارت المادة (٩/٣/أولاً) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.

www.isc.gov.iq

(٢) متاح على الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية،

آخر زيارة للموقع ٢٥/٢/٢٠٢١.

(٣) تنص المادة (٥) من قانون التجارة العراقي المعدل على ما أن : (تعتبر الأعمال الآتية أعمالاً تجارية إذا كانت بقصد الربح ... :خامس عشر : التعامل في اسهم الشركات وسنداتھا).

(٤) والتي تنص على أن : (أولاً : يعتبر تاجراً كل شخص طبيعي أو معنوي يزاول بإسمه ولحسابه على وجه الاحتراف عملاً تجارياً وفق أحكام هذا القانون).

بها شركات الوساطة اذ ان العاملين في الشركة لا يتعاملون مباشرة مع العميل إنما تعاملاتهم تتم مع الشركة المرخصة التي يعملون لديها في سوق الاوراق المالية. وعليه ومن كل ما تقدم ندعو المشرع العراقي إلى تنظيم المحلل المالي كفئة مميزة تمارس عملها في سوق الأوراق المالية وعلى ضوء ما يتميز به من خبرة ومعرفة فنية ومهنية في مجال التحليل المالي أسوةً بغيره من التشريعات محل المقارنة كالتشريع الإماراتي والقطري والفرنسي.

المطلب الثاني

تمييز المحلل المالي مما يشته به في سوق الاوراق المالية

قد تختلط طبيعة النشاط او العمل الذي يزاوله المحلل المالي مع ما يقوم به الاشخاص الاخرين والفئات التي تمارس اعمالها في سوق الاوراق المالية، ولعلّ من ابرز تلك الفئات الوسيط المالي والمستشار المالي والمحلل الفني في سوق الاوراق المالية، وعليه سنقوم بتقسيم هذا المطلب الى ثلاثة أفرع، الأول سنميز فيه نشاط المحلل المالي عن نشاط المستشار المالي في سوق الاوراق المالية، والثاني سنميز فيه نشاط المحلل المالي عن نشاط ممثل الوسيط في سوق الاوراق المالية، أما الثالث سنميز فيه نشاط المحلل المالي عن نشاط المحلل الفني في سوق الاوراق المالية وكما يأتي:-

الفرع الأول

تمييز المحلل المالي عن المستشار المالي في سوق الاوراق المالية

لم يتطرق المشرع العراقي إلى تعريف المستشار المالي في سوق الأوراق المالية في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية المرقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤، وعلى الرغم من ذلك فقد تمت الإشارة إليه من خلال بيان الشكل القانوني للوسيط المرخص لممارسة أعمال الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ أشار في الفقرة (ب) المادة الأولى من القانون " يكون الوسيط المخول للعمل في سوق الأوراق المالية واحداً مما يأتي: ب- شركة أنشأت وفقاً لقانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧. وتكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات... أو عمل استشارات استثمارية"، وهذا يعني أنه قد حدّد الشكل الذي يكون عليه المستشار المالي في سوق الاوراق المالية وهو بأن يكون شخصاً معنوياً (شركة مرخصة) وليس شخصاً طبيعياً، أما

مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لعام ٢٠٠٨ على العكس من سابقه تماماً فقد عرف المستشار وذلك في نص المادة الثالثة من الفقرة (ع) بأنها "شخص آخر غير مدير الاستثمار، والذي يقدم توصيات أو يتخذ قرارات بشراء أو بيع أوراق المالية لمستثمرين، وفي عهده نقود أو أوراق مالية لمستثمرين ولديه أكثر من ١٥ مستثمر كعملاء خلال أي فترة زمنية مدتها ١٢ شهراً، وعلى الرغم من هذا التعريف، فإن الشخص المرخص له للعمل كوسيط أو وسيط لحسابه مضارب أو ضامن تغطية اكتتاب بأفضل الجهود أو ضامن تغطية اكتتاب ويمارس نشاطات ضمن مجال هذا التعريف لا يكون مطلوب منه الحصول على ترخيص منفصل كمستشار استثمار إذا ما كانت هذه النشاطات، ثانوية لنشاطات الشخص كوسيط أو مضارب أو ضامن من تغطية اكتتاب بأفضل الجهود^(١)، أو ضامن تغطية اكتتاب وان لا تكون مكافأة هذا الشخص اكبر من الأجور التي يستحق أن يتقاضاها مقابل عمله كوسيط أو مضارب أو ضامن تغطية اكتتاب بأفضل الجهود أو ضامن تغطية الاكتتاب"^(٢).

أما المشرع الإماراتي في قرار مجلس ادارة الهيئة والسلع الاماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي لم يعرف المستشار المالي وانما عرف الشركة المرخصة والتي تمارس الاستشارات المالية وذلك في مادته الاولى بأنها "الشركة المرخصة: الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي وفقاً لأحكام هذا القرار"^(٣).

(١) عرف مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ أفضل الجهود وذلك في المادة (٣/هـ) بأنها (المحاولة بحسن نية لبيع الأوراق المالية الخاصة بالمصدر المالية للجمهور).

(٢) عرف مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ ضامن تغطية الاكتتاب في المادة (٣/و) بأنه ((الشخص الذي يعمل كوكيل لمصدر أو كتابع للمصدق ويقوم ببيع أو بالترويج لبيع أوراق المصدر المالية للجمهور. ويوافق ضامن الاكتتاب على أن يبذل أفضل الجهود لمساعدة المصدر أو شخص تابع في العرض العام لأوراق المصدر المالية دون أي التزام بشراء الأوراق المالية من المصدر أو من شخص تابع)).

(٣) وبهذا المعنى عرف المشرع الكويتي ايضاً في القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ المعدل في المادة (٥/١) والتي تنص: ((شخص اعتباري يقوم بتقديم الاستشارات الاستثمارية المتعلقة بالأوراق المالية مقابل عموله)) متاح على الموقع الرسمي لهيئة سوق الكويت للأوراق المالية الآتي: www.cma.gov.kw

آخر زيارة للموقع تاريخ ٢٠٢١/٢/١٠

ومن خلال هذا التعريف نجد ان المشرع الاماراتي لم يُعرّف المستشار المالي مكتفياً بذكر تعريف الشركة المرخصة بتقديم خدمة الاستشارات المالية والتحليل المالي على عكس المشرع القطري الذي عرفه بموجب قرار مجلس هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ والذي عرف المستشار المالي بأنه "الفرد المعتمد المسؤول عن تقديم المشورة للعملاء في الاستثمار في الاوراق المالية مقابل اجر او عمولة للشركة"^(١).

هذا يعني أن المشرع القطري قرر بأن يكون المستشار المالي شخصاً طبيعياً يمارس دوره في تقديم المشورة للعملاء في مجال الاوراق المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية مقابل أجر يحصل عليه او مقابل عمولة للشركة المرخصة والتي تمارس نشاط الاستشارات المالية. أما عن موقف المشرع الفرنسي فقد عرف المستشار في اللائحة العامة للأسواق المالية الفرنسية لسنة ٢٠١٤ المعدلة بأنه "فرد أو شركة يحترف العمل في مجال تقديم المشورة للعملاء أو تقديم وتوفير المعلومات الضرورية لهم باستخدام وسائل خاصة والتي ينبغي موافقة العميل عليها وفقاً لنموذج خاص"^(٢).

والمشرع السعودي في المرسوم الملكي رقم (م/٣٠) المعدل بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم (٢-١٢٨-٢٠٠٦) في (٢٢-٢-٢٠٠٦) والذي عرّف المستشار بأنه (يقدم او يعرض، او يوافق على تقديم المشورة للآخرين، بصفتهم مستثمرين...).

www.cma.org.sa

متاح على الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية الاتي:

اخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٢/١٣

(١) نص المادة السابعة، الفئة الثانية/١ من قرار مجلس ادارة هيئة قطر رقم (٥) لسنة ٢٠١٩.

(٢) المادة (٣٢٥-١-أ) من اللائحة العامة للأسواق المالية الفرنسية، والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

(I) – Pour l'application du présent chapitre, un « support durable » est un instrument permettant :

(1) A un client de stocker des informations qui lui sont adressées personnellement d'une manière permettant de s'y reporter aisément à l'avenir pendant un laps de temps adapté aux fins auxquelles les informations sont destinées ; et

(2) Permettant la reproduction à l'identique des informations stockées.

II. – Lorsqu'une information doit être fournie par un conseiller en investissements financiers sur un support durable, ces informations ne peuvent être publiées sur un support durable autre que le papier qu'à la condition que :

وفي ضوء هذا التعريف للمستشار المالي في سوق الأوراق المالية الفرنسية يكون المستشار اما شخصاً طبيعياً او معنوياً يحترف نشاط وتقديم المشورة المتعلقة بالأوراق المالية في السوق المالية من خلال تقديم البحوث او الآراء المتعلقة بالأوراق المالية في السوق المالية معتمداً بذلك في ما يقوم به من اعمال ونشاطات على التحليلات والتقارير المتعلقة بتداول الأوراق المالية المقدمة من قبل المحلل المالي وعلى خبرته الذاتية في تقديم المشورة^(١).

ومن خلال ما سبق عرضه نلاحظ بأن نشاط المحلل المالي يتشابه مع المستشار المالي في عدة اوجه، ويختلف عنه في اوجه اخرى، بالنسبة لأوجه الشبه والتي تتمثل بما يلي:-

١. يُمارس كل من المحلل المالي والمستشار عمله ونشاطه في مكان واحد وهو سوق الأوراق المالية.

٢. لأبْد لكل من المحلل المالي والمستشار المالي لكي يمارس نطاق اعماله ونشاطاته في سوق الأوراق المالية، أن يكون حاصلاً على اعتماد من هيئة الأوراق المالية والسلع في سوق الأوراق المالية، بمعنى ان يكون مُعتمداً^(٢).

٣. يشترط في كل منهما الكفاءة والخبرة العلمية والشهادة الجامعية^(٣).

٤. يلاحظ على اكثر التزامات كل من المحلل المالي والمستشار المالي الاشتراك في الالتزام بالإفصاح والنزاهة والسرية في العمل والحيادية^(٤).

(١) حسنين علي هادي، المركز القانوني للمستشار في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة القادسية، ٢٠١٧، ص ١٠.

(٢) نصت المادة (١٢/أ) من قرار مجلس ادارة الهيئة (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي على ان: (أ- لا يجوز للمحلل المالي مزاوله عمله لدى الشركة المُرخصة قبل اعتماده من الهيئة)، وكذلك المشرع القطري في المادة (٨) من قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأوراق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ والتي تنص: (بشرط الحصول على موافقة الهيئة لاعتماد الافراد للعمل في أي من الوظائف السابق الافصاح عنها في المادة السابعة من لقرار المذكور).

(٣) ينظر نص المادة (٥) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي المعدل، والقانون القطري رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ في المادة (٣٠) وفي الفقرات (٣-٤-٨)، والفرنسي في اللائحة العامة لسوق المال الفرنسي في المادة (٣١٤-٢) والمادة (٣١٤-٣).

(٤) نصت على ذلك المادة التاسعة/اولاً من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم ٤٨/ر لسنة ٢٠٠٨ بشأن الاستشارات والتحليل المالي المعدل.

٥. يعتمد كل من المحلل المالي والمستشار المالي في عمله في سوق الأوراق المالية على مصادر المعلومات التي يعتمد ويستند عليها في القيام بنشاطاته في مجال تقديم التحليل المالي والمشورة^(١).

وبعد الإشارة إلى أوجه الشبه في عمل المستشار المالي والمحلل المالي، سنذكر أوجه الاختلاف بينهما في عدة أوجه:

١. أن المشرع الاماراتي وكما ذكرنا مسبقاً عرّف المحلل المالي بأنه الشخص الطبيعي المعتمد من الهيئة لممارسة نشاط التحليل المالي^(٢)، إذ ان المستشار المالي يقدم توصية للعميل وهذا ما يمكن استنتاجه من تعريف المشرع الاماراتي للاستشارات المالية، في حين ان المحلل المالي يقوم بتقديم تقريره للعميل من خلال الشركة التي يعمل لديها أو للمستشار المالي وذلك بحسب الاصل، والاستثناء ان يقدم هو المشورة اعتماداً على ما يقوم بإعداده من تقارير.

٢. من حيث الخبرة والتحصيل الدراسي، بالنسبة للمحلل المالي لابد من ان تكون لديه خبرة عملية لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال التحليل المالي، وهذا ما اشار اليه قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، في حين لم يحدد هذا القرار مدة الخبرة العملية الواجب توفرها في المستشار المالي في المجال المالي والاقتصادي^(٣)، وكذلك المشرع القطري لم يحدد مدة الخبرة بالنسبة للمستشار.

٣. من حيث الأولوية والأسبقية، تعد مرحلة التحليل المالي هي مرحلة سابقة لمرحلة تقديم المشورة في المستشار، فالمحلل يقوم بمعالجة البيانات والمعلومات المتعلقة بوضع الشركة المصدرة في سوق الأوراق المالية في الماضي والحاضر والتنبؤ بما يؤول عليه

(١) حسنين علي، مصدر سابق، ص ٥٢.

(٢) ينظر نص المادة الاولى من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.

(٣) نصت المادة الخامسة/ف٣ /أ بقولها: ٣-ان تكون المؤهلات العلمية والخبرات العلمية للمدير العام أو التنفيذي والمحلل المالي عما يلي:

أ-المحلل المالي: شهادة جامعية او مهنية معترف بها وخبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في التحليل المالي.

الوضع في المستقبل ومن ثم يقوم بتقديمها الى المستشار للاعتماد عليها في تقديم المشورة للزبائن والمستثمرين^(١).

٤. يقوم المحلل المالي بعملية تحليل البيانات للأوراق المالية في سوق الأوراق المالية دون تدخل العميل ودون ان يكون للأخير دوراً في إعداد التقارير الخاصة بالتحليل المالي التي يتخذها المحلل، بمعنى ان العميل لا دور له في تحليل الورقة المالية محل الاستثمار والمحلل المالي انما يقوم بعمله في سوق الأوراق المالية دون الاعتماد على العميل في الوصول الى القرارات الاستثمارية النهائية، بينما المستشار في سوق الأوراق المالية يقوم بعمله المناط به وهو تقديم المشورة من خلال الشركة المرخصة بالاستشارات المالية للعميل او الزبون وتوجيه الأخير في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب اعتماداً على التحليل المالي^(٢).

ويلاحظ على كل من نشاط المحلل المالي والمستشار المالي في التشريعين الاماراتي والقطري مسألة مهمة، ألا وهي إمكانية قيام المحلل المالي بممارسة نشاط المستشار المالي، إذ يبدو ذلك واضحاً من استقراء تعريف الشركة المرخصة في قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي وتعريف المحلل في قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ ، اما في القانون الفرنسي فلا يجوز ذلك اذ ليس للمحلل المالي بأن يمارس دور المستشار المالي ويؤدي مشورته لعملاء الشركة المرخصة ومزاولة الاستشارات المالية. ويبدو ذلك واضحاً من تعريف المحلل المالي في المادة (١/٣٢٧) سابقة الذكر والتي أشارت إلى أن المحللين من الأشخاص الطبيعيين والخاضعين لسلطة شخص معنوي يقوم بنشاط التحليل المالي، أي أنها جعلت نشاط المحلل المالي مقتصرًا على التحليل المالي حصراً.

(١) نص المادة (١) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي .

(٢) د. مروة محمد العيسوي، مدى توافق الافصاح في البورصة مع مبدأ السرية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الاولى، القاهرة- مصر، ٢٠١٦، ص ٥٣.

الفرع الثاني

تمييز المحلل المالي عن ممثل الوسيط في سوق الأوراق المالية

لاشك من أن الوسيط في سوق الأوراق المالية هم بمثابة القلب النابض في الجسد، لذلك فإن الاجماع العالمي لأسواق الأوراق المالية قد أنعقد على أن لا يجوز ان تُبرم أي عملية شراء او بيع للأوراق المالية داخل قاعاتها الا بواسطة وسيط للأوراق المالية، وتمنع بل تُحظر تلك العمليات والممارسات على غير الوسيط^(١).

لذلك وبسبب هذا الدور الدقيق والخطر والذي منح للوسيط في الاسواق المالية، فمن المحال فتح ابواب هذا النشاط على مصراعيها لأي شخص للدخول فيها الا وفقاً لتوفر شروط معينة تتوفر عند هؤلاء لضمان تمكنهم من تحمل مسؤولية التعامل بالأوراق المالية في السوق^(٢).

وعليه ولأهمية هذا الامر وكونه متفقاً عليه في التشريعات العربية منها والاجنبية، يُعدّ الوسيط المالي وما يمارسه او يقوم به من نشاطات لا يمكن الاستغناء عنه مطلقاً، وعليه فقد عرّف الوسيط المالي بأنه "شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية وفي المواعيد الرسمية المحددة لها لحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري ويعتبر السمسار ضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعاً وشراءً"^(٣).

وعرفه اخر بأن "من يتولى البيع والشراء لغيره بان يدخل بين البائع والمشتري متوسطاً لإنهاء العملية مقابل اجر يأخذه"^(٤).

وقد عرفه آخر بأنهم "من يتوسط في بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الغير"^(٥).

(١) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص ٥٦.

(٢) فيروز سامي عمرو الريماوي، الجانب القانوني لدور الوسيط في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، الجامعة الاردنية، ١٩٨٩، ص ٥٢.

(٣) د. محمد سويلم، ادارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، بدون سنة طبع، دار الفجر للنشر والتوزيع، ١٩٩٨، مصر-القاهرة، ص ٢٧٣.

(٤) د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في اسواق المال، الطبعة الاولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة- مصر، ٢٠١٥، ص ١٠٤.

(٥) د. عبد الفضيل محمد احمد، بورصات الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، تصدر عن كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد الرابع، ١٩٨٨، ص ٥٥.

أما بالنسبة لموقف التشريعات محل المقارنة من الوسيط في سوق الأوراق المالية فتكاد أغلبها تتفق على جعل الوسيط في مقدمة النشاطات التي تتم مزاولتها في سوق الأوراق المالية اذ بالكاد ان نجد تشريعاً جاء خالياً من وجود أثر للوسيط المالي في السوق المالية ومنها القانون العراقي.

فبالنسبة للمشرع العراقي فقد عرف الوسيط في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية^(١) بأنه "الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين بموجب القسم (١/٥/أ) من هذا القانون والمتعامل في معاملات السندات في سوق الأوراق المالية أو الشخص القانوني المخول بموجب القسم (١/٥/ب) وقد يقبل المصرف كوسيط اذا خول بالعمل وفقاً لتلك الصلاحية"^(٢).

ويلاحظ على التعريف السابق ذكره للوسيط أن المشرع العراقي لم يكن على قدر من الدقة في بيان المقصود بالوسيط، وما هي طبيعة النشاط او العمل الذي يمارسه في سوق الأوراق المالية، بل لقد كان المشرع مكتفياً ببيان ماهية الاشخاص الذين يكون لهم الحق في ان يكونوا وسطاء في تداولات الأوراق المالية^(٣)، هذا بخلاف ما جاءت به التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤ والتي عرفت الوسيط بأنه "شخص معنوي يُجاز من المجلس لممارسة الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية بموجب احكام القانون والنظام"^(٤)، اما تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية المحدثه لسنة ٢٠١٥ في مقدمة الفقرة (٢٢) منه عرفت الوسيط بانه "الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة اعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية والمقيدة في سجل جمعية وسطاء المال في العراق"^(٥)، فالوسيط على وفق ما تقدم من تعريفات هو الشخص المعنوي دون دون الطبيعي المرخص لممارسة الوساطة المتمثلة ببيع الأوراق المالية وشرائها.

(١) منشور في الوقائع العراقية بالعدد رقم ٣٩٨٣ حزيران ٢٠٠٤، متاح على الموقع الالكتروني الآتي:

www.gov.iq/view

آخر زيارة للموقع بتاريخ: ٢٠٢١/٢/٧

(٢) الفقرة (١٠) من القسم الاول من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٣) د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الاولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان، ٢٠٠٩، ص ١٦٠.

(٤) المادة (١) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤.

www.isc.gov.iq

(٥) متاح على الموقع الالكتروني الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية الآتي :

www.isc.gov.iq

ولقد نصت المادة الأولى من القسم الخامس من القانون العراقي المؤقت لسنة ٢٠٠٤ على ما يلي:-

يكون الوسيط المخول للعمل في سوق الأوراق المالية واحداً مما يأتي:-

أ- مصرف مخول بموجب قانون المصارف، من ضمنها المصارف الأجنبية، التابعة والفرعية للاشتراك في التعامل بالسندات في العراق.

ب- شركة أنشأت وفقاً لقانون الشركات المرقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل أو قوانينه اللاحقة وتعديلاته وتكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات أو إدارة استثمارات أو عمل استشارات استثمارية والتي يكون مديرها المخول مستوفياً للشروط المنصوص عليها في القسم (٥) الفقرة (٢) من هذا القانون.

ت- شركة أنشأت بموجب قانون معين وتكون متخصصة في النشاطات المتعلقة بتداول السندات أو عمل الاستشارات الاستثمارية على أن يكون مديرها المخول مستوفياً للشروط الواردة في القسم (٢/٥).

أما بالنسبة لممثل الوسيط فقد عرفه المشرع العراقي في تعليمات تداول الأوراق المالية المحدثه لسنة ٢٠١٥ وذلك في الفقرة (١٨) الواردة في باب التعريفات بأنه "الشخص الطبيعي الذي يعينه الوسيط ليقوم بالنيابة عنه بتقديم خدمات الوساطة المتعلقة بمعاملات الأوراق المالية في السوق ويكون مسجلاً في سجل ممثلي الوسطاء".

وهذا يعني بأن ممثل الوسيط هو شخص طبيعي يمارس عملية الوساطة نيابة عن الوسيط حيث يقوم الاخير بتعيينه ويكون مسجلاً في سجل ممثلي الوسيط كون الذي يطلب اعمال الوساطة من الوسيط او المحلل المالي هو شخص العميل، على الرغم من أن الواقع العملي يكشف بأن المرخص له الوحيد الذي يمارس اعماله في سوق الأوراق المالية^(١)، هو الوسيط وما المحلل المالي وغيره ممن يمارسون نشاطهم في السوق هم يعملون لدى شركات الوساطة المالية.

ولدى مقارنة التعريف الوارد في التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية بشأن الوسيط مع ما ورد عنه في القانون المؤقت لسنة ٢٠٠٤ الدقة والوضوح من عدة اوجه ومنها:-

آخر زيارة للموقع ٢٠٢١/٢/١٥

(١) علي عدنان جبير، الرقابة على المرخص له عن عملية غسل الاموال في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية القانون - جامعة بابل، ٢٠١٩، ص ٣٨.

١. تحديد الوسيط بكونه شخصاً معنوياً وليس شخصاً طبيعياً وبكل وضوح.

٢. تحديد نطاق عمل الوسيط والمتمثلة ببيع وشراء الأوراق المالية.

ومن ذلك يكاد يكون تعريف الوسيط من التعليمات التنظيمية الواردة قد جاء متمماً ومكماً لما ورد له (للسيط) في القانون المؤقت للأسواق المالية العراقي في هذا الشأن^(١).

وعليه يتضح مما تقدم عرضه بان **المشروع العراقي** في القانون المؤقت للأسواق المالية لسنة ٢٠٠٤ قد حصر الوساطة بالشخص المعنوي^(٢)، والذي يتخذ احدى الاشكال الواردة والمذكورة آنفاً، ولعل العلة في هذا الأمر تكمن في ان الشخص المعنوي سواء كان شركة متخصصة بالوساطة في تداولات الأوراق المالية، أو مصرفاً متخصصاً يسمح عادة بتكوين رؤوس الاموال الكبيرة والتنظيم الاداري والذي يعجز عن تدبيره الشخص الطبيعي بمفرده في احوال كثيرة، كما ان لحجم رؤوس الأموال أهمية كبرى في ممارسة الانشطة المتعلقة بالأوراق المالية التي تحفها الكثير من المخاطر، هذا فضلاً على ان نظام اسواق الأوراق المالية بمفهومه المعاصر والملائم لاقتصاد السوق حصر عمليات الوساطة بالأشخاص المعنوية، الأمر الذي يقدم ضماناً كبيرة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية ويساهم في الوقت نفسه على نمو الشركات المتخصصة في هذا المجال^(٣).

وممثل الوسيط كالمحلل المالي والمستشار وغيرهم ممن يمارس نشاطه في سوق الأوراق المالية، لابد له من الحصول على ترخيص أو اعتماد من هيئة الأوراق المالية وايضاً القيد في سجل ممثلي الوسطاء من مجلس المحافظين في السوق وذلك من خلال تقديم طلب للهيئة المذكورة والذي لابد من ان يستوفي جملة من الشروط الموضوعية المطلوبة في الاعتماد كون الطلب المقدم للمجلس يخضع للرقابة والدراسة^(٤)، فأن تأكد المجلس من توافر الشروط المطلوبة

(١) ينظر: د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ١٦١.

(٢) ما تزال بعض التشريعات تسمح للشخص الطبيعي بممارسة مهنة الوساطة الى جانب الشخص المعنوي ومنها القانون البحريني في المادة (الأولى) من قانون سوق البحرين للأوراق المالية الصادر بالمرسوم رقم (٦٠) لسنة ٢٠١٠ والتي تنص ((دلالة الأوراق المالية الطبيعيين والاعتباريين))، للمزيد يرجى زيارة الموقع www.bahrainlaw.net الالكتروني التالي:

آخر زيارة للموقع ٢٠٢١/٢/٣.

(٣) د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ٦٣.

(٤) د. عمر ناطق الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، الطبعة الاولى، القاهرة-مصر، ٢٠١١، ص ١٢٣.

اصدر قراره بالموافقة على مزاوله الوسيط لأعمال الوساطة في السوق ومن ثم يسجل الوسيط بصفته هذه في سوق الأوراق المالية وهذا ما أشارت اليه المادة (١) من القسم الاول من القانون المؤقت لسنة ٢٠٠٤^(١)، ذلك ان طلب الاعتماد أو الترخيص لممارسة أي من أنشطة الأوراق المالية لابد من أن يقر من قبل ادارة السوق (مجلس المحافظين)، ومن ثم يُرفع الى هيئة الأوراق المالية للمصادقة عليه^(٢) والحال في ذلك ينطبق على ممثل الوسيط والذي يتم تعيينه من قبل الوسيط ليقوم نيابة عنه بتقديم خدمات الوساطة المالية على ان يكون مسجلاً من سجل جمعية وسطاء المال في العراق^(٣).

اما النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ فقد عرف وكيل الوسيط والذي هو ممثل الوسيط في المادة الاولى منه بأنه "الشخص الطبيعي المكلف من قبل عضو السوق ومرخصاً بإدارة الاعمال بالنيابة عنه، أو الاعمال خارج السوق فيما يتعلق بأعمال مهنة الوساطة"^(٤).

وممثل الوسيط شأنه شأن المحلل المالي لابد من ان يتم اعتماده من قبل هيئة الأوراق المالية في السوق، لكي يسمح له بمزاولة نشاطه لدى الشركة المرخصة بمزاولة اعمال الوساطة

-
- (١) يقابلها في التشريع السعودي في السوق المالية المادة (٣٢/أ) والتي تمثلها مهام الوسيط، اذ بينت الفقرة (أ) من المادة (٣٢) منه المهام التي يجوز للوسيط القيام بها وفقاً لهذا النظام ولوائحه والتي تتمثل فيما يلي:
١. العمل بصفة تجارية وسيطاً في تداول الأوراق المالية خلافاً للأشخاص الذين يعملون على اساس ترتيب تعاقدى بما في ذلك أي شخص يمارس بصفة تجارية عمل حفظ الأوراق المالية.
 ٢. يقدم بصفة تجارية عملاً للآخرين للحصول على اصول مالية في صورة اوراق مالية عن طريق فتح حساب يمكن عن طريقه تنفيذ صفقات الأوراق المالية.
 ٣. يقوم بصفة تجارية بتنفيذ صفقات الأوراق المالية لحسابه الخاص عن غير طريق اصدار الأوراق المالية من اجل ايجاد سوق في الأوراق المالية او لتحقيق الربح الناتج من الفرق بين عروض اسعار الأوراق المالية وطلباتها.

٤. يقوم بصفة تجارية بحيازة او طرح الأوراق المالية للمصدر او الشخص المسيطر على ذلك المصدر.

www.cma.gov.kw

متاح على الموقع الالكتروني الاتي :

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢٠/١٢/١.

- (٢) علي عدنان جبير، مصدر سابق، ص ٣٩ وما بعدها.

- (٣) عرفت المادة الاولى من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة ٢٠١٥ سجل ممثلي الوسطاء بأنه "السجل الذي يحتفظ به السوق لحفظ كافة المعلومات المتعلقة بممثلي العاملين في السوق".

<http://www.isx-iq.ne>

- (٤) متاح على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية التالي:

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٥/٢.

المالية، ويكفي هنا بأن يحصل ممثل الوسيط على موافقة هيئة الأوراق المالية عند ممارسته لأعمال الوساطة في سوق الأوراق المالية، وكذلك الحال بالنسبة للمحلل المالي في مزاولة نشاطه في التحليل المالي في السوق أسوة على ما سارت عليه التشريعات محل المقارنة كالتشريع الاماراتي والقطري والفرنسي.

ولقد فرض النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية الصادر سنة ٢٠٠٨ على الشخص الطبيعي ويشمل ممثل الوسيط ممن يحصل على إجازة ممارسة مهنة الوساطة في سوق الأوراق المالية، جملة من الشروط التي قد اشارت اليها المادة الخامسة من النظام المذكور والتي تنص على أن "يجب ان يكون ممثل أو وكيل الوسيط:

- أ- لا يقل عمره عن ٢٥ سنة وله اقامة قانونية في العراق.
- ب- يتمتع بالأهلية القانونية.
- ت- ان لا يكون قد جرى إعلان إفلاسه.
- ث- ان لا يكون مداناً بجناية من محكمة جنائية مختصة.
- ج- ان لا يكون مداناً بجريمة تتعلق بالغش المالي.
- ح- ان يكون حاصلاً على شهادة جامعية أو ما يعادلها.
- خ- لديه خبرة لا تقل عن خمس سنوات على الاقل في الامور المالية والتجارية والتي تعتبر مقبولة من قبل السوق.
- د- ان يكون قد اجتاز دورة تدريبية نظمها السوق أو الاتحاد تؤهله لممارسة اعمال الوساطة.
- ذ- ان يمارس نشاط الوساطة في العراق أو في اماكن اخرى يخصصها السوق وبموافقة الهيئة.
- ر- ان يكون متفرغاً لممارسة مهنة الوساطة".

يتضح مما سبق بأن الشخص الطبيعي والذي اشارت اليه المادة الخامسة من النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ يشمل ممثل الوسيط ممن يمارس نشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية والتي ألزمت ممثل الوسيط بالتقيد بجملة التزامات.

أما بالنسبة للمشرع الإماراتي فقد عرف الوسيط وذلك في المادة الأولى من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ والتي نصت على أن الوسيط هو "الشخص الاعتباري المصرح له وفقاً لأحكام هذا القانون بالقيام بأعمال الوساطة في السوق".

كما عرفت المادة نفسها ممثل الوسيط بأنه: "الشخص الطبيعي الذي يُعينه الوسيط ليقوم نيابة عنه بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية والسلع".

وعليه يلاحظ بان الوسيط في القانون الإماراتي هو شخص معنوي مرخص بممارسة أعمال الوساطة في السوق المالية، أما ممثل الوسيط فهو شخص طبيعي يتم تعيينه من قبل الوسيط حصراً لينوب عنه في القيام بأعمال الوساطة المالية والصفقات التي تكون متعلقة بالأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

أما المشرع القطري فقد عرف الوسيط المالي وذلك بموجب قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ المعدل بشأن نظام الخدمات المالية وذلك في الفصل الأول في باب التعريفات من المادة الأولى بقولها: "الوسيط المالي من يزاول تنفيذ أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية لحساب الغير"، وعرف في القانون نفسه (الممثل) بأنه "الشخص الطبيعي الذي يعمل لدى الشركة، ويتصرف باسمها وعلى مسؤوليتها"، وهذا يعني أن الوسيط وبموجب القانون المذكور شخص معنوي أي شركة على الرغم من انه لم يذكر في تعريفه بأنه شركة، ويبدو ذلك واضحاً في تعريفه لممثل الوسيط بأنه من يعمل لدى الشركة أي يعمل لدى الوسيط أو غيره.

في حين عرف المشرع القطري ممثل الوسيط وذلك في قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ بشأن نظام الخدمات المالية في المادة (٧) الفئة الثانية من الفقرة (٣) بقولها "ممثل وسيط هو كل فرد معتمد مسؤول عن تنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح الوسيط أو عملائه".

أما المشرع الفرنسي فقد بين مفهوم خدمات الاستثمار والتي تقابل أعمال الوساطة وذلك في المادة (٢١١-١) من القانون النقدي والمالي رقم ١٢٢٣ لسنة ٢٠٠٠ بقولها "خدمات تتعلق بالتعامل في الأدوات المالية وتشمل: ١- تلقي وتحويل الأوامر لحساب الغير. ٢- تنفيذ الأوامر لحساب الغير. ٣- التداول والإيجار لحساب الغير. ٤- إدارة محافظ الأوراق المالية. ٥- شراء الإصدارات. ٦- التوظيف في الأدوات المالية".

علماً بأن هذه الخدمات يتم تقديمها من قبل الوسطاء أو ما يتم تسميتهم بمقدمي خدمات الاستثمار والذين هم أشخاص معنوية تقدم خدمات الاستثمار كحرفة معتادة، وذلك وكما ورد في المادة (٥٣١-٤) من القانون النقدي والمالي الفرنسي لسنة ٢٠٠٠^(١).

وعليه ومما سبق ذكره نجد بأن المحلل المالي يلتقي مع ممثل الوسيط في أوجه عدة نذكر أهمها:-

١- كل من المحلل المالي وممثل الوسيط ولكي يمارس كل منهما نشاطه في سوق الأوراق المالية فلا بد من حصوله على موافقة هيئة الأوراق المالية^(٢) وهذه الموافقة تشمل الاعتماد لدى الهيئة بالنسبة للمحلل المالي وممثل الوسيط.

٢- يكون كل من المحلل المالي والممثل الوسيط شخصاً طبيعياً يمارس نشاطه في سوق الأوراق المالية.

٣- يشترك كل من المحلل المالي وممثل الوسيط بجملة من الالتزامات عند ممارسة نشاطه في سوق الأوراق المالية ومنها الالتزام بالإفصاح والسرية^(٣)، اذ يجب على ممثل الوسيط تطبيق ممارسات اخلاقية تسمى بقواعد السلوك المهني الخاصة بشركات الوساطة للأوراق المالية، ويكون الهدف منها المحافظة على مكانة العاملين وكرامة الوظيفة لرفع مستوى أداء المهنة وترقية العاملين بها، وهذه القواعد تصدر عن هيئة الأوراق المالية ويتم التعامل بموجبها في سوق الأوراق المالية ووفقاً لمعايير عدة تسري على شركات الوساطة العاملة في الاسواق المالية المرخصة من قبل الهيئة، وتسري على الوسطاء ووكلائهم وموظفيهم^(٤).

(١) حدد المشرع الفرنسي الكتاب الثالث (لمقدمي الخدمة) وذلك في اللائحة العامة للأسواق المالية الفرنسية لسنة ٢٠١٤. والمعدلة للقانون النقدي والمالي الفرنسي الصادر سنة ٢٠٠٠.

(٢) نصت المادة الخامسة/٤ من النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية والصادر سنة ٢٠٠٨ على ان "يجب ان يمارس ممثل الوسيط نشاط الوساطة في العراق أو في اماكن اخرى يرخسها السوق وبموافقة الهيئة".

(٣) المحافظة على السرية اشارت اليه المادة(٨) من قواعد السلوك المهني والتي تنص على "يلتزم العاملين لدى العضو القيام بما يلي:-

أ- الحفاظ على سرية المعلومات والانشطة المتعلقة بالسوق أو استخدامها لمصلحتهم أو لمصلحة الغير .

ب- حفظ الوثائق السرية في مكان آمن عند عدم استعمالها لضمان عدم الاطلاع عليها من قبل الآخرين.....".

(٤) المادة (٢) من قواعد السلوك المهني والتي تنص: "

ويلتزم ممثل الوسيط وممن يعمل لدى احدى شركات الوساطة بالأوراق المالية المرخصة من قبل الهيئة بمجموعة الالتزامات إزاء السوق حددتها المادة (٨) من قواعد السلوك المهني، والتي من ابرزها التزامه بالحفاظ على سرية المعلومات والانشطة المتعلقة بالسوق أو استخدامها لمصلحتهم أو لمصلحة السوق، واتخاذ الاجراءات اللازمة بما يضمن سلامة التداول في السوق وحمايته، وخصوصاً حماية ما يتعلق بهم من معلومات تخولهم الدخول على الانظمة، وعدم استخدام أي برامج متعلقة بأنظمة السوق الا بعد التأكد من سلامتها من قبل الموظف المختص، وكذلك التزام ممثل الوسيط بإعلام الموظف المختص في دائرة تكنولوجيا المعلومات وعلى الفور عند حدوث أي خرق لحقوق الملكية الفكرية للبرامج المتعلقة بالسوق أو الاستخدام الخاطئ لها، وعدم قبوله لأية هدايا أو هبات بشكل مباشر أو غير مباشر^(١)، وكذلك الحال ينطبق ايضاً على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية.

وعلى الرغم في اوجه الشبه هذه الا ان هنالك اختلافاً بينهما يتمثل بالاتي:-

١- اختلاف نشاط كل منهما، ممثل الوسيط يقوم نيابةً عن شركة الوساطة بالبيع والشراء للأوراق المالية لصالح العميل، في حين ان المحلل المالي يقوم بعملية التحليل المالي والتي أشرنا اليها مسبقاً.

٢- أما من حيث المؤهل العلمي فان كلاً من ممثل الوسيط والمحلل المالي في سوق الأوراق المالية يشترط فيه الخبرة والشهادة، فالقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ اشار الى ضرورة ان يتوفر في ممثل الوسيط في سوق الأوراق المالية المؤهل العلمي المتمثل بضرورة الحصول على شهادة جامعية او ما يعادلها في أي اختصاص كان ولديه خبرة لا تقل عن خمس سنوات^(٢) اشار النظام

أ- شركات الوساطة العاملة في الاسواق المالية المرخصة من قبل الهيئة.

ب- الوسطاء ووكلائهم وموظفيهم.

(١) المواد (٨-١٠-١٤-١٦) من قواعد السلوك المهني والمتاحة على الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية التالي: <http://www.isc.gov.iq>

(٢) نص المادة (٢) من القسم (٥) الفقرة (و) من القانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ والتي تنص على ((يكون مدير او ممثل الوسيط المخول بالقيم بتعاملات السندات في سوق الأوراق المالية والذي يدعى بالمندوب شخصاً طبيعياً والذي.... وحامل شهادة جامعية او ما يعادلها. ز-لديه خبرة لا تقل عن خمس سنوات في الامور المالية والتجارية ومقبولة من قبل السوق)).

الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ في المادة الخامسة في فقرتها الرابعة. في حين ذهب قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات والتحليل المالي الى ضرورة ان يتوفر لدى الكادر الاداري المتمثل بالمدير العام او المدير التنفيذي والمحللين الماليين شهادة جامعية في المجال الاقتصادي او المالي، فبالنسبة للمدير العام او المدير التنفيذي شهادة جامعية وخبرة عملية لا تقل عن خمس سنوات في المجال الاقتصادي او المالي، اما المحلل المالي فشهادة جامعية أو شهادة مهنية معترفاً بها وخبرة عملية لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال التحليل المالي^(١).

الفرع الثالث

تمييز المحلل المالي عن المحلل الفني في سوق الأوراق المالية

يتمتع المحلل الفني بأهمية كبيرة لا تقل عن تلك التي يتمتع بها المحلل المالي وما يمارسه من نشاطات في سوق الأوراق المالية، وهو من اساليب التحليل التي يلجأ اليها معظم المستثمرين كونه مكملاً لعملية التحليل المالي، ويهدف الى دراسة حركة السوق المالي ومؤشرات ومستويات الأوراق المالية المتداولة فيه ودراسة كفاءته وفاعليته في جذب المستثمرين والتي تعتمد على مستوى كفاءة ادارة السوق ومصداقيتها، وكذلك شفافية البيانات والمعلومات المؤثرة على السوق والتقارير الدورية المعروضة فيه كمؤشرات التداول وحجم تداولات الأوراق المالية، وتحليل أسعار الأسهم خلال الفترات السابقة ومن ثم تحديد اتجاهات الأسعار المستقبلية^(٢). لذلك فإن المحلل الفني يدخل ضمن التخصصات المهنية في سوق الأوراق المالية وصناعة الخدمات المالية وتقديمها للعملاء^(٣).

(١) نص المادة (٥) ف (٣) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٤٨/١) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص على ان " ان تكون المؤهلات العلمية والخبرات العملية للمدير العام أو التنفيذي والمحلل المالي كما يلي:-

ب . المحلل المالي: شهادة جامعية أو شهادة مهنية معترف بها وخبرة عملية لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال التحليل المالي".

(٢) د. فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، ٢٠٠٨، ص ٦٧ .

(٣) د . دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الاولى، عمان- الاردن، ٢٠٠٩، ص ٢٤٤-٢٤٥.

من أجل أن تتضح معالم المحلل الفني ولأجل تمييزه عن المحلل المالي، فلا بد من أن نعرف المحلل الفني حتى تظهر جوانبه العامة، وبالرجوع إلى بعض مراجع التحليل الفني يتضح أن له تعريفات عدة، فهناك من يُعرفه على أنه "من يقوم بدراسة حركة السوق وليس السلع أو البضائع المتداولة به، والمحلل الفني هو من يقوم برصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول (كالسعر، حجم التداول وتاريخه) لسهم معين أو لمجموعة من الأسهم ومن ثم استنتاج اتجاه الأسعار من المستقبل"⁽¹⁾.

في حين عرفه آخر بأنه "هو من يقوم بدراسة حركة السوق من خلال الرسومات البيانية بهدف التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً"⁽²⁾.

وعرفه آخر بأنه "الشخص الذي يقوم برصد حركة سوق الأوراق المالية وفقاً لتغير مدارك ومواقف المستثمرين بالاعتماد على الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية، والمحلل الفني هو من يتقن فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية"⁽³⁾.

ويلاحظ على التعاريف السابقة للمحلل الفني بانها جعلت المحلل الفني الجمع بين العلم والفن واعتماد الرسوم البيانية أداة العمل الرئيسية للتحليل الفني، وعليه من جميع ما تقدم يمكننا تعريف المحلل الفني بأنه "وهو الشخص الذي يقوم بدراسة وتحليل حركة واتجاه أسعار الأوراق المالية وذلك في فترات سابقة لمحاولة التنبؤ باتجاهها في المستقبل باستخدام برامج مختصة في تحويل تغيرات الأسعار إلى رسوم بيانية تربط السعر بالزمن الأمر الذي يُمكن المستثمر أو العميل في تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ قراره الاستثماري".

ومعنى ذلك أن المحلل الفني يضع توقعاته المستقبلية من خلال دراسته لحركة الورقة المالية والتي يجري تداولها في الاسواق المالية باستخدام الرسوم البيانية للأسعار ورصد تاريخ حركة ذلك السعر لأنه يتعامل مع احتمالات، لذلك فأن عمله محفوف بالمخاطر، كما أن

(1) Edward, Robert D. and John Magee. Technical Anylysis of Stock Trend, Bostom, MA: John Magee, Inc., 1981,P126.

(2) Murphy, John J. Technical Anylysis of the Futures Markets, New York, NY: New York Institute of Finance, Prentice-Hall. 1986,P243.

(3) Pring, Matin, Technical Anylysis Explained, 2nd edition. N.Y. Mc Graw-Hill, 1985,P128.

التحليل الفني يستند على مبدأ أساسي مفاده إن سعر الورقة المالية يتحدد بفعل عوامل العرض والطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل وعلى شكل رسوم بيانية^(١).

وتُعدّ هيئة الأوراق الاماراتية أول من اعلنت عن اطلاق برنامج شهادة التأهيل للتحليل الفني وللمرة الأولى في دولة الامارات العربية المتحدة، والتي كان الهدف من اطلاقها تلبية احتياجات المتعاملين في الاسواق المالية في الدولة، والوصول بالهيئة الى مصاف نظيراتها في الأسواق العالمية^(٢).

ولقد وقعت هيئة الأوراق المالية الاماراتية اتفاقية تعاون مع الاتحاد الدولي للمحللين الفنيين، وبموجب هذا الاتفاق تم اختيار مركز التدريب التابع لهيئة الأوراق المالية كمركز معتمد للتدريب على شهادة التحليل الفني وإجراء الاختبارات للحصول على هذه الشهادة، خصوصاً وإن الهيئة سبق وإن أطلقت برنامجاً آخر لترخيص الوسطاء في اسواق المال بعد اجتياز اختبارات التأهيل المهني والتي تم تنظيمها بالتعاون مع المعهد القانوني للأوراق المالية والاستثمار بالمملكة المتحدة (Chartered Institute for Securities and Investment) والذي تم إنشائه عام ١٩٩٢ في المملكة المتحدة^(٣)، كما أن الهيئة قد وضعت برامج تطوير مهني متكاملة لموظفيها، وقد اتاحتها لكافة العاملين بالأسواق المالية للإفادة منها والتي تكون الغاية منها خدمة المتخصصين والمهنيين والمستثمرين الامر الذي يمكنهم من تحقيق مهنية الأداء وجودة القرار.

ويتميز التحليل الفني بعدة خصائص أهمها:

١. السهولة والسرعة في العمل كونه يعتمد استخدام الرسوم البيانية لتحركات اسعار الاسهم وحجم التعامل في الأوراق المالية من خلال تحليل اداء سوق الأوراق المالية في الماضي.

٢. سهولة الحصول على البيانات المستخدمة في التحليل الفني والتي يحتاجها المحلل عن أسعار الأوراق المالية في السوق.

(١) عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة-مصر، ٢٠٠٥م، ص٤٨.

<https://www.wam.ae>

(٢) متاح على الموقع الرسمي لوكالة انباء الامارات (وام)

آخر زيارة للموقع بتاريخ (٢٠٢١/٢/١٣)

www.cisi.org

(٣) متاح على الموقع الرسمي لهيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع :

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٣/٧

٣. يتيح التحليل الفني إمكانية التعرف على نوعية كل من المشترين والبائعين سواء كانوا مستثمرين صغار، متخصصين أو أجنب أو غير ذلك^(١).

وعلى الرغم من مزايا التحليل الفني إلا أنه لا يخلو من السلبيات والعيوب والتي من أهمها:
١. إن النتائج التي يتوصل إليها المحللون الماليون أفضل من تلك التي يتوصل إليها المحلل الفني حيث تتوفر القدرة التحليلية وهذا باعتراف دعاة التحليل الفني إذ إن الواقع أثبت أن

المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني من النادر أن يحقق نتائج واستنتاجات مرضية تحقق الهدف المطلوب من التحليل بخلاف التحليل المالي، خصوصاً وأن التحليل الفني ينصرف إلى تتبع أسعار الأسهم في الماضي وإيجاد النمط المناسب لحركة تلك الأسعار والتنبؤ بحركتها في المستقبل لأنه لا يهتم بتحديد القيمة الحقيقية للأسهم ولا يهتم بتحليل المعلومات المتاحة والبيانات عنها كما في التحليل المالي^(٢).

أما بالنسبة للموقف التشريعي من المحلل الفني فإن التشريعات محل المقارنة لم تتناول للمحلل الفني لا من بعيد ولا من قريب على الرغم من أهميته في سوق الأوراق المالية، ولأن ما يمارسه من نشاط يعد مكملاً لعمل المحلل المالي، وعليه ندعو مشرعنا العراقي إلى تنظيم المحلل الفني إلى جانب تنظيم المحلل المالي في سوق الأوراق وتشريع القواعد التي تحكم وتنظم نشاطه في سوق الأوراق المالية. وعموماً ولكي يمارس المحلل الفني أعماله في سوق الأوراق المالية وغيرها فلا بد من أن يكون معتمداً من جهة محددة وأن يكون معتمداً كالمحلل المالي وذلك بأن يكون حاصلاً على شهادة محلل فني معتمد عليها دولياً وذلك من قبل الاتحاد الدولي للمحللين الفنيين (International Federation of Technical Analysts) والذي هو هيئة دولية تعنى بنظم ومجالات التحليل الفني لسوق المال والذي من جهته يمنح المحلل الفني شهادة دولية عالمية معترف بها من قبل الأسواق المالية الدولية في التحليل الفني والتي تعد من أعلى

(١) د. نادية أبو فخر، د. شامل الحموي و د. أفكار قنديل، ادارة الاسواق والمؤسسات المالية، الطبعة الاولى، دار شركة الحريري للطباعة، القاهرة- مصر، ٢٠٠٧-٢٠٠٨، ص ١٤٥.

(٢) د. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الاولى، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٧، ص ٢٤٣.

وأرقى الشهادات العالمية في مجال التحليل الفني^(١)، هذا بالإضافة الى جهة أخرى والتي من خلال العضوية فيها تمنح شهادة محلل فني معتمد والتي تتمثل هي بالجمعية المصرية للمحللين الفنيين (The Egyptian Society of Technical Analysts)^(٢).

وتعد شهادة المحلل الفني بمثابة رخصة دولية وعالمية تجعل من المحلل مؤهلاً علمياً وعالمياً لمزاولة التحليل المالي وبموجبها يحمل لقب محلل فني دولي معتمد ليس فقط في مجال التحليل الفني وإنما في جميع مجالات الأسواق المالية بمن فيهم مدير الاستثمار، المحافظ المالي، الشركات والمصارف المالية وغيرهم^(٣).
وعليه يختلف نشاط المحلل المالي عن نشاط المحلل الفني في سوق الأوراق المالية ومن عدة أوجه:

١- المحلل المالي يقوم بتحليل القوائم المالية للشركة المصدرة للأوراق المالية وذلك من خلال جمع البيانات والمعلومات المالية والمتعلقة بالوضع المالي لتلك الشركة في الماضي والحاضر والمستقبل، في حين ان المحلل الفني يقوم بدراسة وتتبع حركة سعر الورقة المالية في الماضي وحجم التعامل فيها باستخدام الرسوم البيانية تمهيداً لتحديد اتجاه تلك الأسعار في المستقبل^(٤).

٢- يعتمد المحلل المالي في عملية التحليل على الوضع المالي وعلى الظروف المالية والاقتصادية المحيطة بالشركة المصدرة للأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، في حين يعتمد المحلل الفني عند قيامه بعملية التحليل الفني على الظروف والمتغيرات التاريخية في

(١) للمزيد بهذا الخصوص يرجى زيارة الموقع الرسمي التالي للاتحاد الدولي للمحللين الفنيين:-

<http://www.smartvisioneg.com>

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢٠/٦/٣٠.

(٢) متاح على الموقع الالكتروني التالي لجمعية المحللين الفنيين في مصر:-

<http://www.findglocal.com>

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٤/٧.

(٣) هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية ، الموقع الرسمي لوكالة أنباء الإمارات (وام).

www.wam.ae

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢٠/٧/٢.

(٤) د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والمالي للأوراق المالية، الطبعة الاولى، دار المعارف، مصر - القاهرة، ٢٠١٠، ص ٢٥٣ وما بعدها.

السوق والتي طرأت على الورقة المالية بشكل عام سواء كانت اقتصادية، مالية أو تاريخية كأسعار الورقة المالية المتداولة في السوق وحجم التداولات وقوى العرض والطلب للورقة محل التداول في سوق الأوراق المالية وغيرها وبما يسمح بتحديد اسعار الاوراق المالية المتداولة مستقبلاً عند اتخاذ القرار الاستثماري^(١).

٣- يُفترض عند قيام المحلل المالي بعملية التحليل في سوق الأوراق المالية ولضمان عدم الوقوع في أخطاء استثمارية عند اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في ضوء ما يقدمه من تقارير عن اسعار الورقة المالية المتداولة ضمان مدى كفاءة السوق وتعاملاته، في حين ان المحلل الفني عند قيامه بممارسة عملية التحليل الفني في سوق الأوراق المالية فإنه يفترض تفاعل عوامل العرض والطلب للورقة المالية المتداولة دون الاكتراث أو الاعتماد على كفاءة السوق^(٢).

٤- يقوم المحلل المالي بتحليل القوائم المالية السابقة والحالية في سوق الأوراق المالية كونه يعتمد في عملية التحليل على القيمة الجوهرية للورقة المالية المتداولة، أما المحلل الفني فإنه يعتمد في عملية التحليل على القوائم المالية السابقة عن طريق وضع الرسوم البيانية لتلك القوائم اعتماداً على تحركات الأسعار للورقة المالية محل التداول لتتبع حركة تلك الأسعار في المستقبل^(٣).

وخلاصة مما تقدم يلاحظ بأن المحلل المالي يقوم بتقديم نصائحه للمستثمر بالاعتماد على تحديد الأسباب والعوامل التي تؤثر على حركة الأسعار، أما المحلل الفني فهو يعتمد في تقديم نصائحه للمستثمر على تحديد حركة الأسعار وحجم التداول، بمعنى ان الأول يأخذ بالأسباب والعوامل والثاني يأخذ بالنتائج في رسم استراتيجية عمله في سوق الاوراق المالية فالاختلاف في عمل كل منهما هو الوسائل والاساليب المتبعة من قبل كل من المحلل المالي والمحلل الفني وليس بالأهداف خصوصاً وإن كليهما يبحث عن الاستثمار المالي^(٤).

(١) د. محمود محمد الداغر، مصدر سابق، ص ٥٣.

(٢) د. هوشيار معروف، مصدر سابق، ص ٨٦.

(٣) د. محمد أحمد عبد النبي، الاسواق المالية، الطبعة الاولى، زمزم للنشر والطباعة، عمان-الاردن، ٢٠٠٩، ص ٧٧.

(٤) د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني للأوراق المالية، مصدر سابق، ص ٢٥١.

ولابد من الإشارة بهذا الخصوص الى ان التحليل الفني هو اسلوب متداول في سوق الاوراق المالية، ويستخدم تحديداً كأداة اساسية في اتخاذ قرارات الشراء أو البيع للأسهم المتداولة في السوق، كما ان الدراسات توصلت الى ان المستثمرين يقومون بدراسة حركة السهم ارتفاعاً وانخفاضاً، مع مقارنة اشكال حركة الاسهم والاشكال البيانية المتعارف عليها في التحليل الفني^(١).

ويرى اغلب الباحثين بهذا الخصوص ان التحليل الفني يأتي بعد التحليل المالي لانهم وجدوا ان (٤.٥%) فقط من المحللين يستخدمون التحليل الفني كأسلوب وحيد ومعتمد عند تقييم وتتبع حركة اسعار الاسهم والاوراق المالية المتداولة^(٢).

ويرى البعض بأن عمل المحلل الفني هو إجراء مكمل ومتمم لعمل المحلل المالي وإن الأخذ بهما هو الأساس الذي يمكن الانطلاق منه لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب في سوق الاوراق المالية^(٣).

وعند زيارتنا لأحدى شركات الوساطة المالية في العراق والتي تمارس أعمالها في العاصمة بغداد^(٤)، اتضح أنها تعتمد التحليل الفني في النشاطات التي تقوم بها في سوق الاوراق المالية من خلال اعتمادها على الرسوم البيانية لرصد حركة الاوراق المالية من اسهم وسندات وغيرها، من خلال مقارنتها ارتفاعاً وانخفاضاً ماضياً وحاضراً ووضع اسعار محددة بالاعتماد على التنبؤات والتوقعات التي يقوم بها اشخاص متخصصين في مجال العلوم المالية والمحاسبية والاحصاء، اعتماداً على الخبرة والاحترافية في مجال العمل التجاري في سوق الاوراق المالية، علماً ان هذه الشركة وغيرها لا تمنح أي توصية لأي عميل او أي جهة الا بتحفظات معينة^(٥)، علماً ان شركة الكرم للوساطة المالية متخصصة بأعداد التقارير المالية للعملاء والمستثمرين

(١) أحمد مشاري الفارس، التحليل الفني والمعلومات المحاسبية المستخدمة لدى متخذي القرارات الاستثمارية بسوق الكويت للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة المهنة الصادرة عن جمعية المحاسبية الكويتية، العدد/١، السنة الأولى، ٢٠١٧، ص٦.

(٢) المصدر السابق، ص ١٠.

(٣) عبد المجيد المهيلمي، مصدر سابق، ص ٥٠، د. عبد الغفار حنفي، مصدر سابق، ص ٢٤٣.

(٤) وذلك في يوم الخميس الموافق ٢٠٢٠/١٢/٦ الساعة الثانية من بعد الظهر واللقاء بالسيد وسيم الجزراوي رئيس مجلس ادارة شركة الكرم للوساطة المالية.

(٥) من زيارتنا لشركة الكرم للوساطة المالية وللمزيد يرجى زيارة الموقع الرسمي لشركة الكرم للوساطة المالية:-
www.gcb.iq

اعتماداً على البيانات والمعلومات المتاحة والمرفقة منها نماذج لهذه التقارير، وهما ثلاثة تقارير الاول عن ميزانية شركة بغداد للمشروبات الغازية، والثاني على ميزانية المصرف الاهلي العراقي BNOI، أما الثالث فهو من ميزانية شركة آسياسيل للاتصالات^(١).

(١) الملحق (١).

المبحث الثاني

متطلبات اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

حظرت التشريعات المقارنة مزاولة أي نشاط متعلق بالأوراق المالية من دون الحصول على اعتماد من قبل هيئة الأوراق المالية والذي يعطي الحق للمحلل المالي بمزاولة نشاطه في سوق الأوراق المالية، وكذلك شمول طلب الترخيص أو الاعتماد^(١) والذي يقدم الى هيئة الأوراق المالية بجملة من الإجراءات والتي لا بد ان يمر طلب الاعتماد فيها بمراحل عدة، والتي من اهمها تقديم طلب الاعتماد ودراسته من قبل الهيئة ثم انتهاءً بصدر قرار الهيئة في اعتماد المحلل المالي من عدمه، وسنتناول جميع ذلك في مطلبين الأول سيتعلق بشروط اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية والثاني سيتعلق بإجراءات اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وكالاتي:-

المطلب الأول

شروط اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

من المعروف ان التشريعات تختلف من دولة الى دولة اخرى ولعل من أهم ما يترتب على ذلك الاختلاف، اختلاف وتنوع النظم القانونية لكل بلد ولكل دولة من الدول وهذا يعني ان القواعد القانونية التي تحكم وتنظم علاقة قانونية ما وخصوصاً في مجال سوق الأوراق المالية تختلف ايضاً، وعليه فان التشريعات التي تحكم وتنظم نشاط المحلل المالي في سوق الأوراق المالية من جهة، والمستثمرين من جهة اخرى تختلف باختلاف تلك التشريعات في وضع جملة من الشروط التي تحدد المركز القانوني للمحلل المالي، لذلك سنعمد في هذا المطلب الى بيان الشروط الواجب توفرها في المحلل المالي في سوق المال للحصول على اعتماد من هيئة الأوراق المالية وذلك من خلال فرعين، الاول هو شرط الخبرة والتحصيل العلمي أما الثاني فهو أن يكون مرخصاً في سوق الأوراق المالية وكل سوف نتناوله تباعاً وكما يأتي:-

(١) الترخيص من قبل هيئة الأوراق المالية يكون لشركة الاستشارات المالية والتحليل المالي، أما الاعتماد فيكون للفرد الذي يمارس نشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول

شرط الخبرة والتحصيل العلمي في المحلل المالي

يتطلب الاستثمار في مجال سوق الأسواق المالية درجة عالية من الخبرة^(١) والكفاءة والمعرفة العلمية والعملية وكذلك ضرورة توافر المؤهل العلمي، وهذا الأمر لا يشترط توافره في المحلل المالي على وجه الخصوص، وإنما يلزم توافره لدى اغلب العاملين ممن يمارسون نشاطهم في سوق الأوراق المالية مثل المستشار والوسيط ومدير الاستثمار وغيرهم لذلك فإن شرط الخبرة والمؤهل العلمي غير مقصور على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية كونه شرطاً أساسياً تستوجبه القوانين والتشريعات.

والخبرة في إصطلاح فقهاء القانون هي ابداء رأي فني من شخص متخصص فنياً في شأن واقعة ما، أو هي تدبير حقيقي واستشارة فنية يتم الاستعانة بها من قبل ذوي الاختصاص للوصول الى معرفة علمية أو فنية تتعلق بواقعة معينة، أو هي المعاينة الفنية التي تتم بواسطة اشخاص تتوفر لديهم الكفاءة في النواحي الفنية^(٢)، وبالنسبة للمشرع العراقي في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ ومشروع قانون الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ فإنه لم يتطرق لهذا الشرط مطلقاً كونه لم ينظم المحلل المالي.

ولكن المشرع العراقي وفيما يتعلق بممثل الوسيط فقد اشترط المؤهل والخبرة العملية وذلك في القسم ٢/٥ من القانون المؤقت لسنة ٢٠٠٤ والتي تنص على "٢- يكون مدير أو ممثل الوسيط المخول بالقيم بتعاملات السندات في سوق الأوراق المالية والذي يدعى بالمندوب شخصاً طبيعياً: و- حامل شهادة جامعية أو ما يعادلها. ز- لديه على الأقل خبرة لا تقل عن خمس سنوات في الأمور المالية والتجارية"، ونظراً لان التحليل المالي يعد من اهم مجالات المعرفة التي تنير الطريق امام المستثمرين وكافة الطوائف في سوق الاوراق المالية التي تهتم بالنشاط الاقتصادي، وبما يتمتع به من طاقات واساليب ووسائل فاعلة تمكنه من الاسهام الفعال

(١) والخبرة لغة مأخوذة من خبرت الأمر أي علمته، وخبرت الأمر اذا عرفته على حقيقته، ويقصد بالخبرة العلم والمعرفة بباطن الأمور. ابن منظور، مصدر سابق، ص ٨٦. وقد ورد في القرآن الكريم قوله تعالى "فسئل به خبيراً" سورة الفرقان/ الآية ٥٩.

(٢) رقم القرار ١٢١٧ في ٨/٤/٢٠١٦ لمجلس القضاء الاعلى متاح على الموقع الالكتروني التالي:

<https://www.hjc.iq>

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٥/١.

في ترشيد القرارات والسياسات والخطط، بالإضافة الى تقييم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وانشطتها تقيماً شاملاً، فقد ازدادت أهميته في الآونة الأخيرة وتطورت استخداماته خدمة للمستثمرين والشركات المهتمة بالأنشطة التجارية والاقتصادية، الامر الذي يملّي على القائم بالتحليل المالي ان يكون متمتعاً بالخبرة اللازمة التي تجعله قادراً على تقديم التقارير التي على ضوئها تتخذ القرارات المناسبة من قبل المستثمرين، والتنبؤ بالمشاكل والصعوبات التي من المحتمل أن تواجهها الشركات خلال المستقبل القريب من خلال رصد حركة الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها^(١).

وبالنسبة للمشرع الإماراتي وبموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، فقد أكد على ضرورة توافر شرط الخبرة العملية والمؤهلات العلمية في شخص المحلل المالي، وذلك في المادة (٥) البند (٣) والتي اشترطت في المحلل المالي الخبرة العملية والمؤهل العلمي وان تتوفر لديه خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال التحليل المالي، وشهادة جامعية أو شهادة مهنية معترفاً بها، وهذا الشرط غير قاصر على المحلل المالي فحسب إنما يشمل المدير العام أو المدير التنفيذي^(٢).

كما وجعل المشرع الإماراتي وبمجرد توافر شرط الخبرة في شخص المحلل المالي سبباً كافياً في اعتماده من اجتياز بعض أو جميع الاختبارات المقررة لإعتماد المحلل المالي إذا ما تواجدت فيه الخبرات الاستثنائية اللازمة لممارسة نشاطه في التحليل المالي في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من صلاحية هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، وهذا ما أشارت إليه المادة (١٣) الفقرة (٢) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل^(٣).

(١) نقلاً عن د. ابراهيم احمد الصعدي، استخدام نظم المعلومات الالكترونية في تطور النظام المحاسبي في دولة الامارات العربية المتحدة، دراسة تحليلية منهجية، بحث منشور في مجلة دراسات الخليج، تصدر عن جامعة الكويت-كلية الحقوق، العدد ٤٣، لسنة ١١، يوليو ١٩٨٥، ص ٨٥.

(٢) والتي تنص (٣-أ) أن تكون المؤهلات العلمية والخبرات العملية للمدير العام أو التنفيذي والمحلل المالي كما يلي : أ- المدير العام أو المدير التنفيذي : شهادة جامعية وخبرة لا تقل عن خمس سنوات في المجال الاقتصادي أو المالي . ب- المحلل المالي : شهادة جامعية أو شهادة مهنية معترف بها وخبرة عملية لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال التحليل المالي .

(٣) والتي تنص على أن (٢-أ) للهيئة صلاحية إعفاء أي شخص من اجتياز بعض أو جميع الاختبارات المقررة لاعتماد المحلل المالي في حال توفر المؤهلات أو الخبرات الاستثنائية اللازمة لمزاولة العمل).

أما بالنسبة لموقف المشرع القطري فهو أيضاً اشترط في المحلل المالي الخبرة والكفاءة، وذلك في المادة الثامنة من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، والتي تشترط اعتماد الأفراد في الوظائف المتعلقة بشركات الخدمات المالية جملة من الشروط العامة والتي من بينها شرط الحصول على مؤهل دراسي مناسب، واجتياز الدورات التدريبية والاختبارات التي تحددها الهيئة أو الدورات التدريبية المماثلة من قبل الهيئات الأجنبية، ومن بين تلك الوظائف وظيفة المحلل المالي والمشار إليها في الفقرة ٥ - م/٧ الفئة الثانية من قرار هيئة قطر للأوراق المالية المشار إليه آنفاً، إلا أن المشرع القطري لم يحدد سنوات الخبرة كما فعل المشرع الإماراتي وأجاز للهيئة إعفاء الفرد طالب الاعتماد من احد الشرطين، شرط الحصول على المؤهل الدراسي، أو شرط اجتياز الدورات التدريبية والاختبارات التي تحددها الهيئة إذا ما ثبت لها بأن هذا الفرد يتمتع بالخبرة والكفاءة اللازمين لأداء الوظيفة المعنية^(١).

أما فيما يتعلق بالقانون الفرنسي، فإن المشرع الفرنسي في القانون المالي والنقدي الصادر سنة ٢٠٠٠، وكذلك اللائحة الفرنسية العامة للأسواق المالية الفرنسية (The Autorite des marches Financiers)، اشترط في المحلل المالي شرط الكفاءة، والتدريب والخبرة المهنية وذلك في المادة (٣٢٧-٨) (الفقرة ثانياً/٢) من اللائحة الفرنسية والتي تنص على ان " **تحدد جمعية المحللين الماليين وعلى وجه الخصوص: ٢- الكفاءة والتدريب والخبرة المهنية للمحلل.** " إلا انه لم يحدد مقدار سنوات الخبرة ودرجة المؤهل العلمي كما فعل المشرع الإماراتي^(٢) في المادة الخامسة من فقرتها الثانية المشار إليها مسبقاً.

(١) نصت المادة (٨) من قرار هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ على ما يلي : ((يشترط الحصول على موافقة الهيئة على اعتماد الأفراد للعمل في أي من الوظائف السابق الإشارة إليها بشركات الخدمات المالية، أن يستوفي الفرد الشروط العامة التالية : ٥...- الحصول على مؤهل دراسي مناسب لطبيعة عمله . ٦- اجتياز الدورات التدريبية والدورات التي تحددها الهيئة أو الدورات التدريبية المماثلة من قبل هيئات أجنبية تقبلها الهيئة . ويجوز للهيئة إعفاء الفرد من احد الشروط المبينة في البندين (٥ و ٦) إذا ثبتت لها انه يتمتع بالخبرة والكفاءة الكافيين لأداء الوظيفة المعنية)).

(٢) نصت الفقرة (ثانياً) من المادة (٣٢٧-٨) في اللائحة الفرنسية، والنص وكما ورد باللغة الفرنسية: 2-La compétence, la formation, l'expérience professionnelle et les moyens dont ils doivent disposer ;

فالمستثمر الذي يقوم باستثمار امواله في سوق الاوراق المالية من خلال البيع والشراء وغيرها من العمليات على الاوراق المالية من أسهم وسندات وأذونات وغيرها من العمليات الأخرى، لا يشترط فيه دائماً بأن يكون على معرفة وخبرة فنية عالية، بل قد يكون على مستوى متواضع وبسيط من المعرفة، لذلك يلجأ الى المحلل المالي في سوق الاوراق المالية الذي يمارس استثماراته فيها ويبرم مع شركة التحليل المالي عقد التحليل المالي، إذ حيث تلتزم بموجبه الشركة إزاء المستثمر أو العميل بدورها وبموجب هذا العقد بالتحليل المالي والذي ينمي عن تنبؤات حاضرة ومستقبلية عن حركة وتداولات واسعار الاسهم والسندات في السوق في ظل الاوضاع الاقتصادية السائدة من خلال ما يعده المحلل المالي من تقارير مالية تنبئ عن وضع الشركات المدرجة وما توول اليه من ربح او خسارة، بيد ان ما يقدمه المحلل بدوره من تقارير مالية في ضوء مهارته وخبرته، فأن القانون يتطلب من المحلل بأن يكون على درجة عالية من العلم والمعرفة الفنية والمحاسبة والتي تساعده في التعرف على حقيقة المبادئ والفروض المحاسبية ولا بد من ان يكون المحلل المالي حاصلاً على شهادة أولية في مجال المحاسبة أو إدارة الأعمال على أقل تقدير .

وعليه فان شرط تمتع المحلل المالي بالخبرة أمر بالغ الاهمية كونه ينتج عنه قرارات استثمارية صائبة تكون محل ثقة واطمئنان العملاء في سوق الاوراق المالية في ظل تقلبات اسعار الاسهم والسندات وغيرها من الاوراق المالية^(١)، فيكون المحلل وبما يقدمه من تقارير مالية بمثابة الوسيلة التي تساهم في تقديم المشورة بالاعتماد على حركة تداول الاوراق المالية، بمختلف انواعها والتي تتعامل بها الشركات المُصدرة للأوراق المالية على الرغم مما يحيط بها من مخاطر وتقلبات^(٢).

ولأجل أن يكون قرار الاستثمار في سوق الاوراق المالية سليماً وناجحاً ومثمراً ينبغي ان يكون المحلل المالي حريصاً كل الحرص على القيام بواجبه في تحليل حركة أسعار وسيولة

(١) إن الثقة معناها ان تكون المعرفة لتصرفات شخص اخر لتوقعك (المحلل المالي) وان هذا الاخير سوف يقوم بعمل مهم، اثار اليه:

Rebecca A. Hogan, Characteristics of a good advice give and the impact of financial incentives and competition on a dives quality and advisors confidence, Thesis submitted for the degree of Doctor of the University of Leicester, 2014, p.10.

(٢) د. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، مصدر سابق، ص ٧٨ وما بعدها.

الأوراق المالية من خلال ما يمتلكه من خبرة ومهنية عالية، كونه أساساً لا بد من منحه في مجال نجاح التحليل المالي^(١)، خصوصاً وأن شرط الخبرة قد اشارت اليه كافة التشريعات التي نظمت التحليل المالي وعلى وجه الخصوص التشريعات محل الدراسة كالتشريع الاماراتي في المادة الخامسة، والقانون القطري في المادة الثامنة والفرنسي في المادة (٢٧٣/٨/٢) من اللائحة الفرنسية للأسواق المالية (The Autorite des marches Financiers) كما أن المحلل المالي كمحترف بالخدمات المالية وحتى يكون معتمداً من الهيئة وناجحاً في مجال عمله^(٢).

وتُعد شهادة المحلل المالي المعتمد (Certification of financial Analyst) أكثر شهادة مرموقة يمكن ان يحصل عليها المحلل المالي والذي يكون متخصصاً في العادة في العلوم المالية والمحاسبية أو علوم الفيزياء أو الهندسة ومما يزيد في خبراته انه ينضم الى دورات تدريبية في المجالات المذكورة، او يفضل ان يكون حاصلاً على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال (Master Business Administration) لكبار محلي الاستثمار^(٣).

أما بشأن الشركات المرخصة والتي تمارس نشاطها في التحليل المالي داخل الإمارات العربية المتحدة في مجال التحليل المالي فان المشرع الاماراتي في قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل، لم يسمح للشركات الاجنبية بأن تمارس العمل في مجال التحليل المالي في سوق الاوراق المالية والسلع الا اذا كانت تلك الشركات مرخصة من جهات رقابية في دولة الإمارات العربية المتحدة ولكن تحت شرط بأن تكون تلك الشركات الاجنبية لديها خبرة في

(١) المصدر السابق، ص ٧٩.

(٢) تشترط بعض شركات التحليل المالي في ولاية نيويورك بأن يتحلى معتمدوها بالثقافة العالمية والتحلي بروح التعاون ومساعدة العملاء والمهارات الذاتية والعلاقات الطويلة الامد والحفاظ عليها لأجل ان تكون الغاية منها تقديم الحلول المالية للعملاء من خلال جمع البيانات والحقائق وتحليل الاحتياجات اعتماداً على المهارات الشخصية، ينظر بهذا الخصوص: د. أحمد غنيم، مصدر سابق، ص ١٨٣.

(٣) للمزيد يرجى زيارة الموقع الالكتروني لدليل التخصصات الجامعية الشامل التالي:

<http://www.scatic.sca.ae>

آخر زيارة للموقع ١١/١٢/٢٠٢٠. ولكي يحصل المحلل المالي على شهادة المحلل المعتمد في الولايات المتحدة الأمريكية فلا بد من أن يخضع لدورات وبرامج متطورة تتماشى بل تواكب التكنولوجيا الحديثة ترفع مستوى خدمة التحليل المالي المتميزة، للمزيد يرجى زيارة الموقع الالكتروني الآتي:

<http://www.onewire.com/P283677-Risk-Market-Risk-Strategst-Financial-Product-Engineer-Analyst-Bengaluru.aspx>.

آخر زيارة للموقع بتاريخ ١/١٠/٢٠٢٠م.

مجال التحليل المالي لا تقل عن خمس سنوات في الدولة التي تعمل بها^(١)، وكذلك اشترط القرار بالنسبة لشركات التحليل المالي وجوب حصولها على ترخيص من الهيئة لمزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي وذلك وفقاً للشروط والمتطلبات المنصوص في القرار المذكور.

وهذا يعني ان الشركة الأجنبية التي ترغب بممارسة التحليل المالي لابد من ان تكون مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية^(٢)، ان تكون ذات خبرة في مجال التحليل المالي فقد اشترط المشرع الإماراتي بوجوب تمتع المحلل المالي بخبرة لا تقل عن ثلاث سنوات بالنسبة للفرد المعتمد من قبل الهيئة، في حين اشترط تمتع الشركات الاجنبية ممن تمارس اعمال التحليل المالي بخبرة لا تقل عن خمس سنوات خصوصاً وان شركة التحليل المالي هي من تختار محلليها ممن لديه تلك الخبرة العملية في مجال التحليل المالي^(٣)، خصوصاً وان شرط التحصيل العلمي قاصر على الشخص الطبيعي دون المعنوي.

وهذا يعني ان المشرع الإماراتي قد وضع شروطاً لترخيص شركات الاستشارات المالية والتحليل المالي الاجنبية حددتها المادة الرابعة من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل والتي من اهمها ان يكون طالب الترخيص شخصاً اعتبارياً مؤسساً داخل الدولة وان لا يقل عن ٥١% من رأس ماله مملوكاً لأشخاص طبيعيين أو اعتباريين متمتعين بجنسية

(١) تنص المادة (٤) البند ثانياً من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الآنف ذكره على ما يلي : "يجوز للشركات الاجنبية المرخص لها من قبل هيئات رقابية مماثلة في دولها مزاولة الاستشارات المالية والتحليل المالي بالدولة بشرط ان يكون لديها خبرة لا تقل عن (٥) سنوات وان تتوافر فيها الشروط الواردة في البند اولاً في هذه المادة فيما عدا الفقرتين (٣،١) ."

(٢) نصت المادة الثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة الإماراتي المذكور على شروط شركات الاستشارات المالية والتحليل المالي بقولها: "لا يجوز مزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة وذلك وفقاً للشروط والمتطلبات المنصوص عليها في هذا القرار".

(٣) تنص المادة (الرابعة/ثانياً) من قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي رقم(٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل على ان: ((يجوز للشركات الاجنبية المرخص لها من قبل هيئات رقابية مماثلة في دولها مزاولة نشاط الاستثمارات المالية والتحليل المالي بالدولة بشرط ان يكون لديها خبرة لا تقل عن خمس سنوات)).

الدولة او جنسية احدى دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، وان يكون من اغراض الشركة طالبة الترخيص مزاوله نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي وغيرها من الشروط الأخرى^(١). يلاحظ مما تقدم أن المحلل المالي ينبغي أن يكون على مستوى عالٍ من الكفاءة والمهنية في مجال التحليل المالي، ولهذا فقد عقد في دولة الإمارات مؤتمراً حضره نخبة من المختصين في مجال الأوراق المالية والاستثمار في مختلف دول العالم والذي أكد بأن المحلل المالي ينبغي أن يكون حائزاً على شهادة العضوية في مؤسسة المحللين الماليين والتي تمنح شهادة العضوية بعد اجتياز اختبار التأهيل المهني المطلوب بالإضافة إلى برنامج شهادة الاستثمار البديل، وذلك بموجب مذكرة التفاهم لتعزيز التأهيل المهني بين هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات والمعهد الملكي لرابطة محلي الاستثمار البديل ووفقاً لمعايير المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (International Organization of Security Commissions Organization) وبرعاية مؤتمر (الاستثمار البديل في الشرق الأوسط في دبي وبالإشتراك مع رابطة محلي الاستثمار البديل (Chartered Alternative of Investment Analyst) ، وكذلك طرح المؤتمر برنامج ميثاق جمعية محلي الاستثمار البديل المعتمدين وبرنامج شهادة أساسيات الاستثمار البديل وفقاً لبرامج ومناهج واختبارات خاصة تمنح شهادة (Chartered of Financial Analyst) وهي دورة يتم تقديمها عبر الانترنت تشمل مقدمة إلى مفاهيم الأساسية للاستثمار البديل^(٢).

كما ويتوجب على المحلل المالي أن يجتاز كافة الاختبارات المقررة وذلك اعتماداً على الضوابط التي تحددها هيئة الأوراق المالية أي الجهة مانحة الاعتماد، كما وللهيئة صلاحيات

(١) تنص المادة أربعة من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية على : (اولاً : يشترط للحصول على ترخيص مزاوله نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي ما يلي ١- أن يكون طالب الترخيص شخصاً اعتبارياً مؤسساً داخل الدولة ومملوكاً ما لا يقل عن ٥١% من رأس ماله لأشخاص طبيعيين او اعتباريين متمتعين بجنسية الدولة او جنسية احدى دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي ٢- ان يكون من ضمن اغراض الشركة مزاوله نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي ٣- ان يكون عقد الشركة مكتوباً باللغة العربية وموثقاً امام الجهات الرسمية ٤- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن مليون درهم ٥- ان يتوفر لدى الشركة الكوادر الادارية والفنية اللازمة والمؤهلة للعمل في مجال الاستشارات المالية والتحليل المالي).

(٢) عقد المؤتمر بتاريخ ٢٠١٥/١١/٤ في دبي، الإمارات العربية المتحدة، بين الإمارات والمعهد الملكي لرابطة محلي الاستثمار للمزيد يرجى زيارة الموقع التالي :

موسعة لإعفاء أي شخص من اجتياز بعض أو كل الاختبارات المقررة لاعتماد المحلل المالي في حال توفر كافة الشروط والخبرات والمؤهلات اللازمة لممارسة التحليل المالي وهذا الاعفاء عن بعض أو كل الاختبارات المقررة لاعتماد المحلل المالي قد اشارت اليه بعض التشريعات محل المقارنة كالتشريع الاماراتي والتشريع القطري، إذ منح المشرع الاماراتي في القرار رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي للهيئة صلاحية اعفاء المدير العام أو المدير التنفيذي من الشروط الخاصة بالمؤهل العلمي أو سنوات الخبرة العلمية وهذا ما اشارت اليه صراحة المادة (٤/٥) من القرار المذكور، وكذلك بالنسبة للمشرع القطري في نظام الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ والتي منح هيئة قطر للأسواق المالية صلاحية اعفاء الفرد طالب الاعتماد من الشروط اللازمة لاعتماد الافراد من محللين ماليين ومستشارين اذا ما ثبت للهيئة انهم يتمتعون بالخبرة والكفاءة الكافيتين لأداء الوظيفة المعنية، وهذا ما اشارت اليه المادة (٧/٨) من شطرها الأخير، وللمحلل المالي حق الانتقال والعمل كمحلل مالي لدى شركة أخرى ولكن بعد الحصول على إذن مسبق من هيئة الأوراق المالية أعلاه، هذا ما اشارت اليه المادة (٣/١٣) من قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل والتي تنص على ان "يجوز للمحلل المالي المعتمد الانتقال للعمل لدى شركة أخرى بعد الحصول على الموافقة المسبقة من الهيئة".

ونعتقد من وجهة نظرنا بأن يكون المحلل المالي حاصلاً في الاقل على شهادة جامعية أو ما يعادلها في العلوم المالية أو المحاسبية، وان تتوفر لديه الخبرة العملية التي لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال التحليل المالي، بحيث يكون مكتسباً قدرًا مناسباً من المهنية العالية خلال المدة المذكورة في مجال تخصصه، وتعد مدة الثلاث سنوات مدة كافية ومعقولة تحدد من خلالها خبرة ومهنية نشاط المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وعلى المستوى العلمي أو الاقتصادي، وفيما يتعلق بموقف المشرع القطري في هذه المسألة في المادة (٧/٨) من قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية لسنة ٢٠١٩ من حيث صلاحية الهيئة من اعفاء المحلل المالي من شرط الخبرة والكفاءة لاداء مهام وظيفته في سوق الأوراق المالية، نجد انه وان حدد معيار تحقق الخبرة والكفاءة الكافية لدى الفرد المعتمد، الا انه لم يبين الكيفية أو الطريقة والتي على اساسها يتم تحديد مستوى كفاءة وخبرة المحلل المالي ولربما يكون المشرع القطري قد قصد امكانية إثبات تلك المسألة بطرق الاثبات المتاحة والمتوفرة قانوناً.

ولم تُشر التشريعات المقارنة الاخرى الى شرط توفر الخبرة في الشركات الاجنبية المُرخّص لها لممارسة نشاط التحليل المالي.

الفرع الثاني

شرط الترخيص في سوق الاوراق المالية

تشتط القوانين محل المقارنة في المحلل المالي وغيره ممن يمارس عمله في سوق الاوراق المالية بأن يتم اعتماده من قبل جهة خاصة في سوق الاوراق المالية، فبالنسبة للمشرع العراقي فقد اشترط في الجهات التي تعمل لدى سوق العراق للأوراق المالية ان تكون مرخصة، ويبدو ان الجهة الوحيدة المرخصة من الناحية العملية هي شركات الوساطة المالية والتي تتطلب وحسب نص الفقرة ٢٢ من التعليمات المحدثه لسنة ٢٠١٥ وعند تعريف الوسيط موافقة مجلس المحافظين وهيأة الاوراق المالية وحسب القانون المؤقت لسنة ٢٠٠٤.

أما بالنسبة لبقية القوانين محل المقارنة، ففي الامارات العربية المتحدة تتمثل بهيأة الاوراق المالية والسلع الاماراتية بموجب قرار مجلس ادارة الهيأة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، إذ ورد تعريف الهيأة في الفصل الاول من المادة الاولى والتي عرفت الهيأة بأنها (هيأة الأوراق المالية والسلع).

وفي قطر تتمثل الجهة المُرخّصة للمحلل المالي بهيأة قطر للأسواق المالية والى ذلك أشارت المادة الأولى من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ بقولها "الهيأة: هيأة قطر للأسواق المالية".

أما في فرنسا فهي هيأة الأسواق المالية الفرنسية (Autorite des marches Financiers)^(١).

وفي إطار هذه الدراسة يقصد بالشخص المرخص له، كل شخص حاصل على ترخيص لمزاولة نشاط او اكثر من نشاطات الاوراق المالية في السوق المالية من قبل هيأة سوق الاوراق المالية^(٢).

(١) عرفت المادة (٢/٦٢١) من قانون الاوراق المالية الفرنسي رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٣ هيأة الاسواق المالية بأنها: ((هيأة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية وباستقلال مالي، بحيث تستمد الهيأة مواردها المالية من الحقوق المالية المقررة لها في حالات العرض العام للبيع أو الشراء أو الاستحواذ)).

(٢) د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في اسواق المال، الطبعة الاولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٨٤. وقد عرفت قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيأة=

ومعنى ذلك ان المرخص له يشمل جميع الاشخاص المعنوية والطبيعية التي تمارس نشاطها في سوق الاوراق المالية، ولعل من اهم تلك النشاطات هي الانشطة المتعلقة بالأوراق المالية القابلة للتداول في السوق واصدارها، وكذلك تقديم كافة الخدمات المالية المتعلقة بتلك الاصدارات، وكذلك الانشطة المتعلقة بحفظ الاوراق المالية القابلة للتداول وادارتها بالنيابة عن الغير، وهذا ما يدعى بالمؤسسة المالية والتي اشار اليها **مشرعنا العراقي** في قانون مكافحة غسل الاموال وتمويل الارهاب رقم (٣٩) لسنة ٢٠١٥، والتي تشمل جميع الاشخاص الطبيعية والمعنوية والتي تمارس انشطتها بموجب ترخيص أو (إجازة) من سوق العراق للأوراق المالية والتي كان من الافضل بأن تعاد صياغة المادة الاولى والخاصة بتعريف المؤسسة المالية وان تتم اعادة صياغتها وعلى النحو الآتي "المؤسسة المالية هي الاشخاص المرخصين من قبل سوق الاوراق المالية بمزاولة انشطتهم المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة".

ولم يُشر القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية العراقي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ الى شروط الاعتماد بالنسبة للمحلل المالي، ولكنه اشار اليها فيما يتعلق بممثل الوسيط في المادة الثانية من القسم الخامس منه، وكذلك مشروع قانون الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ والذي فقط اشار الى شروط الترخيص فيما يتعلق بعمل المستشار المالي، عموماً نأمل من **مشرعنا العراقي** الخوض في غمار هذا الموضوع لمواكبة التطور الحاصل في الاسواق المالية العالمية في المستقبل القريب بأذن الله تعالى عند اقراره مشروع الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ والذي بدوره انفرد في تعريف المرخص له في (م/٣) الفقرة (ر) على انه "أي شخص مرخص من الهيئة وفقاً لأحكام هذا القانون للعمل كوسيط أو مضارباً أو ضامن تغطية اكتتاب بأفضل الجهد أو ضامن تغطية اكتتاب أو مستشار استثمار أو مدير استثمار".

وعليه يمكن تعريف المرخص له بأنه "الشخص الذي يحصل على ترخيص من سوق الاوراق المالية لمزاولة الانشطة المتعلقة بالأوراق المالية".

وعليه فان عبارة (المرخص له) تشمل جميع الاشخاص الطبيعية والمعنوية الحاصلة على ترخيص أو اعتماد من السوق لمزاولة نشاطاتها المتعلقة بالأوراق المالية، ومن بينهم والذي

=السوق المالية السعودية وقواعدها الشخص المرخص له بانه ((شخص مرخص له من الهيئة بممارسة اعمال الاوراق المالية)) والصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٤-١١-٢٠٠٤ وبتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٤م وفقاً لنظام السوق المالية السعودية.

يعد اعتماده من قبل السوق والهيئة شرطاً لممارسة نشاطه في التحليل المالي في سوق الأوراق المالية هو المحلل المالي والذي يشترط بالإضافة الى اعتماده من قبل الهيئة، أن يعمل لدى شركة مرخصة، الأمر الذي يشير الى ان العمل لدى شركة مرخصة في سوق الأوراق المالية، لا يكون قاصراً على ما يمارسه المحلل المالي من نشاط في السوق، انما يشمل بدوره جميع الفئات الاخرى التي تزاول اعمالها وانشطتها في سوق الأوراق المالية والتي تعمل لدى احدى الشركات المرخصة من قبل الهيئة^(١)، كممثل الوسيط والمستشار المالي والحافظ الامين وغيرهم^(٢).

وفي إطار هذه الدراسة يقصد بالشخص المرخص له، كل شخص حاصل على ترخيص لمزاولة نشاط او اكثر من نشاطات الأوراق المالية في السوق المالية من قبل هيئة سوق الأوراق المالية^(٣)، ويلاحظ بأن جميع التشريعات محل المقارنة تشترط لترخيص الشركات التي تعمل لدى السوق بأن تكون مرخصة من هيئة الأوراق المالية باستثناء موقف المشرع العراقي والذي يشترط الترخيص من السوق والتصديق من قبل الهيئة، وكان الأجدر بأن يكون الترخيص قاصراً على موافقة هيئة الأوراق المالية دون السوق.

(١) أما في بريطانيا فهذه الجهة تتمثل بمجلس المحافظين وفقاً للتعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤، هذه التعليمات استخدمت مصطلح (مجلس المحافظين) وفقاً للقانون الانكليزي المؤقت لأسواق الأوراق المالية حيث حدد في النص الانكليزي لهذه القانون مصطلح (Board of Governors) ويعني مجلس المحافظين، وعند ترجمة هذا القانون إلى العربية ترجم إلى (مجلس الإدارة)، للمزيد ينظر: د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان - بيروت، ط١، ٢٠٠٩، ص ١٨٩.

(٢) ان الواقع العملي في العراق يشير الى ان المرخص له الوحيد والعامل حالياً في سوق الأوراق المالية هو الوسيط.

(٣) د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في اسواق المال، الطبعة الاولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٨٤. وقد عرفت قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية السعودية وقواعدها الشخص المرخص له بانه ((شخص مرخص له من الهيئة بممارسة اعمال الأوراق المالية)) والصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٤-١١-٢٠٠٤ وبتاريخ ٢٠٠٤/١٠/٤م وفقاً لنظام السوق المالية السعودية.

وعليه لابد للمحلل المالي ولغرض ان يتم اعتماده من قبل هيئة الأوراق المالية من ان يعمل لدى شركة مرخصة تمارس نشاطاتها في مجال التحليل المالي في سوق الأوراق المالية ومرخصة من قبل الهيئة^(١).

أما بالنسبة لموقف المشرع الاماراتي في القرار رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، فقد نظم مسألة ترخيص المحلل المالي في السوق المالية وذلك في المادة الثانية منه والتي نصت على "لا يجوز مزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي الا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة، وذلك وفقاً للشروط والمتطلبات والاجراءات المنصوص عليها في هذا القرار"، ومن هذا النص يبدو جلياً ان المحلل المالي لكي يزاوّل نشاطه وعمله في سوق الأوراق المالية لابد من حصوله أولاً على ترخيص من الهيئة أي هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الامارات العربية المتحدة^(٢).

وقد أشارت المادة الرابعة في القرار المذكور على شروط الترخيص والتي من الواجب توافرها وتحققها في شركات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية والتي نصت:

- أولاً: يشترط للحصول على ترخيص مزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي ما يلي:
- "١- ان يكون طالب الترخيص شخصاً اعتبارياً مؤسساً داخل الدولة ومتخذاً أحد الاشكال المنصوص عليها في القانون الاتحادي رقم (٨) لسنة ١٩٨٤م بشأن الشركات التجارية ومملوكاً بما لا يقل عن ٥١% من رأسماله لأشخاص طبيعيين أو اعتباريين متمتعين بجنسية الدولة او جنسية إحدى دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي.
- ٢- ان يكون من ضمن أغراض الشركة مزاولة نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي.

(١) أما في بريطانيا فهذه الجهة تتمثل بمجلس المحافظين وفقاً للقانون الانكليزي المؤقت لأسواق الأوراق المالية والذي حدد في النص الانكليزي لهذه القانون مصطلح (Board of Governors) ويعني مجلس المحافظين، وعند ترجمة هذا القانون إلى العربية ترجم إلى (مجلس الإدارة)، للمزيد ينظر: د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الاولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان - بيروت، ٢٠٠٩، ص ١٨٩.

(٢) وبهذا الشأن فقد منحت هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية شركة الرمز للأوراق المالية رخصة مزاولة الاستشارات المالية والتحليل المالي لتصبح اول شركة تحصل على هذا الترخيص الحيوي للأسواق المالية في دولة الامارات بعد استكمالها كافة المتطلبات .

- ٣- أن يكون عقد الشركة مكتوباً باللغة العربية وموثقاً أمام الجهات الرسمية.
- ٤- ألا يقل راس مال الشركة المدفوع عن مليون درهم.
- ٥- ان يتوفر لدى الشركة الكوادر الإدارية والفنية اللازمة والمؤهلة للعمل في مجال الاستشارات المالية والتحليل المالي.
- ٦- ان يتوفر لدى الشركة نظام للرقابة الداخلية والمراجعة الدورية بما يكفل سلامة تطبيق القانون والانظمة والقرارات الصادرة بمقتضاه واللوائح الداخلية المعمول بها لدى الاسواق، واطار الهيئة بأسماء المسؤولين عن متابعة الرقابة الداخلية لديها والتبليغ عن كل مخالفة للقانون أو الانظمة أو القرارات الصادرة بمقتضاه أو اللوائح الداخلية المعمول بها لدى الاسواق.
- ٧- ان يتوفر في الشركة المرخصة - وبصورة مباشرة- جميع شروط ومتطلبات الترخيص والمجلس في حال فقدان أي شرط من الشروط المحددة في هذا النظام الغاء الترخيص الممنوح للشركة.
- ٨- للهيئة اضافة أي متطلبات أو شروط أو الاعفاء من أي منها وفقاً لمعطيات العمل في الاسواق أو مقتضيات المصلحة العامة".

ويلاحظ من قرار المشرع الاماراتي انه اشترط على شركات التحليل المالي توافر الشروط المذكورة في البند اولاً من القرار، من حيث وجوب كونها شخصاً معنوياً قد تم تأسيسه داخل الدولة كما ان هذه الشروط ذاتها تسري على الشركات الاجنبية التي تمارس نشاط التحليل المالي بدولة الامارات باستثناء اعفائها من الفقرة (٣،١) على ان تكون تلك الشركات مرخصة من قبل هيئات رقابية مماثلة في دولها لمزاولة نشاط التحليل المالي هذا من جهة ومن جهة اخرى ان تكون لديها خبرة في هذا المجال أي التحليل المالي لا تقل عن خمس سنوات^(١).

كما ان شركة الاستشارات المالية والتحليل المالي في سوق الاوراق المالية لما كان شخصاً معنوياً كالشركات المتخصصة في مجال التحليل المالي، فلا بد لها ان تمارس نشاطها من خلال تهيئة الكوادر المتخصصة في مجال التحليل المالي وهم أشخاص طبيعيين على ان

(١) نص المادة الرابعة /ثانياً من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ الاماراتي بخصوص الاستشارات والتحليل المالي سابقة الذكر.

يكونوا من ذوي الخبرة والكفاءة والاحتراف ممن تكون لهم القدرة والمعرفة المسبقة لحركة الاسواق المالية وتداولات الاوراق المالية فيها، وهذه الكفاءة في تلك الكوادر امر اساس لا بد منه أكدت عليه كافة التشريعات ليست فقط في مجال التحليل المالي بل حتى بالنسبة للفئات الاخرى التي تعمل في مجال السوق المالية كالتشريع الاماراتي بهذا الخصوص والتشريع الفرنسي لسنة ٢٠٠٠ واللائحة الفرنسية العامة لأسواق الأوراق المالية لسنة ٢٠١٣^(١).

وايضاً اشترط المشرع الاماراتي على شركات التحليل المالي توافر جملة من الشروط نصت عليها المادة الخامسة بقولها "تلتزم الشركة طالبة الترخيص بما يلي:-

١- توفير الكادر الاداري والفني والذي يشمل المدير التنفيذي او المدير العام يعاونه عدد كاف من المحللين الماليين والباحثين والفنيين.

٢- ان يكون كل من المدير العام أو المدير التنفيذي والمحللين الماليين المعتمدين والباحثين الذين تعينهم الشركة:

أ - شخصاً طبيعياً.

ب- متمتعاً بالأهلية الكاملة.

ت- حسن السمعة والسلوك ولم يسبق الحكم عليه بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف أو الامانة ما لم يرد عليه اعتباره.

ث- لم يصدر بحقه حكم قضائي قطعي يقضي بإشهار افلاسه، ما لم يرد عليه إعتباره.

ج- متفرغاً لمزاولة عمله، وهذا الشرط على المدير العام أو المدير التنفيذي اذا كانت الشركة فقط حائزة على ترخيص لممارسة نشاط التحليل المالي أو الاستشارات المالية.

٣- ان تكون المؤهلات العلمية للمدير العام او المدير التنفيذي والمحلل المالي كما يلي :-

أ - المدير العام او المدير التنفيذي شهادة جامعية وخبرة لا تقل عن خمس سنوات في المجال الاقتصادي او المالي.

(١) وعلى سبيل المثال ايضاً القانون الكويتي المنظم للسوق المالية رقم(٧) لسنة ٢٠١٠، والقانون السعودي الصادر في ٢٠٠٣م الموافق ١٤٢٤/٦/٢هـ، وللمزيد ينظر بهذا الخصوص د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الاولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر-القاهرة، ٢٠١٥، ص١٤ وما بعدها.

ب- المحلل المالي.. شهادة جامعية او شهادة مهنية معترف بها وخبرة عملية لا تقل عن (٣) سنوات في مجال التحليل المالي.

٤-الهيئة، اعفاء المدير العام أو المدير التنفيذي من الشروط الخاصة بالمؤهل العلمي أو سنوات الخبرة العملية".

واذا ما توفرت الشروط اعلاه في المحلل المالي كفرد طالب الترخيص لمزاولة الاستشارات المالية والتحليل المالي في السوق المالية، فعليه أن يقدم طلب الترخيص الى هيئة الأوراق المالية والسلع على ان يكون معززاً ومدعماً بالبيانات والوثائق المؤيدة للطلب والى ذلك أشارت المادة (١٢) من الفقرة (ج) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، ويكون للهيئة الحق في طلب أية ايضاحات او بيانات او معلومات اضافية اخرى اذا ما استدعت لذلك ضرورة ما^(١) على ان تحدد الهيئة موقفها من الطلب المقدم - كتابة - قرارها وخلال مدة اقصاها (٣٠) يوماً من تاريخ تقديم الطلب مستوفياً شروطه^(٢).

أما عن مدة الترخيص للشركة طالبة الترخيص في مجال التحليل المالي فهو سنة واحدة تنتهي بنهاية كل سنة وهذه السنة تكون قابلة للتجديد، والتجديد يكون بناءً على طلب جديد يقدم للهيئة مقابل رسم تحدده تلك الهيئة وذلك قبل نهاية كل سنة، علماً ان الهيئة تنتظر في طلب التجديد بناءً على أداء الشركة مدى التزامها بأحكام هذا القرار^(٣).

ويلاحظ ان قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي بشأن التحليل المالي لم يتعرض الى حالات رفض الهيئة المذكورة لطلب الترخيص المقدم لها بهذا الخصوص، كما انه لم يشر الى السبيل الذي يسلكه طالب الترخيص في كون الهيئة أعلاه قد أصدرت قرارها برفض طلب الترخيص لمزاولة أعمال التحليل المالي في السوق المالية، وهل يحق لصاحب الطلب تقديم الطلب مرة اخرى ام لا ؟

(١) ينظر نص المادة (١٢) الفقرة (ج) من القرار المذكور.

(٢) ينظر نص المادة (١٢) الفقرة (د) من القرار ٤٨/ر لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن التحليل المالي والاستشارات المالية.

(٣) ينظر نص المادة (٨) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل التحليل المالي والاستشارات المالية.

اما بالنسبة للمشرع القطري فإنه في المادة الثامنة من قانون الخدمات المالية المرقم (٥) لسنة ٢٠١٩، فقد حدد شروط اعتماد الشخص الفرد لوظيفة التحليل المالي والتي تنص على "يشترط للحصول على موافقة الهيئة على اعتماد الافراد للعمل في أي من الوظائف السابق الإشارة إليها بشركات الخدمات المالية، ان يستوفي الفرد الشروط العامة التالية :

١. ان يكون حسن السمعة .
٢. التمتع بكامل الاهلية لأداء التصرفات القانونية .
٣. الا يكون قد سبق فصله تأديبياً من الخدمة أو منعه تأديبياً بصفة نهائية من مزاولة المهنة في مجال الاوراق المالية أو أي مهنة حرة، أو حكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة مخلة بالشرف أو الامانة أو عقوبة مقيدة للحرية في احدى الجرائم المنصوص عليها في أي من قانون الشركات التجارية أو قانون الهيئة أو حكم بشهر افلاسه ما لم يرد اليه اعتباره
٤. ان لا يكون خاضعاً لأي اجراءات قانونية او ادارية قد تؤثر سلباً على مركزه المالي او قدرته على الوفاء بأي من الشروط والمتطلبات الرقابية.
٥. الحصول على مؤهل دراسي مناسب لطبيعة عمله.
٦. اجتياز الدورات التدريبية والاختبارات التي تحددها الهيئة .
٧. ان لا يكون مديراً أو عضواً في الادارة العليا أو موظفاً بجهة مُدرجة اوراقها المالية في السوق ما لم تكن هذه الجهة هي الشركة المُرخصة التي يعمل بها ولا ينطبق هذا الشرط على اعضاء مجلس ادارة الشركة".

أما بالنسبة لموقف المشرع الفرنسي من إعتداد المحلل المالي وضرورة كونه يعمل لدى شركة مُرخَّصة من قبل هيئة الأسواق المالية الفرنسية، فقد عالج القانون النقدي والمالي الفرنسي رقم(١٢٢٣) والصادر سنة ٢٠٠٠ والذي تم تعديله بالقانون رقم(٥٩١) سنة ٢٠٠٣، والذي اوجب وألزم المحللين الماليين بوجوب الحصول على اعتماد مسبق من هيئة الأسواق المالية الفرنسية (Autorite des marches Financiers)، وضرورة أن يتم التسجيل وفقاً لنموذج خاص مُعد ومُهيأ مُسبقاً من قبل الهيئة المذكورة وعلى أن يتم التسجيل لأجل الاعتماد بعد الموافقة على الشروط الموجودة والمُشار إليها في استمارة طلب الترخيص إلكترونياً والتي تُقدم من قبل المحلل إلى هيئة الأسواق المالية الفرنسية (Autorite des Marches Financiers).

ونلاحظ المشرع الفرنسي وفي بداية تطبيق قانون ٢٢ يناير ١٩٨١ كان يمنح الشركات ترخيصاً عاماً، أي انه منح الشركة التي تعمل في تداول الأوراق المالية الحق في مزاولة جميع الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية والواردة في المادة الأولى من هذا القانون والتوسط في إبرام صفقات تداول الأوراق المالية عموماً نيابةً عن العملاء، ولكن سرعان ما تم تشريع قانون رقم ٥٩٧ والصادر سنة ١٩٩٦ بشأن تحديث الأنشطة المالية والذي حوّل مجلس الأسواق المالية الفرنسية صلاحية وسلطة منح التراخيص للشركات المتعاملة في تداولات الأوراق المالية، ولكن بصور التقنين النقدي والمالي الفرنسي سنة ٢٠٠٠ والذي حدد فيه المشرع الفرنسي نشاطات خدمات الاستثمار والتي من ضمنها التحليل المالي، إذ منح وبموجب هذا القانون حق الترخيص للجهات التي تؤدي نشاطها في تقديم خدمات الاستثمار^(١)، وهي الأشخاص المعنوية ومن ضمنها شركات التحليل المالي^(٢).

أما فيما يتعلق بالمشرع العراقي فانه لم يُنظم شرط عمل المحلل المالي المُعتمد لدى شركة مُرخصة كونه لم يُنظم المحلل المالي مُطلقاً سواء في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ أو مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨، وكذلك الحال بالنسبة للفئات الأخرى كالوسيط ممن يجب حصولهم على ترخيص مسبق من هيئة الأوراق المالية العراقية، عليه نقترح على مشرّعنا العراقي اذا ما نظم عمل المحلل المالي في سوق الأوراق المالية ان تكون شركات التحليل المالي اما ان تؤسس كشركة تحليل مالي قائمة بذاتها تتزاول عمليات التحليل المالي أو ان يُسمح لشركة الوساطة المُرخصة بأن تمارس هذا النشاط بعد ان تقدم هيئة الأوراق المالية ما يؤيد توفيرها لكادر متخصص ومحترف ذي خبرة في مجال التحليل المالي.

وأيضاً لم يُشير المشرع العراقي إلى الشروط الواجب توافرها في الكوادر الإدارية والفنية والتي تعمل مع شركات الوساطة أو غيرها من الأشخاص المرخصين للعمل من قبل هيئة الأوراق المالية العراقية في سوق الأوراق المالية هذا بخلاف القوانين محل المقارنة التي اشترطت في

(1) GiZARD(B): Intermediation boursiere: Lasegmentation des me'tiers,des negociateur et de compensateur, R.Banque,1992 P.140 De.

(٢) المادة (٤/٥٣١) من القانون النقدي والمالي الفرنسي رقم ١٢٢٣ لسنة ٢٠٠٠.

العاملين لدى شركات التحليل المالي والاستشاري توفر شرط الخبرة والمؤهل العلمي وكما مر ذكره^(١).

كما أن المشرع العراقي لم يتطرق إلى مسألة أخرى ألا وهي عند موافقة الهيئة على طلب الترخيص أو رفضه^(٢)، فإنه لم يتطرق إلى ضرورة تسبب رفض الطلب وضرورة كون الرفض مسبباً من قبل الهيئة لأجل أن يتم الطعن به والوقوف على سبب الرفض حتى يتمكن من تقديم طلب آخر خلال مدة محددة ومن قبل مقدم الطلب على أمل أن يُنظم مشرعنا هذه المسائل البالغة الأهمية والتي تعزز ثقة التعامل في سوق الأوراق المالية.

ولابد من الإشارة الى مسألة عدد الشركات المرخصة بمزاولة التحليل المالي في تشريعات الدول محل المقارنة ولغاية كتابة هذه الاطروحة والتي تبلغ اربع شركات في دولة الامارات العربية المتحدة^(٣) وست شركات في دولة قطر^(٤).

المطلب الثاني

إجراءات اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

لأجل ان يمارس المحلل المالي نشاطه في سوق الأوراق المالية عليه القيام بإجراءات عدّة لعل من بينها تقديم طلب الى هيئة الأوراق المالية في السوق، وموافقة الهيئة على الطلب المقدم اليها شرطاً جوهرياً لا يمكن الاستغناء عنه سواء من قبل المحلل المالي أو أي شخص يسعى لاعتماد نشاطه في سوق الأوراق المالية، وعندها تقوم الهيئة بدراسة طلب الاعتماد المقدم اليها خلال مدة معلومة تحددها القوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية وتصدر قرارها بالموافقة أو الرفض وتبدأ حينها اجراءات الاعتماد للمحلل المالي وشركات التحليل المالي، لذلك ومن اجل

(١) إلا فيما يتعلق بالوسيط إذ اشترط القانون رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ في القسم (٢/٥) من المادة الأولى إلى ضرورة أن تتوفر في مدير الشركة المُخَوَّل مجموعة شروط والتي من ضمنها شرط المؤهل العلمي (الفقرة و) والخبرة التي لا تقل عن خمس سنوات في الأمور المالية والتجارية (الفقرة ز)، وممثل الوسيط وذلك في النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية الصادر سنة ١٩٩٧ والتي تمت الإشارة اليها مسبقاً.

(٢) هذا بخلاف المشرع القطري والذي ذهب وبموجب المادة (١٣) من قانون نظام الخدمات المالية القطري والصادر من هيئة قطر للأسواق المالية لسنة ٢٠٠٩، والتي نصت (إذا رُفِضَ طلب الترخيص فلا يجوز لطالب الترخيص أن يتقدم بطلب جديد إلا بعد مضي سنة ميلادية من تاريخ قرار الهيئة بالرفض).

(٣) متاح على الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية.

(٤) متاح على الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية.

المروور بكل تلك الاجراءات لآبد من دراستها على وجه الدقة ومن خلال فرعين، الاول سيخصص لتقديم المحلل المالي لطلب الاعتماد لهيأة الاوراق المالية، والثاني سيخصص لدراسة طلب الاعتماد والبت فيه وكالآتي:-

الفرع الأول

تقديم طلب الاعتماد الى هيأة الاوراق المالية

لا يتمكن المحلل المالي من مزاوله نشاطاته في مجال التحليل المالي من دون الحصول على موافقة هيأة الاوراق المالية، إذ لابد من حصوله على الموافقة المبدئية من الهيأة على الطلب المقدم لاعتماده على مزاوله نشاط محلل مالي وكذلك الحال بالنسبة لأي نشاط تتم مزاولته في سوق الاوراق المالية^(١).

بالنسبة للمشرع العراقي فلم يُنظم هذه الآلية في القانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ ولم يُشير الى ضرورة إعتداد ممثل الوسيط من قبل الهيأة أو السوق وتقديم طلب لأي منهما من قبله، مكتفياً بشروط حددها فيمن يمارس هذا النشاط والتي اشارت اليها المادة الثانية من القسم ٥ من القانون المذكور والتي تنص على ان: "٢- يكون مدير أو ممثل الوسيط المخول بالقيم بتعاملات السندات في سوق الاوراق المالية والذي يدعى ب المندوب شخصاً طبيعياً والذي:-
أ. لا يقل عمره عن ٢١ عاماً ويكون مقيماً بصورة مشروعة في العراق بموجب القانون العراقي.

ب. تكون له أهلية قانونية.

ج. ان لا تكون عليه مديونية ومفلساً.

د. لم يُدَن بارتكاب جنائية في محكمة مختصة.

هـ. لم يرتكب جريمة تتعلق باحتيال مالي في محكمة مختصة.

و. حاملاً شهادة جامعية أو ما يعادلها.

ز. لديه على الاقل خبرة لا تقل عن خمس سنوات في الامور المالية والتجارية ومقبولة من قبل السوق.

(١) د. هشام فضلي، ادارة محافظ الاوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر - الاسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٢٤.

ح. يعمل في نشاطات الوساطة في موقع ضمن حدود العراق أو مواقع أخرى بعد ان يخوله سوق الاوراق المالية بذلك وتوافق عليه الهيئة".

حينها لابد لممثل الوسيط طالب الاعتماد من تقديم طلب لاعتماده لدى الهيئة والذي يخضع في النهاية من حيث المراجعة والدراسة إلى مجلس إدارة الهيئة، وقد اشارت الى تلك الاجراءات المادة (٦/و) من القسم السادس للقانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ والتي تنص على ان: "٦- يجوز لمجلس الادارة ان يؤدي بنفسه أو يخول مدراء أو اداريين أو مسؤولي إدارة السوق للقيام بالآتي:-

و- القيام بالمراجعة والمصادقة أو عدم المصادقة على طلبات الاشخاص الذين يسعون ليكونوا وسطاء مخولين بالاشتراك في عملية التداول في السوق".

ايضاً المشرع العراقي اشار الى الشروط اللازم توفرها لحصول الوسيط على الترخيص لمزاولة نشاطه في سوق الاوراق المالية وذلك بموجب تعليمات اجازة خمس شركات وساطة في سوق الاوراق المالية والصادرة عن هيئة الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٩ والتي جعلت الترخيص من صلاحية مجلس المحافظين وان الحصول على اجازة الهيئة وموافقتها لابد ان يمر بمراحل عدّة وهي مرحلة تقديم الطلب من قبل المرخص له ومرحلة دراسة الطلب من قبل الهيئة أما المرحلة الثالثة فتتمثل بموقف الهيئة من حيث البت بطلب الترخيص بالموافقة أو الرفض.

أما في القانون الاماراتي فيتم تقديم طلب الاعتماد لمزاولة نشاط التحليل المالي الى هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتية من قبل المحلل المالي والذي يرغب بمزاولة النشاطات المتعلقة بالتحليل المالي والاستشارات المالية في السوق وذلك وفق نموذج معد مسبقاً من قبل الهيئة^(١)، يتضمن اسم طالب الاعتماد (الشركة) وشكلها القانوني ان كان شركة وتاريخ تأسيسها ومكان تأسيسها، كما يتضمن النموذج اسماء رئيس واعضاء مجلس ادارة الشركة المرخصة بمزاولة التحليل المالي بمن فيهم اسماء الموظفين المعتمدين او الذين سيتم اعتمادهم للعمل كمحللين ماليين، مع ذكر مؤهلاتهم العلمية وسنوات الخبرة المتوفرة لديهم وكافة البيانات والمعلومات الاخرى المتعلقة بهم والتي تكون على شكل قائمة ترفق مع طلب الترخيص المقدم من قبل

<http://www.sca.gov.ae>

(١) متاح على الموقع الرسمي لهيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتية.

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٤/٢.

الشركة للهيئة، هذا بالإضافة الى ضرورة وجود اقرار من قبل المحلل طالب الاعتماد وموقع من قبله بأن جميع المعلومات المرفقة والمبينة في نموذج طلب الترخيص صحيحة واصولية.

أما في قطر فأن الحال لا يختلف عما هو في دولة الامارات العربية المتحدة، إذ تقوم الجهة طالبة الاعتماد بتقديم طلب اعتماد المحلل المالي لديها من خلال نموذج خاص ومعد مسبقاً يتم تقديمه الى هيئة قطر للأسواق المالية وهو خاص بالوظائف الخاضعة للرقابة^(١)، والتي يقع من بينها نشاط المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، اذ يتضمن اسم الشخص المراد اعتماده لدى الشركة المرخصة من قبل الهيئة والذي يقوم بتنفيذ عملية التحليل المالي نيابة عن الجهة مقدمة الطلب وهي الشركة المرخصة بمزاولة التحليل المالي والاستشارات المالية، على ان يتضمن الطلب اسم الشخص وتوقيعه ومؤهله العلمي وسنوات الخبرة المتوفرة لديه، وبعد تعبئته بشكل منظم من قبل الشركة يتم تقديمه الى الهيئة لغرض دراسته والتحقق من مدى استيفائه للشروط المطلوبة للاعتماد، ومدى صلاحية المحلل وملائمته للقيام بوظيفة التحليل المالي الخاضعة للرقابة، مع اقرار الجهة مقدمة الطلب وتوقيع عضو مجلس الادارة ووظيفته ومسؤول الالتزام المعتمد من قبل الهيئة، وغيرها من المعلومات الشخصية الخاصة بمن فيهم المحلل المالي المعتمد، وكذلك الحال بالنسبة لطلب تجديد اعتماد المحلل المالي فانه يتم بنفس الكيفية ومن خلال طلب تقدمه الشركة المرخصة بمزاولة النشاط الخاضع لرقابة الهيئة في مجال الخدمات المالية.

ان التشريعات محل المقارنة لم تسمح لأي شخص معنوياً كان او طبيعياً بمن فيهم المحلل المالي بأن يمارس نشاطه في سوق الأوراق المالية الا بعد ان يكون مسجلاً لدى هيئة الأوراق المالية، ومعنى (ان يكون مسجلاً) ان يكون مرخصاً او معتمداً لدى الهيئة المذكورة، فعندما نقول بأن الفرد مسجل او تسجيل الفرد لدى الهيئة فهذا يعني بأن يكون ذلك الفرد معتمداً^(٢).

<http://www.qfma.org.qa>

(١) متاح على الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٤/٥.

(٢) كما هو الحال لدى المشرع الامريكي في قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ (Security Exchange Act

of 1934)، مشار اليه لدى علي عدنان جبير، مصدر سابق، هامش رقم (١)، ص ٤١.

والأمر لا يقتصر على المحلل المالي كشخص طبيعي والشركات الوطنية داخل الدولة بل يمتد لينصرف الى الشركات الاجنبية وفروعها ممن تزاوّل التحليل المالي عموماً، كما ان موافقة هيئة الأوراق المالية مرتبط بحاجة سوق الأوراق المالية للتحليل المالي المرخص به او تأسيس شركة لمباشرته، وموافقة الهيئة على طلب الاعتماد وتأسيس الشركة لمزاولة نشاطها تمهيداً لصدور قرار الهيئة بترخيص الشركة والسماح لها بمباشرة نشاطها في سوق الأوراق المالية^(١).

وإذا ما وجدت الهيئة المذكورة أن طلب الاعتماد لديها قد جاء مستوفياً للبنود والشروط التي استجوبها القانون عندئذ لن تجد الهيئة مبرراً لرفض الطلب الذي قدمه المحلل طالب الاعتماد، وان لم يستوف طلبه تلك الشروط فأنها تقرر رفض الطلب، كما أن للهيئة الحق بأن تسحب الاعتماد من طالبه في أحوال عدة حددتها قوانين التحليل المالي فيما يتعلق بنشاط المحلل المالي في الأسواق المالية، كما لو كان مقدم الطلب وقبل تقديمه للطلب مداناً بجناية أو جنحة وبموجب حكم قضائي صادر من جهة قضائية مختصة، أو أن صاحب الطلب غير مؤهل تأهيلاً تاماً لممارسة نشاطه في مجال التحليل المالي في السوق، أو انه قد أبرز بيانات وتقارير عارية عن الصحة والحقيقة سواء كانت تلك البيانات والتقارير متعلقة به أو بالأشخاص المرتبطين به أو الذين يعملون معه.

وهذا يعني ان الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية لا تمنح موافقتها النهائية على طلب اعتماد المحلل المالي لديها الا اذا توافرت فيه شروط منح الاعتماد كافة، على اعتبار ان موافقتها مرهونة بحاجة سوق الأوراق المالية للنشاط المطلوب اعتماده من قبلها^(٢).

ولابد من ان يُقدم المحلل طلب الاعتماد الى الهيئة وفقاً لنظام حدده القانون وفقاً لنموذج تم اعداده مسبقاً مدعوماً بالبيانات والمعلومات المؤيدة لطلب الاعتماد، ويكون للهيئة ان تطلب اي ايضاحات او مستندات ان رأت بأن هنالك ضرورة وحاجة تستدعي ذلك، والى ذلك نصت المادة (٧) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي وكما مرّ سابقاً في شروط ترخيص شركات التحليل المالي. وكذلك المادة

(١) د. بدر حامد، النظام القانوني لأسواق المال، دار ريدماك للنشر، الطبعة الثانية، الكويت، ٢٠١٢، ص ٢٥٥.

(٢) د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسوسة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، ص ٣٠.

(١٢/ج) والتي تنص على "تعتمد الهيئة المحللين الماليين بموجب طلب يقدم اليها وفقاً للنموذج المعد لذلك مشفوعاً بالمستندات والبيانات والمعلومات المؤيدة له، وللهيئة طلب أي مستندات أو بيانات أو معلومات أو ايضاحات اخرى".

وبموجب ما تقدم يقدم المحلل المالي الفرد لفرض اعتماده طلباً للهيئة ليسجل في سجل المحللين الماليين يتم انشائه في الهيئة ويتم التقديم وفقاً لنموذج معد من قبلها على ان يكون مشفوعاً بالمستندات والبيانات المؤيدة له، كما يكون للهيئة طلب اي مستندات او بيانات اخرى تحتاجها وهذا ما نصت عليه الفقرتين (ب، ج) من المادة (١٢) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل.

وكذلك الحال بالنسبة لموقف المشرع القطري من قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، اذ حددت المادة (١١) منه اجراءات طلب الاعتماد لدى هيئة الاسواق المالية وتقديم طلب وفق نموذج خاص تعتمده الهيئة، إذ نصت على ان "يتقدم الافراد طالبوا الترخيص بالاعتماد لمزاولة الوظائف المنصوص عليها في الفئة (٢) مباشرة او من خلال شركة مرخص لها بأوراقهم مستوفاة وفق النموذج الذي تعتمده الهيئة ويرفق بالطلب كافة المستندات المطلوبة وتسدد الرسوم المقررة بهذا الشأن"، مشفوعاً ومعززاً بكافة المستندات المطلوبة بهذا الخصوص، ولل فرد طالب الاعتماد ان يقدم طلبه مباشرة للهيئة أو يقوم بتقديمه من خلال شركة مُرخصة بموجب اوراق مستوفية الشروط مع تسديد الرسوم التي يقررها القانون بهذا الخصوص وكما تطرقنا لذلك سابقاً.

ولقد حددت هيئة قطر للأسواق المالية نموذجاً للأفراد المتقدمين لاعتمادهم من قبل الهيئة موقعاً من قبل الشخص المعني ومختوماً بختم الشركة، وتسديد رسم دراسة طلب الترخيص ومقداره (٥٠٠٠) ريال قطري، على ان يكون الطلب مرفقاً معه كافة المستندات المطلوبة، وللهيئة الحق في طلب اي مستندات أو معلومات اضافية، كما ان النموذج المعد للفرد المعتمد يتضمن معلومات عديدة منها اسم الفرد واسم الجهة مقدمة الطلب مع توقيع اقرار خاص بالفرد وتاريخه، وكذلك اقرار الجهة مقدمة الطلب بتوقيع من عضو مجلس الادارة الذي وقع نيابة عن جهة تقديم الطلب وعنوان وظيفته وتاريخ التوقيع مع اسم مسؤول الالتزام المعتمد من قبل الهيئة وتوقيعه والتاريخ، مع بيان كافة المعلومات الشخصية للفرد وكذلك تفاصيل تحديد هوية الجهة

مقدمة الطلب مع تحديد الفرد لنوع وظيفته والاعمال الموكلة اليه ومؤهلاته المهنية وعضويته في المنظمات المهنية وتعزيز النموذج بالوثائق الثبوتية التي ترفق مع الطلب^(١).

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي في القانون النقدي والمالي رقم ١٢٢٣ لسنة ٢٠٠٠ والمعدل بقانون الأوراق المالية الفرنسي رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٣ فقد أشار إلى ضرورة قيام المحلل بتقديم طلبه لهيأة الأوراق المالية الفرنسية إذا ما توفرت في صاحب الطلب الشروط التي يستوجب القانون توفرها فيه لمزاولة نشاط التحليل المالي في السوق المالية الفرنسي وحتى تقوم الهيأة بالبت بالطلب المقدم إليها من قبل المحلل المالي المعتمد.

الفرع الثاني

دراسة هيئة الأوراق المالية لطلب اعتماد المحلل المالي

بعد ان يقوم الشخص المعتمد والمتمثل بشخص المحلل المالي بتقديم طلب الاعتماد والتأسيس لهيأة الأوراق المالية من خلال الشركة المرخصة، تقوم الهيأة المذكورة ووفقاً لشروط معينة بدراسة طلب الاعتماد، اذ يكون للهيأة المذكورة ان تطلب من مقدم الطلب المذكور كل ما يستوجبه الاعتماد ويتطلبه من بيانات ومستندات منصوص عليها في القوانين والتشريعات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية، كما يكون لها الحق بطلب الايضاحات عن أمور معينة للتأكد من توافر وتحقق أمور أخرى، وتقوم هيئة الأوراق المالية بتسجيل طلب الاعتماد في سجل خاص معد لهذا الغرض، وتشكل لجنة خاصة بقرار من رئيس هيئة الأوراق المالية تجمع عناصر قانونية وفنية تختص في النظر في طلبات تأسيس شركة التحليل المالي، ولا بد فيها ان تكون متطلبات اوراق الترخيص كاملة لا يشوبها النقص، فاذا ما تبين وجود نقص فيها يتم اخطار ذوي الشأن (صاحب طلب الترخيص) خلال مدة خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديم الطلب للهيأة المذكورة^(٢).

ولكي تقوم هيئة الأوراق المالية بدراسة طلب اعتماد المحلل المالي ولقيامه بمزاولة نشاطه في مجال التحليل المالي موضوع طلب الترخيص، لابد من التأكد بأن المحلل المالي طالب الاعتماد يتمتع بالمهارات والمؤهلات اللازمة والتي تمكنه من مزاولة نشاطه ووجوب تمتعه بالأمانة والنزاهة للقيام بالتحليل المالي، وتصدر الهيأة قرارها في البت لطلب الاعتماد خلال

(١) الملحق رقم (٢) المنشور على موقع هيئة قطر للأسواق المالية.

(٢) د. هشام فضلي، مصدر سابق، ص ٢٥.

(٣٠ يوماً) من تاريخ تقديم طلب الاعتماد اذا كان مستوفياً الشروط والمتطلبات، والى ذلك اشارت المادة (١٢/د) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص على أن "تصدر الهيئة قرارها في طلب الاعتماد خلال (٣٠) يوماً من تاريخ تقديمه مستوفياً الشروط والمتطلبات".

وعادة تكون مدة ترخيص شركة التحليل المالي سنة كاملة مقابل رسم معين تحدده الهيئة، وبإمكان المحلل المالي اعادة وتجديد طلب اعتماده في سوق الأوراق المالية قبل نهاية كل سنة فتتظر هيئة الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بطلب التجديد المقدم اليها وفيه تأخذ بنظر الاعتبار مدى التزام المحلل المالي بأحكام هذا القرار في القانون الاماراتي، ومدى التزامه وأدائه لنشاطه في السوق، وهذا ما اشارت اليه المادة الثامنة من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي رقم ٤٨/ر لسنة ٢٠٠٨ المعدل حيث نصت على ان "١- تكون مدة الترخيص سنة واحدة تنتهي بنهاية ديسمبر من كل سنة مقابل رسم تحدده الهيئة، أما الترخيص الأول فتكون مدته اعتباراً من تاريخ منحه وحتى نهاية ديسمبر من السنة نفسها، ويستوفى الرسم المستحق على هذا الترخيص بنسبة مدة الترخيص للسنة وذلك مع اعتبار جزء الشهر شهراً كاملاً.

٢- يجدد الترخيص بموجب طلب يُقدم الى الهيئة قبل نهاية نوفمبر من كل سنة، وتنظر الهيئة في طلب التجديد بناءً على اداء الشركة ومدى التزامها بأحكام هذا القرار".

ويلاحظ ان المشرع الاماراتي قد حدد مدة ترخيص الشركات التي تمارس نشاط التحليل المالي بسنة واحدة، ولم يحدد مدة اعتماد المحلل المالي كما في ترخيص الشركة، ولكن من الممكن ربط مسألة اعتماد المحلل المالي لدى الشركة المرخصة بمسألة ترخيصها طالما ان المحلل المالي لا يمكنه ان يمارس نشاط التحليل المالي الا من خلال شركة مرخصة من قبل الهيئة وعليه يجب ان تكون مدة اعتماد المحلل المالي سنة واحدة قابلة للتجديد كما و الحال فيما يتعلق بترخيص شركات التحليل المالي.

بخلاف مدة الاعتماد في القانون القطري والتي تكون سنتين قابلة للتجديد والى ذلك اشارت المادة (١٤) من قانون الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ بقولها "يكون الترخيص الصادر من الهيئة للفرد صالحاً لمدة عامين من تاريخ اصداره..."^(١).

ويلاحظ بأن المشرع القطري وان كان قد حدد مدة اعتماد المحلل المالي من الهيئة والتي هي سنتين تبدأ من تاريخ اصدار الاعتماد، الا انه لم يحدد مدة دراسة طلب الاعتماد المقدم الى الهيئة من قبل الشركة المرخصة وكما فعل المشرع الاماراتي في المادة (١٢/د) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي المشار اليها مسبقاً.

وفي كل الاحوال تقوم هيئة الاوراق المالية بدراسة طلب الاعتماد المقدم اليها وفقاً لما تقتضيه المصلحة العامة أو الضرورة أو رغبة الهيئة في توفير الحماية الكاملة للمستثمرين خلال مدة محددة تبدأ من تاريخ تقديم الطلب، وللهيئة تقرير فيما اذا كان الطلب مقبولاً أو مرفوضاً من قبلها وعلى ضوء ما تقوم به من اجراءات مناسبة والتي من بينها اخطار طالب الاعتماد أو الترخيص بوجوب تزويد الهيئة بالمستندات والوثائق المطلوبة والواجب توفرها لغرض منح الاعتماد.

ونقترح على مشرعنا العراقي عند تنظيمه نشاط المحلل المالي في سوق الاوراق المالية بموجب تعليمات خاصة بأن يحدد ويرسم الالية الخاصة بطلب اعتماد المحلل المالي لدى هيئة الاوراق المالية العراقية من حيث مدة دراسة الطلب من قبل الهيئة خلال فترة اقصاها ثلاثون يوماً وذلك على غرار التشريع الاماراتي وكونها مدة معقولة كافية للبت بطلب الاعتماد، وكذلك ضرورة ان يكون اعتماد المحلل المالي لفترة محددة كأن تكون سنة واحدة كما في التشريع الاماراتي أو سنتين كما في التشريع القطري على ان تكون مدة اعتماده قابلة للتجديد.

ومثلما تتمتع هيئة الاوراق المالية بسلطة منح الاعتماد لمزاولة التحليل المالي في سوق الاوراق المالية او اي نشاط آخر، فإن لها أيضاً سلطة رفض أو وقف أو إلغاء طلب الاعتماد أو وقف النشاط أو تقييده إذا ما ارتكب المحلل المالي المعتمد ممارسات غير مشروعة كما لو أدلى بمعلومات أو بيانات مضللة بأن كانت معلومات كاذبة أو اكتنفها الغموض أو النقص أو كانت منافية للحقيقة، أو إغفال المحلل المالي ذكر حقيقة جوهرية عند تقديمه طلب الترخيص

(١) ينظر الملحق (٣).

الخاص به كذكر الخبرات ومؤهلات المدير التنفيذي والشخص المعنوي طالب الترخيص او عدم وجود سيطرة فعلية عليه.

ولهياة الاوراق المالية مطلق الصلاحية في ان تلغي او توقف او ترفض اعتماد المحلل لديها، إذا ما تبين عدم صلاحية المحلل المالي المرخص له مزاوله نشاطه في مجالات التحليل المالي في سوق الاوراق المالية، كأن يفقر المحلل المالي للخبرة او الكفاءة او خالف احكام السوق او القواعد التي تصدر بحكم القانون أو انه قد أخلّ بواجب الإفصاح أو التزامه بالمحافظة على السرية، أو كان قد اهمل رعاية ومراقبة تابعيه او الاشخاص المسجلين لديه لمواجهة كل ما من شأنه مخالفة الاحكام والتعليمات الخاصة بسوق الاوراق المالية أو صدر بشأنه حكم أو قرار تأديبي^(١).

وإذا كان قرار هيئة الاوراق المالية بعد دراسة طلب الاعتماد هو الرفض، فان ذلك لا يعني خروج الشخص عن سلطة هيئة الاوراق المالية بل يبقى الفرد المعتمد خاضعاً لسلطة الهيئة من تاريخ رفض طلب الاعتماد والمقدم للهيئة، وفيما لو تم القيام بإجراءات تحقيقية تشير الى مسؤولية الفرد المعتمد فان المدة اللازمة للخضوع لسلطة هيئة الاوراق المالية تبقى ممتدة ولحين انتهاء التحقيق أو الإجراءات التحقيقية^(٢).

وللهياة سلطة منح الاعتماد للمحلل المالي متى ما توافرت شروطه ومتطلباته ، وإلا فأنها تصدر قرارها بالرفض متى ما تخلفت الشروط المطلوبة، وان أي قرار بعد ذلك يصدر من الهيئة يقضي بسحب الاعتماد أو إيقافه أو تصفيته فأنه عند ذلك يثير مسؤولية الفرد المرخص له وهذا ما سوف نتناوله في الفصل الثالث من هذه الدراسة.

ويُلاحظ أن التشريعات محل المقارنة لم تتطرق لمسألة تسبب رفض طلب الاعتماد المقدم من قبل الفرد إلى الهيئة، إنما تناولت موافقة الهيئة لطلبه إذا ما توافرت الشروط اللازم توفرها لاعتماده من قبل الهيئة من حيث شرط الكفاءة والخبرة وشرط العمل لدى شركة مُرخصة بمزاولة التحليل المالي، كما أنها لم تُشير إلى حق مقدم الطلب في تقديم طلب ثانٍ للهيئة أو إلى حقه في الاعتراض على قرار الهيئة يرفض طلب الاعتماد لديها أمام الجهات المختصة، إنما أشارت وتطرقت إلى مسألة إلغاء طلب الترخيص باعتماد الفرد في حالة انقطاعه عن مزاولة الوظيفة

(١) د. بدر حامد يوسف ، مصدر سابق ، ص ٢٧١.

(٢) د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق ، ص ١٩٠.

المعتمد لأدائها لمدة ستة أشهر دون عذر مقبول تقرره الهيئة وهذا ما أشارت له المادة (١٦) من قرار مجلس إدارة هيئة قطر رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ بشأن نظام الخدمات والتي تنص على ان ".... ويُغى الترخيص باعتماد الفرد المعتمد ضمن الفئة (٢) اذا إنقطع عن مزاولة الوظيفة المعتمد لأدائها لمدة ستة أشهر متصلة دون عذر مقبول تقرره الهيئة".

ولابد من التطرق الى مسألة مهمة، ألا وهي في حالة رفض هيئة الأوراق المالية لطلب الاعتماد المقدم اليها من قبل المحلل المالي، فهل يحق لطالب الاعتماد القيام بتقديم طلب جديد للهيئة واعتماده لديها؟ الواقع ان التشريعات محل المقارنة لم تتطرق الى هذه المسألة ولم تنظمها في نص تشريعي مستقل وهذا هو موقف المشرع الاماراتي في قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، وكذلك الحال بالنسبة لموقف المشرع القطري والذي ايضاً لم يعالج هذه المسألة في قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأوراق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، بخلاف موقفه في نظام الخدمات المالية الملغى رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ والذي عالج هذه المسألة في المادة (١٣) منه والتي تنص على ان "اذا رُفِضَ طلب الترخيص فلا يجوز لطالب الترخيص ان يتقدم بطلب جديد الا بعد مضي سنة ميلادية من تاريخ قرار الهيئة بالرفض".

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي فانه هو الآخر لم يُنظم هذه المسألة في اللائحة الفرنسية العامة لسنة ٢٠١٤، ولا في القانون النقدي والمالي سنة ٢٠٠٠، في حين ان هنالك من يرى بأن قرار هيئة الأوراق المالية بالموافقة على طلب اعتماد الترخيص من عدمه، هو قرار إداري يكون قابلاً للطعن فيه أمام الجهات المختصة بالنظر في ذلك الطعن^(١).

ويلاحظ أن المشرع العراقي في المادة (٦/و) في القسم السادس من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٤ والتي تنص على أن " لمجلس الإدارة القيام بالمراجعة والمصادقة أو عدم المصادقة على طلبات الأشخاص الذين يسعون ليكونوا وسطاء مُخولين بالاشتراك في عملية التداول في السوق".

ونرى بأن من الضروري ان تقوم هيئة الأوراق المالية في العراق بالإسراع في وضع تعليمات عامة تتعلق بإجراءات الاعتماد لديها وعلى غرار التشريعات الاخرى التي عاجلت هذه

(١) هشام فضلي، مصدر سابق، ص ٢٤.

المسائل تنظم مدة دراسة طلب الاعتماد فضلاً عن نتيجة الطلب وامكانية اعادة تقديم الطلب من جديد وتجديده بعد رفضه من قبل الهيئة وبنصوص قانونية صريحة، وكذلك تحديد الجهة التي يقدم لها الطعن كأن تكون هيئة الاوراق المالية، وايضاً تحديد المدة التي يجب ان يتم الطعن خلالها.

الفصل الثاني

التزامات الممثل المالي في سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني

التزامات المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

إن وظيفة المحلل المالي في سوق الأوراق المالية تفرض عليه الالتزام بجملة من الالتزامات نصت عليها التشريعات، والتي لها دور كبير في خلق روح الثقة والاطمئنان لدى المتعاملين والمستثمرين وتشجيعهم في استثمار وتوظيف أموالهم بكل أمان وثقة في مجال سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل المحلل المالي ملزماً بالتقيد بتلك التشريعات التي تنظم التعامل في سوق الأوراق المالية، وكذلك القوانين التي تنظم عمل المحلل المالي والتي تجعله ملتزماً بمجموعة من الالتزامات المهمة والتي ينبغي عليه التقيد بها، خصوصاً وإن تلك الالتزامات ناجمة عن العلاقة بين العميل والشركة المرخص لها بالتحليل المالي والتي يكون المحلل المالي تابعاً لها، وعليه ولما كان التحليل المالي يرتب عليه تلك الإلتزامات، لذا فسنستطرق بالبحث لتلك الإلتزامات دون الحقوق وذلك لأهمية تلك الإلتزامات وتنوعها من جهة ، ومن جهة أخرى تاركين موضوع الحقوق والتي لا تثير أهمية كذلك التي تثيرها الإلتزامات كون أن المحلل المالي يمارس التحليل المالي لدى الشركات المرخصة بالتحليل المالي ومن ثم فإن الحق الأبرز هو حقه في الحصول على مقابل مادي لقاء عمله الذي يقوم به وهو من الإلتزامات التي تترتب على شركة التحليل المالي وليس على العميل ومن ثم لا جديد يمكن إضافته لما كُتب في المقابل المادي وعليه سنركز على التزامات المحلل المالي. لذلك سنتناول التزامات المحلل المالي في ثلاثة مباحث، الأول سنخصصه لالتزام المحلل المالي بالتحليل المالي، والثاني لالتزام المحلل المالي بالمحافظة على سرية المعلومات أما الثالث فسيخصص لالتزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

المبحث الأول

الالتزام بالتحليل المالي في سوق الأوراق المالية

يُعدّ التحليل المالي من الأساليب الفاعلة والمتطورة التي فرضتها طبيعة التطور التجاري والمالي على وجه الخصوص ما يتعلق بالتعاملات المالية في مجال الأوراق المالية، فالمستثمرين بحاجة إلى الخبرة والكفاءة في توظيف واستثمار أموالهم والتي تتمثل بخبرة المحلل المالي والذي يتمتع بخبرة وكفاءة علمية وعملية في مجال التحليل المالي، ومن خلال إتباعه جملة من القواعد العلمية والتي لها القدرة على تحليل القوائم المالية للشركة المصدرة للأوراق المالية وتجميع المعلومات الخاصة بها، ودراستها بشكل تفصيلي دقيق وتصنيفها لبيان عناصرها ومن ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها والبحث عن أسبابها وصولاً لاتخاذ القرارات المناسبة، خصوصاً وأن العمل في سوق الأوراق المالية قائم على مبدأ تحقيق المكاسب والأرباح والذي يسعى المستثمرون إلى تحقيقه من خلال التحليل المالي والذي يفرض على المحلل التزاماً قائماً بذاته وهو التزامه بالتحليل المالي الأمر الذي يستوجب تناوله في مطلبين: سنتناول في المطلب الأول معنى التحليل المالي في سوق الأوراق المالية وفي الثاني كيفية تحليل القوائم المالية للشركة في سوق الأوراق المالية وكالاتي:

المطلب الأول

معنى التحليل المالي في سوق الأوراق المالية

يعد التزام المحلل المالي بالتحليل المالي التزاماً جوهرياً قائماً بذاته، ينشأ عن العقد المبرم فيما بين الشركة المرخصة بالتحليل المالي من خلال عاملها ممن يمارسون نشاط التحليل المالي، وبين المستثمر معتمداً على ما يتمتع به المحلل من كفاءة مهنية وخبرة عملية في مجال التحليل المالي ومستفيداً من مصادر وبيانات معينة وضمن خطوات عملية أساسية، من خلال الاستعانة بالظروف التي تحيط بتداولات الأوراق المالية تمهيداً للوصول لأفضل القرارات المالية الصائبة المتعلقة بتداول الورقة المالية.

لذلك ومن أجل البحث في معنى التحليل المالي وخطواته في سوق الأوراق المالية فسنعمد إلى تقسيم هذا المطلب على فرعين، الأول منها سيخصص لتعريف التحليل المالي

وأهدافه في سوق الأوراق المالية، والثاني لبيان خطوات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية وكالاتي:-

الفرع الأول

تعريف التحليل المالي في سوق الأوراق المالية

إن التزام المحلل المالي بالتحليل وتقديم تقارير التحليل المالي^(١)، يعد من المهام الأساسية التي تمكنه من اتخاذ قراراته الصائبة في مجال تحليل الأوراق المالية كونه ذا خبرة بالتحليل المالي بما يمتلكه ويتمتع به من خبرة وكفاءة تعكس إمكانياته الذاتية في هذا المجال، مستفيداً في ذلك من الظروف المحيطة بسوق الأوراق المالية بما ينعكس إيجاباً على العميل المتعامل مع المحلل المالي والمرتبطة بعقد التحليل المالي، ولما كان المحلل المالي مرخصاً ومعتمداً من قبل هيئة الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية فهو يباشر نشاطه بموجب الاعتماد الممنوح له من الهيئة المذكورة^(٢).

وعليه نجد أن هنالك من عرف التحليل المالي بأنه "عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن شركة ما والحصول على معلومات تسهم في اتخاذ القرارات وتقييم أداء

(١) أن المحلل المالي قد لا يقتصر دوره على تقديم التقارير المالية فحسب بل قد يمتد إلى تقديم المشورة وكما ذكر المشرع الإماراتي قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي وذلك في المادة (٨/١٤) والتي تنص على أن: "يلتزم المحلل المالي بما يلي: ٨- إعداد الاستشارة المالية أو تقرير التحليل المالي..."

فضلاً على ذلك فإن المشرع القطري قد أشار أيضاً إلى إمكانية المحلل المالي بتقديم خدمة الاستشارة المالية، بالإضافة إلى خدمة التحليل المالي، وهذا يبدو واضحاً من تعريفه للمحلل المالي وذلك في المادة (٧) الفئة الثانية من الفقرة (٥) والتي تنص على أن: "محلل مالي: وهو الفرد المعتمد المسؤول عن تحليل أداء الجهات المصدرة للأوراق المالية السابق والحالي والمتوقع، أو الفرد يمارس أعمال التحليل المالي بغرض تقديم الاستشارة المالية للشركات بشأن عمليات تحويل الشركات والعمليات الرأسمالية".

(٢) وكما ذكرنا ذلك في الفصل الأول من موضوع دراستنا بشأن شروط اعتماد المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وموقف التشريعات محل المقارنة من موضوع الترخيص كموقف المشرع الإماراتي في المادة (٦) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل، والمشرع القطري في نظام الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ في المادة (٧) منه.

المؤسسات، وكذلك تشخيص أي مشكلة مالية موجودة وتوقع ما سيكون عليه الحال في المستقبل^(١).

في حين عرفه آخر بأنه "دراسة القوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب العلمية والكمية، وذلك بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات التي تطرأ على هذه العناصر واثـر وحجم هذه التغيرات، والتوصل إلى مجموعة مؤشرات تساعد على دراسة وضع الشركة من الناحية التمويلية والتشغيلية وتقييم أداء تلك الشركة، وكذلك تقديم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة لأجل اتخاذ قرارات إدارية سليمة"^(٢).

ويلاحظ على التعريفين السابقين بأنها وإن ركزت على القوائم المالية للشركة التي يعتمد عليها المحلل المالي في ممارسة نشاطه وتقييم الأداء المالي لتلك الشركة إلا أنها لم ترسم الصورة الكاملة لعملية التحليل المالي وما تمر به من خطوات لحين التوصل إلى قرارات مالية مناسبة تخدم المستثمر.

وعُرفَ التحليل المالي أيضاً بأنه "عملية فهم وتفسير كافة المعلومات والبيانات الداخلة والخارجة من وإلى سوق الأوراق المالية في سبيل الوصول إلى حركتها بشكل دقيق من خلال محلل خبير ومستثمر واعي والقدرة على التحليل والاستنتاج من خلال المؤهلات والخبرات المطلوب توفرها في المحلل"^(٣)، ويؤخذ على هذا التعريف بأنه قد ركز على دراسة وتفسير المعلومات المالية الداخلة والخارجة للسوق فقط واغفل أهمية ودور المعلومات المتعلقة بالشركة، إذ أن المحلل المالي عند قيامه بتحليل المعلومات والقوائم المالية للشركة في سوق الأوراق فإنه يركز على كافة المعلومات سواء المتعلقة بالسوق أو تلك المتعلقة بالشركة المصدرة للورقة المالية.

وهناك من عرفه بأنه "دراسة تفصيلية للقوائم المالية للشركة ولا يدرس الحسابات المالية بل التقارير المالية والوقوف على مراكز القوة والضعف في هذه الحسابات وتشخيص

(١) د. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان-الأردن، ٢٠٠٦، ص ٢٣٣.

(٢) د. منير شاكر محمد، د. اسماعيل اسماعيل، د. عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، مطبعة الطليعة، عمان - الأردن، ٢٠٠٠، ص ١٢.

(٣) د. فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، ٢٠٠٧، ص ٦٥-٦٦.

المشكلات في سبيل إعداد التقارير المالية المناسبة، وكذلك دراسة المعلومات التاريخية لتحديد الماضي والتوقع للمستقبل^(١).

وقد عرف أيضاً بأنه "عملية تهدف إلى تحويل البيانات والمعلومات الواردة بالقوائم المالية والبيانات المحاسبية إلى معلومات تسهم في اتخاذ القرارات، بالاعتماد على القوائم المالية للشركة المصدرة للأوراق المالية ومركزها المالي، بهدف إظهار الارتباطات بين عناصر تلك البيانات والتغيرات الطارئة على تلك العناصر واشتقاق مجموعة من المؤشرات تساعد على دراسة وضع الشركة وتقييم أدائها من أجل اتخاذ القرارات السليمة وإبراز مواطن القوة أو الضعف فيها"^(٢)، ويلاحظ من جميع ما تقدم من تعريفات للتحليل المالي بأنها قد جاءت مختلفة ومتباينة في وضع تعريف محدد للتحليل المالي على الرغم من أن أغلبها يركز على دراسة المحلل المالي وتحليله للقوائم المالية للشركة وتحديد مركزها المالي ومواطن القوة والضعف فيها، وعليه ومن كل ما تقدم يمكننا تعريف التحليل المالي بأنه "عملية الاطلاع على القوائم المالية والبيانات والمعلومات الخاصة بالشركة المصدرة للأوراق المالية المراد التعامل بأسهمها، والقيام بدراساتها تفصيلاً ومن ثم تصنيفها لبيان مدى الارتباط بينها أو التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة أو فترات معينة، ومن ثم مقارنتها مع القطاع والمجال الذي تعمل فيه الشركة المذكورة وتفسير ما تم التوصل إليه من نتائج وصولاً لاتخاذ القرار العادل والصائب".

بالنسبة لموقف التشريعات محل المقارنة من تعريف التحليل المالي، فبالنسبة للمشرع العراقي فإنه لم يعرف التحليل المالي مطلقاً كونه لم ينظم نشاط التحليل المالي سواء بالأمر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ والتعليمات الصادرة عنه وكذلك مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ ، على أمل أن يقوم مشرنا بتنظيم المحلل المالي والتحليل المالي في المستقبل القريب. أما بالنسبة للمشرع الإماراتي، فقد عرف المشرع الإماراتي التحليل المالي في قرار إدارة الهيئة رقم (٤٨/ ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي وذلك في المادة الأولى والتي عرفت التحليل المالي بأنه "عملية تجميع البيانات والمعلومات الخاصة

(١) د. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ٢٠٠٩، ص ٦٤.

(٢) د. عبد الستار مصطفى الصياح، د. سعود جايد مشكور، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان - الأردن ، ٢٠٠٧، ص ٤٧.

بالقوائم المالية ودراستها بشكل تفصيلي دقيق وتصنيفها لبيان عناصرها وتحديد مدى الارتباط بينها أو التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة أو فترات زمنية متعددة، ومقارنتها مع القطاع الذي تعمل فيه الشركة، ومن ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها والبحث عن أسبابها للتمكن من إجراء تقييم شامل للشركة، وبيان مستوى أدائها للتمكن من اتخاذ القرار".

كما ان المشرع الاماراتي قد أورد تعريفاً آخر للتحليل المالي وذلك في دليل التعريفات الخاص بتشريعات الهيئة في باب التعريفات العامة، حيث عرف التحليل المالي بأنه "المعالجة العلمية المنظمة للبيانات عن وضع وإداء الشركات في الماضي والحاضر والتوقعات المستقبلية لنتائج اعمالها، وللأوراق المالية والسلع وعقود السلع وللاتجاهات السعريّة وأحجام التداول بهدف الحصول على معلومات تستخدم في عملية إتخاذ القرارات عند تقديم الاستشارات المالية"^(١).

ويلاحظ على تعريفي المشرع الاماراتي للتحليل المالي بأنهما قد جاءا متشابهين من حيث المعنى الوارد فيهما وذلك من ناحية كون عملية التحليل المالي هي معالجة ودراسة البيانات الخاصة بالشركة ووضعها ومستوى ادائها ماضياً وحاضراً ومستقبلاً بهدف الوصول الى اتخاذ قرارات مناسبة، فكل من التعريفين يُراد به هذا المعنى، الا إنهما يختلفان من حيث الصياغة العامة، فالتعريف الأول والذي أورده المشرع الاماراتي في قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، قد جاء أكثر دقة وتفصيلاً وإن أُريد به ذات المعنى المقصود في التعريف الثاني للتحليل المالي، حيث جعل عملية المعالجة العلمية للبيانات والمعلومات المتعلقة بالقوائم المالية للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية تتضمن وتشمل ابتداءً عملية الجمع والاطلاع لتلك القوائم ودراستها تفصيلاً ثم تصنيفها لإظهار عناصرها ومدى تحقق الارتباط بينها أو اظهار التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترات زمنية ومن ثم تفسير ما تم الوصول اليه من نتائج لتقييم أداء ووضع الشركة ومستوى ادائها وصولاً لاتخاذ القرارات المناسبة بشأنها، وعليه في التعريف الثاني فإن المشرع الاماراتي قد اكتفى بكل تلك الخطوات بمعنى واحد وهو (المعالجة العلمية) والتي تشمل جميع ما تقدم، عليه نجد ان التعريف الثاني قد جاء جامعاً واكثر شمولاً لتحديد معنى التحليل المالي وقد

<http://www.Sca.gov.ae>

(١) منشور على الموقع الرسمي لهيأة الاوراق المالية والسلع الاماراتية.

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٤/١٥.

اختصر جميع الخطوات التي تناولها المشرع الاماراتي في التعريف والذي اورده في قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل.

أما بالنسبة للمشرع القطري في قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، فإنه لم يعرف التحليل المالي وإنما تطرق فقط لتعريف المحلل المالي الفرد في المادة السابعة/الفئة الثانية المتعلقة بالوظائف الفنية الخاصة بممثلي لشركات ومحترفي العمل بالأوراق المالية وذلك بالفقرة (٥) منها بأنه "هو الفرد المعتمد المسؤول عن تحليل اداء الجهات المصدرة للأوراق المالية السابق والحالي والمتوقع أو الفرد الذي يمارس اعمال التحليل المالي بغرض تقديم الاستشارات المالية للشركات بشأن عمليات تمويل الشركات والعمليات الرأسمالية".

أما بالنسبة للقانون الفرنسي، فهو الآخر لم يعرف التحليل المالي وان اللائحة الفرنسية العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٤ والمعدلة في ٢٠١٤/٩/٢ لم تعرف التحليل المالي كنشاط تتم مزاولته في سوق الأوراق المالية، وإنما تطرقت فقط في المادة (٣٢٧-٤) منها إلى تعريف المحلل المالي كشخص طبيعي أو معنوي وكما اشرنا الى ذلك مسبقاً عند تعريف المحلل المالي في التشريع الفرنسي.

ويلاحظ على تعريف التحليل المالي والوارد في التشريع الإماراتي، بأنه قد جاء مُلماً في تحديد معنى التحليل المالي من حيث كونه عملية تجميع للبيانات والمعلومات ودراستها بشكل تفصيلي ومن ثم تفسير نتائجها التي تم التوصل إليها في سبيل اتخاذ القرار المناسب.

وعليه يمكن إجمال أهم الأهداف التي يسعى التحليل المالي إلى تحقيقها والتي تتمثل بالاتي:-

١. تحديد الأرباح والخسائر للشركة في سوق الأوراق المالية وتحليل الأسباب التي أدت إلى تحقيق تلك الأرباح والخسائر.

٢. الوقوف على مدى كفاءة الشركة والتعرف على نقاط القوة والضعف الأمر الذي من الممكن أن يكون مؤشراً فاعلاً عن مواطن تحسين ورفع مستوى أدائها.

٣. الوقوف على مدى كفاءة الأنشطة المالية وتداولات الأوراق المالية للشركة.

٤. تحديد احتياجات سوق الأوراق المالية من التعاملات بالأوراق المالية للشركة.

٥. مواجهة المخاطر التي تواجه الشركة واتخاذ القرارات المالية المناسبة لمعالجة تلك المواقف.

٦. التعرف على الوضع المالي للشركات.^(١)

وبذلك يختلف التحليل المالي عن التخطيط المالي الذي عرفه المشرع الاماراتي بموجب قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي على انه "التقييم الشامل للحالة المالية الحالية والمستقبلية لشخص ما عن طريق استخدام متغيرات معروفة في الوقت الحاضر للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، من اجل مساعدة العميل على تطوير استراتيجية مفصلة أو خطة مالية مرتبطة بالاستثمار في الاوراق المالية أو السلع أو عقود السلع لتحقيق اهدافه المالية".

وايضاً أورد المشرع الاماراتي ذات التعريف وبالصياغة نفسها ودونما تغيير أو اضافة اليه وذلك في دليل التعريفات الخاص بتشريعات هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتية. ومن التعريف المتقدم للتخطيط المالي نجد انه يختلف عن التحليل المالي من ناحية ان التحليل المالي يراد به المعالجة العلمية والتقييم الشامل للشركة المصدرة للورقة المالية وبيان مستوى ادائها في السوق، اما التخطيط المالي فيراد به التقييم الشامل للحالة المالية لشخص ما في الحاضر والمستقبل من خلال استخدام متغيرات معروفة في الحاضر للتنبؤ بما سيؤول عليه حالة في المستقبل، وهذا يعني بأن التحليل المالي يتعلق بحالة الشركة المدرجة في سوق الاوراق المالية، أما التخطيط المالي فإنه يتعلق بحالة شخص ما.

ويلاحظ بأن التزام المحلل المالي بعملية التحليل المالي من الالتزامات المهمة التي تقع على عاتقه، وانه عندما يقوم بالتحليل المالي يجب ان يبذل عناية الرجل المهني الحريص، اذ لا يكفي بأن يبذل عند قيامه بعملية التحليل المالي عناية الرجل المعتاد وهو بأن يقوم الشخص في تنفيذ التزامه بحيث يتوخى الحذر والحيلة في اطار رعاية وعناية الشخص العادي ولو لم يتحقق الغرض المقصود من الالتزام بعدّه شخصاً متوسط الخبرة، والى ذلك اشارت المادة (١/٢٥١) من القانون المدني العراقي بقولها "يكون المدين قد وفى بالالتزام اذا بذل في تنفيذه من العناية ما يبذله الشخص المعتاد حتى ولو لم يتحقق الغرض المقصود"، إنما يجب على المحلل المالي

(١) د. محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية - مصر، ٢٠٠٨ ، ص ٢٨٥، او عمران وردة، التحليل المالي لديوان الترقية والتسيير العقاري، رسالة ماجستير قدمت إلى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، الجزائر، ٢٠١٤-٢٠١٥، ص ٣١.

بعده شخصاً مهنيّاً ذا خبرة ودراية في مجال التحليل المالي بأن يبذل عناية الرجل المهني الحريص، اذ ان العناية المعتادة في هذا المجال تكون غير كافية في تنفيذ التزامه بالتحليل المالي، انما يتوجب عليه بعده شخصاً مهنيّاً ان يبذل عناية الرجل المهني الحريص وهو ان يمارس عمله بالتحليل المالي ملتزماً ببذل عناية الرجل الحريص المتيقظ والمتبصر، فاذا ما انحرف عن هذا السلوك في ضوء ما يتمتع به من خبرة عملية مكتسبة كان سبباً في قيام مسؤوليته، خصوصاً الى ما ترتب على ذلك السلوك ضرراً اصاب الغير، وهذا الحكم من البديهيات التي تقتضيها القواعد العامة في القانون ولا تتعلق بالمحلل المالي بشكل خاص انما تفرضها طبيعة الحال، كون ان المحلل المالي من المهنيين في مجال عمله وتنفيذ التزامه والذي تقتضي طبيعة الحال بأن يبذل في عمله (التحليل المالي) عناية الرجل الحريص، وهو التزام قانوني وارد بنص القانون اشار اليه المشرع الاماراتي في قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والذي اشار وفي نفس السياق الى ضرورة ابتعاد المحلل المالي عن الممارسات المضللة وهو ما نصت عليه المادة ١٤/ف٣ من القرار المذكور والتي تنص على " يلتزم المحلل المالي بما يلي: ٢- بذل عناية الرجل المهني الحريص والابتعاد عن الممارسات المضللة".

والسؤال الذي يثار بهذا الخصوص هل ان التزام المحلل المالي بالتحليل المالي هو التزام ببذل عناية فقط ام انه ايضاً التزام بتحقيق نتيجة ؟

للإجابة على هذا التساؤل فان المشرع الاماراتي اشار صراحة الى نوع التزام المحلل المالي وانه التزام ببذل عناية وليس بتحقيق نتيجة وقد اشارت الى ذلك صراحة الفقرة الخامسة من المادة (١٤) من القرار المذكور والتي تنص على ان "انجاز مهامه بشكل عادل وبذل العناية الكافية والاهتمام اللازم بمصالح العميل...".

ونلاحظ بأن موقف المشرع الاماراتي من مسألة نوع الالتزام جاء منسجماً بما تذهب اليه القواعد العامة الواردة في القانون المدني من حيث ان الرجل الحريص يلتزم بتنفيذ التزامه بدرجة من الحرص والحذر واليقظة وان يبذل في سبيل ذلك العناية اللازمة وهي ما يطلق عليها بعناية الرجل المهني الحريص ونحن بدورنا نؤيد ما جاء به المشرع الاماراتي في الفقرة (٥) من المادة (١٤) آنفه الذكر، هذا فضلاً عن التزام المحلل المالي عند قيامه بعملية التحليل المالي

بالالتزام بمعايير السلوك المهني والتي تكون قائمة على الحيادية والنزاهة والامانة^(١)، وعلى المحلل المالي في سبيل انجاز التزامه بالتحليل المالي ان يحافظ على كفاءته اللازمة والمطلوبة لممارسة ومزاولة نشاطه، وذلك من خلال التأهيل والتدريب وذلك عن طريق مواكبة كل ما هو مستجد ومستحدث يتعلق بمهنة التحليل المالي في المعايير الدولية، والى ذلك اشارت المادة (١٤) في فقرتها الثالثة والتي تنص على ما يلي: "المحافظة على الكفاءة المطلوبة لممارسة اعمال التحليل المالي من خلال التأهيل والتدريب المستمرين ومتابعة المستجدات أو التحديثات الخاصة بالمعايير الدولية والممارسات المعتمدة للمهنة".

أما بالنسبة للمشرع القطري والمشرع الفرنسي فانهما لم يتطرقا الى نوع التزام المحلل المالي من حيث كونه التزام ببذل عناية عند قيام المحلل المالي بممارسة نشاطه في التحليل المالي ولا الى درجة العناية المطلوبة ولا الى التزامه بمعايير السلوك المهني من حيث اعتماده على الحيادية والنزاهة ومزاولة العمل بأمانة وكما فعل المشرع الاماراتي في قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، انما اكتفى المشرع القطري بما اورده من شروط عامة واجب توفرها في المحلل المالي من حيث الكفاءة العملية والمؤهلات والتزامه بالدورات التدريبية والاختبارات التي تحددها الهيئة أو تلك المماثلة والتي تقام من قبل الهيئات الاجنبية والتي نصت عليها المادة الثامنة في فقراتها (٥-٦) من قرار مجلي ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩.

أما المشرع الفرنسي وكما هو الحال بالنسبة للمشرع الاماراتي، أيضاً أكد على ضرورة التزام المحلل المالي واحترامه لمعايير السلوك المهني حيث اشار الى ضرورة تبني المحلل المالي واحترامه لمعايير واسس اخلاقية تتمثل بمبادئ النزاهة والاستقلال والكفاءة والحيادية في العمل لابد من احترامها، وكذلك ضرورة اتباع المحللين لمنهجيات عملية يعملون من خلالها على تطوير تحليلاتهم وكيفية اعداد تقاريرهم وتنظيمها وأيضاً ضرورة امتلاك المحلل المالي ميثاق اخلاق يوضح ويُعرّف مبادئ الاخلاق والحيادية والتنظيم والاستقلال التي يجب على كل محلل

(١) والتي اشار اليها المشرع الاماراتي في المادة (١٤/ف٢) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص: "يلتزم المحلل المالي بما يلي: ٢- معايير السلوك المهني".

مالي احترامها والعمل بموجبها وعدم مخالفتها والى ذلك اشارت المادة (٦/٣٢٧) من اللائحة التنفيذية الفرنسية المعدلة لسنة ٢٠١٤^(١).

الفرع الثاني

خطوات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية

إن المحلل المالي عندما يباشر عمله في سوق الأوراق المالية فإن عمله يمر بمراحل مختلفة وعديدة تكون عوناً وسنداً له للوصول لأفضل النتائج وأصوب القرارات المالية الأمر الذي يجعله ذا فائدة للزبون الذي يتعاقد مع شركة التحليل المالي وبشكل يلائم تحقيق الأهداف التي يصبو إليها ذلك العميل^(٢).

ولما كان التحليل المالي هو اشتقاق واستكشاف مجموعة من المؤشرات كمّاً ونوعاً حول نشاط الشركة لتحديد أهمية النشاطات التشغيلية والمالية لتلك الشركة من خلال تحليل ما هو متوفر من القوائم المالية من قبل الشركة، فإنه يعد عملية مهمة كونه يعتمد على ما يقوم به المحلل المالي من دراسة شاملة متبعاً خطوات تحليلية للقوائم المالية المتوفرة لديه ومعتمداً على أسس علمية متفق عليها ومراحل مهمة يكون لها الدور البارز في بيان وتحديد المركز المالي لأي شركة مُصدرة للأوراق المالية تكون محلاً للتحليل المالي في مجال تداول الأوراق المالية^(٣).

لذلك فإن عمل المحلل المالي في سوق الأوراق المالية يتطلب وضع منهجية ملائمة ومناسبة تتكون من مراحل عدّة من شأنها أن تساعد في القيام بعملية التحليل المالي في مجال التعامل بالأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، وتختلف هذه المراحل والخطوات من تحليل

(١) نص المادة (٦-٣٢٥) من اللائحة الفرنسية، والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

I. – Les analystes financiers régis par le présent chapitre se dotent d'une charte d'éthique qui définit :

Les principes d'intégrité, d'indépendance, de compétence et d'organisation qu'ils doivent respecter;

. Les méthodologies selon lesquelles ils élaborent leurs analyses

(2) Branch, bob, The development of expertises in early stage design cost estimating through portfolio strategy, 2nd, the annual conference, Oxford University, 2004 10th, P160.

(٣) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مصدر سابق، ص ٢٨٥.

لآخر اعتماداً على الهدف من عملية وظروف عملية التحليل المالي، وتشمل هذه المراحل ما يلي^(١):

١- مرحلة الأعداد والتحضير.

٢- مرحلة عملية التحليل.

٣- مرحلة إعداد وكتابة التقرير المالي

وكلاً سنتناوله تباعاً من خلال ثلاث نقاط وكالاتي:-

أولاً: مرحلة الإعداد والتحضير:-

وهي أولى مراحل التحليل المالي، فبعد اعتماد المحلل المالي من قبل هيئة الأوراق المالية والتي تعد من الأمور المهمة للمحلل، فمن خلالها يتحدد غطاء العمل ونطاقه بالإضافة إلى تحديد مسؤولياته، وعلى ضوء ذلك يقوم المحلل بالخطوات التالية:

أ- تحديد الهدف من عملية التحليل: حيث يقوم المحلل المالي بدراسة وتحليل القوائم المالية للشركة وتحديد الهدف الذي يسعى لمعرفته، اعتماداً على الجهة المستفيدة من التحليل، فلو كانت تلك الجهة شركة فإن عمل المحلل سوف يتركز على تقييم الأداء لتلك الشركة اعتماداً على الميزانية العمومية التابعة للشركة، ولو كانت تلك الجهة مصرفاً فإن هدف المحلل سوف يتركز في عملية تحليل السيولة والربح والقدرة على سداد الالتزامات المالية وذلك من خلال المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركة والتي يتم الحصول عليها من الزبون أو من أي مصدر آخر وهو ما يدعى بالتحليل الائتماني^(٢)، أو قد يكون الهدف من عملية التحليل هو بيع الأوراق المالية للشركة أو شرائها، وهكذا.

ب- تحديد الفترة الزمنية التي يستغرقها المحلل في التحليل المالي: بعد أن يقوم المحلل بتحديد الهدف من عملية التحليل يقوم المحلل بتحديد الفترة الزمنية للتحليل كأن تكون تلك الفترة ٣ سنوات سابقة وذلك من أجل تحديد الاتجاه العام لأداء وكفاءة الشركة.

(١) د. محمد عبد الله شاهين محمد، التحليل المالي والاستثماري ودوره في رفع الكفاءة الاقتصادية للأسواق

المالية، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، دولة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠١٩م، ص ٣٩.

(٢) التحليل الائتماني هو نشاط مصرفي تقوم به المصارف لتقديم تسهيلات مالية للزبائن من خلال اتخاذ قرارات

ائتمانية مناسبة تسهم في تقليل حجم الخسائر التي تتعرض لها المصارف بسبب القروض والتسهيلات

للمزيد ينظر: د. إبراهيم محمد الجزراوي ونادية النعيمي، تحليل الائتمان المصرفي، بحث منشور في مجلة

الإدارة والاقتصاد، العدد/٨٣، ٢٠١٠م، ص ٦.

ت- تحديد وجمع البيانات لغرض الحصول على المعلومات اللازمة لعملية التحليل المالي والتي يحتاج إليها المحلل المالي للقيام بعمله ودراستها بشكل تفصيلي من أجل الوصول إلى أهدافه في عملية التحليل المالي^(١).

ثانياً: مرحلة التحليل^(٢):-

وهي ثاني مراحل التحليل، إذ يقوم المحلل المالي فيها بعدد من الخطوات والتي أهمها:

١- تصنيف البيانات وإعادة تبويبها بناءً على أهميتها سواء كانت مالية أو غير مالية وذلك إستعداداً لتحليلها وبشكل علمي معتمداً في ذلك على خبرته ومستوى درايته في مجال التحليل المالي تمهيداً للوصول إلى الغاية والهدف المنشود.

٢- اختيار المحلل المالي لأسلوب وأداة التحليل المناسبة واختيار المعيار الملائم لقياس وتفسير النتائج الأكثر مقبولة.

٣- تحديد الانحرافات وأسبابها، ولأنّ المحلل المالي يستخدم طرقاً مختلفة وعديدة في عملية تحليل القوائم المالية للشركة ونتيجة لذلك تظهر أمامه الكثير من المؤشرات الهامة التي تمكن المحلل المالي من تحديد ورصد السلبيات والمقصود بها الانحرافات التي قد تظهر نتيجة مقارنة النتائج الفعلية بالمعايير التي اختارها المحلل المالي للحكم على نتائج التحليل المالي التي أنجزها وتوصل إليها، والتي تكون (أي الانحرافات) سلبية أو إيجابية والتي لابد للمحلل المالي في النهاية من دراستها وتتبع الأسباب والعوامل المرتبطة بها لأجل وضع الحلول المناسبة لمعالجتها^(٣).

ثالثاً: مرحلة إعداد وكتابة التقرير المالي:-

وتعد المرحلة الأخيرة من مراحل التحليل المالي وبموجبها يقوم المحلل المالي بكتابة تقريره المالي كنتيجة لعملية التحليل^(٤)، وعليه أن يراعي عند كتابة التقرير، الوضوح والبساطة في عرض الحقائق والنتائج والاستنتاجات التي توصل إليها.

(١) د.منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص ٢٨٩، و د. ماجد احمد عطا الله، ادارة الاستثمار، الطبعة الاولى، دار اسامة للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، ٢٠١١، ص ١٦٩.

(٢) د. محمد عبد الله شاهين، مصدر سابق، ص ٤٠، وما بعدها.

(٣) د.محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٣م، ص ١١.

(٤) د. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الطبعة الاولى، منشأة المعارف، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٧م، ص ٢٢.

بمعنى أن على المحلل المالي في هذه المرحلة كتابة التقرير الذي يبين فيه أهم ما تم التوصل إليه في عملية التحليل، وعليه مراعاة ترتيب أفكاره وتسلسلها لكي يتمكن من يصل إليه التقرير في النهاية من فهمه والاطلاع عليه، ولابد من أن يتضمن التقرير الذي يعده المحلل المالي مجموعة من الأمور، من أهمها^(١):

- ١- الوضع المالي للشركة المصدرة للأوراق المالية ومركزها في سوق الأوراق المالية.
- ٢- الاستنتاجات التي يخرج بها المحلل من عملية التحليل المالي.
- ٣- المقترحات الخاصة بالظروف الاقتصادية والمالية للشركة والتي على أساسها وضعت التفسيرات الخاصة بالتحليل اذا امتد نشاطه الى تقديم المشورة.
- ٤- المعلومات المالية وغير المالية التي اعتمدها المحلل المالي كونه يركز على القوائم المالية في عملية التحليل.

ولقد حدد المشرع الاماراتي مجموعة من الضوابط التي يجب على المحلل المالي اعتمادها واتباعها عند قيامه بإعداد تقارير التحليل المالي، ولقد اشارت الى تلك الضوابط المادة (١٤) في فقرتها الثامنة والتي تنص على ما يلي: "إعداد الاستشارة المالية أو تقرير التحليل المالي وفقاً للضوابط الآتية:

- أ- تحديد اسماء وعناوين كافة الاشخاص المشاركين في الاستشارة أو التقرير.
- ب- تحديد تاريخ إعداد الاستشارة أو التقرير.
- ت- تحديد علاقة الشركة المرخصة مع كافة الجهات المعنية بالاستشارة أو التقرير.
- ث- الإشارة الى ان التوصية الواردة بالاستشارة أو التقرير عبارة عن رأي فني دون ضمان النتائج.
- ج- الابتعاد عن كلمات المبالغة أو الوعود أو الإبهام أو الغش أو التغيرير أو التلاعب بالعواطف في الاستشارة أو التقرير.
- ح- استخدام مصطلحات كتوقعات أو تنبؤات أو تقديرات أو فرضيات عند إعداد الاستشارة أو التقرير.
- خ- استخدام كلمات (شراء) أو (بيع) أو (الاحتفاظ) عند إعداد التقرير.

(١) عبد الحليم كراجة، علي ربابعة ، ياسر السكران، الإدارة والتحليل المالي - أسس- مفاهيم - تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ٢٠٠٦، ص ١٦٠.

د- تحديد آلية التقدير والتقييم المستخدمة والفرضيات والمقارنات التي تم الاستناد إليها عند إعداد التقرير.

ذ- تحديد مصادر المعلومات والبيانات التي تم الاستناد إليها عند إعداد التقرير.

ر- إعداد جدول أو رسم بياني يبين الاسعار المستهدفة التي تم تضمينها في تقارير التحليل السابقة- لمدة عام سابق على الاقل ان وجدت لذات الورقة المالية موضوع تقرير التحليل مقارنة مع الاسعار الفعلية في التاريخ المتوقع لتحقيق الاسعار المستهدفة والوارد بتلك التقارير.

ز- مصادقة الشركة المرخصة على الاستشارة أو التقرير".

أما بالنسبة للمشرع القطري والمشرع الفرنسي فلم يشر أي منهما إلى تلك الضوابط والتي يتم اعتمادها من قبل المحلل المالي عند قيامه بإعداد التقارير المالية عن أداء الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني

كيفية تحليل القوائم المالية لشركة في سوق الأوراق المالية

تعد القوائم المالية من أهم وأبرز الوسائل والأساليب المحاسبية والمالية والتي يعتمد عليها المحلل عند قيامه بعملية التحليل المالي في سوق الأوراق المالية، كون أن تلك القوائم تلعب دوراً مهماً في إظهار الوضع المالي للشركة والوقوف على حقيقة وواقع الأنشطة والعمليات التي تمارسها تلك الشركة في سوق الأوراق المالية والتي تُعد الأساس التي تبنى عليه عملية التحليل المالي، بل أن نجاح نشاط المحلل المالي في سوق الأوراق المالية إنما يعتمد على تحليل تلك القوائم ومدى تحقيقها للأهداف المرجوة منها الأمر الذي ينعكس إيجاباً على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة للعملاء والمستثمرين، لذلك سنتناول القوائم المالية في فرعين، الأول لتحديد تعريف القوائم المالية في سوق الأوراق المالية، والفرع الثاني لبيان آلية التحليل المالي للقوائم المالية في سوق الأوراق المالية وكالاتي:-

الفرع الأول

تعريف القوائم المالية للشركة في سوق الأوراق المالية

تعد القوائم المالية من أهم الأساليب التي تساعد المحلل في القيام بعملية التحليل المالي، وعليه يمكن تعريف القوائم المالية بأنها "مجموعة من الأرقام التي تعبر عن العمليات والأنشطة التي تقوم بها الشركة المُصدّرة للأوراق المالية في السوق خلال السنة المالية، والتي تكون مرئية على أساس الغاية أو الهدف من أعدادها فقد تكون الغاية من تلك القوائم تقييم الوضع المالي لتلك الشركة من حيث الدائنية والمديونية، أو تقييم إجمالي مدخولاتها من حيث الأرباح والخسائر أو تحديد صافي الميزانية وغيرها"^(١)، ويلاحظ على هذا التعريف للقوائم المالية انه وان أعطى صورة شبه متكاملة عنها، ألا انه لم يتطرق إلى دورها في عملية التحليل المالي للشركة وأنها تلبي رغبات المستثمرين والعملاء في سوق الأوراق المالية وتساعدهم في اتخاذ القرارات المناسبة.

وهناك من عرفها بأنها "مجموعة من الأرقام والعمليات التي تسمح بإعطاء صورة متكاملة وحقيقية عن الوضع المالي للشركة خلال فترة مالية محددة، والكشف عن مستوى أدائها وكفاءتها المالية وذلك من اجل مساعدة المستفيدين من هذه المعلومات والعمليات في اتخاذ القرارات الصائبة"^(٢).

ويبدو أن هذا التعريف هو الأقرب الى المفهوم الواقعي للقوائم المالية، والأفضل من سابقة من حيث كونه قد اظهر وبرّز دور تلك القوائم في صنع القرارات الاستثمارية للأطراف المستفيدة من عملية التحليل المالي.

كما أن هناك من عرف القوائم المالية للشركة بأنها "هي عملية استخدام مجموعة من الأساليب من اجل دراسة الارتباط المتحقق بين عناصرها المختلفة وحجم التغيرات التي طرأت على تلك العناصر خلال فترة زمنية مالية ومدى تأثير تلك التغيرات على الوضع المالي للشركة بما فيها تحليل القرارات والنتائج التي تم التوصل إليها من حيث مستوى الربح أو الخسارة وتحليل قرارات الاستثمار والتحويل وغيرها"^(٣).

(١) د. محمد الصيرفي، مصدر سابق، ص ٢٩١.

(2) Robert obert, Pratique des norms IAS /IFRS, DU.NOD,Paris,2002,P54.

(٣) د. محمد الصيرفي، مصدر سابق، ص ٢٩٢.

وعليه ومن كل ما تقدم من تعريفات للقوائم المالية الشركة، يمكننا تعريف تلك القوائم بأنها "مجموعة من البيانات المالية المستندة على الأرقام والتي تتضمن العمليات المالية المتعلقة بالشركة المصدرة للأوراق المالية مثل ميزانية الشركة وأرباحها وكافة المعلومات المتعلقة بحركة رأس مال الشركة وأموالها وتكون تلك القوائم هي الأساس المالي والمحاسبي لجميع الأنشطة التي تمارسها الشركة في السوق".

ويلاحظ أن مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ قد عرف القوائم المالية وذلك في المادة الثالثة من القسم الثاني الفقرة/ج بقولها: (القوائم المالية المعتمدة): "هي القوائم التي يتم اعتمادها من قبل مراقب حسابات مستقل وفق معايير المراجعة المعتمدة، والمرفق معها تقرير مراقب الحسابات والذي يبين فيما إذا كانت القوائم المالية مقدمة وفق المعايير المعتمدة للمحاسبة أو لمعايير أعداد التقارير المالية أم لا".

وهذا يعد من المؤشرات الإيجابية لموقف مشروع ٢٠٠٨ ودعوة صريحة لاعترافه بأهمية وجود المحلل المالي في سوق الأوراق المالية والذي يعتمد في عمله على تحليل القوائم المالية المحاسبية التي تعكس الموقف المالي للشركة من حيث ميزانيتها ومدخولاتها ولما لها من دور فاعل في التحليل المالي في سوق الأوراق المالية.

ويبدو جلياً بأن تحليل القوائم المالية للشركة في سوق الأوراق المالية من قبل المحلل المالي هدفه تحليل الأغراض والأهداف الآتية:-

- ١- تلبية احتياجات المستثمرين ومالكي الشركة والجهات الرقابية والمعلومات على نشاط تلك الشركة في سوق الأوراق المالية.
- ٢- توفر للمحلل المالي البيانات التي تسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وكذلك تقدير وضع التوقعات المستقبلية.
- ٣- تحليل مستوى الربح والسيولة التي تحققها الشركة في سوق الأوراق المالية وتحليل قرارات الاستثمار والتحويل سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل^(١).

(١) بودة خالد، أثر تطبيق النظام المحاسبي على مكونات القوائم المالية المحاسبية والمالية للمؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير مقدمة الى المدرسة العليا للتجارة، قسم المحاسبة، الجزائر، ٢٠٠٦-٢٠٠٧، ص ٩٦.

وهناك من يرى بأن القوائم المالية للشركة تتسم بجملة من الخصائص والمميزات التي تميزها عن غيرها من القوائم ولعل من أهمها هو قابلية تلك القوائم للفهم وبشكل مباشر وخصوصاً من قبل المستفيدين منها كالمستثمرين والعملاء وغيرهم، وكذلك ملائمتها بمعنى أن تكون مفيدة في اتخاذ القرارات المناسبة وتقييم وضع الشركة في الماضي والحاضر والمستقبل، أيضاً أنها تتسم بالمصداقية والموثوقية وهذا يعني خلوها من الأخطاء حيث أنها تمتاز بصدق التعبير وعدم إغفالها لأي معلومة تؤثر مباشرة على قرارات المستفيدين منها^(١).

ويبدو أنه من الضروري عند قيام المحلل المالي بتحليل القوائم المالية للشركة في سوق الأوراق المالية، تحديد الفترات الزمنية التي سيشملها ويستغرقها تحليل تلك القوائم كونه من المناسب استعمال قوائم مالية لفترات عديدة وليس لسنة واحدة فقط خصوصاً إذا كان المحلل المالي يتوخى الدقة في عملية التحليل ويسعى للتعرف على الاتجاه الذي يتجه إليه أداء الشركة موضع التحليل^(٢).

وبهذا الخصوص يمكن ان تثار تساؤلات عدة تتعلق بالقوائم المالية المراد تحليلها، ولعل من ابرز وأهم تلك التساؤلات هو اين يمكن ان يجد المحلل المالي عند قيامه بالتحليل المالي هذه القوائم ليبادر الى تحليلها؟ وهل يقوم هو بإعدادها أم انه يلجأ الى الشركة المُصدرة للأوراق المالية للحصول عليها؟

للإجابة على التساؤل الاول والمتعلق بمكان وجود القوائم المالية المراد تحليلها من قبل المحلل المالي نقول بأنه يمكن الحصول على القوائم المالية وذلك بالرجوع الى الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية، حيث نجد ان كل شركة مُدرجة في سوق الاوراق المالية توجد لها قوائم مالية تضم كافة البيانات التي من الممكن ان يعتمد عليها المحلل المالي في عملية التحليل المالي ومن بين تلك الشركات وعلى سبيل المثال شركة بغداد للمشروبات الغازية (IBSD) والمصرف الاهلي العراقي (BNOI) وشركة آسياسيل للاتصالات وغيرها من الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية.

(١) القاضي حسين مأمون حمدان، المحاسبة الدولية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ٢٠٠٠، ص ١٦٩ وما بعدها.

(٢) مفلح محمد عقل، مصدر سابق، ص ٢٤.

أما بخصوص التساؤل الثاني والمتعلق بالجهة التي تقوم بإعداد هذه القوائم المالية فهي تكون متمثلة بالشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية والتي تطرح أسهمها للتداول والمراد تحليل قوائمها المالية من قبل المحلل المالي.

الفرع الثاني

آلية التحليل المالي للقوائم المالية في سوق الأوراق المالية

أن نشاط المحلل المالي في سوق الأوراق المالية ونجاحه في عملية التحليل يعتمد على تطبيق تحليل القوائم المالية للشركة المدرجة والمصدرة للأوراق المالية والتي تسهم بدورها في تقييم الوضع المالي لتلك الشركة من حيث ربحيتها وسيولتها ومدخولاتها خلال فترة زمنية محددة الأمر الذي يساعد في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة تخدم جهود المستثمرين ممن يوظفون أموالهم في مجال سوق الأوراق المالية وعليه ولكي ينجح المحلل المالي في عملية تحليله للقوائم المالية عليه الالتزام بل وإتباع خطوات رئيسية عدّة والتي من أهمها^(١):-

١- التعرف على النشاطات والعمليات الاقتصادية والمالية للشركة وهذا يعني قيام المحلل عند تحليل القوائم المالية بمعرفة طبيعة النشاط الذي تزاوله الشركة ونوع الخدمات التي تقدمها للزبائن في سوق الأوراق المالية، ولعل هذه الخطوة تمثل الأساس الأول لدور المحلل بتحليل القوائم المالية للشركة إذ يقوم المحلل الناجح ومن خلال حصر عدد من الشركات المدرجة والتي تمارس نشاطها في سوق الأوراق المالية بالاعتماد على بيانات الميزانية العمومية للشركة المُصدّرة والاطلاع على حجم السيولة ومستوى مطلوبات الشركة^(٢).

تقييم البيانات والمعلومات المالية للشركة من خلال مراجعتها وتصنيفها وضمن منهجية محاسبية محددة يعتمدها المحلل المالي، من خلال دراسة قائمة مدخولات الشركة وأدائها المالي والاقتصادي في السوق وقائمة التدفقات النقدية بما فيها المعلومات المتوفرة عن السيولة المالية للشركة، ويتم ذلك عن طريق متابعة أنشطة الشركة وحجم استثماراتها وضمن فترات مالية

(1) Prof.Dubos Masson, 6Steps to an Effective Financial Statement Analysis, Association for Financial Professionals, Retrired 11-4-2017,Edited.

(٢) مصطفى اكرم حنتوش، محاضرة عن كيفية التحليل الاساسي والتحليل الفني للشركات المدرجة، ورشة عمل بعنوان (الاستثمار الفعال في سوق العراق للأوراق المالية- المحور الثالث)،متوفرة على الرابط:

<https://youtube/q-rcD1w8zDo>

محددة، إذ يقوم المحلل بحساب مستوى مخاطرة الشركة المصدرة في السوق فإذا كانت مطلوباتها كبيرة عندها تدخل تلك الشركة بحالة تدعى (مخاطرة الشركة) أو الفشل المالي وتكون اسهمها في حالة انهيار، أما إذا كانت مطلوباتها قليلة وكان مستوى أرباحها كبير بحيث تكون لديها سيولة مالية جيدة هنا يمكن القول بأن الميزانية العمومية للشركة جيدة ومن الممكن القيام بشراء أسهمها المتداولة في السوق المالية لأن حجم المخاطرة للشركة منخفضة، علماً أن حجم السيولة ومطلوبات الشركة يتم الحصول عليها من قبل المحلل عن طريق زيارة الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية ومؤشراتها والدخول على القوائم المالية للشركة المدرجة وإيضاً دخول المحلل على آخر البيانات التي تعكس واقع الشركة الحالي والواقعي حينها يقوم المحلل بالوصول إلى الميزانية العمومية للشركة وهذه الخطوة تساعد المحلل في تقييم البيانات المالية للشركة والعمليات التي تقوم بها.

٢- قيام المحلل المالي بدراسة وتحليل مستوى الأرباح التي تحققها الشركة في سوق الأوراق المالية وهذا بدوره يعتمد على طبيعة النشاط الذي تمارسه تلك الشركة أو طبيعة الخدمة التي تقدمها لعملائها في السوق.

٣- قيام المحلل أيضاً بأعداد البيانات المالية المتوقعة، وهذه تمثل آخر خطوة يعتمد عليها المحلل المالي في تحليل القوائم المالية للشركة والتي تشمل بدورها مجموعة من الفرضيات التي يجب على المحلل المالي إعدادها ووضعها لأجل التوقع والتنبؤ لمستقبل الشركة ونطاق عملها في سوق الأوراق المالية، ومن ثم قيامه بتحليل وقياس تأثير هذه الفرضيات على مستوى تمويل المشاريع الاستثمارية للشركة ومدخولاتها وحجم تدفقاتها المالية^(١).

(١) للمزيد بهذا الخصوص يرجى زيارة الموقع الإلكتروني التالي لصناع المال:-

المبحث الثاني

التزام المحلل المالي بالمحافظة على سرية المعلومات في سوق الأوراق المالية

ظهرت ضرورة الالتزام بالمحافظة على المعلومة الداخلية وصيانة السر المهني في مجال التعامل بالأوراق المالية في سوق الأوراق المالية مع تطور النمو الاقتصادي والصناعي والتجاري الهائل وأيضاً مع ظهور ونشوء صور جديدة من الأنشطة ومعاملات المستثمرين في سوق الأوراق المالية والتي من أهمها ظهور الحاجة إلى التحليل المالي للأوراق المالية وغيرها من الأنشطة التي تقتضي قيام أحد الأطراف المتعاقدة بالإطلاع على كافة خصوصيات وأسرار الطرف الآخر، وسواء كان هذا الطرف شخصاً طبيعياً أو معنوياً، وهنا ظهرت الحاجة إلى إبرام اتفاق يتعهد بموجبه أحد الأطراف بعدم إفشاء المعلومات الداخلية والبيانات والأسرار التي أطلع عليها بمناسبة علاقته التعاقدية مع الغير وهذا ما يعرف بالالتزام بالسرية والذي يمثل احد أهم الالتزامات القانونية التي نصت عليها التشريعات، لذلك فالأمر يستوجب من المحلل المالي الحفاظ على المعلومة الداخلية وأسرار العميل التي من الواجب عدم الإفصاح عنها لحماية حقوق ومصالح المتعاملين في سوق الأوراق المالية، عليه فإن الالتزام بالسرية من الالتزامات الأساسية التي تترتب على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، كنتيجة لمعرفته بالسوق وتعاملاته من حيث تحليله لأسعار الأسهم والسندات من الأوراق المالية وعليه سوف يتم تناول الالتزام بالمحافظة على المعلومة الداخلية وأسرار العميل في سوق الأوراق المالية من خلال مطلبين، المطلب الأول سنبحث فيه معنى الالتزام بالمحافظة على السرية والمطلب الثاني سنبحث فيه المعلومات التي يلتزم المحلل المالي بالمحافظة عليها في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

المطلب الأول

التعريف بالالتزام المحلل المالي بالمحافظة على السرية في سوق الأوراق المالية

تظهر أهمية السرية في سوق الأوراق المالية وتعاملاتها، وذلك في إطار النمو والتطور الهائل الذي شهدته المجالات التجارية والصناعية والاقتصادية، الأمر الذي ترتب عليه نشوء العديد من العلاقات القانونية التي تقتضي قيام احد الأطراف بالإطلاع على كافة خصوصيات وأسرار الطرف الآخر، بحيث أن لم يضمن كل طرف الحفاظ على الأسرار التي يطلع عليها

الطرف الآخر بمناسبة المعاملات التي تربطهم، لعزفت الشركات والأشخاص عن الدخول في أي معاملة من شأنها المساس بأسرارهم، الأمر الذي ينعكس سلباً على مصالحهم وسمعتهم في مجال السوق، لذلك ولأهمية موضوع السرية والتزام المحلل المالي بالحفاظ على اسرار العميل كالتزام قائم بذاته، عليه لا بد من التعرف على مفهوم السرية وذلك في فرع أول، والفرع الثاني لبيان الاساس القانوني للإلتزام بالسرية.

الفرع الاول

تعريف السرية في سوق الاوراق المالية

ويقصد بالسر^(١) ما يكتمه الشخص في نفسه من معلومات أو بيانات تتعلق بشخصه أو مهنته، الأمر الذي يجعل من هذه المعلومات أو البيانات غير معروفة وغير ظاهرة للعامة^(٢). وقد اجتهد الفقه في وضع تعريف للسر أو السرية ، فقد ذهب جانب منه إلى تعريف السر بأنه "ذلك الإلتزام الذي يفرض على شخص معين واجب بصمت بخصوص كل ما يصل إلى علمه، ويظهر له في أثناء ممارسته لمهنته أو أثناء تكليفه بعمل معين"^(٣). وقد ذهب جانب آخر من الفقه عند تعريفه لمفهوم السرية إلى الخلط فيما بين الحق في السرية وبين الحق في حرمة الحياة الخاصة، وعرف السرية بأنها "حق الشخص في أن يحترم الغير كلما يعد من خصوصياته مادية كانت أم معنوية أم تعلق بحرياته، ويتحدد ذلك بمعيار

(١) يُعرّف السر لغةً: الذي يُكتم وجمعه أسرار، وهو ما يكتمه المرء في نفسه أو يسرُّ به إلى آخر فأسرَّ إليه حديثه أي أفضى إليه به: ينظر محمد الرازي، مختار الصحاح، دار اخبار الكتب العربية، باب الرأ فصل السين(سرر)،المعجم الوسيط،مجمع اللغة العربية، مصدر سابق،ص٤٢٨.

وقال تعالى: ((واسرّوا الندامة)) قيل معناه أسروها من رؤسائهم، ينظر ابن منظور معجم لسان العرب،مصدر سابق،ص٦٨٥. والسر غالباً هو ما لا يطلع عليه إلا اثنان لذلك قيل كل سر عدا الاثنين مُنتشر وهو يختلف عن الإخفاء الذي يكمن في أعماق نفس الإنسان ولا يطلع عليه إلا الله سبحانه وتعالى لذلك قال سبحانه ((وان تجهز بالقول فانه يعلم السر وأخفى))،سورة طه الآية/٧.

(٢) عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، القاهرة-مصر، ٢٠١١، ص١٦٤.

(3) LAMBERT(Ph):Secret professionnel ,éd. Bruk'hr p/v hsylant,2005: CAURA(V.): Secret et contrat, thèse Lille,2000:DAMIEN(A):Le secret professionnel. GAZ.Pal.1982, Doct.,P.136.

الشخص العادي ووفقاً للتقاليد والعادات والنظام القانوني القائم في المجتمع أو مبادئ الشريعة الإسلامية^(١).

في حين عرفه آخر على أنه " كل فعل وقول يجب أن يبقى مكتوباً لأن البوح به من شأنه الأضرار بسمعة صاحبه "^(٢).

وقد انتقد جانب من الفقه ما تقدم من تعريفات للسرية والسبب في ذلك أنها قد تناولت تطبيقاً ووجهاً واحداً للالتزام بالسرية ألا وهو حرمة وسرية الحياة الخاصة، لذا ذهب هذا الاتجاه إلى أن محل الالتزام بالسرية ليس بالضرورة أن يكون سراً من أسرار الحياة الخاصة، وإنما توجد صور أخرى تصلح كمحل للالتزام بالسرية، فهناك الأسرار السياسية التي تكون مرتبطة بالدولة، كأسرار الدفاع والأسرار الدبلوماسية والأسرار التجارية والاقتصادية، وغيرها من الأسرار الأخرى التي تخرج من نطاق حرمة الحياة الخاصة^(٣).

وأخيراً ذهب جانب آخر من الفقه إلى القول بأن الالتزام بالسرية لا يمكن القول بوجوده إلا إذا توافرت فيه جملة من العناصر وهي:

١- وجود شخص طبيعي أو معنوي يلتزم ببقاء المعلومات والوقائع سرية وهو ما يسمى بـ(أمين السر).

٢- المعلومات والوقائع المراد إضفاء صفة السرية عليها وتسمى بـ(السر) .

٣- الشخص الطبيعي أو المعنوي صاحب المصلحة من إضفاء صفة السرية على تلك المعلومات والوقائع وهو ما يسمى بـ(صاحب السر).

وعليه وبتوافر العناصر السابقة يعرف هذا الاتجاه من الفقه الالتزام بالسرية على أنه " التزام يقع على عاتق شخص الأمين، بالمحافظة وعدم إفشاء الوقائع والمعلومات (الأسرار) التي

(١) د. سعد علي رمضان، المسؤولية المدنية الناشئة عن الإخلال بالسرية، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٧.

(٢) د. مروة محمد العيسوي، مدى توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠١٦م، هامش رقم (١) ص ٣٨.

(٣) د. محمود عبد الرحمن، نطاق الحق في الحياة الخاصة، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ١٩٩٤، ص ١١٧.

تصل لعلمه بطريقة مباشرة من صاحبها (صاحب السر) أو بطريقة غير مباشرة بمناسبة مهنته^(١).

ويلاحظ على التعريفات السابقة بأنها قد عرفت السرية بصورة عامة دونما تخصيص لما تحتويه من وقائع أو معلومات، وعليه يمكن القول بأن السرية لا تخرج عن المرادفات التالية للإخفاء، الكتمان أو عدم الإفشاء، وبعبارة أخرى أدق أن مصطلح السرية هو مضاد لمصطلح الإفصاح، وعليه يمكن تعريف المعلومات السرية بأنها (معلومات غير معلنة ووقائع يوجب القانون عدم الإفصاح عنها بل يرتب على إفشائها عقوبة لوجود مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في عدم الإفصاح عنها).

ومن الناحية القانونية لم يورد المشرع تعريفاً لمفهوم السرية وهو أمر بديهي لما لهذا المصطلح من اتساع و اختلاف من شخص لآخر ومن طرف إلى آخر، لذلك يرى البعض بأن المحافظة على السر إنما هو التزام قانوني يشير إلى وجوب الصمت حيث يجد أساسه ومصدره في قواعد الدين والأخلاق والعادات، والسر عموماً يعد محلاً للالتزام بعدم الإفشاء الذي لا يرد إلا على معلومة أريد لها أن تكون سرية، أو هي سرية بطبيعتها، خصوصاً وأن المعلومات السرية إما أن تكون معلومة داخلية أو معلومة جوهرية^(٢)، وعليه فإن المحلل المالي المعتمد يعد مهنيًا يلتزم بالمحافظة على السر المهني تجاه العميل لذلك يقع على عاتقه واجب المحافظة على السر المهني الذي يجمع الفقه على أنه "صفة تضاف على موقف أو مركز أو خبر أو عمل مما يؤدي إلى وجود رابطة تتصل بهذا الموقف أو المركز أو الخبر بالنسبة لمن له حق العلم به أو لمن يقع عليه مسؤولية عدم إذاعته"^(٣).

(١) د. معتز نزيه محمد الصادق المهدي، الالتزام بالسرية والمسؤولية المهنية، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٠-٢١.

(٢) د. محمد عبد الظاهر حسين، المسؤولية المدنية للمحامي تجاه العميل، أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية الحقوق جامعة الأزهر، القاهرة-مصر، ١٩٩٠، ص ١٢٣.

(٣) د. رمضان جمال كامل، مسؤولية المحامي المدنية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة-مصر، ٢٠٠٨، ص ١٠١-١٠٢.

وعموماً سر المهنة هو "ما يكتمه الشخص في نفسه من بيانات أو معلومات ترتبط بمهنته بحيث لا يكون ما يكتمه ظاهراً أو معروفاً للكافة"^(١).

والراجح أن الالتزام بالسرية انه التزام سلبي بمعنى أنه يتضمن الامتناع عن عمل وهو الامتناع عن إفشاء المعلومة ذات الطابع السري بطبيعتها^(٢).

وعليه فإن المعلومات التي يتم إفشاؤها من شأنها أن تحدث ضرراً للمستثمر ممن يتعامل مع المحلل المالي والشركات المرخصة بالتحليل، ذلك لان الإفشاء يؤثر سلباً على سمعة المستثمرين ومركزهم المالي في سوق الأوراق المالية نظراً لما لهذه المعلومات من تأثير سلبي أو ايجابي على التعامل بالأوراق المالية يؤثر في سعر الورقة المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً في البيع أو الشراء وفقاً لسعر تلك الورقة السائد في سوق الأوراق المالية^(٣).

وإذا نظرنا إلى الالتزام بالسرية من زاوية طبيعة الخدمات التي يقدمها المحلل المالي أو الشركات المرخصة بالتحليل المالي للمستثمر، فأنا سنلاحظ بأن تلك الشركات التي تعمل وتمارس نشاطها في سوق الأوراق المالية وتداولاتها بجمع البيانات والمعلومات حول السوق والمتعاملين فيه، وحتى تتمكن من تقديم الخدمات وإعداد التقارير المالية واتخاذ القرارات المناسبة، وفي مقابل ذلك تفرض التشريعات على مديري هذه الشركات والعاملين فيها التزاماً جوهرياً بعدم إفشاء أي بيانات أو معلومات تتصل بعملائها بحيث يكون لهؤلاء العملاء والزبائن مصلحة في كتمانها والمحافظة عليها من قبل الأشخاص المرخص لهم بمن فيهم المحلل المالي، وعليه يتعين على الأخير اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير للمحافظة على أسرار العملاء والتي يتلقاها

(١) د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في اسواق المال، الطبعة الاولى، المركز القومي للاصدارات القانونية، القاهرة-مصر، ٢٠١٥، ص ١٥٢، وينظر بهذا الخصوص أيضاً عدنان خلف محي، جريمة إفشاء سر المهنة، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، كلية القانون، ١٩٩٨، ص ٧٩.

(٢) د. حسام محمد عيسى، نقل التكنولوجيا، الطبعة الاولى، دار المستقبل العربي، مصر-القاهرة، ١٩٨٧، ص ١٦٩.

(٣) د. بدر حامد يوسف، النظام القانوني لأسواق المال، مصدر سابق، ص ٣٢٢.

ويطلع عليها بمناسبة قيامه بالتحليل المالي وذلك طبقاً للقرارات والقوانين المعمول بها والتي تنظم عمل ونشاط سوق الأوراق المالية^(١).

إن التزام مقدم الخدمة سواء كان المحلل المالي أو غيره من العاملين والمرخصين بالعمل في سوق الأوراق المالية بحفظ أسرار العميل يجد مصدره في التشريع الذي ينظم العلاقة التعاقدية التي تربط بينهما، إذ يلتزم وضمن بنود التعاقد مع عميله بكتمان السر المهني في عبارات تحمل معاني الإخلاص والثقة والأمانة^(٢).

والتشريعات محل المقارنة قد اشارت صراحة على اهمية كتمان سر المهنة ليس فقط بالنسبة للمحلل المالي وانما لجميع الفئات والاشخاص ممن يمارسون نشاطهم في سوق الاوراق المالية، كما وأكدت تلك التشريعات على ضرورة المحافظة على السرية كما في التشريع الاماراتي والفرنسي والتي هي محل مقارنة.

الفرع الثاني

الأساس القانوني للالتزام بالسرية

اختلف الفقه في تحديد الاساس القانوني للالتزام بالسرية، حيث قيل في تحديده جملة من الاتجاهات الفقهية سنتناولها من خلال ما يأتي:-

أولاً: نظرية الاساس العقدي

هذه النظرية تجعل من الرابطة العقدية فيما بين المتعاقدين هي الاساس بل والمصدر الاصيل للالتزام بحفظ السر^(٣)، كمحاولة لتأصيل الالتزام بحفظ السر المهني وتحديد الاساس القانوني الصحيح لالتزام المهنيين بكتمان الاسرار الخاصة بعملائهم وضرورة عدم الافصاح عنها للغير^(٤).

(١) د.محمد سامي عبد الصادق، المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار - دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة وإدارة محافظ الاوراق المالية في البورصة-القسم الثاني، بحث منشور في مجلة الحقوق، العدد ٢/، السنة ٣٦، جامعة الكويت، ٢٠١٢، ص١٤٦.

(٢) د. محمد سامي عبد الصادق، مصدر سابق، ص١٤٦.

(٣) للمزيد من التفصيل بشأن نظرية الاساس التعاقدية ينظر:

Voir P. Lambert, Secret Professionnel, éd. Bruylant, 2005, P. et seq.

(٤) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص٤٠.

ووفقاً لنظرية الاساس التعاقدية، فقد ذهب جانب من الفقه الى ان العميل أو صاحب المصلحة عندما يعرض ويكشف عن اسراره الى المحامي ليطلب مساعدته أو دفاعه وقبول المحامي للقيام بما يطلبه عميله، فإن ذلك يكون بمثابة تبادل الرضاء بين الطرفين (المحامي أو العميل) وان هنالك عقداً قد تم بينهما، فيكون العقد مصدراً للالتزامات متقابلة والتي من ضمنها ان يفصح العميل عن بعض اسراره الخاصة الى محاميه، خصوصاً وان المحامي يعلم وهو يتلقى تلك الاسرار بأن ليس له الحق في التصرف خلاف ما يريده العميل وأنه يسعى جاهداً لتحقيق غرضه ومصلحته التي قبلها بحرية^(١).

وعلى هذا الاساس فان التزام المحامي بالسرية وعدم الافصاح عن اسرار موكله يجد اساسه ومصدره في عقد الوكالة الذي ابرمه مع هؤلاء العملاء أو الموكلين، وكذلك الحال بالنسبة للالتزام الطبيب بعدم الافصاح عن الاسرار المتعلقة بمرضاه والذي يجد اساسه ومصدره في عقد العلاج المبرم مع هؤلاء المرضى، خصوصاً وانه يحتوي صراحة أو ضمناً على الالتزام بالسرية^(٢).

وبصورة عامة، فإن نظرية الاساس التعاقدية قامت على مبدأ الحرية التعاقدية، ومن ثم فإن صاحب السر يكون له مطلق الحرية في اختيار الطرف الآخر في العقد كما ويكون له مطلق الحرية في القيام باطلاع على اسراره واثمانه عليها والزامه بالمحافظة عليها وعدم إفشاءها، وبالمقابل فإن الطرف الآخر يكون له مطلق الحرية في قبول هذا الالتزام وابرام العقد أو رفضه، وعليه وفي ضوء ما تقدم نجد ان جانباً من الفقه قد ذهب الى ان نظرية الاساس التعاقدية قد تصلح لان تكون اساساً للالتزام بحفظ السرية ولكن في حالات محددة، والتي من بينها حالات ابرام عقود الالتزام بالسرية المهني أو الاتفاقات التي يتخللها بنود وشروط تتضمن الالتزام بالسرية، اما في حالات اخرى (ومنها وعلى سبيل المثال اسرار عمليات المصارف والبنوك وتداولات الاوراق المالية في سوق الاوراق المالية وغيرها) فإن هذه النظرية لا تكون كافية لوحدها لكي تعد أساساً للالتزام بالسرية^(٣).

(١) د. محمد عبد الظاهر حسين، المسؤولية المدنية للمحامي تجاه العميل، اطروحة مقدمة الى كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ١٩٩٠.

(٢) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص ٤١.

(٣) د. معتز نزيه محمد الصادق المهدي، الالتزام بالسرية والمسؤولية المدنية، مصدر سابق، ص ٢٨-٢٩.

ثانياً: نظرية الأساس الاجتماعي

ظهرت نظرية الأساس الاجتماعي كنتيجة للانتقادات التي تعرضت لها نظرية العقد كأساس للالتزام بالسرية، وذلك في ضوء البحث عن أساس جديد لهذا الالتزام ومن أجل الوقوف بوجه الاشكاليات القانونية التي أحاطت بنظرية العقد^(١).

وتقوم نظرية الأساس الاجتماعي على فكرة هامة، مفادها ان المشرع الجنائي حين تدخل وقام بتجريم بعض صور إفشاء الاسرار، إنما فعل ذلك لحماية مصلحة أعلى وأسمى من مجرد مصلحة الفرد (صاحب السر)، ألا وهي مصلحة المجتمع بأكمله، وعليه فإن مصلحة المجتمع أو المصلحة العامة - ضمن مفهوم هذه النظرية - تقتضي وجود وتحقيق نوع من الثقة المطلقة لدى بعض المهنيين الذين يتم التعامل معهم يومياً من قبل الاشخاص، كالمحامي والتاجر والطبيب والوسيط وغيرهم، ممن يتطلب التعامل معهم وجود أساس راسخ من الأمان والثقة والنزاهة يحيط بالعلاقة فيما بين الطرفين يكون جوهره احترام الاسرار الخاصة بهؤلاء الاشخاص وعدم إفشائها أو الإفصاح عنها مطلقاً، ومن هنا تكون مصلحة المجتمع هي اساس الالتزام بالسرية ولس مصلحة الفرد الناشئة عن العقد^(٢).

وعلى اساس نظرية الأساس الاجتماعي، فان المصلحة الاجتماعية أو النظام العام يمثل اساس الالتزام بالسرية، الامر الذي يترتب على ذلك نتيجة هامة تتمثل بتغليب المصلحة العامة على المصلحة الفردية، وهذا يعين عدم جواز إعفاء الامين عن الالتزام بالسرية أو عدم جواز السماح له بأفشاء الاسرار، ذلك لان حفظ السر أصبح التزاماً فلا يجوز لشخص ان يتنازل وحده من هذا الحق، وهذا ما يطلق عليه بالسر المطلق^(٣).

ورغم ان نظرية الأساس الاجتماعي قد وضعت مبرراً لبعض صور الالتزام بالسرية - خصوصاً السر المهني - الا انها قد تعرضت لبعض الانتقادات نذكر منها ما يلي:

١- أن القول بأن اساس الالتزام بالسرية هو النظام العام، وما يترتب على ذلك من اعتبار الالتزام بالسرية التزاماً مطلقاً. على الرغم من التصريح والسماح للأمين بالإفصاح والإفشاء للأسرار الامر الذي يؤدي في كثير من الاحيان الى اصدار مصلحة صاحب

P. Lambert, OP.cit.,P.20et seq.

(١) للمزيد ينظر:

(٢) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص ٤٣.

(٣) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص ٤٣.

السر نفسه، إذ قد تقتضي مصلحة صاحب السر قيام الأمين بإعلان السر وفضائه ولكن الأمين يتمسك بعدم الإفصاح إعمالاً بهذه النظرية فعندها تهدر مصلحة صاحب السر^(١).

٢- وفقاً لنظرية النظام العام أو الأساس الاجتماعي، فإن الأمين سوف يفلت من المسؤولية والعقاب، وسبب ذلك أنه قد يصدر عنه خطأ موجباً للمسؤولية من جانبه ولكنه سوف يحتمي خلف الحق في التزام الصمت والسرية كطريقة لاختفاء الخطأ الذي صدر عنه، وبذلك سيتم إصدار مصلحة المجتمع ككل مقابل مصلحة الأمين الشخصية، وهذا بدوره سوف يتناقض مع المبادئ والاسس التي قامت عليها هذه النظرية^(٢).

٣- إن فكرة النظام العام (مصلحة المجتمع) هي فكرة نسبية متغيرة من حيث الزمان والمكان، ونظرية الأساس الاجتماعي لم تحدد بدورها المقصود بفكرة النظام العام والذي هو أساس الالتزام بالسرية، وهل هو ذو معنى مطلق بحيث لن يسمح بإفصاح السر وفضائه حتى لو كان في إفصاحه حماية للمصالح الاجتماعية، أم أنه النظام العام بمعناه النسبي المتغير، الذي يبيح إفشاء السر في أحوال معينة لا تتعارض مع المصالح الاجتماعية^(٣).

ثالثاً: نظرية الأساس الأخلاقي أو الأساس المختلط

ظهرت هذه النظرية نتيجة النقد الذي تعرضت له كل من نظريتي العقد والنظام العام، إذ حاول أنصار هذه النظرية تنفيذ هذه الانتقادات عن طريق الجمع فيما بين النظريتين (العقد والنظام)، وذلك بالقول بأن الالتزام بالمحافظة على السرية له طبيعة مزدوجة، فهو من ناحية يهدف إلى حماية المصلحة الخاصة لصاحب السر، ومن ناحية أخرى يهدف إلى حماية المصلحة العامة والمتمثلة بمصلحة المجتمع، وقد انتهى أصحاب هذه النظرية إلى أن الالتزام بالسرية يجد أساسه في العقد ولكن هذا العقد متعلق بمصلحة المجتمع (النظام العام)، الأمر الذي يبرر وجود عقوبة جنائية في حال الإخلال به^(٤).

(١) د. سيد حسن عبد الخالق، النظرية العامة لجريمة إفشاء الأسرار في التشريع الجنائي المقارن، أطروحة

دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق - جامعة عين الشمس، ١٩٨٧، ص ٤٢٣ وما بعدها.

(٢) نقلاً عن د. معتز نزيه محمد الصادق المهدي، مصدر سابق، ص ٣٥ هامش رقم ٢.

(٣) د. محمد عبد الظاهر حسين، المسؤولية المدنية للمحامي تجاه العميل، مصدر سابق، ص ١٣٩-١٤٤.

(٤) د. معتز نزيه محمد الصادق، مصدر سابق، ص ٣٧ وما بعدها.

وعليه يرى انصار نظرية الاساس المختلط أو الاساس الاخلاقي، ان هذه النظرية تعمل على تحقيق المصلحتين معاً، المصلحة الخاصة لصاحب السر أو المصلحة العامة للمجتمع، ويترتب على ذلك ان قيام صاحب السر بإعفاء الأمين من الالتزام بالسرية والسماح له بالافصاح والافشاء به، لا يمنع الاخير من البقاء ملتزماً بحفظ السر، فصاحب السر قد تنازل عن مصلحته الخاصة، ولكن مصلحة المجتمع تظل قائمة، وفي ذات الوقت قد يضطر أمين السر الى الاخلال بالالتزام بالسرية وافشاء السر مهدراً بذلك المصلحة الخاصة لصاحب السر، ولكن ذلك يكون في سبيل مصلحة اخرى أسمى الا وهي مصلحة المجتمع والتي قد تتطلب افشاء السر رغماً عن ارادة صاحب السر نفسه^(١).

ونرى من الالتزام بالسرية، انه يتعذر وجود اساس قانوني جامع ومانع له، ولعلّ السبب في ذلك يكمن في تعدد مصدر الالتزام بالسرية لنفسه فتارةً يكون مصدره العقد أو الاتفاق، وتارةً النظام الاجتماعي وتارةً الاخلاقي يقابله تعدد النظريات والاتجاهات الفقهية، وكذلك الحال بالنسبة للالتزام بالسرية في سوق الاوراق المالية والذي يعد التزاماً يشمل كافة الفئات والتي تمارس نشاطها بموجب اعتماد أو ترخيص صادر عن هيئة الاوراق المالية في سوق الاوراق المالية حيث يجد الالتزام بالسرية اساسه القانوني في نظام السوق المذكورة والذي يتم تنظيمه بموجب تعليمات خاصة تنظم عمل ونشاط تلك الفئات سواء كانوا اشخاصاً طبيعيين ام معنويين بمن فيهم المحلل المالي وغيره.

المطلب الثاني

المعلومات التي يلتزم المحلل المالي بالمحافظة عليها في سوق الاوراق المالية

أباح القانون لبعض الفئات حق الاطلاع على المعلومات الداخلية وذلك بحكم طبيعة عملهم واتصالهم بالشركة المصدرة للورقة المالية، ولكن القانون وبالوقت ذاته حظر على هؤلاء الأشخاص والفئات واستغلال تلك المعلومات الداخلية وغير المعلنة، خصوصاً وأن هذا الحظر واستغلال تلك المعلومات يشكل إخلالاً ومساساً بسلامة التزام هذه الفئات بالإفصاح القانوني ومن بينهم المحلل المالي الذي يمارس عملية التحليل المالي للقوائم المالية للشركة المصدرة للأوراق المالية في سوق الأوراق المالية والذي يشمل المحافظة على المعلومات التي يطلع عليها

(١) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص ٤٥.

المحلل بحكم طبيعة الوظيفة التي يزاولها، وعليه سوف نبحث في المعلومات التي يلتزم المحلل المالي بالمحافظة عليها وذلك من خلال فرعين، الفرع الأول سنبحث فيه المعلومة الداخلية وخصائصها، أما الفرع الثاني سنتناول فيه معلومات العميل في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

الفرع الأول

المعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية

تحظى المعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية بأهمية كبيرة لمعظم الشركات المصدرة للأوراق المالية إذ إن استغلالها قد يحدث مشاكل متعددة لمثل هذه الشركات خصوصاً وإن قيام الأشخاص المطلعين على تلك المعلومات وقيامهم باستغلالها من شأنه بأن يلحق ضرراً بسائر المستثمرين الذين لم يحصلوا على تلك المعلومات الداخلية، هذا بالإضافة إلى الضرر الذي يلحق بالشركة ذاتها، وبسوق الأوراق المالية وتداولاته والذي يؤثر على الاقتصاد الوطني بأكمله كون إن تلك المعلومات تعد من العوامل الرئيسية التي تسهم في تطور السوق المالية وازدهاره وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين من خلال قيامهم باتخاذ قرارات استثمارية صائبة وصحيحة، وعليه سنتناول المعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية في نقطتين، الأولى لتعريف المعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية، والثانية في بيان خصائصها.

أولاً: تعريف المعلومة الداخلية:-

وردت عدة تعريفات للمعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية، فهناك من عرف المعلومة الداخلية بأنها "المعلومات غير المتاحة للجميع، والتي لو عرفت لكان من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً في سعر الورقة المالية"^(١).

في حين عرفها آخر بأنها "معلومات حقيقية غير معلنة تؤثر جوهرياً في أسعار الأوراق المالية، ومتعلقة بتلك الأوراق أو بمصدر تلك الأوراق أو الشركات"^(٢).

(١) سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٨٥.

(٢) د. منصور السعيد و د. عباس المياس، حظر استغلال المعلومات السرية في تعاملات أسواق المال، بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية تصدر عن كلية القانون-جامعة الكويت، العدد الرابع، السنة الثامنة، الكويت، ٢٠٢٠، ص ٥٥.

وعرفها آخر بأنها "المعلومات غير المعلنة للكافة، والمتعلقة بالجهات المدرجة في البورصة والتي يكون لها تأثيراً جوهرياً في سعر الورقة المالية أو بالإمكان اعتبارها مؤثرة في نظر المستثمر العادي"^(١).

وقد حرصت اغلب التشريعات الوطنية ومنها بعض التشريعات محل المقارنة على وضع القواعد الخاصة لحماية المعلومات الداخلية للشركة المُصدِّرة وألزمت المطلعين على هذه المعلومات بالمحافظة عليها وعدم استغلالها لتفادي الإضرار بمصالح الآخرين^(٢).

فقد عرف المشرع العراقي في تعليمات تداول الأوراق المالية المحدثّة والصادرة لسنة ٢٠١٥ المعلومة الجوهرية والمعلومة الداخلية وذلك في باب التعريفات في الفقرة (١٦-١٧) منها، إذ عرف المعلومة الجوهرية في الفقرة (١٦) بأنها "أي قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية وأحداث هامة تؤثر على أداء ونشاط وملكية واستمرارية الشركة وتؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق".

أما المعلومة الداخلية الواردة في الفقرة (١٧) من التعليمات المحدثّة فقد عرفها مشرعنا بأنها "المعلومات التي يحصل عليها المطلعين والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور وغير معن عنها وقد تؤثر على سعر الورقة المالية عند الإعلان عنها".

أما المشرع الاماراتي فلم يتطرق الى تعريف المعلومة الداخلية وإنما اكتفى بالنص على انه: "لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن ان تؤثر على اسعار الاوراق المالية لتحقيق منافع شخصية ويقع باطلاً كل تصرف يتم بالمخالفة لذلك"، وإلى ذلك أشارت المادة ٣٧ من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠، وكذلك المشرع القطري لم يتطرق الى تعريف المعلومة الداخلية في قرار مجلس ادارة هيئة قطر رقم (٥) لسنة ٢٠١٩.

أما المشرع الفرنسي فقد عرّف المعلومة الداخلية أو السرية والتي وصفها بالمعلومة المميزة وعرفتها هيئة الاسواق المالية الفرنسية (Autorite Des Marches Financiers)

(1) Jonathan Moreland, Profil from Legal Inside Trading, Dearborn Financial Publishing .Inc, Chicago, USA,2000,P5-6.

(٢) عرف المشرع الكويتي المعلومة الداخلية في المادة الاولى من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ المعدل بشأن هيئة أسواق المال الكويتية، ووصفها المشرع المصري بوصف المعلومة الجوهرية في المادة ٣١٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الاوراق المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وذلك في اللائحة العامة المتعلقة بالتلاعب بالسوق والصادرة سنة ٢٠٠٨ على أنها: " أي معلومة ذات طبيعة دقيقة لم يتم الاعلان عنها للجمهور، وتتعلق بصورة مباشرة أو غير مباشرة بوحدة أو أكثر من الشركات المصدرة للأوراق المالية والتي اذا تم الاعلان عنها من المحتمل ان يكون لها أثر على أسعار الاوراق المالية الخاصة بها"^(١).

ولابد من الإشارة بهذا الصدد الى الاشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية والتي يجب على المحلل المالي المحافظة على سريتها وعدم الافصاح عنها في سوق الاوراق المالية إذ نجد أن القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ ، لم يتضمن نصاً قانونياً يعالج تداولات الأشخاص المطلعين، إلا أن التعليمات المعدلة لسنة ٢٠١٥ والخاصة بتداولات الأشخاص المطلعين والصادرة استناداً إلى القانون المذكور، والتي نصت في المادة الأولى منها على "الأشخاص المطلعين: الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم ووظائفهم وملكياتهم أو علاقتهم بشكل مباشر أو غير مباشر بمن يحوز المعلومات الداخلية ويشكل أعضاء مجلس الإدارة ومستشاريهم، المدير المفوض، المدير المالي، المدقق الداخلي والخارجي وأي شخص يحصل على تلك المعلومات"^(٢).

أما بالنسبة لمشروع قانون الأوراق المالية العراقي والصادر سنة ٢٠٠٨ فنجد انه قد حدد الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية للشركة المصدرة والذين تكون هذه المعلومات في متناولهم وعلمهم، وهم وحسب ما ورد النص عليهم في المادة (٨٣/ب) من المشروع وكالاتي: "

١. المديرين والإدارة العليا لمصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور .
٢. الأشخاص المطلعين على معلومات داخلية بحكم وظيفتهم أو نتيجة علاقتهم مع مصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور
٣. المساهم الرئيسي في مصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور.
٤. حاملي الإجازات والأشخاص التابعين لهم .

(1) Frans: Règlement Générale de L'autorité des marches financiers, livre VI-ABUS de marche: Operations d'inities manipulations de marche modifie par l' arrêt du 2 avril 2009(journal officiel du avril 2009) Article 6211-. En fait, les dispositions de ce livre VI sont supprimees par un arrêt du 14 September 2016 a la suite de l' entrée en application du règlement no: 5962014//EU.

(٢) وإلى ذلك أشارت المادة الأولى من التعليمات الصادرة سنة ٢٠١٥ .

٥. المؤسسات والأفراد الذين تربطهم علاقة عمل مع مصدر الأوراق المالية المملوكة من قبل الجمهور أو الذين يقدمون له خدمات بما في ذلك الأفراد العاملين في المؤسسات.

٦. المؤسسات التي تتقدم بمناقصة عامة للشراء أو عرض آخر لشراء أوراق مالية في مصدر أوراق مالية مملوكة من قبل الجمهور أو تلك التي تتقدم بعرض لدمج أعمال معه.

٧. غير ذلك من الأشخاص والمؤسسات الذين حصلوا بطريق مباشر أو غير مباشر على معلومات داخلية من أشخاص منصوص عليه في المادة (٨٣/ب) .

ويلاحظ على النصوص المتقدمة بأنها قد جعلت كل من يطلع على المعلومة الداخلية بحكم وظيفته أو منصبه أو ملكيته أو علاقته بمن يحوز تلك المعلومات الداخلية كأن يكون مديراً مفوضاً، مديراً مالياً، عضو مجلس إدارة أو مستشاره وغيرهم واي شخص آخر يكون موظفاً أو عاملاً لدى الشركة المصدرة للورقة المالية فإنه يكون مطلعاً على تلك المعلومات بحكم القانون وبالتالي يحظر عليه استغلالها لتحقيق مصالح شخصية، ولما كان المحلل المالي يمارس أعمال وظيفته أو نشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية وما دام موظفاً لدى الشركة المرخصة فإنه يكون بحكم المطلع أسوةً بغيره ممن يمارس نشاطه في السوق ومن ثم يحظر عليه استغلال المعلومة الداخلية السرية التي يطلع عليها بحكم طبيعة عمله في السوق.

ويلاحظ من نص المادة (٨٣/ب) من مشروع القانون المذكور، إن فيها شيء من التفصيل الأمر الذي يتنافى ودور المشرع في وضع الإطار العام والقواعد العامة وضرورة ترك التفاصيل للقضاء والفقهاء القانونيين، لذلك فإن نص المادة الأولى من التعليمات رقم (١٦) لسنة ٢٠١٥ قد جاء أفضل من حيث الصياغة من نص المادة (٨٣/ب) من المشروع من حيث تحديد الأشخاص المطلعين على المعلومة الداخلية، لذا نأمل من مشرعنا بأن يكون النص عليهم في المادة (٨٣/ب) بهذه الصياغة الواردة من المادة الأولى من التعليمات وهي:

الأشخاص الذين يملكون معلومات داخلية أو الأشخاص المطلعون "هم الأشخاص الذين يطلعون عن المعلومات الداخلية للشركة بحكم مناصبهم الإدارية وملكياتهم ووظائفهم، والأشخاص الذين تربطهم مع الشركة علاقة أياً كان نوعها سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنوية، وأي شخص آخر يحصل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات غير معلنة من الأشخاص المذكورين هؤلاء".

فالنص المذكور يتضمن ويشمل كافة الأشخاص ممن ذكرتهم المادة أعلاه، وهو يشمل المديرين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وكافة العاملين من الموظفين في الشركة، هذا بالإضافة إلى المؤسسات التي تربطها علاقات عمل مع الشركة، كما ذكر النص المطلعين على المعلومات ممن هم خارج الشركة والذين يحصلون على معلومات من الأشخاص العاملين فيها، ويلاحظ بأن هذا النص يشير ومن باب أولى إلى المحلل المالي الفرد ممن يقدم خدماته للشركة المصدرة للورقة المالية في سوق الأوراق المالية فهو أيضاً يعد من الأشخاص المطلعين وبحكم وظيفته وعمله على المعلومات الداخلية للشركة وهو ملزم بعدم الإعلان عنها للجمهور إلا في حالات استثنائية حددها القانون شأنه في ذلك شأن الأشخاص المطلعين من المديرين والعاملين وغيرهم، ونأمل من مشرعنا تنظيم هذا الموضوع وهذه المسألة في المستقبل القريب بإذن الله تعالى .

أما بالنسبة للمشرع الإماراتي فقد حدد الأشخاص المطلعين بأعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين وأقاربهم حتى الدرجة الرابعة وحظر عليهم القيام بأي معاملات تتعلق بالمعلومات غير المعلنة للجمهور، وإلى ذلك أشارت المادة (٣٥) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠.

كما ان المشرع الاماراتي حظر استغلال المعلومة الداخلية غير المعلنة من قبل المطلعين عليها بحكم عملهم لغرض تحقيق منافع شخصية، وقد اشارت الى ذلك المعنى المادة (٣٧) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الاوراق المالية والسلع والتي تنص على ان " لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن ان تؤثر على اسعار الاوراق المالية لتحقيق منافع شخصية، ويقع باطلاً كل تصرف يتم بالمخالفة لذلك".

أما بالنسبة لموقف المشرع الفرنسي من المطلعين فقد صدر قانون هيئة الأسواق المالية الفرنسية رقم (٧٠٦) الصادر سنة ٢٠٠٣ والخاص بإنشاء هيئة أسواق المال (Lautorite des Marches Financiers AMF) والتي حلت محل هيئة عمليات البورصة، ولكن هذا القانون قد جاء خالياً من أية تعريفات تخص عمل أسواق المال، ولذلك فقد أصدرت هيئة أسواق المال الفرنسية (AMF) لائحة خاصة تدعى بـ(التلاعب بالسوق) ^(١)، وقد قامت هذه اللائحة وحددت

(1) Livre VI-Abus De Marche: Operations D'initiés Et Manipulations De Marche, Règlement General de L'autorité des Marches Financiers (AMF).

الحالات التي يكون فيها الشخص مطلعاً في المادة (٢/٦٢٢) منها^(١)، وقد اعتبرت المادة (٦٢٢) أن نشاط الشخص والذي يشكل جريمة جنائية كانت أو جنحة يجعله مُطَّلِعاً، شأنه في ذلك شأن الشخص العادي الذي تصل إليه المعلومة التي لا يجوز أن تصل للجمهور عبر التحري غير المشروع وهو بذلك يكون من فئات المُطَّلِع الثانوي^(٢)،

وقد حددت المادة (٤/٧٤٢) من التنظيم العام لهيأة الأسواق المالية الفرنسية أشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية نتيجة عضويتهم لمجلس الإدارة أو الملكية أو طبيعة الوظيفة لدى الشركة المصدرة للأوراق المالية، أو المُطَّلِع بموجب قيامه بأفعال يمكن وصفها بالجرائم أو المخالفات، وذكرت المادة المذكورة الأشخاص المطلعين المشمولين بحظر استغلال المعلومات بقولها "أي شخص يحوز على معلومات مميزة...."^(٣)، وهذا يشمل بالحظر المُطَّلِع الثانوي بالإضافة إلى المُطَّلِع الرئيسي وجعله مستحقاً للغرامة الإدارية إذا ما خالف الحظر المفروض عليه.

ثانياً: خصائص المعلومة الداخلية في سوق الأوراق المالية:-

ذكرنا فيما سبق بأن المعلومة الداخلية هي المعلومة المحددة وغير المعلنة للجمهور والتي تكون مرتبطة بالورقة المالية للشركة في سوق الأوراق المالية، والتي من شأنها التأثير على سعرها، وعليه ومن التعريف الوارد للمعلومة الداخلية يكون بالإمكان التعرف إلى خصائصها وعلى ضوء التعريف المتقدم وكما يأتي:-

١- أن تكون المعلومة محددة:-

لا تكون المعلومة محددة إلا إذا كانت مؤثرة على مركز الشركة، فليست كل معلومة غير معلنة تكون معلومة داخلية، بل لابد من أن تتعلق بشيء معين ومحدد، كما لو كانت تلك المعلومة تتعلق وعلى سبيل المثال بتعديل رأس مال الشركة بالزيادة أو النقصان، أو

(1) Article (622-2), Règlement General de L'autorité des Marchés Financiers (AMF).

(2) Cour de Cassation de France, Chambre criminelle, Cassation Partielle, Audience Publique du 14 juin 2006, Publication: Bulletin criminel, 2006N 178, P616. Voir en site: <http://www.lexinter.net/JPTXT4/JP2005/delit-d%27initie.htm>

(3) "...Personne détenant une information privilégiée et qui Sati ou qui aurait du savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée. Voir: Article 742-4, Règlement Générale de L'autorité des Marchés Financiers (AMF).

تتعلق بإصدار أوراق مالية جديدة بحيث تؤثر على سعر الورقة التي تتعامل بها الشركة أو تتعلق بتشكيل مجلس إدارة جديد للشركة المصدرة للورقة المالية، أما إذا لم تكن المعلومة الداخلية محددة بحيث تحمل معنى العمومية أو لم تصدر بصفة رسمية فلا يمكن القول بكونها معلومة محددة، كالمعلومات التي تتعلق مثلاً بالقول بأن الشركة سوف تتحمل خسائر كبيرة في ظل السياسة التي تسير عليها الشركة، أو أنها سوف تحقق أرباحاً عالية في المستقبل ذلك أن هذه الأقوال أو التنبؤات لا ترقى إلى مرتبة المعلومة السرية والداخلية لذلك فهي تفتقر للصفة الرسمية^(١).

٢- أن تكون المعلومة الداخلية ذات صلة بالورقة المالية للشركة المصدرة لها: يتضح من تعريف ومفهوم المعلومة الداخلية في نصوص التشريعات محل المقارنة، يتضح لنا بوجود أن تكون تلك المعلومة مرتبطة وذات علاقة بالورقة المالية والشركة المصدرة لها، ولذلك حظرت التشريعات والقوانين استغلال استعمال المعلومات الداخلية لما يترتب على ذلك الإضرار بأسعار الأسهم في الأسواق المالية، هذا بالإضافة إلى الإضرار التي تلحق بالمستثمرين نتيجة احتيال وخداع بعض العاملين في الشركة المصدرة باستغلال تلك المعلومات لباقي المساهمين^(٢).

٣- أن تكون المعلومة مؤثرة في سعر الورقة المالية:

لابد من أن تكون المعلومة الداخلية من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية، بمعنى ليست كل معلومة غير معلن عنها تُعدّ داخلية ووجب المحافظة عليها، ذلك أن المعلومات تختلف وتتباين في أهميتها وقوتها، لذلك وتأسيساً على هذا القول يشترط أن تكون المعلومة الداخلية من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض^(٣).

وهذا الشرط ينسجم مع طبيعة المعلومة الداخلية، إذ ليس بالمعقول اعتبار كل معلومة متعلقة بالورقة المالية للشركة وغير معلن عنها للجمهور تُعدّ معلومة داخلية ومحددة

(١) رائد فيصل غازي، التزام الشركة بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، مقدمة إلى مجلس كلية القانون في جامعة بابل، ٢٠١٦، ص ١٠٨.

(٢) د. حسين فتحي، تعاملات المطلاع على أسرار الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٦، ص ٤٥.

(٣) المصدر السابق، ص ٤٦، و د. منصور السعيد و د. عادل المياس، مصدر سابق، ص ٦٣.

ومن ثم تكون جديرة بالحماية، بل لابد من أن يكون للمعلومة تأثير على سعر الورقة المالية أي أن تكون مؤثرة على سعرها وفي الوقت نفسه تكون مؤثرة متى ما كان بإمكان البعض استغلال المعلومة للوصول إلى نتائج وأهداف من شأنها أن تؤثر على قراره بالبيع أو الشراء^(١).

وهذا يعني من جانب آخر أن المعلومة الداخلية محل الحظر تكون جوهرية متى ما كانت منبثقة من داخل الشركة المصدرة للورقة المالية محل التعامل وفي الوقت نفسه مؤثرة على أسعارها في السوق.

٤- أن تكون المعلومة غير معلن عنها لفترة محددة:

لابد من أن تكون المعلومة الداخلية وغير معلن عنها ومن ثم يحظر استغلالها، وأنها لا تزال في حدود علم فئة محددة من أعضاء مجلس إدارة الشركة والمديرين والعاملين فيها لأن هذه الفئات هي أول من يعلم بمثل هذه المعلومات، كما أن المعلومة تكون غير داخلية وغير محددة متى ما كانت مشاعة ومعلنة للكافة بكل وسائل الإعلام المكتوبة والمسموعة والمرئية وغير ذلك، إلا أن لابد من اخذ الاحتياط والحذر للفترة التي تفصل فيما بين نشوء المعلومة المؤثرة وإعلانها لكي لا تكون محلاً لاستغلالها من قبل البعض وبالتالي الإضرار بمصالح المستخدمين^(٢).

وحتى تكون المعلومة داخلية وغير معلن عنها، لابد من أن تبقى هكذا لفترة زمنية معينة، وإلا إن كانت غير ذلك لفترة زمنية قليلة أو ضئيلة، فلا يمكن القول بأنها داخلية مطلقاً، ذلك لأن عدم الاعلان للمعلومة تفترض إستمراريتها لفترة معينة، وتتحدد هذه الفترة الزمنية ويتم تقديرها من خلال الاحتفاظ بالمعلومة بشكل سري وعدم الإفصاح عنها أو الاستفادة منها وقبل أن تصبح في متناول الجميع بما يحقق مبدأ المساواة والعدالة^(٣).

(١) د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة

العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ٢٠٠٦م، ص ١١٦.

(٢) رائد فيصل غازي، مصدر سابق، ص ١٠٧.

(٣) د. منصور السعيد و د. عادل المياس، مصدر سابق، ص ٦٥.

وهذا يعني بوجوب الاعتداد بمعيار موضوعي في تحديد طبيعة المعلومة الداخلية وليس بمعيار شخصي، لان العبرة تتمثل بالاعتداد بان تكون المعلومات التي يتم تداولها داخل الشركة وأجهزتها الإدارية والرقابية هي معلومات داخلية. وليست العبرة بمن ينقلها ويعلم أنها داخلية^(١).

ويجب ملاحظة أن القضاء الفرنسي قد تبنى في بادئ الأمر معياراً شخصياً في تحديد المعلومة الداخلية، وذلك في إحدى القضايا التي تتلخص وقائعها باثنين من مديري إحدى شركات التحليل المالي واللذين قاما بحكم عملهما باستغلال ما توافر لديهما من معلومات لشراء أسهم تلك الشركات، الأمر الذي عاد بأرباح طائلة تقدر بحوالي ٩٣ مليون فرنك فرنسي، وعندما عرض الأمر على القضاء الفرنسي، اتجه قضاء الدرجة الأولى والاستئناف إلى تبني معيار شخصي للقول بالمعلومات الداخلية، حيث جاء في حكم محكمة الدرجة الأولى أن " قيمة المعلومة تقدر في ضوء ظروف الشخص المتلقي"، كما ذكرت المحكمة "أن المعلومة المطروحة والتي استفاد منها مديرا المصرف تعد جزءاً مكماً للخبرة والمعرفة التي يتمتعان بها في مجال البنوك والمصارف والقطاع الذي يعملان فيه بحكم طبيعة تخصصهما"^(٢).

وكذلك أيدت محكمة الاستئناف الاتجاه المتقدم نفسه، أما محكمة النقض الفرنسية، فقد تبنت اتجاهاً ومعياراً مغايراً تماماً لما سبق، رافضةً بذلك المعيار الشخصي الذي أخذت به محكمة الدرجة الأولى ومحاكم الاستئناف، وأخذت بالمعيار الموضوعي، وقد جاء في حكم محكمة النقض الفرنسية إلى أن "لا يمكن استخلاص الخصائص المميزة للمعلومة الداخلية حسبما جاءت في القانون، من مجرد التحليل الذي يقوم به من يتلقى المعلومة ويستخدمها، ولكن يجب أن يتم ذلك بطريقة موضوعية، وبعيداً عن التقديرات الجرفية وفقاً لمضمون المعلومة فقط، وهكذا فإن القضاء الفرنسي قد انتهج وعلى نحو يحسب له، معياراً موضوعياً في تحديد مفهوم المعلومة الداخلية"^(٣).

ونعتقد من وجهة نظرنا بأن نطاق البحث بمعيار المعلومة الداخلية لا بد من ان يكون معياراً شخصياً وذلك بالنظر إلى شخص من يتلقى أو يطلع على المعلومة بحكم طبيعة منصبه أو وظيفته أو علاقته بمن يحوز المعلومة الداخلية بشكل مباشر أو غير مباشر ويبدو ذلك

(١) رائد فيصل، مصدر سابق، ص ١٠٨.

(2) TGI, Paris, 11ech., Juin, 1992, A. Paris, gech., 15 Mars, 1993

(٣) نقلاً عن د. منصور السعيد، مصدر سابق، ص ٦٦.

المعيار واضحاً في مشرعنا العراقي في التعليمات المحدثّة لتداول الاوراق المالية لسنة ٢٠١٥ للأشخاص المطلعين وذلك في باب التعريفات الفقرة (٣) والتي تنص "الأشخاص المطلعين: هم الأشخاص الذين يطلعون على المعلومة الداخلية بحكم مناصبهم ووظائفهم أو ملكياتهم أو علاقتهم بشكل مباشر أو غير مباشر بمن يحوز المعلومة الداخلية ويشمل أعضاء مجلس الادارة ومستشاريهم، المدير المفوض، المدير المالي، المدقق الداخلي والخارجي واي شخص آخر يحصل على تلك المعلومات".

فإذا ما توافر هذه الخصائص التي تميز المعلومة بأنها داخلية، يقال حينها إنها معلومات داخلية لابد من المحافظة عليها وعدم الإفصاح عنها وفقاً للقانون.

الفرع الثاني

معلومات العميل في سوق الاوراق المالية

يُقصّد بهذا الخصوص المعلومات السرية المتعلقة بالعملاء أي المستثمرين والتي يطلع عليها الأشخاص العاملين بحكم ما يمارسونه من اعمال في الشركة المصدرة للورقة المالية، ويثار بهذا الخصوص التساؤل التالي وهو ما هي طبيعة تلك المعلومات التي يلتزم المحلل المالي المحافظة عليها وعدم الإفصاح عنها ؟ وما هي الحكمة التي تكمن وراء منع المحلل المالي من الإفصاح والأدلاء بتلك المعلومات ؟ وللاجابة عن التساؤل الاول نقول ان المشرع العراقي قد اشار صراحة الى الالتزام بالسرية وذلك في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم ٧٤ سنة ٢٠٠٤ ، حيث تنص الفقرة (١٣/أ) من القسم الخامس منه على أن: "يجب على الوسيط أن يلتزم بالقيام بما يلي: أ- حماية المعلومات السرية التي تخص المستثمرين إلا إذا دعت الحاجة للكشف عنها وفقاً للقانون".

يلاحظ من النص السابق أن المشرع العراقي لم يترك تنظيم حماية السر المهني للقواعد العامة بل تدخل وجعلها التزاماً على عاتق الوسيط حصراً، ويبدو ذلك واضحاً من خلال قواعد السلوك المهني والتي ألزمت العضو والمتمثل بشركات الوساطة للأوراق المالية والمرخصة من قبل الهيئة بضرورة المحافظة على سرية المعلومات والأنشطة المتعلقة بالسوق أو استخدامها لمصلحتهم أو لمصلحة الغير، وذلك لقناعة المشرع بالأهمية التي تتميز بها عمليات تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية والمصالح الاستثمارية المرتبطة بها، كما أن المشرع لم

يحدد نطاق المحافظة على سرية المعلومات المتعلقة بالمستثمر وبالتالي فإن المحافظة على السرية تشمل الجانب الموضوعي والمتمثل بالمعلومات المتعلقة بالعميل بحيث تشمل الجانب الشخصي والذي يتمثل بالمعلومات الشخصية التي تكون لصيقة بالعميل من حيث اسمه وعنوانه ومركزه المالي ومقدار ما يمتلكه من أسهم ... الخ^(١).

كما أن الالتزام بالسرية لم يرد مطلقاً في القانون العراقي، فإذا دعت الحاجة يكون هنالك صلاحية أعطاها القانون لجهتين هما (هيئة الأوراق المالية العراقية وإدارة السوق) بالحصول على المعلومات والبيانات التي تخص المستثمر أو العميل والموجودة لدى الوسيط، وقد جاء هذا الاستثناء في الفقرة ١٤/ من القسم الخامس من الأمر المرقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ والتي تنص على أنه " للهيئة والسوق الصلاحية في الحصول على أية معلومات ذات صلة بوضع هذا القانون موضع التنفيذ أو قواعد سوق البورصة أو الهيئة من الوسطاء أو وكلائهم أو الموظفين أو المالكين بدون الحاجة إلى إشعار أو موافقة ذلك الوسيط أو الأشخاص المرتبطين بهم ".

وكذلك ألزمت قواعد السلوك المهني الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية أي شخص يعمل لدى العضو في سوق الأوراق المالية ، والمقصود بالعضو في هذا الخصوص شركات الوساطة بالأوراق المالية المرخصة من قبل الهيئة^(٢)، وهذا ما أشارت إليه صراحةً المادة الثامنة من قواعد السلوك المهني والتي أكدت على المحافظة على السرية بالعمل إذ نصت على أن: " يلزم العاملين لدى العضو القيام بما يلي: أ- الحفاظ على سرية المعلومات والأنشطة المتعلقة بالسوق أو استخدامها لمصلحتهم أو لمصلحة الغير.

ب- حفظ الوثائق السرية في مكان آخر عند عدم استعمالها لضمان عدم الاطلاع عليها من قبل الآخرين ".

كما أشار مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ إلى ضرورة مراعاة الشخص المرخص له لمبدأ السرية من خلال حماية المعلومات السرية للعميل، كما أورد على هذا المبدأ استثناء يتمثل بالكشف عن تلك المعلومات وذلك عندما يكون ملزماً بموجب القانون،

(١) د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ٢٥٣.

(٢) التعاريف في قواعد السلوك المهني متوفرة على الموقع الرسمي التالي:

<https://www.dorar-AlIraq.net>

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٥/٦.

حيث نص على ذلك "على المرخص لهم المنتسبين لهم في مزاوله أنشطتهم وقيامهم بواجباتهم، أن يتقيدوا بقواعد السلوك المهني الصادرة عن الهيئة وقواعد سوق الأوراق المالية المرخص ... ويشمل ذلك: ب- حماية المعلومات السرية الخاصة بالعملاء إلا حين يكون الكشف عن هذه المعلومات ملزماً بموجب القانون".

أما بالنسبة للمشرع الاماراتي فقد اشار الى مبدأ الالتزام بالسرية من قبل المحلل المالي في سوق الأوراق المالية في موضعين الأول في المادة (١٤/ف١٠) قد نص على ضرورة التزام المحلل المالي بعدم الافصاح عن اسماء العملاء أو الافصاح والادلاء بأية معلومات عنهم، معنى ذلك ان على المحلل المالي المحافظة على كل ما يتعلق بالعملاء من حيث اسمائهم وجميع ما يتعلق بهم من معلومات، أما الموضع الثاني الذي ذكره المشرع الاماراتي ما اشار اليه نص المادة (١٤/١٤) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تلزم المحلل المالي الفرد بوجوب المحافظة على سرية المعلومات التي يطلع عليها بمناسبة ما يقوم به من نشاط ووجوب عدم الافصاح عن تلك المعلومات الا في حالات خاصة اشار اليها المشرع الاماراتي في باب المحظورات الواردة في المادة (١٥/ثالثاً).

أما بالنسبة لموقف المشرع القطري من مبدأ السرية فانه لم يتطرق الى السرية في قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ مطلقاً، وإنما قد أشار إلى ضرورة الالتزام بمبدأ السرية وذلك في قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغي، وذلك في الفصل الثالث في باب حقوق وواجبات الشركة المرخصة وفي المادة (٢٢) الفقرة ١٢، حيث أكدت هذه المادة على قواعد السلوك المهني والتي يجب على الشركة المرخصة الالتزام بها وعدم مخالفتها، أي أن المشرع القطري قد اهتم بمبدأ السرية في باب الالتزام بقواعد السلوك والواجبات الملقاة على الشركة المرخصة^(١)، ولم يجعله حصراً على المحلل المالي وإنما جعله من ضمن التزامات الشركة المرخص لها بمزاوله النشاطات التي ينص عليها القانون، وعليه نصت المادة (٢٢) الفقرة ١٢ من القانون القطري الملغي الآنف الذكر على ما يلي:

(١) عرفت المادة الأولى من قانون الخدمات المالية القطري رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغى الشركة بأنها ((شركة خدمات الأوراق المالية المرخص لها بمزاوله أي من الأنشطة المنصوص عليها في المادة (٤) من هذا النظام)).

"على الشركة الالتزام بقواعد السلوك الواردة أدناه : ١٢.... - السرية: على الشركة ضمان التعامل بالشكل الملائم مع المعلومات السرية التي تتلقاها أثناء تعاملها مع عملائها ولا تفصح عن أي معلومات عن العميل أو أمواله إلى أية جهة آخر باستثناء :

أ- شخص مفوض كتابةً بواسطة العميل .

ب- ورثة العميل الشرعيين.

ج- السلطات القضائية في دولة قطر.

د- السلطات الحكومية مثل سلطات الضرائب.

هـ- الهيئة أو أي جهة أخرى توافق الهيئة عليها.

وفي جميع الحالات المذكورة أعلاه على الشركة أخطار الهيئة بذلك ."

الا ان المشرع القطري وبصدور القانون رقم(٨) لسنة ٢٠١٢ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية، لم يغير موقفه السابق من السرية، اذ جعل لزاماً على الشركة المرخصة احترام قواعد السلوك والتعامل مع المعلومات السرية التي تتلقاها مع عملائها بشكل ملائم وضرورة عدم الافصاح عن تلك المعلومات سواء تلك التي تتعلق بالعميل أو بأمواله الا في حالات يحددها المشرع، وذلك في الفصل الثالث من القانون المذكور والمتعلق بواجبات الشركة في المادة(١٢/٢٢).

من كل ما تقدم يتضح بأن المشرع القطري لم يجعل مبدأ السرية مطلقاً إنما أجاز للشركة المرخصة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالعميل وأمواله في حالات محددة واستثناء من القاعدة العامة الواردة في المادة (٢٢) من قانون الخدمات المالية القطرية والتي تلزم الشركة التي تمارس تلك الخدمات في الأسواق المالية بالالتزام بمبدأ السرية والمحافظة على أسرار العميل .

ويلاحظ إن موقف التشريعات محل المقارنة من الإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالعميل في حالات استثنائية قد جاءت متفقة وموحدة على جواز إفشاء المعلومات السرية عند الضرورة وفي حالات محددة.

كما وحدد المشرع الإماراتي بشكل غير مباشر الأشخاص المطلعين على المعلومات السرية للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية بمناسبة الإفصاح والشفافية من قبل الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين والذين يقع عليهم الالتزام بالإفصاح عن أي معلومات ذات صلة بنشاطهم

في الأوراق المالية وذلك في القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ وفي المادة (٣٨) منه والتي حددت من يقع عليهم واجب الإفصاح وهم رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة المدرجة في السوق، والمدير العام أو أي شخص من موظفي الشركة وغيرهم ممن يطلعون على المعلومات الداخلية يحكم طبيعة عملهم وكأن المشرع يلزمهم بعدم استغلال المعلومات السرية التي اطلعوا عليها بمناسبة أعمالهم .

أما بالنسبة لموقف المشرع القطري، فقد حظر هو الآخر استغلال المعلومات المتعلقة بعملاء الشركة والتي تتعلق بتداولات الأوراق المالية إذا كانت الغاية أو الهدف من ذلك الاستغلال هو تحقيق منافع ومصالح شخصية سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر، وكذلك أشار المشرع القطري إلى عدم تجاوز أوامر العملاء، أو إبرام صفقات لصالح الشركة قبل تنفيذ الأوامر المتلقاة من العميل وذلك لتحقيق منفعة جراء تأثير أوامر العميل على سعر الورقة المالية المتداولة في السوق، وذلك ما أشارت إليه المادة (١٨/٢٢) من نظام خدمات الأوراق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغي والصادر بموجب قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩، ويلاحظ أن القرار المذكور لم يعرف المطلعين على المعلومات ولم يحدددهم وإنما اكتفى بعبارة " على الشركة والعاملين فيها عدم استغلال معلومات عملاء الشركة المتعلقة بأنشطة الاسواق المالية لتحقيق أية منفعة شخصية بشكل مباشر أو غير مباشر وبوجه خاص عدم استباق أوامر العميل أي إبرام صفقة أو أكثر لصالحها قبل تنفيذ الأمر الذي تلقتة من العميل وذلك لتحقيق منفعة من وراء تأثير أمر العميل على الأسعار"^(١).

أما القانون الفرنسي، فقد حظر هو الآخر، الافادة من المعلومات السرية الداخلية للشركة وذلك بموجب القانون النقدي والمالي الفرنسي وبموجب آخر تعديل له، والذي بموجبه منع أعضاء السوق من الوسطاء وغيرهم من القيام بأية تعاملات من شأنها أن تؤثر على السوق وعلى انسيابية العمل فيه أو تعطيل نظامه الداخلي، والتي من ضمنها المطلعين على المعلومات السرية، أما بالنسبة لقوانين بورصة الأوراق المالية الفرنسية، فلقد تم إنشاء (لجنة عمليات البورصة) (La Commission des Operations de bourse-COB)، بموجب المرسوم رقم(٨٣٣) لسنة ١٩٦٧، حيث عرف هذا المرسوم المطلع (Initie) في المادة(١٠/١) منه بأنه

(١) نص المادة (١٨/٢٢) من نظام الخدمات المالية القطري رقم ٥ لسنة ٢٠٠٩ .

"الشخص الذي يحصل بمناسبة وظيفته على معلومات تتعلق بالبورصة ويستخدمها قبل الغير، مما يزيّف أداء سوق البورصة، ويحدث اضطراباً في قانون العرض والطلب"^(١).

ويلاحظ من جميع ما تقدم ومن مواقف التشريعات محل المقارنة أنها وعلى الرغم من عدم إشارتها لحظر استغلال المعلومات السرية للعملاء وتحديداً من قبل المحلل المالي، إلا أنها تشير وبصورة غير مباشرة له كونه موظفاً يمارس نشاطه لدى الشركة وبوصفه يؤدي خدماته للعملاء ولدى الشركة التي يعمل لديها وما دام كذلك فإنه أيضاً يقع تحت طائلة الأشخاص المطلّعين على المعلومات السرية والداخلية المتعلقة بالشركة المصدرة للأوراق المالية وفي تعاملات سوق الأوراق المالية.

وعليه نوصي بدورنا على ضرورة تنظيم مسألة التزام المحلل المالي بالمحافظة على المعلومة الداخلية المتعلقة بالشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية وضرورة المحافظة على سرية معلومات المستثمر الأمر الذي له شأن كبير وواضح في بث روح الثقة والطمأنينة في نفوس المستثمرين من جهة واستقرار التداولات في سوق الأوراق المالية والّا تعرّض المحلل الى المسؤولية.

(١) د.همام القوسي، مدى شمول المطلّع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق

<http://search.mandumah.com>

المالية، بحث منشور على الموقع الالكتروني التالي:

آخر زيارة للموقع بتاريخ ٢٠٢١/٥/١٠.

المبحث الثالث

التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية

يعد التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية من الالتزامات المهمة والأساسية التي فرضتها التطورات الحديثة، كون الإفصاح يمثل مظهراً من مظاهر حسن النية والثقة في التعامل بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية وهذا بدوره ينعكس على فاعلية السوق وحماية الأطراف المتعاملة، وذلك لاعتماد المستثمرين في سوق الأوراق المالية على المعلومات التي يفصح عنها المحلل المالي والمتعلقة بالوضع المالي والاقتصادي للشركة والتي على أساسها يتخذ أولئك المستثمرين قراراتهم الاستثمارية في السوق أن تلك المعلومات والإفصاح عنها من قبل المحلل تعد من العوامل المؤثرة على قيمة الورقة المالية المتداولة، خصوصاً إذا ما كانت تلك المعلومات جوهرية ومؤثرة ومطابقة للواقع، كما وإن العملاء والمستثمرين إنما يعتمدون ويركزون في استثماراتهم في سوق الأوراق المالية على الإفصاح الذي يمثل عاملاً مهماً في تكوين ثقافتهم الاستثمارية فهو يظهر لهم المعلومات والحقائق التي تحيطهم علماً بمجريات السوق، ولذلك فإن المشرعين جعلوا من الإفصاح أحد أهم الواجبات المفروضة على الشركات عموماً ومنها الشركات المرخصة بالتحليل المالي الأمر الذي يستوجب توفره في المحلل المالي الفرد.

وللتعرف على التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية سنقسم هذا المبحث على مطلبين، سنتناول في المطلب الأول التعريف بالتزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، وفي المطلب الثاني سنتناول تنفيذ التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

المطلب الأول

التعريف بالتزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية

يعد الالتزام بالإفصاح من قبل المحلل المالي من أهم الالتزامات التي تترتب عليه في سوق الأوراق المالية، وذلك لأن الإفصاح يعتمد سياسة الوضع الكامل والشامل في توضيح وإظهار مخاطر الصفقة التي يعتزم العميل إبرامها مع الشخص المعتمد بالتحليل المالي

والإفصاح يعد من المبادئ الأساسية لعمل المحلل المالي التي تساعد في الوصول إلى اتخاذ قرارات صائبة في كل ما يتعلق بالورقة المالية في سوق الأوراق المالية. وعليه ومن أجل الوقوف على حقيقة إفصاح المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وكغيره من الالتزامات القانونية، فلا بد من بيان تعريف الإفصاح وذلك من خلال فرعين سنتناول في الفرع الأول معنى الإفصاح وفي الفرع الثاني تمييز الإفصاح مما يشته به من التزامات قانونية أخرى.

الفرع الأول

معنى الالتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية

خلت التشريعات محل المقارنة من تعريف الإفصاح^(١)، بشكل واضح وصريح، فلم نجد تعريفاً له في التشريع العراقي ولا في أي من التشريعات محل المقارنة، ويعد هذا الأمر من المسلمات كون إن وضع التعريفات ليست من وظائف المشرع إنما لوضع القواعد العامة، وليس لوضع الظاهرة القانونية ضمن مفهوم وتعريف محدد الأمر الذي يجعل منها حيز الجمود، وهذا الأمر يعد غير مرغوب فيه مطلقاً، لذلك فإن المشرع كان موفقاً لعدم إيراد تعريفاً محدداً للإفصاح حتى يجعله يتميز بالمرونة لأجل إن يكون مواكباً للتطورات العامة، وهو بذلك يُخَوِّل الفقه والقضاء وظيفة وضع التعريفات المناسبة لإفصاح موضوع البحث، ولذلك اتجه الفقه لوضع التعريفات الفقهية والاصطلاحية للإفصاح، فمن الفقه من عرف الإفصاح بأنه "نشر المعلومات والبيانات والتقارير والإعلان عنها للجمهور والمستثمرين في سوق الأوراق المالية والجهات الرقابية في الهيئة لتمكينهم من الاطلاع عليها بالطريقة التي حددها المشروع وبصورة دورية والإفصاح حتى في الأحوال الاستثمارية والمفاجئة التي تمر بها الشركات محل الإفصاح"^(٢)، في هذا التعريف حاول الفقه أن يكون موفقاً في تعريف الالتزام بالإفصاح إلا أنه لم يوضح الطريقة التي تمكن العملاء من الاطلاع على البيانات والمعلومات المراد الإفصاح عنها. كما عرفه البعض بأنه "التزام يقع على عاتق احد المتعاقدين بان يقدم احدهم للمتعاقد الآخر البيانات اللازمة لإيجاد رضاء سليم على علم بكافة تفاصيل هذا العقد، وذلك بسبب

(١) الإفصاح لغةً: الفصاحة وتعني البيان، أفصح أي تكلم بالفصاحة، أفصح الصبح أي بدأ ضوءه واستبان، وفصح عن الشيء إفصاحاً إذا كشفه وبينه. ينظر: ابن منظور، لسان العرب، مصدر سابق، ص ٤٠٩.

كما وعرفه بعض علماء اللغة بأنه: الفصيح من الرجال من انطلق لسانه بالجيد من الكلام، لذلك يقال لسان فصيح ورجل فصيح، ينظر: محمد بن يعقوب الشيرازي، القاموس المحيط، مصدر سابق، ص ٧٤٨.

(٢) د. منير إبراهيم هندي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص ٥٣.

اعتبارات وظروف معينة بعضها يرجع إلى طبيعة العقد أو طبيعة محله أو صفة احد طرفيه أو أي سبب آخر يجعل مستحيلاً على احدهما أن يلم ببيانات معينة تمنح الثقة للطرف الآخر والذي يلتزم وبناءً على جميع تلك الاعتبارات بالإفصاح والإدلاء بتلك البيانات^(١)، ويلاحظ على التعريف المتقدم انه جعل مصدر الالتزام بالإفصاح العقد دون غيره بحيث جعله التزاماً يترتب بموجب العقد على احد طرفي العقد دون أن يمتد إلى غير المتعاقدين من الجمهور، لذلك لم يكن موفقاً في وضع تعريف محدد للإفصاح .

كما عرفه البعض بأنه "عرض للمعلومات العامة للمستثمرين والمساهمين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بقدرة الشركة على تخصيص الأرباح في المستقبل وقدرتها على تسديد التزاماتها. أو هو عملية عرض المعلومات الهامة والقوائم المالية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة"^(٢).

وقد عرف الإفصاح أيضاً بأنه "عملية كشف المعلومات المحددة قانوناً إلى الجهات المختصة في سوق الأوراق المالية والى الجهود مباشرة بصورة حقيقية غير مضللة"^(٣). ويرى جانب من الفقه بأن الإفصاح هو "تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها الشركات المساهمة وغيرها من الشركات بنشر وإعلان وتقديمها بصورة دورية. وكذلك في الحالات الاستثنائية للجهات الرقابية لإيصالها إلى علم الجمهور"^(٤).

(١) و د. نزيه محمد الصادق، الالتزام قبل التعاقد بالبيانات المتعلقة بالعقد، دار النهضة العربية ، مصر - القاهرة، ١٩٩٦، ص ١٥.

(٢) د. خالد أمين عبد الله ، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية العربية ، مجلة المحاسب القانوني العربي ، العدد ٩٢ ، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، عمان - الأردن ، ١٩٩٥ ، ص ٣٨.

(٣) د. باسم علوان طعمه، الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق تصدر عن جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الخامسة، ٢٠١٢، ص ٦٣.

(٤) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، مصر - القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص ٩.

وعُرف كذلك بأنه "عملية عرض وتقديم البيانات والمعلومات الخاصة بنشاطات وفعاليات الوحدة الاقتصادية إلى الأطراف المستفيدة منها الزبائن بصورة كاملة وملائمة في الوقت المناسب لمساعدتهم في اتخاذ القرارات المناسبة وخصوصاً القرارات الاستثمارية"^(١).

ويلاحظ من جميع ما ورد من تعريفات للإفصاح، أنها تصب في مفهوم ومعنى واحد إلا وهو قيام الشركات أياً كان نوعها بمن فيهم شركات التحليل المالي بالكشف عن المعلومات التي تتعلق بالوضع المالي للشركة المصدرة للأوراق المالية، وذلك لتقديم يد العون والمساعدة للعملاء والمستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة وصائبة عن طريق ما تقوم تلك الشركات بتقديمه من تقارير سنوية أو فورية في الحالات الطارئة، وعليه ومن جميع ما تقدم يمكننا تعريف الالتزام بالإفصاح بأنه "قيام المحلل المالي بالكشف عن المعلومات والبيانات التي يحددها القانون وذلك للجهات المختصة بمن فيهم مسؤول الرقابة الداخلية في سوق الأوراق المالية وبصورة تتسم بالشفافية".

وبهذا يظهر إن الطرف الملزم بالإفصاح وفقاً للتعريفات المتقدمة، هو المحلل المالي الفرد والشركة المخصصة بالتحليل سواء كانت شركة مرخصة مثل شركات الوساطة التي تمارس أعمالها في سوق الأوراق المالية، أو شركة مدرجة تطرح أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية^(٢).

ويلاحظ بأن الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركة من قبل الشركة مرخصة أو مدرجة في سوق الأوراق المالية يجب ان يتم بطريقة صحيحة وعادلة من شأنها بأن تزود سوق الأوراق المالية بمقدار مناسب عن المعلومات التي تساعد جميع المستثمرين والعملاء في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، لان الهدف الرئيسي للإفصاح هو ضمان توفر المعلومات المالية وغير المالية والتي تؤثر على المركز المالي للمحلل في سوق الأوراق المالية وبدورها تسهم في تقديم المعونة للعملاء في اتخاذ القرار المناسب في عملية التعامل في سوق

(١) د. إبراهيم جابر السيد، الإفصاح المالي وأثره وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن ، بدون سنة نشر ، ص ٢٩.

(٢) للاطلاع على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية يرجى زيارة الموقع الرسمي لهيأة الأوراق المالية العراقية.

الأوراق المالية، وتمكين العملاء والمستثمرين والمساهمين في الشركات من دراسة ملامح ومؤشرات السوق المالية التي يرغبون في توظيف أموالهم فيها.

وعلى العموم تعد الشركات المساهمة والمدرجة التي تطرح أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية من بين الجهات التي تكون ملزمة بالإفصاح والتي لها الحق في إصدار أوراق مالية قابلة للتعامل فيها وبحكم القانون بشرط أن يتم هذا التعامل والإفصاح وفقاً للكيفية التي حددها القانون وهو ما يطلق عليه بالاكنتاب العام ووفقاً لشروط معينة، وقد اشترط **مشرعنا العراقي** في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ على الشركة المدرجة التي تصدر أسهمها وأوراقها المالية للتعامل أن تقوم بأخطار هيئة الأوراق المالية العراقية، حيث تصبح نشرة الاكنتاب نافذة بعد (٤٥) يوماً من التاريخ الذي تقدم فيه للهيئة، وهذا ما اشارت اليه المادة (٢٣) من المشروع الصادر سنة ٢٠٠٨، وكذلك الحال بالنسبة **للمشروع الاماراتي** والذي اوجب على الشركة المدرجة أن تقوم بإرسال نسخة من نشرة الاكنتاب الى هيئة الأوراق المالية والسلع قبل اعلانها لمدة خمسة ايام لأجل أن تتم مراجعتها، وهذا ما اشارت اليه المادة (٣/١٣٥) من قانون الشركات لدولة الامارات العربية المتحدة رقم (٨) لسنة ١٩٨٤، وقرار مجلس الخدمات الاماراتي رقم (٣/٣) لسنة ٢٠٠٧^(١).

أما في فرنسا، فقد **الزم المشرع الفرنسي** الشركة المدرجة التي ترغب بإصدار أوراق مالية أن تقوم بإبلاغ هيئة الأوراق المالية الفرنسية (AMF) باعتبارها الجهة التي تمارس عملية الرقابة والإشراف على السوق الفرنسية^(٢).

أما بالنسبة لإفصاح الشركات المرخصة والتي تمارس نشاطها في سوق الأوراق المالية مثل شركات الوساطة وشركات التحليل المالي، فإن إفصاحها يكون بطريق الإفصاح الدوري والإفصاح الفوري، فالإفصاح الدوري يراد به الاعلان عن البيانات والمعلومات والتقارير التي لا تؤثر بشكل غير مباشر في سعر الورقة المالية وقت الاعلان عنها، وتلتزم الشركات المرخصة وبموجب ذلك بالإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية التي تتعلق بنشاطها وبشكل دوري من خلال التقارير الدورية أو الفصلية، ولقد اشار **المشرع العراقي** الى الإفصاح الدوري في المادة (٦/أ) من القسم الثالث من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية، وكذلك الحال بالنسبة

(١) القرار متاح على الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الامارات العربية المتحدة.

(٢) راند فيصل غازي، مصدر سابق، ص ٦٤.

لتعليمات الإفصاح رقم (٨) لسنة ٢٠١٥ والتي أوجبت بل والزمّت الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالإفصاح وذلك في المادة الأولى منها والتي تنص "على كل شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية تزويد الهيئة بالتقرير السنوي خلال مدة لا تتجاوز (١٥٠) يوماً من انتهاء سنتها المالية ونشره في وسائل الاعلام المتاحة..." وكذلك الحال بالنسبة لمشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ والذي جعل هو الآخر إفصاح الشركات المدرجة أمراً إلزامياً وذلك في المادة (٣٠/أ) منه.

وكذلك الحال بالنسبة للمشرع الإماراتي والمشرع الفرنسي، إذ أوجب كل منهما على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بأن يقوم بنشر التقارير خلال مدة معينة وان تقوم بإخطار الهيئة بالتقارير ربع أو نصف السنوية خلال مدة (٤٥) يوماً في القانون الإماراتي^(١) وموقعه من قبل مراقب الحسابات، وخلال مدة أربعة اشهر التي تعقب انتهاء السنة المالية وقبل مدة (١٥) يوماً من اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين في التشريع الفرنسي^(٢).

كما أن المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها في سوق تعاملات الأوراق المالية يمكن أن تكون تاريخية والتي بدورها تعبر عن حالة الشركة في الماضي كأسعار الأوراق المالية لتلك الشركة أو تكون معلومات عامة متاحة للجميع والتي من شأنها أن تعبر عن الظروف الحالية المتعلقة بالاقتصاد والاستثمار في البلد، وكذلك الظروف الحالية للجهة المصدرة للأوراق المالية، أو أنها تكون معلومات خاصة بحيث تكون متاحة لفئة معينة و محدودة من الأشخاص تمكنهم من الاطلاع عليها ككبار العاملين في الشركات^(٣).

ويجب ان يكون الإفصاح بشفافية^(٤)، ويقصد بالشفافية في سوق الأوراق المالية بالمعنى الاصطلاحي هي "التزام الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات الحقيقية غير

(١) تنظر المادة (٣٦/ب) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية، أيضاً المادة (٩) من قرار مجلس ادارة هيئة الأوراق المالية والسلع (١٠) لسنة ٢٠١٤.

(٢) مشار اليه في رائد فيصل، مصدر سابق، ص ٧١.

(٣) أ. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة-دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة-مصر، ٢٠١٠م، ص ١٣٥

(٤) ويقصد به لغةً: الشف وهو الثوب أو الستر الرقيق يرى ما وراءه، واستشف أي ظهر ما وراءه. ينظر: ابن منظور، مصدر سابق، ص ٢٩٠.

المضلة عن عملها ونشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على سوق الأوراق المالية بطريقة تتفق وتنسجم مع المعايير والأسس المعترف بها، وعدم حجب تلك المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الاطلاع عليها فيما عدا تلك التي لها مساس بمصالح الجهة المصدرة فبالإمكان الاحتفاظ بسريتها^(١)، بالإضافة إلى حظر التعاملات بالأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية، سواء كانت تلك المعلومات لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال مقابل منفعة أو بدونه^(٢).

ويعد التزام شركات التحليل المالي بالإفصاح والشفافية من الالتزامات المهمة في سوق الأوراق المالية، إذ يذهب بعض المختصين إلى التفريق بين الالتزامين من حيث إن الإفصاح ليس مجرد توفير للمعلومات والبيانات وإمكانية الاطلاع عليها كما في الشفافية. بل تقديم المعلومات وتقديمها بصورة دورية وفي الحالات الاستثنائية إلى الجهات الرقابية وإيصالها إلى علم المساهمين والعملاء، أي إن دور الشفافية يتمثل في الكشف عن المعلومة أما الإفصاح فيتمثل دوره في تقديم المعلومة^(٣).

أما فيما يتعلق بالبحث في مسألة تنظيم التزام المحلل المالي بالإفصاح في التشريعات محل المقارنة، نجد إن هذه التشريعات نظمت الالتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية عموماً ليس فقط فيما يتعلق بكونه التزام قائم بذاته يقع على عاتق المحلل المالي فقط، وإنما فقد تناولته بالتنظيم بشكل يتسم بالعمومية سواء للمحلل المالي أو المستشار أو الوسيط في سوق الأوراق المالية، فنلاحظ إن **المشرع العراقي** نظم الإفصاح بشكل عام ولأول مرة في قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم ٢٤ لسنة ١٩٩١ الملغي، وذلك في الفصل الثامن منه وفي المواد (٣٢-٣٣-٣٤)، أما في القانون المؤقت لأسواق المال رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ والصادر بموجب أمر سلطة الائتلاف المؤقتة، فقد نظمه المشرع في القسم الثالث منه تحت مسمى التعاملات في أسواق الأوراق المالية، أما في القسم ١٢/ منه فقد خول الهيئة العراقية المؤقتة للسندات بإصدار تعليمات خاصة بالتعامل، لذلك أصدرت الهيئة مجموعة من التعليمات والتي

(١) د. عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، مصدر سابق، ص ٧.

(٢) جمال عبد العزيز العثمان، مصدر سابق، ص ١٢٧.

(٣) د. احمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل

بالأوراق المالية-دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، جامعة الكويت- مجلس النشر العلمي، ١٩٩٨، ص ٤٥.

منها تعليمات رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ والتي تخص إفصاح الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية واستناداً إلى أحكام القسم ٣/ منه، وأيضاً تعليمات رقم (٩) الخاصة بإفصاح شركات الوساطة المالية المعدلة لسنة ٢٠١٠، وتعليمات رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ بإفصاح في النسب المؤثرة وآخرها تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة ٢٠١٥، بيد إن التعليمات المذكورة وإن كانت تنظم إفصاح الشركات المساهمة وشركات الوساطة في سوق تداول الأوراق المالية، فإنها تشمل الشركات المرخصة في سوق الأوراق المالية عموماً، بمن فيها شركات التحليل المالي والمرخصة بأعمال التحليل المالي في سوق الأوراق المالية على أمل أن يتناولها مشرعنا بالتنظيم في المستقبل القريب بإذن الله تعالى.

في حين إن المشرع الإماراتي، نظم الالتزام بإفصاح في قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠، وقد خول القانون المذكور هيئة الأوراق المالية بإصدار التعليمات اللازمة، وقد صدرت بموجب ذلك التحويل للهيئة المذكورة تعليمات رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإفصاح والشفافية، وكذلك قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٠) لسنة ٢٠١٤ بشأن إدراج وتداول أسهم شركات المساهمة الخاصة، وبخصوص إفصاح المحلل المالي والشركات المرخصة بالتحليل المالي فقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن التحليل المالي والاستشارات المالية والذي نظم وظيفة المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وذلك في المبحث الثاني للقرار المذكور وفي المادة (١٤) الفقرة ٦/ -٧- ١٠ والخاصة بالتزامات المحللين الماليين.

ولابد من الإشارة بهذا الخصوص بأن المشرع الإماراتي لم يتطرق في القرار المذكور إلى ماهية البيانات والمعلومات الواجب على المحلل المالي الإفصاح عنها لمسؤول الرقابة الداخلية، إنما فقط أشار إلى ضرورة اعداد المحلل لتقرير التحليل المالي وفقاً لضوابط معينة تتمثل بضرورة تحديد مصادر المعلومات والبيانات التي تم الاعتماد عليها عند اعداده للتقرير، وكذلك ضرورة اعداد جدول أو رسم بياني يبين الاسعار المستهدفة والتي تم تضمينها في تقارير التحليل السابقة ولمدة عام سابق على الأقل ان وجدت للورقة المالية نفسها محل التقرير المالي بالمقارنة مع الاسعار الفعلية وغير ذلك من الضوابط، وإلى ذلك اشارت المادة (٨/ط- ي) في القرار المذكور.

أما بالنسبة للمشروع القطري، فقد أصدر المرسوم الأميري رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٧ المتعلق بإنشاء هيئة قطر للأوراق المالية، وذلك في المادة /١٨ الفقرة (٥٤) والتي اشترطت الإفصاح الدوري والفوري على نتائج التشغيل والتطورات والأحداث الجوهرية ذات التأثير على أسعار الأوراق المالية وشفافية التداول وعدالة ونزاهة التعامل في السوق والتي تنص على ما يلي: "تتولى الهيئة إعداد وإصدار النظم والقرارات التي تتضمن جميع الأمور اللازمة لتنفيذ احكام هذا القانون وتحقيق اهدافه وبوجه خاص ما يلي: ٤- شروط واجراءات طرح الاوراق المالية للجمهور في الاسواق الخاضعة لرقابة الهيئة وما تستوجبه من مخالفة الهيئة على نشره الاصدار المعتمدة من وزارة الاقتصاد والتجارة للتحقق من تضمنها افصاح شامل وصحيح وكاف عن المعلومات التي تهم المستثمرين.

٥- شروط الترخيص بإدراج وتداول الاوراق المالية في الاسواق الخاضعة لرقابة الهيئة وبخاصة اشتراطات الافصاح الدوري والفوري عن نتائج التشغيل والتطورات والاحداث الجوهرية ذات التأثير على اسعار الاوراق المالية وشفافية التداول وعدالة ونزاهة التعامل في السوق....^(١)، وكذلك عاقب المشروع القطري في المادة /٣٧ من المرسوم أعلاه على الإفصاح الكاذب وعن افشاء السر المهني في السوق، وكذلك تقديم بيانات غير صحيحة بهدف التأثير على قرارات المتعاملين في الاسواق المالية والتلاعب بأسعار الاوراق المالية المتداولة.

أما المشروع الفرنسي فالحال عنده لا يختلف عما هو عليه في التشريعات محل المقارنة، فقد نظم الالتزام بالإفصاح في القانون المتعلق بالشفافية في سوق الأوراق المالية والمرقم (٥٣١-٨٩) لسنة ١٩٨٩ (L'engagement de divulgation dans la loi relative à la transparence de la bourse n ° (531-89) pour l'année 1989)، كما وأصدرت لجنة الأوراق المالية اللائحة رقم (٩٩-٤) الصادرة سنة ١٩٩٩ والمتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في فرنسا، ثم أخيراً اصدر المشروع الفرنسي القانون النقدي والمالي الفرنسي لسنة

٢٠٠٠ (Financier Code monetaire et) والمعدل بالقانون رقم (٥٩١) الصادر في ٢/٧/٢٠٠٣^(١).

الفرع الثاني

تمييز الالتزام بالإفصاح مما يشته به من التزامات قانونية

إن الالتزام بالإفصاح هو التزام قانوني يفرضه القانون على المحلل المالي وعلى جهات أخرى في سوق الأوراق المالية محله الكشف عن المعلومات والبيانات التي تتعلق بنشاطه الاقتصادي والمالي في السوق لكي يتمكن المستثمرين في مجال الأوراق المالية من معرفة مركزه الاقتصادي والمالي وما سيؤول إليهم من أرباح في المستقبل ومتى يتمكنوا من اتخاذ قرار بالاستثمار في سوق الأوراق المالية من عدمه، وبما أن هنالك أوضاع قانونية أخرى أيضاً يكون محلها تقديم بيانات للمتعاقد في أنشطة معينة سواء كانت مدنية أو تجارية، بحيث يقوم أحد الأطراف المتعاقدة أو كلاهما ولمصلحة الطرف الآخر نتيجة لجهله أو عدم توفر العلم الكافي بما هو مقدم إليه من عمل أو نشاط ومن هذه الأوضاع والالتزامات والتي قد تشته مع الالتزام بالإفصاح، الالتزام بتقديم نصيحة والالتزام بالتبصير، سنحاول التعرف على كل منهما بشيء من الإيجاز.

أولاً: التمييز بين الالتزام بالإفصاح والالتزام بتقديم نصيحة:

يراد بالالتزام بالنصيحة هو "الإعلام أو الإخبار الذي لا يتضمن معنى حيادياً لتعريف الطرف الذي هو بحاجة إليه بظروف وملابسات محل العقد الأمر الذي يمكنه من الإحاطة بالبيانات والمعلومات التي تؤدي إلى ثبوت الرضاء لديه بشكل مستنير"^(٢).

كما عُرِفَ الالتزام بالنصيحة بأنه "تعهد متعلق بتنفيذ عقد معين نشأ صحيحاً بين طرفيه يلتزم فيه أحدهما بتقديم بيانات ومعلومات معينة في مجال فني متخصص مقابل اجر يلتزم بأدائه الطرف الآخر"^(٣).

(١) متاح على الموقع الرسمي لهيئة الاسواق المالية الفرنسية التالي:

reglement-general.amf-france.org

(٢) د. سهير منتصر، الالتزام بالتبصير، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، ١٩٩٠، ص ٤-٥.

(٣) د. سعيد عبد السلام، الالتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، ٢٠٠٠، ص ٤٥.

إن أي شخص إذا ما أراد الإقدام على إبرام أي عقد فهو بحاجة إلى من يكشف له عن ظروف هذا التعاقد وما يحيط به من خطر، ومقدار الفائدة التي يجنيها من هذا التعاقد، ومن ثم فأن النصيح أو النصيحة التي يتلقاها المتعاقد من الطرف الآخر تعد هي الفيصل الذي يجعله يقتنع بالعقد وإبرامه أو العكس، الأمر الذي يجعله ينسحب من الصفقة كون النصيحة ولدت لديه قناعة تامة بانعدام الفائدة من العقد ومن ثم العدول عنه، واقرب مثال على ذلك العلاقة التي تربط فيما بين المستثمر في مجال الأوراق المالية وشركة التحليل المالي أو الوساطة المالية، إذ يكون المستثمر بحاجة إلى نصيح ما يقدمه له وسيطه المالي من نصائح فيما يبرمه من صفقات وتعاقدات وما يقدمه له من معلومات عن أوراق مالية وغيرها^(١).

وعليه ومن خلال عرض التعريفات السابقة للالتزام بالنصيحة، يتضح لنا بأنه "الالتزام الذي يترتب بذمة احد طرفي العلاقة التعاقدية محله تقديم معلومات وبيانات محددة مسبقاً للطرف الآخر وفي مجال معين كونه يجهل ذلك أو ليس لديه الخبرة الكاملة فيه، مثل عمليات المصارف والبنوك وعقود نقل التكنولوجيا، في مقابل اجر معين يلتزم به الطرف الآخر بمساعدته في اتخاذ قرار استثماري صائب"^(٢).

وعليه يقترب الالتزام بالنصيحة مع الالتزام بالإفصاح في وجهين فقط، منها أن كلاً منها ناتج عن وجود علاقة قانونية بين طرفين احدهما ملتزم والآخر مستفيد يتلقى النصيحة أو الإفصاح، كما أن كلاً منهما يحمل ويتضمن معنى الإخبار أو الإعلام من الطرف الذي يلتزم به إلى الطرف الآخر^(٣).

وعلى الرغم من التقارب والتشابه بين المعنيين إلا أنهما يختلفان من جوانب عدة منها^(٤):-

١. إن الالتزام بالإفصاح هو التزام قانوني بمعنى انه مقرر بنص القانون ولا يمكن للشخص الملتزم به التنصل منه، أما الالتزام بتقديم نصيحة فهو ينشأ من علاقة عقدية صحيحة تجمع بين طرفين حيث أن المدين يلتزم به في كل الأحوال.

(١) د. جمال عبد العزيز العثمان، مصدر سابق، ص ١٣٠.

(٢) د.نزيه محمد الصادق، الالتزام بالإدلاء بالبيانات المتعلقة بالعقد، دار النهضة العربية، مصر-القاهرة، ١٩٩٨، ص ٤٥.

(٣) د. مروة محمد العيسوي، مصدر سابق، ص ٣٤.

(٤) د. جمال عبد العزيز العثمان، مصدر سابق، ص ١٣١.

٢. أن الالتزام بالإفصاح لا يرتبط بأي مردود مادي بل أن الطرف الملتزم به قانوناً وهو المحلل المالي أو غيره حيث يتحاسب عند الإخلال به، بل إن عدم قيامه بتنفيذ التزامه بالإفصاح يؤدي إلى قيام مسؤوليته القانونية نتيجة إخلاله بالتزامه، بينما الطرف الملتزم بالنصيحة كونه مرتبطاً بعلاقة تعاقدية مع الطرف الآخر فإنه لا يبدي أية نصيحة إلا لقاء مقابل مادي متفق عليه مسبقاً بسبب وجود عقد معاوضة مبرم بين الطرفين يرتب على كل منهما التزامات متقابلة.

٣. بالنسبة للالتزام بالإفصاح، ففي حالة الإخلال بهذا الالتزام فسوف تترتب على الملتزم بالإفصاح المسؤولية التقصيرية وليس العقدية لعدم وجود العقد أصلاً بين طرفي الإفصاح، أما عند الإخلال بالالتزام بتقديم نصيحة فإن المسؤولية التي تترتب على الطرف الذي أخل بالتزامه بتقديم النصيحة هي المسؤولية العقدية لأنه التزم عقدي نشأ عن عقد^(١).

ثانياً: التمييز بين الالتزام بالإفصاح والالتزام بالتبصير:

يُقصد بالالتزام بالتبصير هو الالتزام الذي يترتب على عاتق أحد طرفي العلاقة العقدية بحيث يلتزم القائم به بأعلام وتعريف الطرف الآخر بالمعلومات والبيانات المتعلقة بمحل العقد وظروفه والتي يهيم معرفتها والإلمام لها حتى يكون على بينة من أمره في إبرام العقد أو العدول عنه^(٢).

وتبرز أهمية الالتزام بالتبصير في أنه يعمل على توجيه المتعاقد المستفيد من الصفقة أو العقد وإطلاعه على كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بمحل العقد وظروف المتعاقد تمهيداً لاتخاذ قراره الصائب في توقيع العقد من عدمه، وهنا يلتقي الالتزام بالتبصير مع الالتزام بالإفصاح في أن كلاهما قائم على المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها للطرف الآخر^(٣).

(١) د. سعيد عبد السلام، مصدر سابق، ص ٤٧.

(٢) د. عبد العزيز المرسى حمود، الالتزام قبل التعاقد بالإعلام في عقد البيع، دار النهضة العربية، القاهرة مصر، ٢٠٠٥، ص ٢٦.

(٣) جمال عبد العزيز العثمان، مصدر سابق، ص ١٣٢.

إلا أنه وعلى الرغم من التقارب بين كل من الالتزامين إلا أن بينهما بعضاً من أوجه الخلاف، ذلك أن الأطراف الملتزمين بمبدأ الالتزام بالتبصير هم أشخاص محدودون وهم فقط ممن يرتبطون بعلاقة تعاقدية فيما بينهم، بينما تتعدد الجهات التي تلتزم بتطبيق نظام الإفصاح وكذلك تتعدد الجهات المستفيدة منه^(١).

هذا من جانب، ومن جانب آخر أن مبدأ الالتزام بالتبصير هو التزام مفروض بطبيعته ناتج عن علاقة تعاقدية مباشرة تقوم على أساس الاتفاق بين الطرفين، في حين أن الالتزام بالإفصاح لا تحكمه العلاقة التعاقدية المباشرة بين الطرف الملتزم بالإفصاح والأطراف الأخرى وإنما يكون القانون هو من يقرر هذا الواجب أو الالتزام بحيث لا يمكن للملتزم أن يتصل منه^(٢). وعليه ومن كل ما تقدم يمكن القول بأن مبدأ الالتزام بالإفصاح وكما أوضحنا سابقاً في تعريفه هو التزام أصيل مصدره القانون نصت وأكدت عليه التشريعات والقوانين الأخرى وغير خاضع للاتفاق أو التعديل من قبل أطراف العلاقة التعاقدية مطلقاً، كما أن تطبيقه يعد من متطلبات حسن النية والأمانة والثقة في التعامل^(٣)، ذلك أن مبدأ حسن النية يقتضي بأن يتم الإفصاح عن البيانات والمعلومات بشكل عام وإن تكون تلك المعلومات على درجة عالية من المصادقية والشفافية، وخاصة إذا اعتمد أطراف العلاقة القانونية على تلك المعلومات في تعاقداتهم^(٤)، خصوصاً أن احترام مبدأ حسن النية قد تم تأكيده في كافة القوانين والتشريعات حيث أصبح من مقتضيات العقود في الوقت الحاضر^(٥).

(١) د. بلال عبد المطلب بدوي، مصدر سابق، ص ٢٣.

(٢) د. مروة محمد، مصدر سابق، ص ٣٥، جمال عبد العزيز العثمان، مصدر سابق، نفس الصفحة أعلاه.

(٣) د. علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة-مصر، بدون سنة نشر، ص ١١٧.

(٤) د. جمال عبد العزيز العثمان، مصدر سابق، ص ١٣٣.

(٥) ونصت على ذلك المادة ١/٢٤٦ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ بشأن المعاملات الحديثة، وفي نفس الاتجاه نصت عليه المادة ١/١٤٨ من القانون المدني المصري والمادة ١/٢٠٢ من القانون المدني الأردني.

المطلب الثاني

تنفيذ التزام المحلل المالي بالإفصاح في سوق الأوراق المالية

بعد أن تعرفنا في المطلب الأول على ماهية الالتزام بالإفصاح من حيث معناه ومفهومه بشكل عام وموقف التشريعات محل المقارنة من هذا الالتزام، وكذلك تمييز الالتزام بالإفصاح عما يشته به من أوضاع قانونية في سوق الأوراق المالية في التعاملات المتعلقة للأوراق المالية، فلا بد لنا من التعرف على طبيعة التزام المحلل المالي بالإفصاح ونوع الإفصاح الذي يقوم به من حيث طبيعة المعلومات التي يقوم المحلل بالإفصاح عنها وهذا ما يسمى بالنطاق الموضوعي لإفصاح المحلل المالي، وكذلك تحديد الجهة التي يقوم المحلل المالي بالإفصاح إليها في سوق الأوراق المالية من حيث الأشخاص وسيتم بحث هذه المسائل في فرعين، سنتناول في الأول المعلومات الواجب على المحلل المالي الإفصاح عنها في سوق الأوراق المالية، وفي الفرع الثاني سنتناول بالبحث الجهة التي يلتزم المحلل المالي الإفصاح لها في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

الفرع الأول

المعلومات الواجب على المحلل المالي الإفصاح عنها في سوق الأوراق المالية

يختلف الإفصاح ويتنوع باختلاف وتنوع المعلومات الواجب الإفصاح عنها، فإذا كانت المعلومات ذات طبيعة مالية ومرتبطة بالنشاط الاقتصادي والتجاري في سوق الأوراق المالية كالمعلومات المتعلقة بميزانية الشركة أو تلك المتعلقة بأسعار الورقة المالية أو حساب الأرباح أو الخسائر لتلك الشركة عندئذ تلك المعلومات تدعى بالإفصاح المالي والذي يلتزم به المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، فيما عدا ذلك من معلومات والتي تكون ذات طبيعة غير مالية والتي تتعلق بالصفات الشخصية للشخص الطبيعي أو المعنوي في سوق الأوراق المالية، فأنها معلومات تتجه للاعتبار الشخصي الذي يتعلق بالسمعة التجارية والنزاهة والأمانة وغيرها من المعلومات المتعلقة بالملاءة المالية والقدرة على سداد الشركة المصدرة وهذه المعلومات هي تدعى بالإفصاح غير المالي، وعموماً يقوم المحلل المالي المعتمد لدى هيئة الأوراق المالية والذي يمارس عملية التحليل المالي لدى الشركة المرخصة في سوق الأوراق المالية بالإفصاح الفوري، خصوصاً وإن إفصاح المحلل المالي في سوق الأوراق المالية يكون لجهة محددة حددتها التشريعات محل المقارنة، فبالنسبة للمشرع العراقي فقد عالج مسألة إفصاح الشركات المساهمة

والمدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية، حيث فرض على المساهمين واجب الإفصاح عما يمتلكونه في أسهم الشركة باعتبارهم يمثلون الهيئة العامة للشركة ومن بعدهم ومن يقع عليهم واجب الالتزام بالإفصاح هم رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة والذين اطلق عليهم مشرعنا العراقي (حاملو السندات الاصيلين معاملات السيطرة)، وهذا ما أشارت اليه الفقرة الثانية من القسم العاشر من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ الى أن أي شخص أو أكثر يملكون من أسهم الشركة يكون لهم الحق في الحصول على ما يقل عن (١٠%) أو أكثر من الاسهم المطروحة لغرض التجارة في أعمال الشركة وعليهم إعلام السوق أو الهيئة بذلك بشكل تحريري، كما أن المشرع العراقي قد عد أي شخص مساهم في الشركة واحداً أو أكثر متحالفين سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً يملك ما نسبته (٣٠%) من أسهم الشركة امراً يخالف القانون إلا اذا قام بالكشف والاعلان عن ذلك الى سوق الاوراق المالية والهيئة العراقية للسندات ويجب على الهيئة ان تقوم بالإعلان عن ذلك الجمهور، وهذا ما أشارت اليه المادة (٣) من القسم العاشر من القانون المؤقت لسنة ٢٠٠٤، وكذلك الحال بالنسبة لتعليمات الإفصاح عن النسب المؤثرة رقم (٨) لسنة ٢٠١٥ والتي ألزمت كل شخص طبيعي أو معنوي يملك ما نسبته (١٠%) أو أكثر من أسهم الشركة المدرجة في سوق الاوراق المالية بأن يقوم بالإفصاح عن ذلك فوراً للهيئة، ويلاحظ من النصوص المتقدمة أن المشرع العراقي قد فرض على الاشخاص ممن يملكون نسبة معينة في أسهم الشركة المدرجة واجب الإفصاح عما يمتلكونه للهيئة دون الاشارة الى الإفصاح عن أية علاقة تربطه هو أو زوجه أو اولاده القصر مع الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل، وكما فعل المشرع الاماراتي فيما يتعلق بإفصاح المحلل المالي لمسؤول الرقابة الداخلية بالشركة عن تلك العلاقة أو ما يملكه زوجه أو اولاده القصر في الشركة المصدرة للورقة المالية، إنما تطرق مشرعنا فقط الى المسألة المتعلقة بما يملكه الشخص نفسه من أسهم في الشركة المصدرة للورقة المالية، ولعلّ الغاية التي تكمن وراء الزام المساهمين بالإفصاح عما يمتلكونه من أسهم فيما لو تجاوزت ملكيتهم الحد الذي وصفه المشرع هو توفير الحماية للعملاء والمستثمرين ولفت إنتباه باقي المساهمين الآخرين في الشركة المصدرة للورقة المالية الى المساهمين ممن زادت نسبة ملكيتهم لأسهم الشركة، ولعلّ الغاية التشريعية الكبرى التي يقصدها المشرع تكون في الخشية من تعارض مصالح المساهمين وغيرهم من المطلعين على المعلومات الداخلية للشركة المصدرة للورقة المالية، ويبدو ذلك واضحاً في موقف المشرع

العراقي في قانون المصارف العراقي رقم (٤٩) لسنة ٢٠٠٤، والذي ألزم كل من يتولى منصباً إدارياً بأن يفصح عن كل مصلحة ذات أهمية متحققة مالية كانت أو شخصية مباشرة أو غير مباشرة، وكذلك بالنسبة لمجلس ادارة الشركة المدرجة فهو الآخر يتوجب عليه الافصاح وذلك بموجب المادة (١١٩/أولاً) من قانون الشركات العراقي النافذ رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل، والتي تنص على ان " لا يُسمح لرئيس مجلس ادارة الشركة أو لأي عضو من اعضاء المجلس، بالانتفاع من أي مصالح له، مباشرة كانت أو غير مباشرة في صفقات أو عقود تُبرم مع الشركة الا بعد الحصول على إذن بذلك من الجمعية العمومية يعتمد على قيامه بالكشف عن طبيعة هذه المصالح ومداها... "، أي إنه يعتمد على قيامه (رئيس مجلس الادارة) بالإفصاح عن تلك المصالح، وكذلك منعت نفس المادة من القانون نفسه رئيس وأعضاء مجلس ادارة الشركة من المشاركة في التصويت فيما لو كانت لهم من ذلك التصويت مصلحة متعلقة بالموضوع الذي طُرح للتصويت عليه بشرط ان يتم الكشف والافصاح عنه لبقية الأعضاء ممن هم غير مستفيدين وليست لديهم مصالح فيه^(١).

عليه ومن جميع ما تقدم نجد ان المشرع العراقي قد ألزم جميع الاداريين بمن فيهم رئيس وأعضاء مجلس ادارة الشركة بالإفصاح عما يكون لهم من مصالح شخصية مباشرة أو غير مباشرة، والسبب وراء ذلك انهم أكثر الأشخاص إطلاعاً على وضع الشركة المالي وغير المالي وظروفها واحوالها وخشية المشرع من أن يقوم هؤلاء المطلعون باستغلال أوضاع الشركة لتحقيق مكاسب ومصالح شخصية وعلى حساب الشركة وباقي المساهمين وايضاً خوفاً من تعارض تلك المصالح^(٢).

أما فيما يتعلق بموقف المشرع الإماراتي، نجد أن قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية قد ألزم كل شخص طبيعي أو اعتباري بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، إذا بلغت ملكية الشخص الطبيعي مع أولاده القاصرين (٥%)

(١) نص الفقرة (ثانياً) من المادة (١١٩) من قانون الشركات العراقي لسنة ١٩٩٧ المعدل.

(٢) يمكن تعريف تعارض المصالح بأنه: " هو ان تلحق مصلحة أو أكثر عند الشخص نفسه فيقوم بتفضيل احدهما على الاخرى" للمزيد ينظر بهذا الخصوص د. جلال حسن حنتوش رشيد، النظام القانوني لتعارض المصالح في سوق الأوراق المالية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بابل، ٢٠٢١، ص ١٣ وما بعدها.

فأكثر، وأيضاً إذا بلغت ملكيته ما يعادل أو تجاوز (١٠%) من أسهم الشركة^(١)، فيتوجب عليه الإفصاح الفوري للسوق المذكورة، وأيضاً ألزم القرار المذكور في المادة السادسة منه، كل شخص طبيعي أو معنوي يمتلك (١٠%) من أسهم الشركة المدرجة في السوق ويرغب في شراء نسبة (٢٠%) من أسهم تلك الشركة بوجوب الإفصاح للسوق قبل أن يقوم ذلك الشخص بتقديم طلب لشراء تلك الأسهم^(٢)، وهذا يعني أن الشخص الطبيعي ممن لديه ملكية (١٠%) من أسهم الشركة المدرجة وكانت لديه رغبة شراء نسبة (٢٠%) أو أكثر من أسهم تلك الشركة فانه في هذه الحالة يقع عليه واجب الإفصاح لمسؤول الرقابة الداخلية لان نسبة ملكيته للأسهم سوف تصل إلى نسبة كبيرة وخطيرة وهي (٣٠%) من مجموع أسهم الشركة المدرجة في السوق، ولهذا السبب ولخطورة الموقف ألزم القانون بوجوب الإفصاح لمسؤول الرقابة الداخلية في الشركة^(٣).

وكذلك الأمر فان الحال ينطبق على رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة فالقانون ألزمهم بالإفصاح عن أي مصلحة لهم تتمخض لهم وتتعارض مع مصلحة الشركة عموماً وهذا الحال بصورة غير مباشرة يشمل المحلل المالي المعتمد من قبل الهيئة، فالقانون رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ بما يعني أن المشرع الإماراتي ألزم كل شخص طبيعي ذو صلة ويتعامل بأنشطة الأوراق المالية، فان مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية يلزمه بالإفصاح عن أي مصلحة له بما يحصل عليه من معلومات بحكم طبيعة ما يزاوله من نشاط في سوق الأوراق المالية، وأيضاً وبهذا الصدد أصدر المشرع الإماراتي قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستثمارات المالية والتحليل المالي والذي ألزم بموجبه المحلل المالي المعتمد من قبل الهيئة بضرورة الإفصاح الفوري عن أي علاقات تربطه هو أو زوجه أو أولاده القصر مع الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل المالي، أو حصوله على أي مقابل من تلك الشركة^(٤)،

(١) ينظر نص المادة (٣-٤) من قرار مجلس الهيئة المذكور رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠.

(٢) ينظر نص المادة (٦) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ بشأن نظام الإفصاح والشفافية.

(٣) ينظر نص المادة (٦/١٤) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستثمارات المالية والتحليل المالي.

(٤) تنص المادة (٦/١٤) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستثمارات المالية والتحليل المالي الإماراتي على ان: "الإفصاح الفوري لمسؤول الرقابة الداخلية بالشركة عن أي علاقات تربطه هو أو زوجه أو أولاده القصر مع الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل المالي أو حصوله على أي مقابل منها..."

وكذلك وجوب إفصاحه عما يمتلكه هو أو زوجه أو أولاده القصر في الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل عند التصريح في وسائل الاعلام.

كما حذر **المشرع الإماراتي** المحلل المالي المعتمد من قبل الهيئة إلى ضرورة عدم إفصاحه عن أسماء العملاء والمستثمرين، أو الإدلاء بأي معلومات تتعلق بهم^(١)، لما يترتب على ذلك من مخاطر لا تُحمد عقباه.

وفيما يتعلق بموقف **المشرع القطري**، فإنه لم ينظم إفصاح المحلل المالي بشكل تفصيلي، إنما اكتفى بالقواعد العامة بالإفصاح التي تنظم عمل هيئة قطر للأسواق المالية وعليه فقد أشار في القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وفي المادة (٣٠) منه بأن مجلس إدارة الهيئة هو الجهة المخولة بإصدار كافة اللوائح والقرارات والأنظمة اللازمة لتنظيم أنشطة الأسواق المالية، وحدد أيضاً في المادة المذكورة إلى الحالات التي تتدخل فيها الهيئة لإصدار قراراتها ومن بينها ما أشارت إليه الفقرة الرابعة من المادة (٣٠) من القانون المذكور آنفاً حيث أكد أن الهيئة هي من تضع شروط الترخيص لتداول وإدراج الأوراق المالية في السوق، كما أن الهيئة هي من تضع شروط الإفصاح الفوري والدوري عن نتائج التشغيل والأعمال، وما يطرأ من أحداث جوهرية وتطورات من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية وشفافية التداول وغيرها من المسائل^(٢).

ولابد من الإشارة إلى وجود قسم يختص بمسائل الإفصاح في هيئة قطر للأسواق المالية تتمثل بما يلي:-

- ١- متابعة الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة والتأكد من مدى التزامها بمتطلبات الإفصاح.
- ٢- مراجعة البيانات المالية للشركات والتحقق من استيفائها لمتطلبات الإفصاح وإعداد التقارير وتحليلها عن كل فترة مالية ورفع التوصيات المناسبة بشأنها.
- ٣- مراجعة التقييم المالي للشركات ومراجعة قوائمها المالية والتحقق من مدى اتفاقها مع معايير المحاسبة والمراجعة الدولية^(٣)، وهذا يعني أن **المشرع القطري** قد أشار بشكل

(١) تنص المادة (١٤/١٠) من قرار الهيئة المذكور على أن: "عدم الإفصاح عن أسماء العملاء أو الادلاء بأي معلومات عنهم".

(٢) ينظر نص المادة (٤/٣٠) من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية.

(٣) منشور على الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية الآتي:-

www.qfma.org.qa

آخر زيارة للموقع ٢٥/٣/٢٠٢١.

غير مباشر إلى أهمية القوائم والبيانات المالية والأمر الذي يسهل عمل المحلل المالي كونه المسؤول عن تحليل تلك القوائم وتقييمها تمهيداً لإعداد التقارير المالية ذات الأهمية الكبيرة للمستثمرين والعملاء في الأسواق المالية، خصوصاً وإن وظيفة المحلل المالي كفرد معتمد من قبل هيئة قطر للأسواق المالية وكونه من بين الوظائف الفنية التي أشار إليها **المشرع القطري** في نظام الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، إلا أنه لم ينظم إفصاح المحلل بشيء من التفصيل، إنما يخضع في مسائل إفصاحه إلى إفصاح باقي الوظائف التي تمارس نشاطها في تداولات الأوراق المالية في الأسواق المالية القطرية.

أما فيما يتعلق بموقف **المشرع الفرنسي**، فالمشرع الفرنسي يلاحظ أنه قد ألزم كل شخص طبيعي سواء كان يعمل بمفرده أو مع مجموعة من الأفراد وكان يمتلك أسهماً في الشركة المصدرة تتجاوز نسبتها العشر، العشرين، الخمس، الربع، الثلث، الثلثين، النصف من رأس مال الشركة أو حقوق التصويت، فعليه الإخبار والإفصاح للشركة خلال مدة من الزمن على أن يتم تحديدها من قبل مجلس الدولة متى ما تجاوزت نسبة المشاركة للعدد الكلي أو الحقوق التي يمتلكها ذلك الشخص الطبيعي، وإلى ذلك أشارت المادة (٢٣٣-٧) من القانون النقدي والمالي الفرنسي رقم (١٢٢٣) والصادر سنة ٢٠٠٠^(١)، ووضح من النص الفرنسي المتقدم أنه ينطبق على كل شخص طبيعي يمارس نشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية بمن فيهم المحلل المالي المعتمد من قبل الهيئة، أما بالنسبة لللائحة الفرنسية العامة فقد أشارت في المادة (٣٢٧-٤) إلى ضرورة أن يكون المحلل في وضع تقييم مستقل ويُفترض على المحلل بان لا يمتلك لأية حقوق في رأس مال شركة أو مؤسسة ائتمانية أو شركة استثمار وإلا وجب عليه الإفصاح وإعلام

(١) تنص المادة (٢٣٣-٧) من القانون النقدي والمالي الفرنسي، والنص كما ورد بالفرنسية:

(..... toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient a posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, a compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu' elle possède).

الهيئة وكذلك الحال إذا كانت هذه الشركة تمتلك أكثر من ثلثي رأس المال المحلل سواء كان ذلك التملك لرأس المال بطريق مباشر أو غير مباشر^(١).

الفرع الثاني

الجهة التي يلتزم المحلل المالي الإفصاح لها في سوق الأوراق المالية

حددت التشريعات محل المقارنة الجهة التي يقوم المحلل المالي بالإفصاح لها في سوق الأوراق المالية، وتتمثل هذه الجهة بمسؤول الرقابة الداخلية في الشركة المصدرة للورقة المالية، ولابد لنا وقبل التطرق الى موقف التشريعات محل المقارنة من تنظيم هذا الموضوع ان نتعرف ابتداءً الى مفهوم هذه الجهة والمتمثلة بمسؤول الرقابة الداخلية، حيث يُعرف بأنه: هو الشخص الذي يقوم بعملية التدقيق الشامل لأوجه نشاط الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية سواء كان ذلك النشاط مالياً، إدارياً أم فنياً ودراسة التقارير الدورية لنشاط الدوائر الفرعية لتلك الشركة ومقارنتها مع الخطط والاهداف المرسومة لها واعطاء الرأي بشأنها، وتدقيق مستندات الصرف والقبض والقيد وعدم قبول الصرف لأي مبلغ لا تتوفر فيه شروط الصرف المحددة في القوانين والتعليمات والانظمة أو المساهمة في عمليات الجرد ومتابعتها وتصفية الارصدة وتدقيق البيانات الختامية للشركة واكمال متطلبات اعدادها مع اعداد النظم والدراسات المطلوبة من قبل الادارة والمساهمة في اعداد التقارير الدورية والمتضمنة نتائج اعمال قسم الرقابة الداخلية والتي تُرفع بدورها الى الادارة العليا بشكل مباشر وغيرها من الصلاحيات الاخرى^(٢).

فيما يتعلق **بالمشرع العراقي** فإنه لم ينظم وظيفة المحلل المالي إلا انه تطرق إلى الإفصاح المالي للشركة المدرجة عن المعلومة ومن خلال التقارير السنوية وذلك في المادة الأولى من

(١) نصت المادة (٣٢٧-٤) من اللائحة الفرنسية العامة لهيئة الأوراق المالية (AMF) والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

- I. -L'analyste financier ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement est présumé être en situation d'indépendance d'appréciation lorsque:
- II ne détient aucune participation signification dans le capital d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement;
- III Aucun établissements de crédit ni aucune entreprise d'investissement ne détient, directement ou indirectement, plus du tiers de son capital;

(٢) د. محمد اسماعيل هاشم علي، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية-دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي، مطبعة جامعة القاهرة، ٢٠١١، ص ٥٣.

تعليمات الإفصاح المتعلقة بتداول الأوراق المالية لسنة ٢٠١٨ وكما اشرنا الى ذلك مسبقاً في مسألة افصاح الشركات المدرجة والتي تنص: "على كل شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية تزويد الهيئة بالتقرير السنوي خلال مدة.... بشرط إعدادها وفقاً للمعايير الحسابية النافذة...".

وفي المادة ذاتها من الفقرتين (ب-ج) من التعليمات المذكورة فقد أشارت إلى البيانات المالية بقولها: "البيانات المالية السنوية للشركة معدة وفق المعايير المحاسبية النافذة ومدققة من مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق تتضمن أرقام السنة الحالية مقارنة بالسنة السابقة وتتضمن:

أولاً: الميزانية العامة

ثانياً: حساب الأرباح والخسائر

ثالثاً: كشف التدفق النقدي

رابعاً: الإيضاحات المرفقة بالبيانات المالية.

ج- تقرير مراقب الحسابات يجب أن تكون البيانات مدققة وفقاً لأدلة التدقيقات النافذة في العراق وفي حالة المخالفة يرفض التقرير وتعتبر الحسابات غير مدققة".

ويلاحظ أن الغاية من إفصاح المحلل المالي للبيانات المالية لمسؤول الرقابة والمتعلقة بميزانية الشركة المصدرة من حيث الأصول والخصوم والأرباح والخسائر وغيرها وفقاً للمعايير المحاسبية من شأنها أن تخلق روح الثقة والاطمئنان^(١) لدى المطلعين على التقارير المالية التي يقوم المحلل بإعدادها لجمهور العملاء والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

ولما كانت المعلومات والبيانات المالية والواجب على المحلل المالي الإفصاح والكشف عنها تحتل أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية، فهي تُعدّ مؤثرة في تقييم المركز المالي للشركة والمقياس الفعلي لقدرة الشركة وفاعلية نشاطها الذي يزاوله ولما له من تأثير كبير في جذب

(١) رائد فيصل غازي، مصدر سابق، ص ٢١.

العملاء والمستثمرين في السوق^(١)، وتعد هذه المسائل بمجملها قاعدة أساسية لإعداد وصياغة التقارير النهائية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية^(٢).

وبالنسبة للمشرع الاماراتي فقد اشار في المادة (٦/١٤) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص على ان "٦- الافصاح الفوري لمسؤول الرقابة الداخلية في الشركة عن أي علاقات تربطه هو أو زوجه أو اولاده القصر مع الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل المالي أو حصوله على أي مقابل منها، وكذلك عما يملكه هو أو زوجه أو اولاده القصر في الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل المالي، ويتولى مسؤول الرقابة الداخلية بالشركة إخطار الهيئة في الحالات التي يرى ضرورة إخطار الهيئة بها".

ومعنى ذلك ان افصاح المحلل المالي في سوق الاوراق في التشريع الاماراتي يكون لمسؤول الرقابة الداخلية حصراً دون غيره، الا ان المشرع وبنص المادة السابقة أجاز لمسؤول الرقابة الداخلية بأن يقوم بإخطار هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتية بما افصح عنه المحلل المالي وذلك في حالات محددة يراها مسؤول الرقابة فيها ضرورة ملحة لإخطار الهيئة بشأنها.

أما بالنسبة للمشرع القطري في قرار مجلس ادارة هيئة قطر رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ فانه لم يُشير الى الجهة الواجب على المحلل المالي الافصاح لديها، انما فقط اشار الى ضرورة الافصاح الشامل والصحيح عن المعلومات التي تهم المستثمرين دون الاشارة الى الجهة الواجب الافصاح لديها كما فعل المشرع الاماراتي قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي لسنة ٢٠٠٨ المعدل المشار له آنفاً، وكذلك لم يُشير الى تلك الجهة حتى في المرسوم رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية.

أما فيما يتعلق بموقف المشرع الفرنسي من المعلومات الواجب على المحلل المالي الإفصاح عنها، فإنه أشار في اللائحة الفرنسية العامة عن المعلومات المحاسبية والمالية وذلك في الفصل الثاني من القسم الأول من المادة (١/٢٢٢) من اللائحة الفرنسية العامة، كما انه

(١) جمال عبد العزيز، مصدر سابق، ص ١٤٧.

(٢) تقرير منظمة الاونكتاد بعنوان القضايا الرئيسية حول التنفيذ لإفصاح حوكمة الشركات في ٢٩/٩/٢٠٠٣،

ص ٢٥، ومنشور على الموقع الرسمي لمنظمة الاونكتاد

<http://www.unic-eg.org/16247> آخر زيارة للموقع ٢٥/٣/٢٠٢١.

أشار إلى ضرورة قيام المحلل المالي في الإفصاح والوصول إلى المعلومات الداخلية والسرية إذا كانت الغاية منها إجراء المعاملات على الأدوات المالية لحساب عملائهم الخاص وإلى ذلك أشارت صراحة المادة (٢٠٠١/٣٢٧) من اللائحة الفرنسية العامة^(١)، إلا أن المشرع الفرنسي لم يُشر إلى الجهة التي يجب على المحلل المالي الإفصاح لديها إنما ألزم المحلل المالي سواء كان شخصاً فرداً أو شركة بتقديم تقاريره التي يقوم بإعدادها إلى مزود خدمات الاستثمار والتي على ضوءها يقوم الأخير بإصدار توصية بشراء الورقة المالية موضوع التحليل المالي أو بيعها أو الاحتفاظ بها بشرط أن لا يؤدي ذلك إلى تضارب المصالح بينه وبين أي شخص آخر وإلى ذلك أشارت المادة (٢١/٣٢٧) من اللائحة الفرنسية لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF)^(٢).

(1) Par souci de protection de ses clients, de ses collaborateurs et l'intégrité du marché, l'analyste financier ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement peut restreindre la faculté qu'ont ses collaborateurs intervenant dans des activités susceptibles de donner lieu à un conflit d'intérêts ou ayant accès à des informations privilégiées telles que mentionnées à l'article 621-1 ou à des informations confidentielles d'effectuer des opérations sur instruments financiers pour leur compte propre.

(٢) نص المادة (٢١-٣٢٧) من اللائحة الفرنسية، والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

Lorsqu'une personne physique ou morale ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement modifie substantiellement une analyse produite par un tiers dans une information qu'elle diffuse, elle-même ou par l'intermédiaire de personnes physiques, elle dispose d'une procédure indiquant aux destinataires de l'information où trouver l'identité de la personne qui a produit l'analyse, l'analyse elle-même ainsi que la mention des intérêts ou des conflits d'intérêts de ladite personne, pour autant que ces éléments sont publics.

الفصل الثالث

مسؤولية الممثل المالي القانونية في سوق الأوراق المالية

الفصل الثالث

مسؤولية المحلل المالي القانونية في سوق الأوراق المالية

مما لا شك فيه بأن أي التزام قانوني لا تتحقق قيمته إلا إذا كان مقترناً بجزاء، وهذا الجزاء لا يترتب إلا إذا كان هنالك إخلال بالالتزام المفروض، ذلك أن من شروط القواعد القانونية ولكي يضمن المشرع تطبيقها هو أن تكون مقترنة بجزاء يقع ويترتب في ذمة من اخلّ بتطبيقها، وعليه فإن المحلل المالي في سوق الأوراق المالية إذا ما اخلّ بأحد التزاماته كالتزامه بالتحليل المالي أو غيرها من الالتزامات المفروضة عليه بحكم القانون كالتزامه بالسرية أو بالإفصاح أو إنه قد اخلّ بإحدى قواعد السلوك المهني التي تفرضها طبيعة التعامل في سوق الأوراق المالية، فإن ذلك يثير مسؤوليته المدنية، خصوصاً إذا ما ترتب على ذلك الإخلال ضرراً أصاب المستثمر، فهو أي المحلل المالي يكون قد ارتكب خطأً أثار مسؤوليته قبل المستثمر، وعليه وحتى تقوم مسؤولية المحلل بالشكل الصحيح، فلا بد من أن تتوافر أركانها المتمثلة بالخطأ والضرر والعلاقة السببية بينهما، ويثار بهذا الشأن تساؤلات عدّة، ولعلّ من أبرزها وأهمها التساؤل الذي يثار ما هو الأثر المترتب على قيام مسؤولية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، وما هي الوسيلة التي من خلالها يتم حصول العميل أو المستثمر مع شركات التحليل المالي على التعويض؟ وعليه سنتعرف على كل هذه الأحكام وبشكل متتابع، بالاعتماد على القواعد العامة والنصوص القانونية الخاصة متى ما وجدت، وإلى ذلك أشارت المادة الرابعة من قانون التجارة العراقي رقم (٣٠) لسنة ١٩٨٤ المعدل والتي تنص "يسري القانون المدني على جميع المسائل التي لم يرَ بشأنها حكم خاص في هذا القانون أو أي قانون خاص آخر".

وعليه سنبحث في هذا الفصل إلى مسؤولية المحلل المالي بنوعيتها ومن خلال مبحثين. سنتناول في الأول مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثاني سنبحث في مسؤولية المحلل المالي غير المدنية في سوق الأوراق المالية وكالاتي:-

المبحث الأول

مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية

لقد أولت التشريعات اهتماماً كبيراً بالمسؤولية المدنية^(١)، وكذلك الحال بالنسبة لفقهاء القانون، والتي تتنوع وتتعدد أنواعها بحسب نوع الالتزام المفروض، فهي أما أن تكون مسؤولية عقدية والتي تترتب على العقد المبرم بين طرفيه، وفي نطاق دراستنا هي المسؤولية التي تكون ناشئة عن التحليل المالي المبرم فيما بين شركة التحليل المالي والمستثمر أو العميل في سوق الأوراق المالية، أو أنها تكون ناشئة وناجئة عن الفعل الضار حينها نكون أمام المسؤولية التقصيرية والتي تنشأ عن إضرار المحلل بمصلحة العميل أو المستثمر نتيجة ما ارتكبه من خطأ مهني^(٢)، في مجال التحليل المالي.

وعليه ولغرض دراسة هذا الموضوع وتبسيط الضوء عليه، فإن الأمر يستوجب منا تقسيمه على مطلبين، سنتطرق في المطلب الأول إلى مفهوم مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية، وفي المطلب الثاني سنتطرق إلى أركان مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

(١) المسؤولية بمفهومها العام تعني المؤاخذه، وهي تختلف وتتنوع باختلاف نتائجها وأسبابها، وتقسم من حيث موضوعها إلى قانونية، أدبية وأخلاقية، فالمسؤولية القانونية تجد أساسها في القاعدة القانونية وتقسم إلى مدنية وغير مدنية والتي تقسم إلى أدبية وجنائية، والمسؤولية الأدبية تجد أساسها في قواعد الدين والأخلاق والأعراف الاجتماعية، والمسؤولية التأديبية وهي التي تترتب عليها عقوبات إدارية وتخضع للقانون الإداري، وللمزيد ينظر عواطف عبد المجيد طاهر، أحكام السبب، بحث منشور في مجلة كلية آداب المستنصرية، العدد ٥٠، ٢٠٠٩م، ص ٣ و د. سعيد بن علي بن منصور الكريديس، جرائم الشركات التجارية في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي-دراسة مقارنة تأصيلية، منشورات الحلبي الحقوقية، ٢٠١١م، ص ٧٤.

(٢) الخطأ المهني هو الخطأ الذي ينتج عن مخالفة الالتزام المهني والذي يتمثل بمخالفة قواعد وآداب مهنية أو المخالفة في أداء الالتزامات التي يفرضها القانون والعادات والتي نجد مصدرها وإساسها في العقد المبرم فيما بين طرفيه، للمزيد ينظر بهذا الخصوص: د. محمد عبد الظاهر حسين، المسؤولية التقصيرية للمتعاقد دراسة فقهية قضائية في العلاقة التبادلية بين نوعي المسؤولية، دار النهضة العربية، الطبعة الاولى، مصر_ القاهرة، ٢٠٠٤م، ص ٤٤ وما بعدها.

المطلب الاول

مفهوم مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الاوراق المالية

ان المسؤولية المدنية عموماً، أما ان تكون ناشئة عن الاخلال بالتزام عقدي وتدعى بالمسؤولية العقدية، أو انها قد تكون ناشئة عن القيام بعمل غير مشروع ينشأ عنه ضرر يصيب الغير، وهنا تدعى بالمسؤولية التقصيرية، وعليه سنقوم بتقسيم هذا المطلب الى فرعين، نخصص الاول لتعريف المسؤولية المدنية، والفرع الثاني سنتناول فيه انواع مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الاوراق المالية وكما يأتي:-

الفرع الاول

تعريف مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الاوراق المالية

عُرِّفت المسؤولية المدنية بأنها "التي تنشأ حينما يخلّ بما التزم به قبل الغير قانوناً أو اتفاقاً والجزاء فيها هو التعويض عن الضرر الناشئ عن ذلك الإخلال أو هي المسؤولية الناشئة عن إخلال المدين بالتزامه"^(١)، هذا التعريف للمسؤولية المدنية تناول الإخلال بالالتزام الذي يوجب المسؤولية المدنية.

وعُرِّفت بأنها "مسؤولية تنشأ عن الاخلال بالتزام مصدره العقد أو تلك التي تنشأ عن الاضرار بالغير"^(٢)، ويُلاحظ على التعريف المتقدم للمسؤولية المدنية انه أشار الى نوعي المسؤولية المدنية وانها قد تكون عقدية مصدرها العقد أو تقصيرية مصدرها العمل غير المشروع إلا أنه قد أغفل الجزاء المترتب في حالة الاخلال بأي من تلك الالتزامات.

وعُرِّفت المسؤولية المدنية ايضاً بأنها "التي تنشأ حين اخلال الفرد بما يلتزم به قبل الغير بموجب القانون أو الاتفاق بحيث يكون الجزاء المترتب على ذلك الاخلال هو التعويض"^(٣)، وهذا التعريف أشار الى نوعي المسؤولية المدنية، كما أشار الى أن التعويض هو الجزاء المترتب على الاخلال بأي منهما.

(١) حسين عامر، وعبد الرحيم عامر، المسؤولية المدنية التقصيرية والعقدية، دار المعارف، الطبعة الثانية، مصر- الإسكندرية، ٢٠١١، ص ١١.

(٢) د. عبد المجيد الحكيم، عبد الباقي البكري ومحمد طه البشير، نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي، مصادر الالتزام، ج ١، مطبعة وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، ١٩٨٠، ص ١٦٤.

(٣) د. حسن علي الذنون، المبسوط في المسؤولية المدنية، ج ١، مطبعة جامعة بغداد، بغداد-العراق، ١٩٩١، ص ٧٤.

كما تُعرّف بأنها "الالتزام بتعويض الضرر التي يترتب على اخلال المدين بالتزامه"^(١)، وهذا التعريف قد أكدّ على ان الاخلال بالالتزام يوجب التعويض، وحقيقة الحال ان التأخير بتنفيذ الالتزام ايضاً يسبب ضرراً يكون موجباً لقيام وتحقق المسؤولية المدنية.

وعليه بخصوص مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية يتم الرجوع للقواعد العامة الواردة في القوانين المدنية، فإذا ما اخلّ المحلل المالي بأحد التزاماته المذكورة سابقاً، واخلّ بأي التزام ناشئ عن التحليل المالي وترتب على ذلك الإخلال ضرراً أصاب المستثمر، حينها يكون المترتب على ذلك الإخلال خاضعاً للمسؤولية العقدية ولا بد من وجود علاقة ورابطة سببية تقوم فيما بين الخطأ والضرر، فيما يجب أن يكون الضرر الموجب للتعويض والذي لحق بالمستثمر ناشئاً من إخلال المحلل المالي لالتزامه بالتحليل المالي أو إخلال بمبدأ السرية أو الإفصاح حتى تنهض مسؤولية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية كونه قد اخلّ بواجب قانوني عام يفرض واجب الحيطة والحذر على كل شخص في سلوكه تجاه الآخرين سواء كان ذلك الشخص هو المحلل المالي أم غيره ممن يمارسون نشاطاتهم في سوق الأوراق المالية، وعليه يمكن تعريف مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية بأنها "المسؤولية التي تنشأ نتيجة إخلال المحلل المالي بأحد التزاماته المفروضة عليه أو تأخره في تنفيذ احد التزاماته والتي يترتب عليها ضرراً يصيب الطرف الآخر (المستثمر) والتي تكون موجبة للتعويض".

الفرع الثاني

أنواع مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية

إن المسؤولية المدنية أما أن تكون عقدية تتمثل بالعلاقة العقدية التي تربط بين الزبون وشركة التحليل المالي وتنهض عند إخلال احد الطرفين بالالتزامات التي تتجم عن هذه العلاقة، وهنا ذهب جانب من الفقه بأن مسؤولية المهنيين تكون عقدية في كثير من الأحوال^(٢)، ويُعدّ المحلل المالي في علاقته مع شركة التحليل المالي من المهنيين الذين تكون مسؤوليتهم في كثير

(١) عبد الحميد منصور عبد الحميد، شركة الايداع والقيد المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠١٤م، ٤٠٥.

(٢) د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني (مصادر الالتزام)، ج١، الطبعة الثالثة، المجلد الأول، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ٩٣٠.

من الأحيان عقدية، كونه يرتبط مع تلك الشركة والتي يعمل لديها بعقد التحليل المالي، إذ يلتزم فيه المحلل المالي بتقديم خدمة لذلك المستثمر، كونه شخص متخصص ومحترف في مجال التحليل المالي في سوق الأوراق المالية.

وتتحقق مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية بوجود إخلال واضح من جانب المحلل بالتزام يفرضه عقد التحليل المالي، وإن يكون هنالك عقد صحيح نشأ بحكم القانون والذي أشارت إليه المادة ١/١٣٣ من القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١ المعدل، والتي نصت على أن "العقد الصحيح هو العقد المشروع ذاتاً ووصفاً، بأن يكون صادراً من أهله إلى محل قابل لحكمه، وله سبب"، بمعنى أن الشرط الأساسي لقيام المسؤولية التعاقدية هو وجود علاقة سابقة فيما بين الطرفين المتعاقدين وإن يكون هنالك إخلال من جانب المحلل في تنفيذ التزاماته التعاقدية، فبدون وجود العقد لا وجود للمسؤولية التعاقدية أساساً^(١).

والمسؤولية العقدية لم يعرفها القانون، إنما ترك أمر تعريفها للفقهاء، فهناك من عرفها بأنها "الجزاء المترتب على الإخلال بالالتزامات الناشئة عن العقد أو عدم تنفيذها أو التأخر بتنفيذها"^(٢)، ويُعدُّ هذا التعريف قاسياً للمسؤولية العقدية والتي تقوم عند استحالة التنفيذ العيني بحيث يكون المحلل المالي مسؤولاً عن الأضرار التي يلحقها بالعميل أو المستثمر إذ لم ينقذ التزاماته العقدية ويتم اللجوء إلى التعويض متى ما استحال تنفيذ الالتزام عيناً^(٣).

وبحسب القواعد العامة، لا يقتصر التزام المحلل بالتحليل على إلزام المحلل بما ورد في العقد، إنما يتعدى ويشمل كل ما يعد من مستلزمات ذلك العقد وبما يتفق مع القانون والعرف والعدالة وبحسب طبيعة الالتزام، وهذا ما أشارت إليه المادة (١/١٥٠-٢) من القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١ المعدل والتي تنص على أن "يجب تنفيذ العقد طبقاً لما اشتمل عليه وبطريقة تتفق مع ما يوجبه حسن النية. ٢- ولا يقتصر العقد على إلزام المتعاقد بما ورد فيه ولكن يتناول أيضاً ما هو من مستلزماته وفقاً للقانون والعرف والعدالة بحسب طبيعة الالتزام".

(١) د.حمدي عبد الرحمن، الوسيط في النظرية العامة للالتزامات، الطبعة الثانية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠١٠م، ص ٤٩١.

(٢) د.عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، دار أحياء التراث العربي الجديد، بيروت، ١٩٨٩، ص ٦٥٦.

(٣) ينظر نص المادة (١٦٨) في القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١.

وهذا يعني أن نطاق المسؤولية العقدية يتحقق بتحقق وقيام أركانها وهي وجود عقد صحيح بين أطرافه، وحصول إخلال بالتزام عقدي من احد هذين الطرفين خصوصاً فيما يتعلق بإخلال المحلل بالتزاماته والتي سبق وان تم تناولها في الفصل الثاني من هذا البحث. فمسؤولية المحلل المالي العقدية لا تقوم إلا إذا توافر هنالك خطأ من المحلل المالي ينتج عنه ضرر أصاب العميل، وان يكون ذلك الضرر قد وقع بسبب خطأ المحلل وإخلاله بالتزامه الذي يفرضه ويقرره العقد أو القانون.

وهذا يعني أن مسؤولية المحلل المالي العقدية في سوق الأوراق المالية تقوم وتتحقق عند إخلاله بالتزامه التعاقدي، وان هذه المسؤولية لا تنهض بمجرد عدم تحقيق العميل أو المستثمر النتيجة المرجوة والمراد تحقيقها من التحليل المالي المتعلق بتداول الأوراق المالية، بل لابد من أن تثبت شركة التحليل المالي بأن المحلل المالي أخطأ في تنفيذ التزامه والذي الحق بها وبالمستثمر ضرراً وعليها إثبات ذلك الضرر وفقاً للمجرى العادي للأمر.

وفي حال قيام مسؤولية المحلل المالي العقدية عن التزامه في القيام بعملية التحليل المالي، فان ذلك سيترتب عليه نتائج مالية تكاد تكون ثقيلة، وهنا يثار التساؤل، هل بإمكان المحلل المالي أن يتفق في الالتزام بالتحليل المالي على تعديل أحكام مسؤوليته عن طريق الإعفاء أو التخفيف أو التشديد وهي ما تعرف باتفاقات المسؤولية^(١)، أم لا ؟

وكقاعدة عامة يجوز الاتفاق على تعديل المسؤولية العقدية لأنها ليست من النظام العام، لان الإرادة هي من أنشأت العقد ووضعت قواعده ولها حق التعديل فيما تراه مناسباً، ذلك أن القواعد العامة التي تنظم أحكام المسؤولية العقدية هي قواعد مكملة لإرادة الأطراف المتعاقدة^(٢)، وقياساً على قيام المسؤولية العقدية لبعض مقدمي خدمات الاستثمار كالوسيط أو المستشار اتجاه عملائهم.

ويرى بعض الفقه عدم جواز إعفاء المحلل من مسؤولياته العقدية أو تخفيفها، ذلك أن اغلب التزامات مقدمي خدمات الاستثمار كالمحلل المالي تتعلق بالنظام العام ويترتب على

(١) د.محمود جمال الدين، اتفاقات المسؤولية، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد التي تصدر عن كلية الحقوق-جامعة القاهرة، السنة الثالثة، العدد/ ٣، مصر- القاهرة، ص٥٢١.

(٢) د.عبد الرزاق السنهوري، مصادر الالتزام، مصدر سابق، ص٦٧٣، وأنور العمروسي، المسؤولية العقدية والمسؤولية التقصيرية، دار الفكر الجامعي، مصر- الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص٣٠.

مخالفتها والإخلال بها عقوبات جزائية والتي سوف يشملها نطاق بحثنا، كما أن أغلب القوانين محل المقارنة قد أشارت إلى جملة من العبارات التي تفيد معنى عدم حرية الأطراف في تعديل أحكام هذه المسؤولية وفقاً لإراداتهم ومن هذه العبارات (يلزم، يجب) وغيرها من العبارات التي تفيد حرية الأطراف المتعاقدة في تنظيم أحكام المسؤولية وفقاً لإراداتهم ومن ثم عدم جواز تعديل أحكام المسؤولية العقدية^(١).

ولابد من الإشارة بهذا الخصوص إلى أن الأحكام العامة للمسؤولية تقوم بتعويض الضرر المتحقق بعد الإخلال بها، وعليه يمكن وبعد وقوع الضرر أن يتفق المحلل المالي مع العميل (المتضرر) على إعفاء الأول من المسؤولية أو أن يكون مسؤولاً عن جزء من التعويض^(٢)، أما قبل حدوث ووقوع الضرر فليس بإمكان المحلل في سوق الأوراق المالية بأن يشترط إعفاءه من المسؤولية ذلك أن التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية محل الدراسة قد نصت صراحة على مسؤولية المحلل ومن ثم لا يجوز الإعفاء منها كالتشريع الإماراتي.

إذا كانت مسؤولية المحلل المالي العقدية في سوق الأوراق المالية تنشأ عن إخلال المحلل بالتزاماته العقدية والتي يترتب عليها ضرر يلحق بالمتعاقدين الآخر وهو المستثمر أو العميل، فإن المسؤولية التقصيرية هي التي تهدف إلى تعويض العميل المضرور عما يصيبه من ضرر نتيجة تعدد صادر عن الغير^(٣)، وقد نصت المادة (٢٠٤) من القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ المعدل على أن: "كل تعدد يصيب الغير بأي ضرر آخر غير ما ذكر في المواد السابقة يستوجب التعويض".

يتضح من النص المتقدم بأن المسؤولية التقصيرية توجد خارج مجال ونطاق المسؤولية العقدية، فإذا ما أشارت الدلائل على انتفاء الرابطة العقدية فيما بين العميل أو المستثمر وشركة

(١) د. محمد سامي عبد الصادق، المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار، بحث منشور في مجلة الحقوق والتي تصدر عن كلية الحقوق - جامعة الكويت، العدد الثالث، الكويت، ٢٠١٢، ص ٢٠١، منشور على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://library.dji.ae>

آخر زيارة للموقع ٢٠٢١/٥/١.

(٢) د. عبد الرحيم عامر وحسين عامر، المسؤولية المدنية، مصدر سابق، ص ٥٥٧.

(٣) مصطفى أحمد الزرقا، المدخل إلى نظرية الالتزام العامة في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار القلم، سوريا - دمشق، ١٩٩٩، ص ١٠٨.

التحليل المالي في سوق الأوراق المالية عندها نقول بوجود وتحقق مسؤولية المحلل المالي التقصيرية وهي الصورة الكافية للمسؤولية المدنية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية، هذا بالإضافة إلى المسؤولية العقدية السابق الإشارة إليها.

والمسؤولية التقصيرية هي "المسؤولية المترتبة على الإخلال بالتزام قانوني سابق ويكون مصدرها الفعل غير المشروع"^(١)، عند إخلال الشخص بالالتزام القانوني المفروض عليه وهو الإضرار بالغير أي بغير المتعاقدين، وهي من القواعد الآمرة التي لا يجوز الاتفاق على مخالفة قواعدها وأحكامها، وتكون أوسع نطاقاً من المسؤولية العقدية ويترتب عليها جبر الضرر الذي يلحق بالمضرور من جراء الفعل الضار فلا تكون هنالك رابطة عقدية^(٢).

ونرى بأن الحالات التي لا يوجد فيها عقد بين العميل وشركة التحليل المالي، فأننا نكون أمام مسؤولية المحلل التقصيرية، ولابد للمحلل المالي من الالتزام بتخصصه المهني في مجال التحليل المالي في سوق الأوراق المالية وعدم ممارسته لأي نشاط يخرج عن نطاق ونوع العمل الذي يمارسه كمحلل مالي إلا إذا سمح له القانون بممارسة ذلك النشاط بأن يكون مُرخصاً لممارسته وإلا قامت مسؤوليته التقصيرية، ولما كان المحلل المالي عاملاً في شركة التحليل المالي، عليه تكون الأخيرة مسؤولة مسؤولية المتبوع عن أعمال تابعيه، وقد أعطى القانون للشخص المضرور حق الرجوع بالتعويض على الشخص غير محدث الضرر (المحلل المالي التابع لشركة التحليل المالي وغيره) فتكون الشركة مسؤولة عن الأخطاء الصادرة عن العاملين فيها عند قيامهم بالواجبات الملقاة على عاتقهم والتي تفرضها طبيعة المهنة أو الوظيفة التي يمارسونها أو بسببها، والتي ألحقت ضرراً بالغير، خصوصاً وان مسؤولية المتبوع عن أعمال تابعيه هي تطبيق مباشر للمسؤولية التقصيرية عن فعل الغير والتي تتحقق متى ما حصل الخطأ من المحلل خارج نطاق المسؤولية العقدية، وإلا أن كان ذلك الخطأ يندرج ضمن الأعمال الموكلة إليه في تنفيذ التزامه بالتحليل المالي فانه أي المحلل المالي يكون أمام مسؤوليته العقدية وليس

(١) د. فتحي عبد الرحمن عبد الله، دراسات في المسؤولية التقصيرية، دار منشأة المعارف، مصر - الإسكندرية،

٢٠٠٥، ص ٢٤

(٢) د. فاروق الأباصيري، أحكام المسؤولية التقصيرية في قانون المعاملات المدنية الإماراتي، الطبعة الأولى،

مكتبة الجامعة، عمان - الأردن، ٢٠١٠، ص ٨.

التقصيرية^(١)، فهنا تبرز المسؤولية التقصيرية والتي نظمها المشرع العراقي في المادة (٢١٩) من القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ المعدل والتي تنص على ان " - الحكومة والبلديات والمؤسسات الاخرى التي تقوم بخدمة عامة وكل شخص يستغل احد المؤسسات الصناعية أو التجارية مسؤولون عن الضرر الذي يحدثه مستخدموهم، اذا كان الضرر ناشئاً عن تعدٍ وقع منهم اثناء قيامهم بخدماتهم.

٢ - ويستطيع المخدم ان يتخلص من المسؤولية اذا اثبت انه بذل ما ينبغي من العناية لمنع وقوع الضرر أو ان الضرر كان لابد واقعاً حتى لو بذل هذه العناية".

ويدخل في ذلك المجال كل ما يصدر عن المحلل المالي من أعمال من شأنها أن تلحق ضرراً بالمستثمر أو العميل مثل إفشاء الأسرار، إعطاء معلومات غير صحيحة أو معلومات مضللة، أو عدم الإفصاح عن البيانات والمعلومات الواجب على المحلل الإفصاح عنها وغيرها من الصور التي تثير أو المحلل أو الطرف المخّل لالتزامه تجاه الطرف الآخر أو الغير أو سوق الأوراق المالية^(٢).

ولقد رصدت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية مخالفات عدّة أثارت مسؤولية أحد المحللين الماليين والذي قام بمزاولة نشاط التحليل المالي والاستشارة المالية من خلال حسابه على موقع التواصل الاجتماعي (تويتر) ولكن دون الحصول على ترخيص مسبق من الهيئة، والتي أحالت هذه المخالفة القانونية إلى النيابة العامة واعتبرتها من قبيل المسائل الجزائية، كما أن الهيئة أعلنت عن عدم مسؤوليتها في حالة أن تم التعامل مع الشركات المخالفة، والجدير بالذكر أن منظمة الأيوسكو تتلقى تنبيهات وتحذيرات من أعضاء المنظمة التابعين لها تتعلق تلك التنبيهات بالشركات غير المرخصة بتقديم الخدمات الاستثمارية من قبل الجهات الرقابية التي صدر عنها التحذير أو التنبيه^(٣).

(١) د. هشام أحمد ماهر، المسؤولية المدنية لشركات السمسرة في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، مصر - القاهرة، ٢٠١٣، ص ٢١٨.

(٢) ينظر نص المادة (١٠) من تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمرين عبر الانترنت في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٦.

(٣) المخالفات منشورة على موقع الهيئة وموقع منظمة الأيوسكو وضمن بوابة المستثمر، للمزيد يرجى زيارة المواقع الالكترونية التالية:

<https://www.sca.gov.ae>

<https://www.emaratallyoum.com>

آخر زيارة للمواقع المذكورة ٢٠٢١/٥/٧.

المطلب الثاني

أركان مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية

لكي تتحقق مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية، لا بد من تحقق جميع أركانها وهي خطأ وضرر وعلاقة سببية بين الخطأ والضرر، وعليه سنتعرف على أركان المسؤولية المدنية عقدية كانت أم تقصيرية في ثلاثة فروع سنتناول في الفرع الأول الخطأ، وفي الفرع الثاني الضرر، أما الفرع الثالث فسنتناول فيه العلاقة السببية فيما بين الخطأ والضرر وكالاتي:

الفرع الأول

الخطأ

يُعدُّ الخطأ ركناً أساسياً وجوهرياً لقيام مسؤولية المحلل المالي كونه يؤثر في تحديد آثار تلك المسؤولية التي سوف يتحملها المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، والتشريعات محل المقارنة لم تضع تعريفاً محدداً لخطأ المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، وهي بذلك تركت مسألة تعريف الخطأ للفقه والقضاء عملاً بالسياسة التشريعية التي تمنع المشرعين من وضع وصياغة التعريفات للمصطلحات القانونية كونها لها ميزة التقلب والتغيير لخضوعها لعوامل سياسية واقتصادية واجتماعية، لذلك فإن الفقه أيضاً لم يتفق على تعريف واحد للخطأ، فقد عرفه البعض بأنه "العمل الضار غير المشروع أو هو الإخلال بالثقة المشروعة"، وكذلك عُرِفَ بأنه "انحراف في سلوك الإنسان لا يقع من شخص يقظ في نفس الظروف الخارجية التي أحاطت بالمسؤول، أو هو كل فعل أو امتناع عن فعل يمس حقاً للغير"^(١).

ولعلَّ من أكثر التعاريف شيوعاً ودقةً والذي استقر عليه الفقه والقضاء هو تعريف الأستاذ بلانيول للخطأ بأنه (إخلال بالتزام قانوني سابق) وهذا التعريف يجعل من الخطأ العقدي والخطأ التقصيري إخلالاً بالتزام قانوني سابق يصدر عن إدراك^(٢).

(١) د. عبد الحي حجازي، النظرية العامة للالتزام - مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ١٩٥٤، ص ٤٤٢، ونقلًا عن د. حسن علي دنون، المبسوط في المسؤولية المدنية، الخطأ، عمان - الأردن، ٢٠٠٦، ص ٧٩.

(٢) د. عبد المجيد الحكيم، الوجيز في شرح القانون المدني - مصادر الالتزام مع دراسة مقارنة مع الفقه الاسلامي، الجزء الأول، شركة الطباعة والنشر الأهلية، بغداد، ١٩٦٢، ص ٤٢٦.

ولما كانت المسؤولية المدنية للمحلل المالي تنتوع إلى مسؤولية عقدية وأخرى تقصيرية، فهذا بالنتيجة يؤدي إلى تقسيم خطأ المحلل في سوق الأوراق المالية إلى خطأ عقدي وخطأ تقصيري، والفيصل في التفرقة بين هذين النوعين هو وجود العقد، فإذا ما حصل إخلال بالتزامات المحلل في هذه الحالة يكون عقدياً، والذي يؤدي إلى تطبيق قواعد المسؤولية العقدية، وإلا أن لم يوجد عقد مبرم بين الطرفين وحصل خطأ، فإن الخطأ الذي حصل يكون خطأً تقصيرياً يؤدي بنا إلى تطبيق أحكام وقواعد المسؤولية التقصيرية^(١).

أما الخطأ العقدي فيراد به "عدم الوفاء بالتزام أو التأخر في تنفيذه سواء نتج ذلك عن تعمد المدين، إهماله أو تقصيره"^(٢).

كما يعرف بأنه "عدم التنفيذ للتزامات التي نص عليها العقد، أو التنفيذ السيء أو الجزئي لها"^(٣).

ويمكن تعريف الخطأ العقدي للشخص المرخص له في سوق الأوراق المالية بأنه "قصور أو إخلال المرخص له بأحد التزاماته العقدية أو القانونية يترتب عليه ضرر يلحق بالعمل أو المستثمر".

ويلاحظ من جميع التعريفات السابقة للخطأ العقدي بأنها قد جعلت خطأ المدين أو إهماله أو تنفيذه الجزئي للتزامات العقدية المفروضة عليه هو الأساس لقيام المسؤولية العقدية خصوصاً إذا ما ترتب عليها ضرراً لحق بالطرف الآخر دون التطرق إلى الجزاء المترتب على ذلك الخطأ.

وعليه يمكن تعريف الخطأ في المسؤولية العقدية بأنه "إخلال المدين بالتزام يفرضه عليه العقد ويرتبه في ذمته بحيث لا يأتيه الشخص السوي إلا لأسباب تخرج عن إرادته"، أما الخطأ التعاقدية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية فيمكن تعريفه بأنه "إخلال المحلل المالي بالتزاماته التي يكون مصدرها العقد في سوق الأوراق المالية"، وعليه ولكي يكون الخطأ عقدياً فلا بد من أن يكون مصدره عقد التحليل المالي المبرم فيما بين العميل وشركة التحليل المالي

(١) حسنين علي، مصدر سابق، ص ١١٥.

(٢) د.مراد محمود، المسؤولية المدنية في عقود نقل التكنولوجيا، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر، عمان - الأردن، ٢٠١٠، ص ٧١.

(٣) د.هشام إبراهيم السعيد، مصدر سابق، ص ١٠٤.

والتي يعمل لديها المحلل في سوق الأوراق المالية وإن كلمة (الإخلال) يراد بها عدم التنفيذ للالتزام الذي يفرضه الالتزام بالتحليل المالي على المحلل أو يراد بها التنفيذ الجزئي لذلك الالتزام أو التنفيذ المتأخر للالتزام المفروض عليه، وكذلك الحال فإن الإخلال يشمل بطبيعة الحال العاملين لدى شركات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية الذين تستخدمهم الشركة في تنفيذ التزاماتهم العقدية وفقاً للقواعد العامة في المسؤولية، ومن ثم فإن الملتزم بالعقد إذا استحال عليه التنفيذ العيني حكم عليه بالتعويض لعدم الوفاء بالتزامه ما لم ترجع استحالة تنفيذ ذلك الالتزام إلى سبب أجنبي لا يد للمدين فيه^(١)، وكذلك الحال بالنسبة للخطأ في المسؤولية التقصيرية فالأمر لا يختلف عما هو عليه في المسؤولية التعاقدية، خصوصاً وأن المراد من المادة (١٦٨) من القانون المدني العراقي وما بعدها صراحةً أو ضمناً بأن الخطأ أساس لقيام المسؤولية بل ويعد ركناً من أركانها، ولما كان مصدر المسؤولية التقصيرية العمل غير المشروع، فإنه لا يكون غير مشروع إلا إذا كان عملاً خاطئاً، الأمر الذي يستوجب توافر الخطأ لقيام المسؤولية العقدية والتقصيرية للمحلل المالي وغيره، ويعد هذا المسار من المبادئ التي سار عليها القضاء العراقي بل وسلم بها، إذ لا يكون الشخص مسؤولاً إلا إذا وقع من جانبه خطأ^(٢).

وعليه يُعرّف الخطأ التقصيري والموجب للمسؤولية التقصيرية بأنه "الإخلال بالتزام قانوني مضمونه احترام حقوق كافة وعدم الإضرار بهم"^(٣)، كما ويعرفه البعض بأنه "القيام بفعل غير جائز ولو لم يقع تحت طائلة قانون العقوبات"^(٤)، ويلاحظ على هذا التعريف غير دقيق لأنه لم يكن واضحاً في تعريف الخطأ لأن الخطأ لا يشترط فيه بأن يقع تحت طائلة قانون العقوبات، كما وعرف الخطأ التقصيري بأنه "عدم احترام الثقة المشروعة عند الشخص والتي يكون محلها الأمانة لدى ذلك الشخص"^(٥).

(١) إلى ذلك أشارت المادة (١٦٨) من القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ المعدل بشأن الخطأ في المسؤولية العقدية.

(٢) د. عبد المجيد الحكيم و عبد الباقي البكري، محمد طه البشير، مصدر سابق، ص ٢١٥.

(٣) المصدر السابق، ص ٢١٥.

(٤) د. هشام إبراهيم السعيد، المسؤولية المدنية لمعاوني القضاء، دار قباء للنشر والطباعة، مصر - القاهرة، ١٩٩٨، ص ٩٨.

(٥) د. عبد الحي حجازي، مصدر سابق، ص ١٢٠.

وعليه ومن جميع ما تقدم من تعريفات يمكن أن نعرف الخطأ التقصيري للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية بأنه "إخلال المحلل المالي بالتزامات التي تفرضها عليه القوانين والتعليمات الخاصة المنظمة لسوق الأوراق المالية والذي يترتب عليه ضرر يلحق بالغير ويصدر عن إدراك وتمييز".

وبهذا الخصوص قد يثار التساؤل الآتي: وهو متى تتحقق المسؤولية المدنية للمحلل المالي؟ بحيث يكون قد اخلّ بالتزاماته.

للإجابة عن هذا التساؤل نقول انه ووفقاً للقواعد العامة في القانون المدني يقاس خطأ المدين بمعيار الرجل العادي، ولكن في التحليل المالي في سوق الأوراق المالية يتم اللجوء إلى معيار أكثر تخصصاً من معيار الشخص العادي وهو المعيار الفني، والسبب في ذلك هو أن المحلل المالي فيما يمارسه من أعمال تتطلب الدقة والاحتراف والمهنية وهو بذلك يفوق ما يكون مطلوباً من الشخص العادي أن يبذله في تنفيذ التزاماته، ومن ثم فإن المعيار العادي لا يصلح لتقدير خطأ المحلل إلا بالاعتماد على المعيار الفني، وعليه يكون المحلل المالي مخطئاً إذا لم يبذل عناية الرجل المهني نظراً لأن عمل المحلل المالي في سوق الأوراق المالية يقوم بل ويعتمد على التخصص والمهنية والثقة من جانب المحلل وعلى الأخير اخذ العناية المعقولة التي يتطلبها طبيعة نشاطه وإلا قامت مسؤوليته إذا ما ثبت خطأه أو إهماله^(١).

ولقد حدد المشرع الاماراتي المعيار المعتمد للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية وذلك في المادة (٤/١ و ٥) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي وفي المبحث الثاني المتعلق بالتزامات المحللين الماليين، وأشار الى ان المعيار والذي يجب على المحلل المالي الالتزام به واتباعه عند ممارسته لنشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية يتمثل (بعناية الرجل المهني الحريص) وضرورة بذل العناية الكافية لأجل الاهتمام بمصالح العميل وعدم الاضرار بها، والتي نصت على " يلتزم المحلل المالي بما يلي:

٤ - مزاوله العمل بالأمانة والنزاهة والحيادية وبذل عناية الرجل المهني الحريص، والابتعاد عن الممارسات المضللة.

(١) د. طارق غففي، مصدر سابق، ص ١٤٢.

٥- إنجاز مهامه بشكل عادل وبذل العناية الكافية والاهتمام اللازم بمصالح العميل وعدم تعارض ذلك مع مصالحه أو مصالح أي عميل آخر".

أما بالنسبة للمشرع القطري في قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، فإنه لم يُشر مطلقاً إلى المعيار المعتمد من قبل المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، وهذا يعني أن المحلل المالي يخضع للقواعد العامة المقررة في القوانين المدنية القطرية، وكذلك الحال بالنسبة للمشرع الفرنسي والذي لم يُشير هو الآخر إلى المعيار المعتمد والواجب على المحلل اعتماده لدى مزاولته لنشاط التحليل المالي في سوق الأوراق في اللائحة الفرنسية العامة لهيئة الأسواق المالية، وكذلك لم يُشر له في قانون الأوراق المالية الفرنسي رقم (٧٠٦) لسنة ٢٠٠٣، وهذا يعني اللجوء إلى القواعد العامة الواردة في القوانين العامة في بيان المعيار المعتمد للمحلل المالي في سوق الأوراق وتقرير مسؤوليته المدنية على ضوء ما يصدر عنه من خطأ بمناسبة نشاط التحليل المالي الذي يمارسه في سوق الأوراق المالية.

ومن جميع ما تقدم يمكن القول بأن المستثمر ليس له حق الرجوع على شركة التحليل المالي بالتعويض إلا عن الأخطاء التي يرتكبها المحلل بموجب عقد التحليل المالي بشرط أن تكون تلك الأخطاء قد تسببت بضرر المستثمر وأوجببت المسؤولية المدنية للشركة المرخصة بالتحليل المالي، فعلى سبيل المثال أن إخلال المحلل المالي بالالتزام بالإفصاح أو الالتزام بالسرية والتي هي التزامات قانونية مفروضة على المحلل بنص القانون وإن الإخلال بأي منهما يعد خطأ، بمجرد قيام المحلل بالإفصاح عن معلومات أو بيانات كاذبة يعتبر إخلالاً بالالتزام المذكور.

ومن الجدير بالذكر أن المشرع العراقي قد اشترط التعدي والتعمد لقيام المسؤولية التقصيرية وذلك في المادة (١٨٦)، إلا أنه في المادة (١٩١) عاد وحمل عديم التمييز المسؤولية مما جعله قد وقع في تناقض نتيجة لذلك^(١).

معنى ذلك لقيام الخطأ والتعدي يشترط توافر الإدراك والتمييز عند محدث الضرر (المحلل)، وهذا العنصر يُعد أساسياً لتحقيق الخطأ عند المحلل المالي يعد شخصاً طبيعياً يتمتع بالأهلية القانونية الكاملة والتي تمكنه من مزاوله حقوقه وتحمل التزاماته وعلى الوجه

(١) أشارت المادة ٨/١٤ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٨/ر لسنة ٢٠٠٨ المعدل إلى وجوب قيام المحلل المالي بتقديم وإعداد تقرير التحليل المالي وإلا كان مخطئاً.

القانوني الصحيح، وكذلك الحال بالنسبة لجميع الأشخاص الطبيعية العاملة في شركات التحليل المالي ممن يتمتعون بالأهلية القانونية الكاملة سواء كانوا مديرين أو أعضاء مجلس إدارة ومراقبين حسابات ممن يشترط لتعيينهم في مناصب تمتعهم بالأهلية القانونية، وهذا ما أشارت إليه المادة (١٠٦) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل.

ويتجسد الخطأ بعدة صور، فقد يكون خطأً سلبياً أو ايجابياً، عمدياً أو ناتجاً عن إهمال، وقد يكون جسيماً أو يسيراً، والتي تكون نتيجتها الطبيعية المترتبة على جميع صور الخطأ هذه هي استحقاق التعويض للطرف المضرور، مع اختلاف في الأحكام التي تخص كل نوع من أنواع الخطأ^(١).

فأحدى صور الخطأ هو الخطأ السلبي والذي هو "الامتناع عن القيام بواجب يفرضه القانون أو كتمان بعض الوقائع الحقيقية وإخفائها بهدف التضليل وإخفاء الحقائق"، كما هو بالنسبة للمحلل الذي يخفي البيانات والمعلومات والتي ألزمه القانون الإعلان عنها للعملاء والجمهور والتي يكون الهدف من إخفائها ضياع الحقيقة وتضليل العملاء^(٢).

أما بالنسبة للخطأ الايجابي فيراد به "القيام بعمل أو فعل يحرمه القانون"^(٣)، كما لو قام المحلل المالي بالإعلان عن معلومات كاذبة لا صحة لها، على الرغم من أن القانون قد منع الأشخاص المرخصين من القيام بتقديم معلومات غير صحيحة، كما ذكرنا فيما سبق.

كما ومن حيث مدى تدخل الإرادة بالخطأ، يقسم الخطأ إلى عمدي وغير عمدي، فالخطأ العمدي يراد به "قيام الشخص بارتكاب الفعل الضار بقصد تحقيق النتيجة الضارة"، ويعرف بأنه "الإخلال بواجب قانوني مقترن بقصد الإضرار بالغير"^(٤)، فلا يكفي بأن يصدر الخطأ من جانب المحلل إنما لا بد من أن يكون قاصداً الإضرار بالغير، كما في حالة لو تعمد المحلل عمداً بأن

(١) د.جلال محمد إبراهيم، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، الطبعة الثالثة، مصر - القاهرة، ٢٠١١م، ص ٣٣٠ وما بعدها.

(٢) أشار المشرع الاماراتي إلى ذلك في المادة (١٤/١١) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص: ((يلزم المحلل المالي بما يلي: "عدم نشر أو ترويج أي بيانات أو معلومات غير صحيحة عن أوضاع الشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق".

(٣) د.خالد جمال احمد، الالتزام بالإعلام قبل التعاقد، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠١١، ص ٤٧٧.

(٤) د. عبد المجيد الحكيم، مصدر سابق، ص ٢٤٧.

يخفي بيانات ومعلومات حقيقية عن العميل أو الجمهور، أو تعتمد في نقل بيانات كاذبة الغاية منها الإضرار بالغير وكما ذكرنا ذلك في الفصل الثاني من موضوع دراستنا.

أما الخطأ غير العمدى، فهو الخطأ الذي يقع نتيجة الإهمال أو التقصير من الشخص المخطئ (المحلل)، فإذا ما ذكر الأخير معلومات غير صحيحة عن المركز المالي للشركة المصدرة للورقة المالية في تقريره المالي الواجب عليه إعداده وتنظيمه إهمالاً وتقصيراً منه دونما أن يكون متعمداً، فإنه يُعدُّ مخطئاً لأنه لم يبذل العناية اللازمة المطلوبة منه.

والخطأ أياً كان يسيراً أم جسيماً فإن واجب الالتزام ببذل عناية الرجل الحريص أو الرجل المهني الذي يقع على عاتق المحلل المالي، يفرض عليه أن يسعى وبكل قدراته لأجل إيصال المعلومة الصحيحة والحقيقية وإن أي تقصير من جانبه يؤدي إلى قيام مسؤوليته المدنية، عقدية أم تقصيرية^(١).

بالنسبة للمشرع العراقي فإنه لم ينظم نشاط المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وإنما نظم النشاطات الأخرى لفئات أخرى كالوسيط وأمين الحفظ وغيرها ممن يزاولون نشاطاتهم في سوق الأوراق المالية، وبموجب ذلك فقد ألزم المشرع العراقي على أصحاب النشاطات من الوسطاء وأمناء الحفظ بضرورة التحلي بقواعد السوق والالتزام بما تقرره القوانين واللوائح والأنظمة وإلا عدّ ذلك مخالفة صحيحة موجبة للمسؤولية المدنية والجزائية، حيث أعطى المشرع العراقي وبموجب القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية الأمر (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ لجنة إدارة الأعمال صلاحية التحقيق لتسوية المخالفات التي تصدر عن العاملين في السوق وإصدار العقوبات بحق المخالفين للقوانين ولوائح السوق^(٢).

كما وحدد القانون المذكور مجموعة من صور الخطأ والمحظورات التي تصدر عن المتعاملين في سوق الأوراق المالية وذلك في الفقرة (٢/أ - ب) من القسم ١٢ والتي تتمثل

(١) صالح راشد الحمراي، مصدر سابق، ص ٥٤٨.

(٢) نصت الفقرة (٥) من القسم ١١ من الأمر المرقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ على أن: "٥- تقوم لجنة إدارة الاعمال بالتحقيق في قضايا تخصها وتشمل:

أ- الانذار. ب- كتاب قبول مع تعهد بالتطبيق. ج- غرامة مالية، اعادة أو التخلي عن الارباح.
د- ايقاف الوسيط، مندوب الوسيط عن العمل لفترة من الزمن. هـ- تعليق او توقيف التعامل بالسندات لفترة من الزمن. و- الغاء صلاحية الوسيط للإتجار بالسندات. ز- حظر السندات المالية للشركة من الدخول في التعامل بالسوق".

بالاشتراك بشكل مباشر أو غير مباشر في عمليات مصرفية أو عمليات تحويل تجري في سوق الأوراق المالية، وقبول الهدايا أو الأشياء من الأشخاص الذين يعملون في توزيع السندات أو في مجال الاتجار، وكذلك يحظر عليهم المشاركة في القضايا التي تعود عليهم بفوائد مالية شخصية، إذ تنص الفقرة (٢/أ-ب) من القانون المؤقت على أن "أ- لا يحق لأي عضو الاشتراك بشكل مباشر أو غير مباشر في عمليات مصرفية أو تحويل في سوق الأوراق المالية والتي تتصف بشمولها وخضوعها للتعليمات الصادرة عن الهيئة وبموجب هذا القانون، وكذلك لا يحق لأي منهم قبول أي شيء له قيمة من أي شخص يعمل في مجال الاتجار أو توزيع السندات أو تدقيقهم أو المنتسبين الذين يعملون معهم باستثناء ما يجري في حالات العمل الاعتيادية أو لشروط معروفة لدى عامة الناس ومتماشياً مع احكام القانون

ب- لا يحق لأي عضو المشاركة في قضايا تعود عليه أو عليها بفائدة مالية شخصية".

ولقد أورد المشرع الإماراتي وبموجب قرار مجلس إدارة الهيئة (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، صوراً للخطأ والذي من الممكن بل ومن المتصور صدوره عن المحلل المالي عند ممارسته لنشاطه بالتحليل المالي في سوق الأوراق المالية تحت مسمى المحظورات والتي أشارت إليها المادة (١٥/أولاً) من القرار المذكور والتي ما أن صدرت عن المحلل المالي فانه يعد مخطئاً ومخالفاً للقوانين والتعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع، ولإبراز صور خطأ المحلل المالي في سوق الأوراق المالية وفقاً لما أشار إليه المشرع الاماراتي نذكر نص المادة (١٥/أولاً) من قرار مجلس ادارة الهيئة المذكور والتي تنص على ان "أولاً: يحظر على المحلل المعتمد ما يلي:-

١- الاتصال أو التشاور مع الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع الاستشارة أو تقرير التحليل المالي، أو مع أي من الجهات التي تتولى مهام إدارة إصدار الورقة المالية موضوع الاستشارة أو تقرير التحليل المالي أو الترويج له أو التعهد بتغطيته ما لم يكن ذلك لأسباب موضوعية تبرر ذلك الاتصال وبعد الحصول على موافقة خطية من مسؤول الرقابة الداخلية بالشركة، وعلى أن يثبت في الاستشارة أو التقرير عدد مرات الاتصال وسببها.

٢- تملك الورقة المالية موضوع الاستشارة أو تقرير التحليل المالي أو أي من المشتقات المالية المرتبطة بها قبل طرح أي منها للاكتتاب.

٣- التداول بالورقة المالية موضوع الاستشارة أو تقرير التحليل المالي أو التداول بأي من المشتقات المالية المرتبطة بها خلال مدة (١٥) خمسة عشر يوم قبل إصدار الاستشارة أو نشر التقرير ومدة (٥) خمسة أيام بعد إصدار الاستشارة أو نشر التقرير ويسري ذات الحظر بالنسبة لأي استشارات أو تقارير أخرى ملحقه تتضمن تعديل أو تغيير في التوصية أو السعر المستهدف.

٤- التداول بالورقة المالية موضوع الاستشارة أو تقرير التحليل المالي أو التداول بأي من المشتقات المالية المرتبطة بها بشكل يخالف التوصيات الواردة في الاستشارة أو التقرير لمدة لا تقل عن (٣٠) ثلاثين يوماً من تاريخ إصدار الاستشارة أو التقرير.

٥- الإدلاء بأي تصريحات بشأن الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع الاستشارة أو تقرير التحليل المالي، والاكتفاء بالمفردات التي تفيد التوصية بالشراء أو بالبيع أو بالاحتفاظ أو ما شابهها.

٦- إعطاء أسعار محددة لورقة مالية معينة سوف تصدر عن شركة قيد التأسيس.

٧- الاتفاق مع الشركة المصدرة أو أي أطراف أخرى يقصد إحداث تأثير على أسعار أوراقها المالية أو مركزها المالي بخلاف الحقيقة.

ومعنى ذلك أن المشرع الإماراتي قد أورد بل وحدد هذه المحظورات وجعلها صوراً للخطأ الذي يمكن أن يصدر عن المحلل المالي في سوق الأوراق المالية، هذا بالإضافة إلى صور الخطأ الأخرى التي ذكرها في المادة (١٦/أولاً) في الفصل الرابع من قرار مجلس إدارة الهيئة سابق الذكر، تحت عنوان (المخالفات والجزاءات) والذي جعل قيام المحلل المالي بالإخلال بأحكام القانون أو الأنظمة أو التعليمات صورة من صور قيام مسؤولية المحلل المالي، هذا بالإضافة إلى إتيان المحلل لسلوك يراد به تضليل جهود العاملين، أو النشر أو الترويج لأي معلومات غير صحيحة سواء كانت تلك المعلومات تتعلق بوضع سوق الأوراق المالية أو المتعاملين فيه، أو قيام المحلل بالخروج على معايير السلوك المهني التي حددتها الهيئة وألزمت العاملين في السوق التحلي والالتزام بها^(١).

(١) ينظر نص المادة (١٦/أولاً) من قرار مجلس إدارة الهيئة الإماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.

وإذا كان المشرع الإماراتي قد حدد الصور المتقدمة للأخطاء التي يمكن أن تصدر عن المحلل المالي وهو يمارس نشاطه في سوق الأوراق المالية، فإنه يكون قد انفرد في هذا المجال من حيث كونه قد أورد هذه الأخطاء على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر والدليل على ذلك ما اشارت اليه الفقرة (أولاً) من المادة (١٦) من قرار مجلس إدارة الهيئة الاماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل حيث جعلت كل ما يخالف أحكام القوانين أو التعليمات أو الأنظمة أو اللوائح خطأً يوجب مسؤولية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية على خلاف باقي التشريعات محل المقارنة والتي لم تتناول صور الخطأ التي تثير مسؤولية المحلل المالي في سوق الأوراق، كالتشريع القطري في قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ والذي لم يحدد صور الخطأ أو المحظورات التي يُمنع المحلل المالي من مزاولتها في سوق الأوراق المالية.

وانطلاقاً من الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية وبما يكفل سلامة المعاملات وحماية المستثمرين، ووفقاً لأحكام القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وعملاً بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٩/ر.م) لسنة ٢٠٠٠ ضوابط نشر التحذيرات، فإن الهيئة المذكورة حذرت المستثمرين من التعامل مع عدة جهات لارتكابها بعدة مخالفات تثير مسؤوليتها القانونية مدنية كانت أم جزائية ومن ضمنها عدة أفراد وشركات تمارس نشاط التحليل المالي بشكل غير قانوني وعدم حصولها على ترخيص معتمد من قبل الهيئة المذكورة وهم بذلك يكونوا قد خالفوا القوانين والتعليمات الخاصة بالأسواق المالية^(١).

ولكن المشرع القطري في نظام الخدمات المالية المرقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغى قد حدد صور الخطأ التي من الممكن أن تصدر عن الشخص المرخص له بشكل عام لأنه ينظم نشاط المحلل

(١) نذكر من هذه الشركات والأفراد ممن خالفوا تعليمات هيئة الأوراق المالية الإماراتية:-

- بنك سبكو المرخص من قبل المصرف المركزي في مملكة البحرين وانه غير مرخص من الهيئة لمزاولة نشاط التحليل المالي، صاحب حساب تويتر (@Safwat87696019) بمزاولة التحليل المالي دون ترخيص، وكذلك الحال بالنسبة لصاحب الحساب السيد(مهني سعيد عريقات) والذي يمارس التحليل المالي دونما ترخيص من قبل الهيئة، ونشر معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية لعدد من الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية، للمزيد يرجى زيارة الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية.

المالي في القانون المذكور إنما تناول الشركات المرخصة التي تزاوّل وتمارس نشاطاتها في سوق الأوراق المالية بشكل عام وحدد المحظورات التي تحظر وتمنع ممارستها وإثباتها من قبل الشركة وذلك في المادة (٤٨) من القانون المذكور والتي تنص على أن "يحظر على الشركة القيام بما يلي:-

١- تسجيل معلومات كاذبة أو مضللة.

٢- إتلاف أو محو المعلومات المسجلة أو الاحتفاظ بها من قبلها.

٣- الاستعانة بالغير للقيام بأي مما تقدم."

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي والذي عدّ التحليل المالي من الأنشطة التي تمارس في سوق الأوراق المالية، فقد حظر على المحلل المالي امتلاك أي من حقوق الملكية في الشركة المصدرة للورقة المالية موضوع التحليل المالي أو عدم امتلاكه أي مؤسسة ائتمانية أو أي مشروع استثماري في رأس مال المحلل بما يتجاوز أكثر من ثلثي رأس ماله سواء بطريق مباشر أو غير مباشر وألا كان مسؤولاً أمام الهيئة والى ذلك أشارت المادة (4-327) من اللائحة الفرنسية العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF)، بمعنى أن المحلل المالي يعد مخطئاً أمام الهيئة إذا امتلك أياً من حقوق ملكية الشخص المعنوي موضوع التحليل، والتي تنص على أن "يحظر على المحلل المالي المعتمد ما يلي:

١- تملك نسبة كبيرة من رأس مال المؤسسة أو إحدى شركات الاستثمار.

٢- تملك أكثر من ثلثي رأس مال الشركة بشكل مباشر أو غير مباشر.

٣- تملك نسبة من رأس مال الشركة المصدرة للأوراق المالية.

٤- تملك الورقة المالية موضوع تقرير التحليل المالي بعد نشر ذلك التقرير.

٥- قبول وإجراء صفقات شخصية أو أية صفقات لأي شخص آخر على الورقة المالية موضوع التحليل أو أي ورقة مالية أخرى مشتقة أو مرتبطة بها^(١).

(١) نص المادة (٣٢٧-٤) من اللائحة الفرنسية العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية، والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

I. – L'analyste financier ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement est présumé être en situation d'indépendance d'appréciation lorsque:

Il ne détient aucune participation significative dans le capital d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement;

وكذلك هنالك من صور الخطأ السلبي الذي منع المشرع الفرنسي وحظر على المحلل القيام بها هو منعه ومن يرتبطون به من أشخاص في عملية التحليل المالي عن القيام بأية صفقات شخصية أو أية صفقات تعود لأي شخص آخر على الأوراق المالية أو أية ورقة مالية أخرى مرتبطة بها^(١)، وكذلك منع المحلل من قبول أية مزايا وهدايا من أشخاص لهم مصلحة في موضوع التحليل^(٢).

Aucun établissement de crédit ni aucune entreprise d'investissement ne détient, directement ou indirectement, plus du tiers de son capital;

Il ne détient aucune participation dans le capital des émetteurs sur lesquels portent ses analyses ou dans le capital des conseils de ces émetteurs, et aucun des émetteurs sur lesquels portent ses analyses et aucun conseil de ces émetteurs ne détient de participation dans son capital;

Il n'est pas lié juridiquement aux émetteurs sur lesquels portent ses analyses, sauf si l'émetteur qui lui a commandé une analyse s'est engagé à ne pas intervenir dans l'élaboration de cette analyse et à ne pas en empêcher la diffusion;

Lorsque l'analyste financier est une personne morale, son capital social est détenu majoritairement par des analystes financiers répondant aux conditions mentionnées aux 1° à 4°.

II. – L'analyste financier régi par le présent chapitre qui entretient avec une personne ou une entité des relations ne lui permettant pas de satisfaire à l'une des conditions définies au I se dote des procédures et des moyens propres à le garantir contre toute immixtion de cette personne ou entité dans l'exercice de son activité.

(١) يقصد بالورقة المالية المرتبطة بالأوراق محل التحليل المالي طبقاً لنص المادة (٣١٣-٢٧) من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية، هي كل أداة مالية يعتمد سعرها بدرجة كبيرة على تقلبات أسعار أدوات مالية أخرى تكون محلاً لتحليل مالي بما في ذلك المشتقات المالية والتي تنتمي إليها الأدوات المالية محل التحليل المالي، ينظر: د. منصور السعيد و د. عادل المياس، حظر استغلال المعلومات السرية في تعاملات اسواق المال، مصدر سابق، هامش (١) ص ٥٣.

(٢) نص المادة (٣١٣-٢٧) والتي تنص وكما ورد باللغة الفرنسية:

(Le prestataire de services d'investissement les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de l'analyse financière

ولقد أصدرت محكمة النقض الفرنسية حكماً يؤيد إحدى القرارات الصادرة من محكمة اكس الفرنسية والتي أدانت إحدى الشركات التي تمارس التحليل المالي وعمليات الوساطة المالية بعدم تقديمها لمعلومات صحيحة وحقيقية عن عمليات السوق لعملائها ومستثمريها، الأمر الذي جعل قرار المحكمة قد صدر بتأييد إهمال وتقصير تلك الشركة، الأمر الذي من شأنه أن يلحق ضرراً بأولئك العملاء، كما أن الحكم الصادر من المحكمة قد أيد خطأ الشركة في عدم قيامها بتقديم المعلومات لعملائها الأمر الذي يخالف القواعد المعمول بها في السوق، وكانت محكمة النقض الفرنسية قد أيدت الحكم الصادر في ١٥ مارس ١٩٧٥ ورفضت الطعن المقدم إليها وأيدت إهمال الشركة وتقصيرها كونها لم تحط العملاء بالمخاطر التي من الممكن أن تحيط بهم في السوق، وهذا التقصير من شأنه أن يعطي العميل حق المطالبة بالتعويض عن الأضرار التي لحقت به^(١).

الفرع الثاني الضرر

لا يكفي لتحقيق مسؤولية المحلل المالي في سوق الأوراق المالية إثبات ركن الخطأ الصادر عنه فقط، بل لابد من أن يترتب على ذلك الخطأ ضرر يصيب الغير، وعليه سوف نحاول دراسة ركن الضرر من خلال النقاط الآتية:-

أولاً: تعريف الضرر

يمثل الضرر ركناً أساسياً في المسؤولية، لان المسؤولية تعني التزاماً بالتعويض والأخير يقدر بقدر الضرر، فإذا انتفى الضرر انتفت المسؤولية، ووفقاً للقواعد العامة يمكن أن يعرف الضرر بأنه "الأذى الذي يصيب الشخص في حق أو مصلحة مشروعة سواء كانت تلك المصلحة متعلقة بسلامة جسمه أو عاطفته أو ماله أو حريته أو شرفه واعتباره أو غير ذلك"^(٢).

n'acceptent pas d'avantages de ayant des intérêts important dans l'objet de l'analyse).

(1) Angeles M.de Frotos, Garro lina Mazans. Journal of Financial Analystist, Vol.8. May, 2005.

(٢) ينظر نصوص المواد (٢٠٢-٢٠٥) من القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ المعدل.

ويظهر من التعريف المتقدم للضرر بأنه يبرز ويظهر بأن الضرر يصيب المتضرر في حقه أو في مصلحة مشروعة له.

في حين عرفه جانب من الفقه "بأنه ركن من أركان المسؤولية المدنية وأنه يُشكل محوراً وأساساً للمسؤولية المدنية وفقاً للقواعد العامة وثبوته شرط لقيامها وتحقيقها"^(١).

ومهما يكن من أمر فإن الضرر وفي كل الأحوال هو عبارة عن واقعة مادية يمكن إثباتها بكافة طرق الإثبات، فمتى ما عجز المضرور عن إثبات واقعة الضرر إنتفت عندها مسؤولية الشخص المرخص له وحُكم بعدم قبول دعواه لانعدام مصلحته فيها سواء كان المرخص له محللاً مالياً أم غيره.

ثانياً: شروط تحقق الضرر الموجب للمسؤولية :

يشترط أن يتوفر في الضرر الموجب للمسؤولية وحتى يمكن التعويض عنه توافر ثلاثة شروط وهي كالاتي:-

١- أن يكون الضرر محققاً، بمعنى أن يكون ثابتاً على وجه اليقين، وكفي بهذا الخصوص بأن يكون هذا الضرر محقق الوقوع في المستقبل ولا يشترط فيه بان يكون قد وقع فعلاً^(٢)، فإذا ما أفصح المحلل المالي أو إحدى شركات التحليل المالي للمستثمر عن معلومات أو بيانات كاذبة وترتب على ذلك خسارة قد لحقت بذلك المستثمر أو العميل فإنه يكون قد أصيب بضرر محقق، وإلا أن كان الضرر محتمل الوقوع فإنه لا يكون محققاً^(٣)، لان الضرر المحتمل أو غير المحقق هو الذي لا يوجد ما يؤكد وقوعه في المستقبل كما في حالة امتناع المحلل المالي عن تقديم التقرير المالي الذي قام بإعداده للعميل أو المستثمر، فيكون الضرر هنا قد نشأ عن خطأ المحلل في سوق الأوراق المالية والذي يكون محققاً موجباً للتعويض مسؤوليته.

٢- أن يكون الضرر مباشراً، ويراد بالضرر المباشر هو ما كان نتيجة طبيعية للعمل غير المشروع الذي ارتكبه محدث الضرر ويتم تقدير التعويض عن هذا النوع من الضرر وفقاً

(١) د. طارق عفيفي، مصدر سابق، ص ٢٠٣.

(٢) رائد فيصل غازي، مصدر سابق، ص ١٢٧.

(٣) د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج ١، مصدر سابق، ص ٨٦٢.

للقواعد العامة الواردة في القانون المدني بمقدار ما لحق المتضرر من خسارة وما فاتته من كسب^(١).

٣- أن يصيب الضرر مصلحة مشروعة أو حقاً مشروعاً للمضرور.

يشترط في الضرر الموجب للتعويض في المسؤولية المدنية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية، بأن يمس مصلحة مشروعة يحميها القانون للتعويض في سوق الأوراق المالية، ذلك أن الضرر هو الأذى الذي يصيب المضرور، إذ ليس كل أذى يصلح بان يكون ضرراً ما لم يتعلق ويمس الحقوق والمصالح التي وفر لها القانون الحماية وجعل الاعتداء أو التجاوز عليها أو الإنقاص منها ضرراً يلزم مسيبه أو محدثه بجبره أو إزالته^(٢)، وحتى تكون المصالح والحقوق التي يحميها القانون والتي تكون صالحة للمطالبة بالتعويض عما يصيبها من أذى، يجب أن تكون مشروعة ولا تخالف الآداب والعادات الأخلاقية والدينية التي تسود المجتمع^(٣).

أما إذا لم ينصب الضرر على حق أو مصلحة مشروعة فلا يجوز التعويض عنه، فلا يجوز الحكم بالتعويض لشخص استغل معلومة سرية غير معلنه لشراء أو بيع أسهمه ثم اتضح أن تلك المعلومة غير صحيحة فلحقته نتيجة لذلك خسارة فادحة نتيجة تصرفه هذا، لان استغلال المعلومات الداخلية والسرية هو بحد ذاته أمر غير مشروع التعامل به وتعاقب عليه القوانين والتشريعات^(٤).

ثالثاً: أنواع الضرر

يبدو الضرر على نوعين وفقاً للقواعد العامة، ضرر مادي وضرر أدبي، فالضرر المادي هو الذي يصيب الشخص في ماله أو حق من حقوقه، أو هو الذي يصيب المضرور في حق من حقوقه المالية^(٥)، وبالنسبة لمسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية هو

(١) ينظر نص المادة (١/٢٠٧) من القانون المدني العراقي.

(٢) جبار صابر طه، إقامة المسؤولية المدنية عن العمل غير المشروع على عنصر الضرر، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية القانون - جامعة الموصل، ١٩٨٤، ص ١٠٧.

(٣) د. منذر الفضل، النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام، دار الثقافة، عمان - الأردن، ١٩٩٢، ص ٢٨٩.

(٤) رائد فيصل، مصدر سابق، ص ١٢٩.

(٥) د. عبد الرزاق أحمد السنهوري، مصدر سابق، ص ٥٧٣، د. محمد إبراهيم دسوقي، القانون المدني للالتزامات، مصر - القاهرة، أسيوط، بدون سنة نشر، ص ١٢٩.

"الضرر الذي يصيب العملاء أو الغير نتيجة لخطأ صادر عن المحلل المالي"، أو هو "الإخلال بمصلحة ذات قيمة مالية للمضروب"^(١)، فكل تعدٍ على حق من الحقوق التي تتصل بشخص الإنسان بحيث يرتب عليه خسارة مالية يعد من قبيل الضرر المادي^(٢).

إن الأصل في القواعد العامة للمسؤولية المدنية أن المسؤول (المحلل المالي) يُسأل عن الضرر المباشر المتوقع وغير المتوقع في حال تحقق المسؤولية التقصيرية، وعن الضرر المباشر المتوقع في حال قيام المسؤولية العقدية، أما عن الضرر غير المتوقع فلا يُسأل عليه (المحلل في سوق الأوراق المالية) في نطاق المسؤولية العقدية إلا إذا كان قد ارتكب غشاً أو خطأً جسيماً، فهنا سوف يُسأل عن الضرر المتوقع وغير المتوقع، وإلى ذلك اشارت المادة (١٦٩/ثالثاً) من القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ المعدل والتي تنص على ان "٣- فإذا كان المدين لم يرتكب غشاً أو خطأً جسيماً فلا يجاوز في التعويض ما يكون متوقعاً عادةً وقت التعاقد من خسارة محل أو كسب يفوت".

أما النوع الثاني للضرر وهو الضرر الأدبي، وهو "الضرر الذي يُصيب الإنسان في شعوره أو عاطفته أو في كرامته أو شرفه أو عرضه أو مركزه الاجتماعي أو في اعتباره المالي أو غير ذلك في الأمور المعنوية"، أي أنه الضرر الذي يصيب الشخص في حق غير مالي^(٣)، ويكون التعويض في هذا النوع من الأضرار هو جبراً لكل ما أصاب المضروب في ضرر سواء كان مادياً أو معنوياً، كما يمكن التعويض عن تفويت الفرصة إذا كان بإمكان الشخص المضروب أن يجني منها ربحاً أو عائداً.

ونتيجة لذلك فإن حصول المستثمر المتضرر على حقه في التعويض عما أصابه من أضرار مادية تسبب بها المحلل المالي في سوق الأوراق المالية لا ينفي حقه في المطالبة بالتعويض عن الضرر الأدبي الذي يصيبه إلى جانب الضرر غير المادي (المعنوي)، كالشعور والسمعة في الوسط التجاري فيما بين التجار المستثمرين في الأوراق المالية، كما لو اضر المحلل بسمعة العميل أو الزبون بين العملاء في سوق الأوراق المالية، كما أن المطالبة

(١) د. محمود جمال الدين زكي، مشكلات المسؤولية المدنية، الجزء الأول، مطبعة جامعة القاهرة-مصر، ١٩٧٨، ص ٢٦٤.

(٢) د. حسن علي دنون، مصدر سابق، ص ٢٢٧.

(٣) د. عبد المجيد الحكيم، الوجيز في شرح القانون المدني، مصادر الالتزام، دراسة مقارنة مع الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، شركة الطباعة والنشر الأهلية، بغداد، ١٩٦٣، ص ٤٥٦.

بالتعويض عن الضرر الأدبي يكون فقط في مجال المسؤولية التقصيرية، إذ يتم التعويض فيها غير الضرر المباشر سواء كان متوقعاً أو غير متوقع، كما قد يكون الضرر الأدبي الأكثر أهمية من الضرر المادي لأن المستثمر أحياناً قد يكون شخصاً معنوياً، وفي هذا الإطار يكون للسمعة التجارية والاعتبار أهمية كبيرة بالنسبة له^(١).

وفي كل الأحوال فإن محكمة الموضوع تقدر التعويض المستحق عن الضرر المتحقق بقدر ما لحق المتضرر من خسارة وما فاتته من كسب، ويقع على عاتق المضرور عبء إثبات الضرر المادي الذي أصابه^(٢).

وتتجلى صورة الضرر الأدبي أو المعنوي في سوق الأوراق المالية بالإضرار في سمعة التجار والمستثمرين والمساس بها، فيكون الضرر في هذه الحالة قد أصاب المضرور في جانب غير مالي وهي السمعة، وفي ذلك تنص المادة (١/٢٠٥) من القانون المدني العراقي على أن "١- يتناول حق التعويض الضرر الأدبي كذلك فكل تعدٍ على الغير في حريته أو في عرضه أو في شرفه أو في سمعته أو في مركزه الاجتماعي أو في اعتباره المالي يجعل المتعدي مسؤولاً عن التعويض"، وتطبق حينها القواعد العامة التي تقضي بالتعويض الأدبي من حيث الأشخاص الذين لهم حق المطالبة بالتعويض، وفي نطاق قيام المسؤولية المدنية للمحلل المالي فإن الضرر المعنوي أو الادبي يتمثل بما يصيب شركة التحليل المالي نتيجة لعدم التزام المحلل المالي بالتزاماته والذي يؤدي الى الاضرار بسمعة الشركة. وخير مثال على الضرر الأدبي بالنسبة لمسؤولية المحلل هو الكذب في الإفصاح عن نوع النشاط الذي تمارسه الشركة المصدرة للأوراق المالية وعلى خلاف الحقيقة، الأمر الذي يؤدي إلى إصابة المستثمر بضرر في سمعته أو كرامته^(٣).

(١) د.آلاء يعقوب يوسف، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في

مجلة كلية الحقوق - جامعة النهرين، المجلد ٨، العدد ١٣، ٢٠٠٥، ص ١٩٢.

(٢) إلى ذلك أشارت المادة (١/٢٠٧) من القانون المدني العراقي بقولها : (تقدر المحكمة التعويض في جميع الأحوال بقدر ما لحق المتضرر من ضرر وما فاته من كسب ...).

(٣) رائد فيصل غازي، مصدر سابق، ص ١٣١.

الفرع الثالث

العلاقة السببية بين الخطأ والضرر

لا يكفي لقيام مسؤولية المحلل المالي المدنية في سوق الأوراق المالية بتحقيق ركني الخطأ والضرر فقط، بل لكي تكتمل مسؤولية المحلل المالي فلا بد من توافر الرابطة التي تتسبب سبب ما لحق بالمضرور من ضرر إلى خطأ شخص بعينه وهو الشخص المرخص له (المحلل المالي) في سوق الأوراق المالية، وأن هذا الخطأ هو السبب المنتج والفعال في إحداث الضرر للمضرور سواء كان المضرور مستثمراً أو عميلاً أو غيره، وهذه الرابطة هي ما تسمى بالعلاقة السببية فيما بين الخطأ والضرر الموجب للتعدي^(١).

والعلاقة السببية وفقاً للقواعد العامة تعني بأن يكون الضرر نتيجة مباشرة للإخلال بالالتزام القانوني^(٢)، أي أن يكون الضرر نتيجة طبيعية لإخلال المدين بتنفيذ التزامه التعاقدية في المسؤولية العقدية، وأن يكون نتيجة مباشرة لإخلاله بواجبه القانوني في إطار المسؤولية التقصيرية^(٣).

ولا يكفي أن يثبت الخطأ من جانب المحلل المالي وإصابة المستثمر أو العميل بضرر، بل يجب أن يكون خطأ المحلل وإخلاله بالتزامه بالإفصاح هو الذي سبب الضرر الذي أصاب العميل، أي لابد من أن يكون خطأ المحلل أو المرخص له هو السبب المباشر الذي تسبب بحدوث الضرر بشكل فعال ومنتج بحيث يكون ذلك الخطأ كافياً لإحداث الضرر بالعمل أو المستثمر أو أنه ووفقاً للمجرى العادي للأمر كان يؤدي إلى إحداث الضرر^(٤).

ومتى ما أثبت المضرور رابطة السببية فيما بين خطأ المحلل والضرر الذي أصابه، فإن مسؤولية المحلل تقوم إذا لم يوجد سبب أجنبي يقطعها، ومن ثم يستطيع المحلل أن يدفع

(١) د. صالح راشد الحمراي، مصدر سابق، ٥٥٩، د. محمد إبراهيم دسوقي، القانون المدني الالتزامات، مصدر سابق، ٢٧٤.

(٢) د. عبد المجيد الحكيم، د. عبد الباقي البكري و د. محمد طه البشير، الوجيز في شرح القانون المدني العراقي، مصدر سابق، ص ٢٣٩.

(٣) حسنين علي، مصدر سابق، ص ١١٩.

(٤) د. عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية، مصدر سابق، ص ٣١٧.

مسؤوليته بإثبات السبب الأجنبي^(١) الذي لابد له فيه ويقدم لقاضي النزاع ما ينفي ثبوت السببية وعلى المضرور دحض ما قدمه المحلل أو المرخص له من أدلة ثبوتية^(٢).

كما أن إثبات العلاقة السببية يقع على عاتق كل من يدعي صدور الخطأ سواء كان شخص المضرور (الزبون أو العميل)، وعليه أن يثبت بأن الضرر الذي أصابه كان بسبب خطأ المحلل، وهنا تقوم قرينة قضائية عن العلاقة السببية يترتب عليها نقل عبء إثبات نفي العلاقة السببية على المدعي عليه الذي عليه أن يثبت بأن الضرر كان بسبب أجنبي لابد له فيه كالقوة القاهرة أو خطأ المتضرر أو الغير^(٣)، وهنا تنتفي العلاقة السببية بسبب تحقق السبب الأجنبي والذي يراد به: "كل فعل أو حادث معين لا ينسب إلى المخطئ ويكون قد جعل منع وقوع العمل الضار مستحيلاً"^(٤).

ويُفهم من تعريف السبب الأجنبي انه يحمل عنصرين :
أولاً: أن الفعل لا يُنسب إلى المخطئ.

ثانياً: من المستحيل منع وقوع الضرر، وبذلك تنتفي مسؤولية المخطئ لوجود السبب الأجنبي. والسبب الأجنبي قد ورد في حالات ثلاثة على سبيل المثال وليس الحصر أولهما (فعل الغير والقوة القاهرة أو الحادث الفجائي)^(٥).

ففي حالة وجود القوة القاهرة، فلا يكون المحلل مسؤولاً عن التأخير في تنفيذ الالتزام أو الأخطاء في الأداء في سوق الأوراق المالية والتي تحدث بسبب ظروف خارجة عن إرادة

(١) نصت المادة (١٦٨) من القانون المدني العراقي المعدل على انه: "إذا استحال على الملتزم بالعقد أن ينفذ الالتزام عيناً حكم عليه بالتعويض لعدم الوفاء بالتزامه ما لم يثبت أن استحالة التنفيذ قد نشأت عن سبب أجنبي لا يد له فيه".

(٢) د. طارق عفيفي صادق، مصدر سابق، ص ٢٠٩.

(٣) علي عبيد، العلاقة السببية والضرر، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية القانون جامعة بغداد، ١٩٧٧، ص ٢٧٢.

(٤) د. سليمان مرقس، الوافي في شرح القانون المدني، مصدر سابق، ص ٤٧٨، أستاذتنا ذكرى محمد حسين الياسين، مسؤولية المصرف المدنية الناشئة عن فتح الحساب الجاري وتشغيله، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية القانون - جامعة بغداد، ٢٠٠٦، ص ١٨٠.

(٥) تُعرف القوة القاهرة أو الحدث الفجائي بأنها (أمر غير متوقع الحصول وغير ممكن الدفع يجعل تنفيذ الالتزام مستحيلاً دون أن يكون هناك خطأ من جانب المدين)، ينظر: د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، النظرية العامة للالتزامات، مصر-القاهرة، ١٩٥٢، ص ٩٦٤-٩٦٥.

الطرفين، محلاً كان أم عميل، بما في ذلك الأزمات الاقتصادية التي يترتب على وقوعها تدهور المعاملات داخل سوق الأوراق المالية، وكذلك حالات الطوارئ، والحرائق والفيضانات والكوارث والحروب وكذلك أعمال الشغب، أو فشل وسائل النقل والإضرابات لدى العاملين عند شركات التحليل المالي في سوق الأوراق المالية، فالإضراب هنا مثلاً يكون حدثاً متوقعاً لا ينفي العلاقة السببية وبالتالي تنهض مسؤولية المحلل في سوق الأوراق المالية، والى ذلك ذهب محكمة النقض الفرنسية في قرارها الصادر عنها بتاريخ السادس من أكتوبر عام ١٩٩٣ إلى اعتماد هذا المعيار وألزمت محكمة استئناف باريس في أن تبحث وتنقضي فيما كان الإضراب قد وقع دون سابق إنذار أم انه غير متوقع وغير قابل للمقاومة بحيث تنتفي معه المسؤولية^(١).

والثابت هو خطأ العميل المتضرر في سوق الأوراق المالية، والذي يكون احد الأسباب التي تنفي المسؤولية المدنية عن المحلل المالي بحيث تقطع علاقة السببية فيما بين الضرر والخطأ، ويمكن تصور الخطأ الذي يصدر عن العميل أو الزبون كما في حال قيامه بتقديم معلومات وهمية وغير صحيحة عن وضعه المادي وطموحاته الاستثمارية، لأن التحليل المالي الذي يمارسه المتخصص يعتمد في نجاحه على ما يقدمه العميل من معلومات دقيقة تطابق الواقع، وعليه تنتفي مسؤولية المحلل في حالة عدم تعاون الزبون مع المحلل في سوق الأوراق المالية^(٢)، أو في حالة كونه قد أخفى المعلومات والبيانات التي تعد ضرورية لإصدار المحلل المالي للتقرير المالي الذي يقوم بإعداده والمتعلق بالورقة المالية المتداولة سواء كان إخفاء تلك المعلومات بقصد الإهمال أو الغش، وتكون أية خسارة تلحق بالزبون بسبب ما قدمه من معلومات مضللة للمحلل المالي فلن تقوم مسؤولية المحلل لأن خطأ الزبون هو سبب الضرر^(٣). أما الحالة الثالثة للسبب الأجنبي وهو (فعل الغير)، حيث يعرف الغير بأنه "كل شخص غير المتضرر وغير المدعي عليه بوصفه متبوعاً أو مكلفاً بالرقابة"^(٤).

(١) د. صالح الحمراي، مصدر سابق، ص ٢١٨.

(٢) د. صالح أحمد البديري، المسؤولية المهنية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية (البورصات)، بحث مقدم ضمن اعمال مؤتمر مسؤولية المهنيين المنعقد في كلية القانون - جامعة الشارقة، منشور في كتاب الوقائع، مركز البحوث والدراسات، جامعة الشارقة، الامارات العربية المتحدة، ٢٠٠٦، ص ٤٧٥.

(٣) جمال عبد العزيز، مصدر سابق، ٢١٩.

(٤) د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني (مصادر الالتزام)، ج ١، مصدر سابق، ص ٨٥٥.

فالغير لا يكون طرفاً في العلاقة العقدية التي تربط بين المحلل والزبون أو العميل في سوق الأوراق المالية، وعليه تنتفي العلاقة السببية بين الخطأ الصادر من المدين والضرر الذي لحق بالدائن إذا كان سبب الضرر هو خطأ الغير، كما لو كان الخطأ قد صدر عن شخص يعمل مع الزبون في سوق الأوراق المالية ثم ترك العمل معه وكان على علم بالتقرير المالي المعد من قبل المحلل فيقوم باستخدامه لصالحه دون الحصول على موافقة المحلل صاحب التقرير المالي المتعلق بالورقة المالية^(١).

(١) د. صالح أحمد البديري، مصدر سابق ص ٤٧٦.

المبحث الثاني

مسؤولية المحلل المالي غير المدنية في سوق الأوراق المالية

يحتل المحللون الماليون مركزاً مهماً في سوق الأوراق المالية ولعل السبب من وراء ذلك هو إسهامهم ودورهم الأساسي فيما يقومون بإعداده من تقارير مالية تتعلق بحركة وتداولات الأوراق المالية المدرجة والنشاطات ذات الصلة في سوق الأوراق المالية، مما له الأثر البالغ والكبير في تمكين المستثمرين في الوقوف على حقيقة ظروف وأوضاع الجهة المصدرة للأوراق المالية ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة، كما أن دور المحلل المالي يعتمد على البيانات المفصّل عنها من قبل الجهات المخولة قانوناً بالإعلان والإفصاح عن تلك البيانات والمعلومات، ولعلّ ذلك من شأنه أن يبيث روح الطمأنينة والثقة لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يسهم في تحريك وتطور النمو الاقتصادي وذلك من خلال ما تفرضه تلك الأسواق من عقوبات جزائية وتأديبية على المحللين المخالفين للقوانين والأنظمة واللوائح لعمل تلك الأسواق، ومن ضمن هؤلاء الأشخاص هو المحلل المالي والذي يمارس مهنة التحليل المالي بعد حصوله على ترخيص أو اعتماد من الجهات المخولة بذلك، وإلا أن لم يحصل على الاعتماد المطلوب فإنه يعاقب عقوبات تأديبية أو جزائية وفق التشريعات أو اللوائح أو الأنظمة المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية، والتي ينبغي أن تتم ممارستها وفقاً لمبادئ أخلاقية تحترم بموجبها المكان والآلية التي تتعامل فيها تلك السوق، وللوقوف على هذا الموضوع، سوف نقوم بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين: الأول سوف نخصه للمسؤولية التأديبية للمحلل في سوق الأوراق المالية، أما المطلب الثاني فسوف نتناول فيه المسؤولية الجزائية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية وكما يأتي:-

المطلب الأول

مسؤولية المحلل المالي التأديبية في سوق الأوراق المالية

إن المحلل المالي لا يتمكن من ممارسة نشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية إلا إذا تم اعتماده رسمياً من قبل الهيئة وذلك بعد حصوله على ترخيص يسمح له بمزاولة أعماله في السوق، وإلا فإن كل من يمارس التحليل المالي أو غيره وبدون اعتماد صادر من الجهة المختصة في سوق الأوراق المالية فإنه سيعاقب وفق التشريعات أو القواعد واللوائح المنظمة

لسوق الأوراق المالية، وعليه يكون للمسؤولية التأديبية أثر واضح ومميز في حماية نشاط التحليل المالي للأوراق المالية المتداولة في السوق المذكور، كون هذه المسؤولية تعتمد بل وتستند على قواعد وأسس أخلاقية واجبة الاحترام والتطبيق في سوق الأوراق المالية من قبل المتعاملين فيها، كما ان مخالفة تلك القواعد الاخلاقية من شأنه الاضرار بوظيفة التحليل المالي في السوق، وبموجب ما تقدم ذكره يمكننا القول بأن المسؤولية التأديبية هي مسؤولية غير مدنية، فهي ليست مصدرها العقد أو العمل غير المشروع، انما مصدرها افعال مخالفة للقانون والنظم والقواعد والتعليمات تستوجب توقيع الجزاء المناسب.

وللوقوف عن كثب على مسؤولية المحلل المالي التأديبية في سوق الأوراق المالية، فلا بد من بيان الجهة المختصة بفرض المسؤولية التأديبية على المحلل في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال الفرع الاول، وبيان انواع المسؤولية التأديبية المفروضة على المحلل في سوق الأوراق المالية وذلك في فرع ثانٍ وكالآتي:-

الفرع الأول

الجهة المختصة بفرض المسؤولية التأديبية على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

بشكل عام تنشأ المسؤولية التأديبية عن (كل فعل أو امتناع عن فعل مخالف لقاعدة قانونية يصدر أثناء الوظيفة أو خارجها بما ينعكس عليها وبغير عذر مقبول)^(١)، كما يمكن تعريف المسؤولية التأديبية بأنها (كل الأفعال ذات الطابع الايجابي والطابع السلبي، والتي يتم إثباتها على نحو مخالف للقانون والنظم واللوائح والتعليمات والقواعد بما يستوجب معها توقيع الجزاء الإداري)^(٢).

إن مهنة التحليل المالي في سوق الأوراق المالية تقوم على أسس أخلاقية تستوجب من القائم بها التحلي بمجموعة من المبادئ والأسس الأخلاقية واحترام جملة من القواعد والأنظمة واللوائح وألا فإنه يتعرض للمسائلة من قبل جهة مختصة بتوقيع الجزاءات التأديبية باعتباره قد اخلّ بتلك اللوائح والقواعد وتنشأ حينها مسؤوليته التأديبية غير المدنية، وبما أن المحلل المالي يعد من الأشخاص الذي يساهمون في تكوين رؤوس الأموال وتشجيع العملاء والمستثمرين على

(١) بن عيسى عبد العزيز، المسؤولية التأديبية للموظف في التشريع الجزائري، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الحقوق والعلوم السياسية - جامعة الدكتور الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر، ٢٠١٦-٢٠١٧، ص ٣١.

(٢) حسنين علي، مصدر سابق، ص ١٢٣.

القيام باستثماراتهم في سوق الأوراق المالية من خلال ما يمدّهم به المحلل من تقارير مالية تساعد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الصائبة والمناسبة^(١)، لذلك فإن الأمر يتطلب من المحلل المالي احترام القواعد الخاصة بسوق الأوراق المالية خصوصاً عند تعاملهم مع العملاء والمستثمرين، خصوصاً وأن القوانين الخاصة والتي تنظم عمل سوق الأوراق المالية تقوم ببيان وشرح آلية عمل المحللين الماليين ممن يمارسون وظيفة التحليل المالي في سوق الأوراق المالية، وألا فإن شركات التحليل المالي والمحللين الماليين من الأفراد والذي يعملون لحساب تلك الشركات سوف يتعرضون لجزاءات وعقوبات تأديبية لتوفير القدر الكافي من الأمان والثقة والطمأنينة للعملاء والمستثمرين معاً وللحفاظ على النظام الخاص لسوق الأوراق المالية، خصوصاً وأن تلك الجزاءات والعقوبات تسري على كافة الممارسات الضارة والتصرفات التي من شأنها المساس بسوق الأوراق المالية سواء كانت تلك التصرفات والممارسات صادرة عن المحللين الماليين أو غيرهم من الأشخاص المرخص لهم وسواء كانوا أشخاص عاديين أو مستثمرين^(٢)، كما أن الشخص المعتمد (المحلل المالي وغيره) ممن يمارس نشاطه في سوق الأوراق المالية يخضع للإجراءات التأديبية التي تنظمها طبيعة عمل تلك الأسواق^(٣).

بالنسبة للمشرع العراقي في القانون رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ فإنه قد ألزم جميع العاملين في سوق الأوراق المالية بضرورة احترام التعليمات والقوانين واللوائح المعمول بها في السوق، وفي حال مخالفتهم لتلك التعليمات والقوانين فسوف تتم مساءلتهم أمام لجنة إدارة الأعمال^(٤)، والتي تعد السلطة التأديبية في القانون العراقي، وقد أشارت الفقرة الثانية من القسم ١١ من القانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ بأن لجنة إدارة الأعمال تلك يتم تعيينها من قبل مجلس المحافظين والتي تكون قوانينها متماشية مع قواعد السوق، وتتألف تلك اللجنة بطبيعة الحال من أعضاء عموميين يكون رئيسها هو المنظم للسوق، كما ويكون لتلك اللجنة صلاحية تسوية الخلافات في السوق بشكل يتفق مع قواعد السوق^(٥).

(1) Michael Becket, How the stock market works, London Philadelphia new Delhi, P69.

(٢) عبد الفتاح سليمان، منازعات الأوراق المالية، بدون ناشر، ٢٠١٠، ص ٥١.

(٣) د. طارق عفيفي صادق، مصدر سابق، ص ٢٦٥.

(٤) القسم (١١) الفقرة ١ من القانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

(٥) الفقرة ٣ من القسم (١١) من القانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

ويلاحظ ان المشرع العراقي في القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٧، قد استحدث (الهيئة العراقية المؤقتة للسندات) وذلك بموجب المادة الاولى من القسم (١٢) من القانون المذكور والتي تنص على (يتم استحداث الهيئة العراقية المؤقتة للسندات...)، وتسمى بالهيئة المؤقتة لان القانون الذي استحدثها مؤقت فهي تكون مؤقتة ايضاً^(١)، كما وقد اطلق عليها النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية تسمية (هيئة الاوراق المالية العراقية)، حيث نص على انه "الهيئة: هيئة الاوراق المالية العراقية"^(٢)، وقد مُنحت الهيئة بموجب القانون المؤقت الشخصية المعنوية ويكون لها بموجب هذه الصفة حق التقاضي وذلك بموجب نص المادة الرابعة من القسم/١٢ من القانون المؤقت والتي تنص على " تمتلك الهيئة الشخصية القانونية وحق التقاضي ويمكن تمثيلها في الاجراءات القانونية من قبل حكومة العراق أو أي محامي تعينه الهيئة لهذا الغرض"، وكان الاجدر بالمشرع عدم النص على هذه المادة، كون ان حق التقاضي للشخص المعنوي يُعدّ من الحقوق المكفولة قانوناً دون الحاجة الى النص عليه في القانون^(٣).

ونرى من الضروري بأن يكون عدد اعضاء الهيئة لا يقل عن تسعة اعضاء من ذوي الخبرة والعلاقة بنشاط الهيئة وفي مجالات واختصاصات متنوعة كالقانون والعلوم المصرفية والاقتصاد وغيرها، وذلك لما تتمتع به الهيئة من صلاحيات واسعة كالإشراف والرقابة والمتابعة وتوقيع الجزاءات وغيرها ولأهمية الدور التنظيمي الذي تضطلع عليه في سوق الاوراق المالية^(٤). أما بالنسبة لمشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ فقد خول هيئة الأوراق المالية العراقية سلطة التأديب في سوق الأوراق المالية، والحق في توقيع الجزاءات التأديبية على المرخص له في السوق حال ارتكابه وقيامه بأي مخالفة لقواعد السوق سواء كان ذلك الشخص المرخص له وسيطاً، مستشاراً أو محلاً مالياً وكما ذكرنا سابقاً بان مشرعنا لم ينظم عمل المحلل المالي مطلقاً إلا أن الواضح والثابت أن الجهة الموكلة إليها توقيع الجزاءات على الأشخاص المرخصين بمزاولة نشاطاتهم في سوق الأوراق المالية في حال مخالفتهم لقواعد وتعليمات السوق

(١) د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الاوراق المالية، مصدر سابق، ص ٤٥٤.

(٢) المادة ١/ف/١ من النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨.

(٣) علي عدنان جبير، مصدر سابق، ص ١٤٧.

(٤) ينظر القسم (١٥) من القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٤ والمتعلق بالعقوبات.

والقوانين التي ينظم عملها هي سلطة واحدة وهي هيئة الأوراق المالية وكما هو واضح في التشريعات محل المقارنة، ولقد نصت المادة (٦٨) في الفقرة (أ) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ على ما يلي: " للهيئة إجراء أي تحقيق رسمي أو غير رسمي لتحديد ما إذا كان الشخص قد ارتكب مخالفة، أو كان على وشك ارتكاب مخالفة، لأي من أحكام هذا القانون أو تعليمات وقرارات الهيئة أو الأدوات التنظيمية وقواعد الإجراءات الخاصة بأي سوق أوراق مالية مرخص أو جمعية أوراق مالية مرخصة أو مركز إيداع مرخص، فإذا اقتنعت الهيئة، بعد إجراء التحقيق بوقوع مخالفات أو بأنها على وشك الوقوع فلها اتخاذ إجراء وفقاً للمواد ٧٠ و ٧٢ و ٧٦".

كما أن المشروع العراقي وفقاً للمواد السابق ذكرها، أعطى للهيئة صلاحية رفع دعوى ضد الأشخاص المخالفين للقانون، ولعلّ من أهم تلك المخالفات هي إعطاء معلومات غير صحيحة، وإن الدعوى التي تقيمها الهيئة العامة تكون على الشركة المرخصة بمزاولة نشاطها في سوق الأوراق المالية باعتبارها إحدى دعاوى المسؤولية التقصيرية التي تقام على الشركة أو تابعيها والتي تكون ناشئة عن تقصير الشركة المرخصة في واجبها بتنفيذ الالتزام بالإفصاح^(١).

ولقد أعطى المشرع الإماراتي الاختصاص في فرض الجزاءات التأديبية إلى هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية^(٢)، وذلك بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل، ويبدو ذلك واضحاً من نص المادة (١٦) والمادة (١٧) من القرار المذكور والمتعلقة بالجزاءات والمخالفات التي تفرض على المحلل المالي حال مخالفته لأحكام القانون أو اللوائح أو القرارات التي تصدر عن الهيئة والتي اشارت وخولت هيئة الأوراق المالية مباشرة التحقيق في مخالفة الشركة المرخصة بالتحليل المالي أو المحلل في أي من الحالات التالية:-

١. الإخلال بأحكام القانون أو التعليمات أو اللوائح أو القرارات التي تصدر عن الهيئة.

(١) ينظر نص المادة (٧/٧٤) من مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨.

(٢) نصت المادة (٤) من نظام السوق المالية السعودي رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٣ على أن: "الجهة المختصة بفرض الجزاءات والعقوبات التأديبية على المرخص له هي هيئة الأسواق المالية وهي ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ولها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها بموجب هذا النظام".

٢. القيام بأي سلوك يراد به بشكل مباشر أو غير مباشر تضليل جمهور المتعاملين أو الترويج لأية بيانات أو معلومات غير صحيحة عن اوضاع السوق أو المتعاملين فيه.
٣. الخروج على معايير السلوك المهني.

كما وأشارت المادة (١٦) من قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي لسنة ٢٠٠٨ المعدل الى سلطة الهيئة فيما لو توصلت ومن خلال التحقيقات التي قامت بها بأن المخالفة التي قام بها المحلل أو الشركة المرخصة تشكل جريمة جزائية، فأن لها إحالة المخالفة الى النيابة العامة لمعاقبة المخالف بعقوبة الغرامة أو الحبس وهي العقوبات الجزائية التي تفرض على المحلل المالي والواردة في القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع والتي سوف نتطرق لها في المطلب الثاني من محور هذه الدراسة.

أما المادة (١٧) من قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي لسنة ٢٠٠٨ المعدل، ايضاً قد اشارت الى سلطة الهيئة في فرض الجزاءات التأديبية والمتمثلة بسحب الترخيص أو إيقاف المحلل عن مزولة الاعتماد أو الغاء الاعتماد وذلك اذا تحققت أحد الحالات التالية:-

- ١- فقدان شرط من شروط الاعتماد المنصوص عليها في القانون.
 - ٢- الاخلال الجسيم بأي من الواجبات أو الالتزامات الواردة في القانون أو اللوائح أو القرارات.
 - ٣- التخلف عن سداد رسم تجديد الاعتماد السنوي.
 - ٤- صدور حكم قضائي قطعي يقضي بإشهار إفلاس الشركة المرخصة بالتحليل المالي.
- كما أن الهيئة في التشريع الإماراتي تم تنظيمها بموجب القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، والذي أشار في المادة الثانية منه إلى: "تنشأ في عاصمة الدولة هيئة عامة تسمى "هيئة الأوراق المالية والسلع" تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام هذا القانون والأنظمة التي تصدر تنفيذاً له وتلحق بالوزير. وللهيئة أن تنشأ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابية على الأسواق. ويحظر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أية أوراق مالية".

وكذلك أشار القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع في المادة السادسة منه إلى أن:

"يتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة يشكل بقرار من مجلس الوزراء برئاسة الوزير وعضويه : ١ - خمسة أعضاء من ذوي الخبرة والاختصاص يرشحهم الوزير.

٢ - الرئيس التنفيذي للهيئة. وينتخب المجلس في أول اجتماع له نائباً من بين أعضائه يحل محله عند غيابه أو قيام مانع لديه، يُعين مقررًا بدوّن محاضر اجتماعاته ويتولى أعمال السكرتارية فيه دون أن يكون له صوت معدود"^(١)، كما وحدد هذا القانون مدة العضوية في الهيئة والتي تكون أربعة سنوات قابلة للتجديد ولمرة واحدة فقط، ويستثنى هذا الحكم الرئيس التنفيذي للهيئة فيما إذا شغل منصب احد الأعضاء لأي سبب من الأسباب وقبل انتهاء مدة عضويته، ويتم تعيينه خلفاً له لباقي مدة المجلس^(٢).

كما وصدر القانون الاتحادي وبالنسبة للشؤون المالية للهيئة، بأن يكون للهيئة ميزانية سنوية يعدها المدير التنفيذي ويعتمدها المجلس على أن تبدأ سنتها المالية في الأول من يناير (كانون الثاني) وتنتهي آخر ديسمبر (كانون الأول) من كل عام^(٣).

ويكون للهيئة جهاز إداري يتم تنظيمه بموجب قرار يصدر من المجلس على أن يتولى إدارته ورئاسته رئيس تنفيذي متفرغ بدرجة وكيل وزارة، ويكون لديه نواب بدرجة وكيل وزارة مساعد يتم تعيينهم بموجب مرسوم اتحادي باقتراح من المجلس. كما ويكون للهيئة مدقق حسابات أو أكثر من المحاسبين القانونيين المقيدين في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ويجري التعيين وتحديد أتعابهم بقرار يصدر سنوياً من المجلس^(٤).

كما وحدد القانون الاتحادي لسنة ٢٠٠٠ والذي نظم هيئة وسوق الأمارات للأوراق المالية والسلع، كل ما يتعلق بالهيئة من حيث مواردها واختصاصاتها والية تشكيلها وأدارتها وغير ذلك^(٥).

(١) تم تعديل نص المادة (٦) بموجب القانون الاتحادي رقم (٢٥) لسنة ٢٠٠٦.

(٢) وإلى ذلك أشارت المادة (٨) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الأمارات للأوراق المالية والسلع.

(٣) نص المادة (١٥) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠.

(٤) أشارت إلى ذلك المادة (١٤) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ والتي تم تعديلها بموجب القانون الاتحادي رقم (٦) لسنة ٢٠٠٦.

(٥) نص المادة (١٩) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الأمارات للأوراق المالية والسلع.

أما بالنسبة للمشرع القطري، فإنه أعطى لهيأة قطر للأسواق المالية الحق في فرض الجزاءات التأديبية للأشخاص المرخص لهم بمزاولة نشاطاتهم في سوق قطر للأوراق المالية وذلك بموجب القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ الملغى بشأن هيئة قطر للأسواق المالية والمعدل بموجب المرسوم بقانون رقم (٢) لسنة ٢٠١٨، حيث نصت المادة الثانية من القانون المذكور على أن " تنشأ هيئة عامة تسمى " هيئة قطر للأسواق المالية " تكون لها شخصية معنوية وموازنة ملحقة بالموازنة العامة للدولة"^(١).

وقد جعل المشرع القطري لمحافظ مصرف قطر المركزي حق الإشراف العام على الهيئة^(٢)، كما انه قد حدد الأهداف العامة للهيئة والتي تكون الغاية منها الحفاظ على الثقة في التعاملات المالية وحماية مالكي الأوراق المالية وبما يحقق الاستقرار للسوق المالية^(٣). ويتولى إدارة هيئة قطر للأسواق المالية، مجلس إدارة يضم عدداً من الأعضاء لا يقل عن خمسة أشخاص من ذوي الخبرة ومن بينهم رئيس ونائب الرئيس يتم تعيينهم وتحديد مكافآتهم بموجب قرار أميري، ويحل نائب الرئيس محل الرئيس في حال غيابه، على أن يكون للمجلس أمين سر يختاره المجلس ويحدد اختصاصاته وصلاحياته ومكافآته المالية^(٤).

(١) يراد به القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢.

(٢) تنص المادة (٣) من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ المعدل على ان ((تتبع الهيئة المحافظ ويكون مقرها مرتبة الدوحة)) والمقصود بالمحافظ حسب نص م/١ من القانون المذكور (محافظ مصرف قطر المركزي).

(٣) نص المادة (٥) من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ المعدل.

(٤) نص المادة (٦) من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠٠٥ والمعدلة بموجب المرسوم بقانون رقم (٢٢) لسنة ٢٠١٨، والتي تنص على ان "تهدف الهيئة الى المحافظة على الثقة في نظام التعامل في الاسواق المالية، وحماية مالكي الازواق المالية والمتعاملين فيها، ويضمن الاستقرار للأسواق المالية والحد من الاخطار التي قد تتعرض لها ولها في سبيل تحقيق ذلك بوجه خاص ما يلي: ١- وضع السياسة العامة للهيئة والاشراف على تنفيذها.

٢- اقرار خطط وبرامج ومشروعات الهيئة، ومتابعة تنفيذها.

٣- اصدار الهيكل التنظيمي للهيئة.

٤- اصدار اللوائح الادارية والمالية ولائحة ادارة الموارد البشرية ولائحة الجزاءات.

٥- اقرار الموازنة التقديرية السنوية للهيئة وحسابها الختامي.

٦- تحديد رسوم الخدمات التي تقدمها الهيئة للغير.

٧- الموافقة على مشروع الاتفاقيات التي تبرمها الهيئة.

٨- اقتراح الادوات التشريعية المتعلقة بأهداف واختصاصات الهيئة.

ولقد حدد المشرع القطري في القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية مدة العضوية في مجلس إدارة الهيئة، والتي تكون ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد أخرى مماثلة^(١).

ويكون لمجلس إدارة الهيئة صلاحيات عدّة حددتها المادة السابقة من القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ والمعدلة بمرسوم قانون رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧، والتي من أبرزها رسم السياسة العامة للهيئة، وتحديد رسوم الخدمات التي تؤديها الهيئة وإصدار التراخيص المتعلقة بالأوراق المالية وغيرها من الصلاحيات.

كما ويكون للهيئة رئيس تنفيذي من غير أعضاء المجلس يتم تعيينه بقرار أميري بمقتراح من الوزير، ويتولى وتحت إشراف المجلس جميع شؤون الهيئة الإدارية والفنية والمالية، كما ويتولى الإشراف العام على حسن سير عمل الهيئة وتنفيذ قرارات المجلس وإعداد جداول أعمال المجلس وغيرها من الصلاحيات التي يقوم بها رئيس مجلس إدارة الهيئة^(٢).

كما وأشار القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ الملغى كل ما يتعلق بهيئة قطر للأسواق المالية من حيث إنشائها، صلاحياتها واختصاصاتها، سجلاتها واجتماعاتها ودورها في إجراء التحقيق في أي مخالفات متعلقة بتطبيق أحكام هذا القانون واللوائح والتعليمات الصادرة تنفيذاً له، كما ويكون لها حق التفتيش على الجهات الخاضعة لرقابتها للتأكد من مدى التزامها بتلك الأحكام^(٣).

ويكون لهيئة قطر للأسواق المالية الحق في اتخاذ كل أو بعض الإجراءات التي حددها القانون في حالة وقوع أي مخالفة من قبل احد الخاضعين لرقابة الهيئة واهم هذه الإجراءات، الإنذار، اللوم، وضع القيود على الأعمال التي تزاولها الجهة الخاضعة لرقابة الهيئة، سحب

و"يتولى ادارة الهيئة مجلس ادارة يُشكل من رئيس ونائب للرئيس وعدد من الاعضاء لا يقل عن خمسة من ذوي الخبرة في مجالات عمل الهيئة ويصدر بتعيين المجلس وتحديد مكافآت الرئيس ونائبه والاعضاء بقرار اميري ويحل نائب الرئيس محل الرئيس في حالة غيابه أو خلو منصبه ويكون للمجلس امين سر يختاره المجلس ويحدد اختصاصاته ومكافاته المالية".

(١) نص المادة (٥) من القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥.

(٢) نص المادة (١٧) من القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ والمعدلة بمرسوم قانون رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧ والتي عدلت بالقانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩.

(٣) نص المادة (٢٥) من القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ والمعدلة بمرسوم قانون رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧.

والغاء الترخيص، الإيقاف عن العمل فترة معينة، فرض جزاء مالي لا يقل عن خمسة آلاف ريال يومياً عن المخالفة المستمرة، وفرض جزاء مالي لا يقل عن عشرة ملايين ريال وللهيئة إلزام المخالف برد الأموال أو تعويض المتضرر^(١).

الآن ان الاجراءات السابقة التي يتم تعديلها بموجب القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢، والذي نظم عمل وآلية نشاط هيئة قطر للأسواق المالية وذلك في المادة (٣٥) منه والتي اعطت للهيئة صلاحية اتخاذ كافة الاجراءات التأديبية في حالة مخالفة احد الاشخاص لأحكام هذا القانون أو اللوائح أو القرارات التي تصدر تنفيذاً له، والتي تنص على ما يلي:

"يجوز للهيئة اتخاذ كل أو بعض الاجراءات الاتية في حالة مخالفة احد الاشخاص لأحكام هذا القانون أو اللوائح أو القرارات الصادرة تنفيذاً له:

- ١- إصدار توجيهات بما يجب اتخاذه من اجراءات تصحيحية.
- ٢- الانذار.
- ٣- اللوم.
- ٤- وضع قيود معينة على اعمال الخدمات المالية التي تزاوّل من قبل الاشخاص الخاضعين لهذا القانون.
- ٥- منع اي شخص من التداول لفترة محددة.
- ٦- الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لفترة زمنية محددة لا تتجاوز ستة أشهر.
- ٧- فرض جزاء مالي لا يتجاوز مبلغ مقداره (١٠,٠٠٠) عشرة آلاف ريال يومياً عن المخالفة المستمرة.
- ٨- فرض جزاء مالي بما لا يتجاوز (١٠,٠٠٠,٠٠٠) عشرة ملايين ريال.
- ٩- منع اي شخص من مزاولة اي عمل في الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة ولها إلزام المخالف برد الاموال أو تعويض الضرر".

ويلاحظ ان المشرع القطري في القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية قد فرض على الشخص المخالف لقواعد الهيئة جزاءات عدّة تفرض على كل من يخالف تعليمات

(١) نص المادة (٢٦) من القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ الملغي والمعدلة بموجب مرسوم بقانون رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧.

ولوائح السوق المالية الامر الذي يشمل جميع الفئات التي تمارس نشاطها في سوق الاوراق المالية، دونما شمول فئة دون اخرى، على الرغم من أنه لم يُشير الى أي من تلك الجزاءات على المحلل المالي في القانون رقم (٥) لسنة ٢٠١٩.

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي فنجد انه قد وضع في اللائحة الفرنسية العامة لهيأة الأسواق المالية (AMF) مدونة أخلاق ملزمة لفئة مقدمي الخدمة من فئة المحللين الماليين الذين لا يقدمون تقاريرهم إلى مقدم خدمات الاستثمار، وذلك في القسم الثاني تحت مسمى إنشاء ميثاق للأخلاقيات والذي ألزم المحللين بضرورة تبني مدونة أخلاقية تحدد مبادئ النزاهة والكفاءة التي يجب عليهم احترامها^(١) وإلى ذلك اشارت الفقرة (أولاً) من المادة (327/6) والتي تنص على "أولاً: تبني المحللون الماليون الخاضعون لهذا الفصل مدونة اخلاقية تحدد مبادئ النزاهة والاستقلال والكفاءة والتي يجب عليهم احترامها، وضرورة اتباع المنهجيات الأساسية لتطوير تحليلاتهم". كما ألزم المشرع الفرنسي المحلل المالي إلى ضرورة الانضمام إلى جمعية مهنية معترف بها دولياً بناءً على طلب مقدم من نفس الجمعية^(٢) وإلى ذلك اشارت الفقرة (ثانياً) من المادة (٣٢٧/٦) والتي تنص "وجوب انضمام المحللون الماليون الى جمعية مهنية معترف بها دولياً تحدد المبادئ الأساسية الواجب على الاعضاء احترام وتطبيق مبادئها" وتكون هذه الجمعية ممثلة لنشاط التحليل المالي، كما أنها تضع مدونة خاصة بقواعد السلوك المهني الواجب على المحلل احترامه والالتزام به^(٣)، وألا فانه يتعرض للعقاب والمسؤولية.

(١) إلى ذلك أشارت المادة (٦/٣٢٧) الفقرة أولاً في اللائحة الفرنسية والنص كما ورد في اللغة الفرنسية:

I. – Les analystes financiers régis par le présent chapitre se dotent d'une charte d'éthique qui définit :

1. Les principes d'intégrité, d'indépendance, de compétence et d'organisation qu'ils doivent respecter ;

(٢) نص الفقرة (ثانياً) من المادة (٦/٣٢٧) من اللائحة الفرنسية لهيأة الأسواق المالية والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

II. – Les analystes financiers régis par le présent chapitre sont dispensés de l'application du I lorsqu'ils adhèrent à une association professionnelle reconnue par l'AMF en application de la sous-section 3 de la présente section.

(٣) نص المادة (٨/٣٢٧) الفقرة (أولاً) من اللائحة الفرنسية والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

وفي حالة مخالفة المحلل المالي للقواعد الأخلاقية أو مخالفته لأحدى قواعد السلوك المهني التي تضعها النقابة المهنية أو الجمعية التي تنظم نشاطاتهم، فإن الجمعية أو النقابة تقوم بالإبلاغ الفوري عن أي من تلك المخالفات ومن ثم فرض العقوبات على العضو (المحلل المالي) المخالف^(١) وتقوم الجمعية المذكورة بسحب اعترافها من العضو المعتمد لديها وإبلاغ العضو المخالف (المحلل المالي) بأنها قد سحبت اعترافها منه^(٢).

الفرع الثاني

أنواع المسؤولية التأديبية المفروضة على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

أن المحلل المالي الفرد عندما يبادر بتقديم خدماته للعملاء والمستثمرين ممن يستثمرون أموالهم في سوق الأوراق المالية في مجال تداولات الأوراق المالية إنما عليه عند تقديم تلك الخدمات أن يراعي ما منصوص عليه في القوانين والتشريعات والقواعد الخاصة والمنظمة لعمل سوق الأوراق المالية، وألا تحققت وقامت مسؤوليته التأديبية عند إخلاله تلك القواعد والتعليمات والقوانين، فمتى ما اخلّ المحلل المالي باللوائح والقواعد التي تحكم سوق الأوراق المالية عدّ مخالفاً وحينها تتحقق مسؤوليته التي ترتب عليها جزاءات تأديبية وانضباطية في مجال نشاطه الذي يمارسه في سوق الأوراق المالية حددتها القوانين والتشريعات محل المقارنة، حيث تتنوع تلك الجزاءات المفروضة على المحلل المالي متى ما قامت مسؤوليته التأديبية.

فبالنسبة للمشرع العراقي فلم ينص على عقوبات تأديبية خاصة بالمحلل المالي ، ذلك لان مشرعنا لم ينظم نشاط المحلل المالي مطلقاً لا في القانون رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤، ولا في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨، الاّ انه قد حدد في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ جملة من القواعد العامة الواجب إتباعها من قبل الهيئة في حالة صدور مخالفة من

I. – L'association professionnelle élabore un code de déontologie qui définit les principes fondamentaux que doivent respecter ses membres. Pour l'application de ces principes, les membres de l'association peuvent tenir compte de leur taille et de leur organization.

(١) نص المادة (١٥/٣٢٧) من اللائحة الفرنسية العامة والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

L'association informe aussitôt l'AMF des sanctions éventuelles prononcées à l'encontre de l'un de ses membres.

(٢) نص المادة (١٧/٣٢٧) الفقرة/ثانياً من اللائحة الفرنسية والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

L'association doit informer ses adhérents du retrait de sa reconnaissance.

الأشخاص المرخص لهم ممارسة نشاطاتهم في سوق الأوراق المالية سواء كان المحلل المالي أو المستشار أو غيرهم من الأشخاص المرخصين للعمل في سوق الأوراق المالية، حيث نصت المادة (٧٤) الفقرة (أ) من المشروع إلى أن "إذا توصلت الهيئة وفقاً للمادة (٧٢) من هذا القانون إلى أن شخصاً ما قد ارتكب مخالفة لأي من أحكام هذا القانون أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه، فللهيئة اتخاذ إجراءات أو أكثر من الإجراءات التالية :

- ١- نشر نتائج التحقيق .
- ٢- إصدار أمر للشخص المعني بالتوقف والامتناع عن ارتكاب المخالفة أو عن أي محاولة لارتكابها أو عن التسبب بارتكابها أو بالمطالبة بإزالة المخالفة .
- ٣- إصدار أمر للمخالف بالتخلي عن أي أرباح حققها أو خسائر تفادها بسبب المخالفة.
- ٤- فرض غرامات مالية وفقاً للمادة (٧٥) من هذا القانون.
- ٥- الأمر بوقف إصدار أو تداول أي ورقة مالية ذات علاقة بالمخالفة.
- ٦- إذا كانت المخالفة تتعلق بإصدار أوراق مالية مملوكة للجمهور، فيتم إيقاف التداول بها لمدة تزيد على ١٠ أيام أو الأمر بإلغاء إدراج تلك الأوراق المالية أو إخراجها من التداول في سوق الأوراق المالية المرخص.
- ٧- أمر مرتكبي المخالفة بإجراءات تصحيحية مناسبة، بما في ذلك تصحيح أي معلومات غير صحيحة أو مضللة تمت إتاحتها للجمهور.
- ٨- في حال تخلف أي من المساهمين الرئيسيين عن استيفاء متطلبات تقديم التقارير التي قد تقتضيها التعليمات الصادرة من الهيئة بموجب المادة (٣٣) من هذا القانون، فللهيئة تعليق حق ذلك المساهم الرئيسي في التصويت لمدة حددها الأعلى (١٢) شهراً وذلك بالإضافة للعقوبات والتدابير التصحيحية الواردة أعلاه.
- ب- للهيئة أن ترفض منح الرخصة أو تقوم بتعليقها أو تقييدها أو إلغائها لأي شخص أو مرخص له، بما في ذلك الشخص المنتسب، إذا تبين لها أن ذلك الشخص قد قام بأي مما يلي:-

- ١- مخالفة أي من أحكام هذا القانون أو تعليمات وقرارات الهيئة.

٢- مخالفة أي من الأدوات التنظيمية أو القواعد أو الإجراءات الخاصة بسوق أوراق مالية مرخص أو جمعية أوراق مالية مرخصة أو مركز إيداع مرخص مما ينطبق على ذلك الشخص.

٣- تقديم معلومات غير صحيحة في طلب الترخيص أو التسجيل أو في أي تحديث لهما.

٤- إدانته من قبل محكمة مختصة بارتكاب جنحة احتيال أو خداع أو جناية...^(١).

وقد سمح مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ للشخص المرخص له بمن فيهم (المحلل المالي) ممن صدر بحقه قرار من الهيئة أن يطعن بذلك القرار أمام محكمة الاستئناف وذلك بموجب نص المادة (٧٣) من المشروع المذكور خلال مدة أقصاها ثلاثون يوماً من تاريخ صدور قرار نهائي من الهيئة، كما لا يؤدي صدور الهيئة إلى وقف أو تعليق فرض أي عقوبات أو تدابير تصحيحية إلا إذا اتخذت الهيئة أو المحكمة الاستئناف بإجراءات إيجابية لإرجاء أو تعليق تلك العقوبات^(٢).

ويلاحظ على موقف المشروع فيما يتعلق بالجزاءات التأديبية ما يأتي :-

١- أشار المشروع العراقي لسنة ٢٠٠٨ إلى وجوب فرض جزاء تأديبي في حالة ارتكاب مخالفة أو محاولة ارتكاب تلك المخالفة دون أن يوضح المعيار الواجب اعتماده في معرفة محاولة ارتكاب الشخص المرخص له للمخالفة.

٢- لم يحدد المشرع عند توجيه عقوبة إيقاف النشاط المرخص به في سوق الأوراق المالية مدة الإيقاف، في حين كان من الأفضل حسم النزاع الذي قد يثار بهذا الخصوص وتحديد تلك المدة.

٣- أن المشروع العراقي قد جعل للشخص المرخص له حق الطعن بالقرار الصادر بحقه من قبل هيئة الأوراق المالية من تاريخ صدور القرار، وكان من الأفضل بأن يكون تاريخ علم الشخص المرخص له وإخطاره بالقرار الصادر بحقه، وعلى غرار ما فعله وسار عليه المشرع الإماراتي والذي جعل حق الطعن من قبل المحلل المالي يكون من تاريخ إخطاره بالقرار.

(١) نص المادة (٧٤) الفقرة (أ) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨.

(٢) نص المادة (٧٣) من مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨.

٤- هنالك الكثير من الفقرات الواردة في المادة (٧٤) من مشروع القانون لم تكن واضحة على المستوى المطلوب، كما أن الكثير من الفقرات الواردة فيها لم تُشر إلى العقوبات الصادرة بحق المرخص له بصورة واضحة، ولم تحدد المدد الزمنية حتى يتم من خلالها إزالة المخالفة المنسوبة للشخص المرخص له وكان من الأفضل لمشرعنا تحديدها منعاً للالتباس وفضاً للمنازعات التي قد تنشأ بهذا الشأن.

وعليه نوصي **المشرع العراقي** بضرورة تنظيم عمل المحلل المالي في سوق الأوراق المالية من خلال اصدار تعليمات خاصة تنظم نشاط المحلل المالي، وضرورة معالجة تلك الثغرات القانونية الواردة في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ عند إصداره أو معالجتها من خلال تعديل القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية والصادر بالأمر رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

أما **المشرع الإماراتي** وبموجب قرار مجلس إدارة الهيئة (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، قد حدد الحالات التي يجوز فيها للهيئة التحقيق مع المحلل المالي وهذه الحالات حددتها المادة (١٦) من القرار المذكور والتي تتمثل بحالة إخلال المحلل لأحكام القانون أو اللوائح أو القرارات أو التعليمات الصادرة، أو إتيان سلوك يراد به تضليل الجمهور أو نشر أو ترويج بيانات أو معلومات غير صحيحة عن وضع السوق أو عن المتعاملين أو حالة خروج المحلل المالي عن قواعد السلوك المهني المنصوص عليها قانوناً وعليه نصت المادة (١٦) من القرار المذكور على أن: " أولاً: للهيئة أو بناءً على طلب السوق المعني التحقيق مع الشركة المختصة أو المحلل المالي في أي من الأحوال التالية:

١- الإخلال بأحكام القانون أو اللوائح أو الأنظمة أو القرارات أو التعليمات الصادرة تنفيذاً له.

٢- إتيان سلوك يقصد به (بشكل مباشر أو غير مباشر) تضليل جمهور المتعاملين، أو النشر أو الترويج لأي بيانات أو معلومات غير صحيحة عن أوضاع السوق أو المتعاملين فيه.

٣- الخروج عن معايير السلوك المهني."

أما إذا كانت المخالفة التي ارتكبتها الشركة المرخصة أو المحلل المالي يُشكل جريمة وفيها اعتداء على الحق العام وكانت نتائج التحقيقات التي توصلت إليها هيئة الأوراق المالية تشكل فعلاً جزائياً فإن الهيئة تحيل التحقيق في المخالفة المذكورة إلى النيابة العامة وإلى ذلك أشارت

الفقرة (ثانياً) من المادة (١٦) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي^(١).

وبعد إنتهاء الهيئة من التحقيق الذي قامت به تقوم بفرض جزاءات تأديبية على الشركة المرخصة أو المحلل المالي ممن ارتكب المخالفة من سوق الأوراق المالية، ولعل أهم الجزاءات التأديبية التي تفرضها هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي هي إيقاف الشركة المرخصة أو المحلل المالي عن مزاولة نشاطه في السوق أو إلغاء الترخيص أو إلغاء الاعتماد وذلك في عدة حالات حددها المشرع الإماراتي في المادة (١٧) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص على أن :

" أولاً : للهيئة إيقاف الشركة المرخصة أو المحلل المالي عن مزاولة النشاط أو إلغاء الترخيص أو الاعتماد في أي من الحالات التالية :

١- فقدان شرط من شروط الترخيص أو الاعتماد المنصوص عليها في القانون أو

اللوائح أو الأنظمة أو القرارات أو التعليمات الصادرة تنفيذاً له .

٢- الإخلال الجسيم بأي من الالتزامات والواجبات الواردة في القانون أو اللوائح أو

الأنظمة أو القرارات أو التعليمات الصادرة تنفيذاً له .

ب- التخلف عن سداد رسم تجديد الترخيص أو الاعتماد السنوي^(٢).

٤- صدور حكم قضائي قطعي يقضي بإشهار إفلاس الشركة المرخصة .

(١) والتي تنص على أن: ((ثانياً: إذا استمرت نتائج التحقيقات التي أجرتها الهيئة وفقاً لما ورد في الفقرة (أولاً) من

هذه المادة أن المخالفة تشكل جريمة جزائية، فإنه يتعين إحالة الأمر إلى النيابة العامة)).

(٢) حدد المشرع الإماراتي الرسوم التي يجب على المحلل المالي دفعها وذلك بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة

رقم (٢٨/ر) لسنة ٢٠١٠ بشأن الرسوم المستحقة للهيئة تنفيذاً للقرار رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ بشأن

الاستشارات المالية والتحليل المالي الإماراتي، وذلك بموجب المادة (١) التي تنص على: (تستوفي الهيئة

الرسوم التالية من شركات الاستشارات المالية والتحليل المالي):

١- رسم طلب الترخيص ١٠٠٠ درهماً (ألف درهماً)

٢- رسم الترخيص ٥٠٠٠ درهماً (خمسة ألف درهماً)

٣- رسم تجديد الترخيص ٢٥٠٠ درهماً سنوياً (ألفان وخمسمائة درهماً)

٤- رسم إيقاف النشاط بناءً على طلب الشركة ١٠٠٠ درهماً (ألف درهماً)

٥- رسم طلب إعادة مزاولة النشاط ١٠٠٠ درهماً (ألف درهماً)

٦- رسم الموافقة على إعادة مزاولة النشاط ٥٠٠٠ درهماً (خمسة ألف درهماً)

هـ- حلّ الشركة المرخصة أو تصفيتها".

وهذا يعني أن المحلل المالي والذي يمارس نشاطه في سوق الأوراق المالية إذا ما فقد شرطاً من شروط إعماده والتي سبق وان تمت الإشارة إليها في الفصل الأول من موضوع دراستنا، فانه يكون قد خالف القانون واللوائح والقواعد المنظمة لعمل السوق الأمر الذي يثير مسؤوليته قبل الهيئة، وكذلك إذا ما أضل المحلل المالي إخلالاً جسيماً بأحد الواجبات أو الالتزامات التي يفرضها عليه القانون أو الأنظمة أو القرارات كأن يخلّ المحلل المالي أو الشركة المرخصة بالتحليل المالي بأحد التزاماته التي نص عليه القانون كالتزامه بالإفصاح أو التحليل المالي أو إخلاله بالتزامه بالسرية والتي سبق وان اشرنا إليها في الفصل الثاني من موضوع دراستنا، أو أن يكون قد صدر بحكم المحلل المالي أو الشركة المرخصة حكماً قضائياً بالإفلاس، أو كونه قد تخلف عن تسديد الرسوم الخاصة بتجديد الترخيص أو هو تجديد الاعتماد السنوي لدى الهيئة أو كون الشركة المرخصة قد تمت تصفيتها وحلّها وأصبحت غير موجودة، ففي جميع هذه الحالات تجد الهيئة وبعد التحقيق بالمخالفة أن المحلل المالي أو الشركة المرخصة يعد مسؤولاً ومخالفاً ومن ثم تصدر قرارها بإيقاف نشاطها أو إلغاء ترخيصها أو اعتماده لديها في سوق الأوراق المالية .

وقد سمح المشرع الإماراتي للمحلل المالي فيما لو صدر بحقه قرار بإيقاف نشاطه في التحليل المالي أو فيما لو تم إلغاء اعتماده لدى الهيئة ، بأن يطعن بالقرار الصادر بحقه خلال مدة ثلاثين (٣٠) يوماً من تاريخ إخطاره بالقرار الصادر بحقه أي قرار إيقاف نشاطه أو إلغاء اعتماده لدى الهيئة، والى ذلك أشارت المادة (١٨) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي نصت على أن "يجوز للشركة أو المحلل المالي الطعن في قرار الإيقاف عن العمل أو إلغاء الترخيص أو الاعتماد الصادر من الهيئة لدى المحكمة المختصة وذلك خلال ثلاثين (٣٠) يوماً من تاريخ الإخطار بالقرار".

ومن جميع ما تقدم وفيما يتعلق بالجزاءات المفروضة على المحلل المالي في التشريع الإماراتي نجد أن المشرع الإماراتي في المادة (١٧) من القرار المذكور بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، انه قد اكتفى بإيقاف عمل المحلل المالي عن مزاولته العمل أو إلغاء اعتماده لدى الهيئة فقط ودون النص على جزاءات أخرى من الممكن أن يتم اتخاذها ضد المحلل المالي

في سوق الأوراق المالية فيما لو ارتكب مخالفة بحق العميل أو المستثمر في سوق الأوراق المالية كالإنذار أو اللوم مثلاً، كما أن المشرع الإماراتي لم يحدد مدة إيقاف المحلل المالي عن عمله في سوق الأوراق المالية عند ارتكابه المخالفة، كما انه وان أعطى الحق للمحلل المالي بالطعن بالقرار الصادر ضده خلال مدة (٣٠) يوم، ألا انه لم يبين فيما لو كان قرار العقوبة الصادرة بحقه ينفذ خلال مدة الطعن أم يتم وقفه حتى البتات بالطعن المقدم من قبله وكما فعل المشرع العراقي بالنسبة للمستشار في سوق الأوراق المالية .

وإذا ما تم إلغاء اعتماد المحلل المالي حينها يشطب المحلل المالي الملغى اعتماده من سجل المحللين الماليين المعتمدين المعد بالهيئة لهذا الغرض، والى ذلك اشارت المادة (١٧/ثانياً) من قرار مجلي ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعد بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي والتي تنص على: ".... ويشطب المحلل المالي الملغى اعتماده من سجل المحللين الماليين المعتمدين المعد بالهيئة لهذا الغرض".

أما المشرع القطري لم يبين ولم يذكر جزاءات أخرى غير إلغاء الترخيص أو الاعتماد للمحلل المالي، أما غيرها من الجزاءات فلم يتطرق لها ، في حين نجد أن قانون الخدمات المالية القطري رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغى قد أعطى للهيئة الحق بتعليق نشاط الشركة المرخصة أو الفرد المعتمد لديها، أو إنهاء نشاط الشركة أو سحب الموافقة عن الفرد المعتمد، أو إلزام الشركة بتعليق أو تعديل أو إلغاء الترخيص الممنوح لمزاولة نشاط معين أو أكثر وذلك في حالات واردة في الفقرة / ثانياً من المادة (٦٧) من القانون المذكور، ومن بين وأهم الحالات التي يكون فيها للهيئة الحق في سحب الترخيص أو الاعتماد الممنوح للفرد أو إيقاف نشاطاتهم والتي أشارت لها الفقرة الثانية من المادة المذكورة الفشل في الالتزام بالشروط المنصوص عليها قانوناً أو فشل الشركة في ممارسة النشاط المرخص له ممارسته أو التوقف عن القيام به خلال ستة أشهر، أو فشل الفرد المعتمد في أداء العمل الذي تم اعتماده للقيام به، أو صدور حكم قضائي بحق الفرد المعتمد لدى الهيئة، أو مخالفة أي من القواعد أو الالتزامات المفروضة عليهم من قبل الهيئة وبموجب هذا القانون ، وغيرها من الحالات التي تستوجب من الهيئة إلغاء أو إنهاء الترخيص^(١).

(١) ينظر نص المادة (٦٧) من قانون الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ المعدل .

ولقد أعطى قانون الخدمات المالية القطري رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغى الحق للهيئة إذا ما أصدرت قرارها بتعليق أو تعديل أو إلغاء الترخيص، أن تقوم بأخطار الشركة المرخصة بقرارها بإلغاء الترخيص خلال مدة عشرة أيام من تاريخ صدوره^(١).

وقد أعطى **المشرع القطري** للشركة المرخصة أو الفرد المعتمد لدى الهيئة الحق في التظلم من قرار الهيئة بإنهاء أو إلغاء الترخيص الممنوح لهم أمام لجنة التظلمات خلال مدة (١٥) يوماً من تاريخ تسلمه القرار^(٢).

وفي حالة مخالفة المحلل المالي لقواعد السلوك أو مدونة الأخلاق المعتمدة من قبل الجمعية المهنية للمحللين الماليين المعتمدين، فإن الجمعية تقوم بالإبلاغ وعلى الفور عن المخالفات التي تصدر عن أعضاءها من المحللين الماليين وتفرض عليهم عقوبات محددة^(٣) ولعلّ من أهمها سحب الاعتراف من المحلل المالي من قبل الجمعية المهنية بسبب عدم التزامه بالشروط والقواعد التي يخضع لها نظام الجمعية أو الاتحاد المهني^(٤).

ويجب على الجمعية إبلاغ المحللين الماليين من أعضائها بقرار سحب الاعتراف عنهم عند مخالفتهم وارتكابهم المخالفات لقواعد السلوك المنصوص عليها وذلك ما أشارت إليه المادة الفقرة الثانية من المادة (١٧/٣٢٧) من اللائحة الفرنسية العامة لهيأة الأسواق المالية الفرنسية (AMF).

(١) تنص المادة (٧٠) من قانون الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغى على أن (إذا قررت الهيئة بعد الاطلاع على المذكرات المقدمة إليها، تعليق أو تعديل أو إلغاء الترخيص فيجب عليها اخطار الشركة بالقرار كتابة خلال عشرة ايام عمل من تاريخ صدوره ويُعد نافذاً في مواجهتها من تاريخ تسلم الاخطار).

(٢) نص المادة (٧١) من قانون الخدمات المالية القطري رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغى على أن (يتضمن الاخطار تفاصيل القرار واجراءات وشروط تنفيذه، وحق الشركة في التظلم منه أمام لجنة التظلمات خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تسلمه).

(٣) نص المادة (١٥-٣٢٧) من اللائحة الفرنسية العامة لهيأة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

L'association professionnelle transmet à l'AMF dans les trois mois suivant la fin de chaque année civile une liste actualisée de ses membres.

(٤) نص المادة (١٧-٣٢٧) الفقرة ١ من اللائحة الفرنسية العامة لهيأة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) والنص كما ورد باللغة الفرنسية:

L'association doit informer ses adhérents du retrait de sa reconnaissance.

كما وقد سمح المشرع الفرنسي للمحلل المالي بعد سحب الاعتراف منه بأن يعاود ممارسة نشاطه في السوق وفقاً لبرنامج معين تفصح عنه الجمعية المهنية للمحللين الماليين، وفقاً للمادة (١٨/٣٢٧) عن اللائحة الفرنسية العامة المشار إليها.

ويلاحظ على التشريعات محل المقارنة أنها اختلفت في تحديد الجزاءات التأديبية المفروضة على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية ولم تُشر إلى جزاءات موحدة فيما عدا ما يتعلق بعقوبة قرار الهيئة بإيقاف النشاط أو إلغاء الترخيص في التشريع الإماراتي والعراقي والقطري، في حين أن المشرع الفرنسي انفرد عنها بقرار سحب الاعتراف من المحلل المالي المعتمد لدى الهيئة.

المطلب الثاني

مسؤولية المحلل المالي الجزائية في سوق الأوراق المالية

إن الحماية القانونية في سوق الأوراق المالية خاصة والتعامل الاقتصادي والمالي عامة لا تكتمل مظاهرها إلا بوجود نظم وقواعد جنائية تمنع وتردع كل شخص طبيعي كان أم معنوي في السوق يحاول الخروج عن السلوك المهني القويم، والذي فرضته التشريعات عامة والتشريعات محل المقارنة خاصة على المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ولحماية هذه التعاملات وغيرها، قد لا يكون كافياً بأن يترك الأمر لإرادة العملاء والمستثمرين ممن يصيبهم الضرر عما يصدر عن الأشخاص المرخصين في تلك السوق من أفعال تخالف النظام الرقابي المتبع في السوق والذي تمارسه الهيئة، فقد يرى أولئك المستثمرين المضطربين عدم الاهتمام والسير في دعوى المسؤولية المدنية ضد مسبب الضرر وعلى الرغم مما أصابه من خسارة كبيرة يصعب عليه تداركها^(١)، خاصة وأن قواعد السوق الرقابية - وعلى الأغلب - قد لا تكون كافية لحماية السوق المالية^(٢)، وعليه ولتدارك هذا النقص اتجهت التشريعات لمعالجة السلوك والممارسات غير المشروعة التي ترتبط بسوق الأوراق المالية ومن ضمنها قواعد المسؤولية الجزائية للمحلل المالي

(1) Hannoun Charley, La deontologie des activites financieres: contribution aux recherches actuelles sur le neocorporatisme, R.T.D.com, Jull- Sep., 1989, P.429-230.

(٢) د. محمد تنوير الرفاعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال حمايتهم، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٥٨٥.

رغبة منها في حماية شفافية هذه الاسواق ونزاهة التعامل فيها ودون الاكتفاء بالمسؤولية التأديبية، لذا سنقوم بتقسيم هذا المطلب الى فرعين، الاول سنتناول فيه مفهوم مسؤولية المحلل المالي الجزائية في سوق الاوراق المالية، أما الفرع الثاني فسنفرده لبيان أنواع الجزاءات الجزائية المفروضة على المحلل المالي في سوق الاوراق المالية وكالاتي:

الفرع الأول

تعريف مسؤولية المحلل المالي الجزائية في سوق الاوراق المالية

لم تضع التشريعات عامة والتشريعات محل المقارنة خاصة تعريفاً محدداً للمسؤولية الجزائية للمحلل المالي، على الرغم ما لها من أهمية كبيرة في توفير الحماية اللازمة لأسواق الاوراق المالية من جهة، والمتعاملين فيها من جهة أخرى، خصوصاً وان سوق الاوراق المالية لها تأثير كبير وشأن واسع في قيام اقتصاديات الدول والمستثمرين فيها على حد سواء، وكذلك القضاء لم يعرف هذه المسؤولية بل وحتى القوانين والتعليمات التي تنظم سوق الاوراق المالية لم تعرف مسؤولية المحلل الجزائية في السوق، وهذا الامر قد فسخ المجال للفقهاء والمختصين من الكتاب في هذا المضمار وحاولوا وضع تعريف شامل للمسؤولية الجزائية ولعل من أبرز تلك التعريفات بهذا الشأن، التعريف الذي تبناه الفقه الفرنسي والذي يُعرّف المسؤولية الجزائية بأنها "الالتزام بتحمل النتائج القانونية التي تترتب على توافر أركان الجريمة ومحل هذا الالتزام هو التدبير أو العقوبة التي يوقعها القانون بمن يكون مسؤولاً عن الجريمة"^(١)، ويلاحظ أن هذا التعريف للمسؤولية الجزائية لا يوجد هنالك مانع من أن يتم تطبيقه على المسؤولية الجزائية للمحلل في سوق الاوراق المالية كونه واضح ويغني عن باقي التعريفات.

كما ويمكن أن تعرّف المسؤولية الجزائية بأنها "التزام شخص بتحمل الآثار القانونية المترتبة على قيام فعل يعتبر جريمة من وجهة نظر القانون وان الأثر المترتب على هذا الالتزام هو العقوبة أو التدبير الاحترازي الذي يفرضه القانون على فاعل الجريمة أو المسؤول عنها"^(٢).

(١) مشار اليه في د. جمال ابراهيم الحيدري، أحكام المسؤولية الجزائية، الطبعة الاولى، مكتبة السنهوري، مكتبة

زين الحقوقية والأدبية، بغداد - العراق، ٢٠١٠، ص ٣٨.

(٢) معتز حمد الله أبو سويلم، المسؤولية الجزائية عن الجرائم المحتملة، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية

الحقوق - جامعة الشرق الاوسط، عمان - الأردن، ٢٠١٤، ص ١٣-١٤.

وهناك من يعرفها بأنها "علاقة قانونية تقوم بين الدولة والفرد وبموجبها يلتزم الفرد إزاء السلطة العامة بالإجابة عن فعله المخالف للقاعدة القانونية والخضوع لرد الفعل المترتب على المخالفة"^(١)، وهذا التعريف لا يختلف عن سابقه من حيث معناه وخطوطه العامة، فكل منها يجعل من المسؤولية الجزائية ارتكاب فعل مخالف للقواعد القانونية يترتب على فاعله ردة فعل تتمثل بالعفوية أو التدبير الاحترازي.

وعليه وفي نطاق سوق الأوراق المالية يمكن تعريف المسؤولية الجزائية للمحلل المالي بأنها "المسؤولية التي تترتب على المحلل المالي جراء ارتكابه فعلاً مخالفاً يجرمه القانون ويعتبره جريمة تستحق العقاب وتمس الحق العام للدولة".

إن التعريفات المتقدمة للمسؤولية الجزائية لا تمنع من أن يتم تطبيقها على المحلل في سوق الأوراق المالية كشخص طبيعي، أما إذا كان شخصاً معنوياً، فهنا قد ثارت تساؤلات عدة بهذا الشأن وفيما إذا كانت المسؤولية الجزائية من الممكن تطبيقها على الشخص المعنوي من عدمه، وعليه فقد اختلف الفقه حول مسألة اقرار المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي (شركة التحليل المالي) في اتجاهين مختلفين:

فالاتجاه الأول يحظر قيام المسؤولية الجزائية بالنسبة للشخص المعنوي مطلقاً ويجعلها قاصرة فقط على الشخص الطبيعي دون غيره، وذلك استناداً على أسباب عدة تتمثل بالآتي:-

١- لا يمكن أن تُسند الجريمة الى الشخص المعنوي، لأن وجود الأخير قائم على الافتراض والمجاز فلا أهلية له ولا ذمة مالية بخلاف الشخص الطبيعي الذي يتمتع بالوجود القانوني والحقيقي كما ويتمتع بالأهلية الكاملة والذمة المالية المستقلة خصوصاً وإن المسؤولية الجزائية أساسها التمييز والادراك، فإذا ما انتفى الأساس ينتفي ما يُبنى عليه^(٢).

٢- إن القول بالمسؤولية الجزائية للشخص المعنوي (المحلل) لا تتناسب مع مبدأ شخصية العقوبة، لأن هذا المبدأ يتطلب بأن يكون كل إنسان مسؤولاً عما يرتكبه من أفعال، فلا

(١) نجيب محمود حسني، النظرية العامة للقصد الجنائي- دراسة تأصيلية مقارنة للركن المعنوي في الجرائم العمدية، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، مصر-القاهرة، ١٩٩٨، ص ١٣.

(٢) محمد زكي ابو عامر، قانون العقوبات- القسم العام، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية- مصر، ١٩٨٦، ص ١٩٧.

يمكن مساءلته عما يرتكبه الغير من تصرفات وأعمال يجرمها القانون، وان القول بخلاف ذلك يجعل من المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي خروجاً واستثناءً على مبدأ شخصية العقوبة ولأن العقوبة سوف تمتد لتشمل الاشخاص الطبيعيين ممن يعملون لديه^(١).

٣- ان العقوبات المقررة والمشرعة في القوانين الجزائية إنما يتم توقيعها على الشخص الطبيعي فقط، ومنها العقوبات السالبة للحرية والمقيدة لها وكذلك عقوبة الاعدام، فهذه العقوبات تخص الاشخاص الطبيعية ومن المستحيل توقيعها على الشخص المعنوي^(٢). أما الاتجاه الثاني وهو ما يمثله الاتجاه الحديث والمعاصر، والذي يجعل المسؤولية الجزائية تشمل الشخص المعنوي أسوةً بالشخص الطبيعي وعلى حد سواء وذلك للأسباب والمبررات الآتية:-

١- ان عدم التسليم بوجود الشخص المعنوي أمر لا حقيقة له ولا ينسجم مع ما نعيشه اليوم من تطور وانتعاش في الحياة الاقتصادية والنشاط المالي خصوصاً في مجال الاسواق المالية وما تشهده من تطور، ومن ثم فإن إنكار الارادة والوجود للشخص المعنوي يجعل من المستحيل بأن يكون طرفاً في عقد من العقود المالية والتجارية وكذلك مساءلته مدنياً عما يصدر عنه من ضرر يصيب المستثمرين المتعاقدين معه وعليه فلا بد من اقرار المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي.

٢- ان مبدأ شخصية العقوبة ينطبق على الشخص المعنوي والطبيعي معاً، والسبب في ذلك هو ما يترتب على العقوبة المفروضة من آثار منها مباشرة تلحق بمرتكب الفعل المجرم والمحيطين به، واخرى غير مباشرة تتمثل بتلك التي تلحق بالعاملين لديه حتى وان لم يكونوا قد شاركوا بالجريمة^(٣).

(١) حسنين علي، مصدر سابق، ص ١٣٢.

(٢) د. محمد فتحي سرور، الوسيط في قانون العقوبات (القسم العام)، الجزء الاول، دار النهضة العربية، بيروت - لبنان، ١٩٨١، ص ٤٩٦.

(٣) د. السعيد مصطفى، الاحكام العامة في قانون العقوبات، مكتبة النهضة العربية، الطبعة الرابعة، مصر - القاهرة، ١٩٨٦م، ص ٣٥٠.

٣- تفرض على الشخص المعنوي عقوبات خاصة تتمثل بمصادرة أمواله والغرامات، وحلّ الشخص المعنوي أو تصفيته، أو إيقاف نشاطه، كونها عقوبات تتلائم مع طبيعة الشخص المعنوي دون الطبيعي^(١).

ونحن بدورنا ووفقاً لما تقدم، نؤيد ما ذهب إليه الاتجاه الحديث في تقرير المسؤولية الجزائية، للشخص الطبيعي وايضاً للشخص المعنوي (شركة التحليل المالي) أسوة بالشخص الطبيعي في سوق الأوراق المالية لان وجود الجزاءات الجزائية وعلى ضوء تحقق المسؤولية الجزائية، من شأنه أن يسهم في تشجيع المستثمرين على التداول في مجال الأوراق المالية واستثمارها في السوق، الامر الذي بدوره يخلق جواً من الثقة والاطمئنان لدى المتعاملين في تداول الأوراق المالية، وحرصهم على احترام قواعد القانون للحيلولة دون توقيع العقوبة بحقهم، وأيضاً تقرير المسؤولية الجزائية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية من شأنه ان يخلق الشفافية والاستقرار في تداولات الأوراق المالية، وهذا الاتجاه ايضاً سارت عليه التشريعات محل المقارنة والخاصة في سوق الأوراق المالية، والتي ذهبت الى تقرير مسؤولية المحلل المالي الجزائية في السوق، وايضاً تقرير جملة جزاءات جزائية تُفرض على المحلل المالي والتي سوف نتناولها في الفرع الآتي:-

الفرع الثاني

أنواع الجزاءات الجزائية المفروضة على المحلل المالي في سوق الأوراق المالية

قد يصدر عن المحلل المالي أفعال غير مشروعة تخالف التشريعات والقوانين خصوصاً تلك المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن أغلب التشريعات وضعت نصوصاً قانونية حددت الافعال المجرمة التي تخالف النظام العام في الاسواق المالية، ودون أن تترك تلك الافعال التي يقوم بها المحلل والتي من شأنها ان تلحق ضرراً بالمستثمر أو بالسوق دون تنظيم وتجريم خصوصاً وأن تلك الاسواق تُعد بمثابة المحرك الاساس لنمو اقتصاديات البلدان وتطورها ورغبة منها عند تجريمها لتلك الافعال في الحفاظ على اسواق الأوراق المالية وحجم التداولات الهائل للأوراق المالية وخلق جو من الطمأنينة والثقة لدى المتعاملين فيها، ولعلّ هذا السبب الذي حدا بالمشرعين الى تنظيم المسؤولية الجزائية للمحلل المالي وغيره من الفئات المعتمدة من قبل الهيئة والتي تمارس نشاطها في سوق الأوراق المالية وتشريع الافعال المخالفة لقواعد وانظمة

(١) حسنين علي، مصدر سابق، ص ١٣٢.

السوق ووضع الجزاءات الجنائية التي تتناسب مع الافعال المرتكبة والمجربة قانوناً^(١)، ومن بين المخالفات الجزائية التي يرتكبها المحلل المالي في سوق الاوراق المالية ما يأتي:-

١- جريمة ممارسة نشاط محلل مالي دون ترخيص:-

لعلّ من أهم الامور والمسائل التي ركزت عليها التشريعات محل المقارنة هو موضوع إعتداد المحلل المالي في سوق الاوراق المالية، اذ ليس للمحلل المالي ان يمارس نشاط التحليل المالي دون ان يتم اعتماده رسمياً من قبل الجهة المختصة بمنح ذلك الاعتماد والمتمثلة بهيأة الاوراق المالية في السوق والا فأن من مارس أو زاول التحليل المالي دون حصوله على إعتداد عدّ مخالفاً، الامر الذي يستدعي فرض جزاء جنائي على المحلل المخالف، لذلك فرضت التشريعات المذكورة جزاءات جنائية على المحللين المخالفين للقواعد والتعليمات المنظمة لنشاط السوق المالية عن جريمة، وهذا ما ذهب اليه المشرع الاماراتي والذي أكد على ضرورة وأهمية حصول المحلل المالي على اعتماد من قبل الهيئة بموجب قرار مجلس ادارة هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي وذلك في المادة الثانية من القرار المذكور، والتي تنص على أن " لا يجوز مزاوله نشاط الاستشارات المالية والتحليل المالي الا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة وذلك وفقاً للشروط والمتطلبات والاجراءات المنصوص عليها من هذا القرار"، ويلاحظ على موقف المشرع الاماراتي في القرار المذكور بأنه لم يُشر بل ولم ينص على عقوبة تطبق على المحلل المالي والذي يمارس التحليل المالي دون اعتماد أو ترخيص، غير انه ومن جهة اخرى اشار الى امكانية تطبيق العقوبات الجزائية والتي نص عليها المشرع الاماراتي في القانون الاتحادي بشأن هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠، حيث نصت المادة (١٩) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل على ما يلي: "يعاقب كل من يخالف احكام هذا القرار وفقاً لنصوص العقوبات والمنصوص عليها في القانون الاتحادي بشأن الاوراق المالية والسلع واللوائح والانظمة والقرارات الصادرة بمقتضاه".

وعند الرجوع الى القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع، حيث نجد ان المادة (٤٣) منه والتي بموجبها من الممكن ان يُعاقب

(١) سويلم بن عبد الله حمد، جرائم الوسطاء الماليين وعقوباتها في السوق المالية السعودي- دراسة تأصيلية مقارنة، اطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الدراسات العليا- جامعة نايف للعلوم الامنية، ٢٠١٣م، ص ٨١.

المحلل المالي والذي يمارس التحليل المالي في سوق الأوراق المالية دون اعتماده من قبل الهيئة بالحبس وبالغرامة أو بإحدى هاتين العقوبتين، حيث نصت هذه المادة على أن "دون إخلال بالعقوبات المقررة في هذا القانون أو في أي قانون آخر يعاقب بالحبس وبالغرامة أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من يخالف أي حكم آخر من أحكام هذا القانون والانظمة الصادرة بمقتضاه"، ويلاحظ من نص المادة (٤٣) سابقة الذكر بأن المشرع الاماراتي قد أبلى حسناً لأنه لم يكتف بعقوبة الغرامة وإنما قد فرض إضافة لها عقوبة الحبس ومن غير أن يشير على من تقرر عقوبة الحبس، ولم يحدد مقدار الغرامة المفروضة على المحلل المخالف وغيرها من الامور التي يوضحها المشرع الاماراتي في النصوص السابقة كالضرر المتحقق من المخالفة وغيره.

٢- جريمة مخالفة المحلل المالي لأحكام القانون:-

قد أشار المشرع الاماراتي الى حالة اخرى تجعل من المسؤولية الجزائية للمحلل المالي تقوم وتتحقق، ألا وهي حالة إخلال المحلل المالي بأحكام القانون واللوائح والتعليمات والانظمة أو القرارات الصادرة تنفيذاً له أو قيامه بسلوك أو تصرف يؤدي بشكل مباشر أو غير مباشر بتضليل المتعاملين في السوق أو القيام بترويج بيانات أو معلومات غير صحيحة تتعلق بأوضاع السوق المالية أو المتعاملين فيه، أو أنه بمخالفته التي مارسها قد خرج عن معايير السلوك المهني، فأن المشرع الاماراتي قد جعل من تلك المخالفات أفعالاً مجرمة كونها تشكل جرائم جنائية تستوجب العقاب ولا بد من إحالتها الى النيابة العامة، وهذا ما اشارت اليه المادة (١٦) من قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.

هذا بالإضافة الى المحظورات التي اشار اليها المشرع الاماراتي في المادة (١٥) من القرار رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ سابقة الذكر في باب صور الخطأ والتي منعت المحلل المالي من ممارستها بمناسبة مزاولته لنشاط التحليل المالي في سوق الأوراق المالية تقابلها ما اشارت اليه المادة (١٠) من قرار مجلس ادارة الهيئة المذكور، والتي حددت الحالات التي تنثير مسؤولية الشركة المرخصة بمزاولة نشاط التحليل المالي إلا في حالة مزاوله الشركة لأكثر من نشاط في السوق فإنها تعفى وتستثنى من الحظر المشار اليه شرط التزامها بالفصل التام بين الانشطة المختلفة التي تمارسها الشركة المرخصة بالتحليل المالي.

ومن الصور الشائعة لمخالفة أحكام القانون هي جريمة تضليل العميل والتي تقوم على أساس التعامل معه من خلال تقديم معلومات أو بيانات غير صحيحة من أجل التأثير على التعاملات في سوق الأوراق المالية والتي تطرق اليها **المشرع الاماراتي** وعالجها من خلال المواد (١٠ و ١٥ و ١٦) من خلال مجلس ادارة الهيئة رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي، حيث جعل منها جرائم تستوجب الجزاءات الجنائية المشار اليها في المادة (٤٣) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة الأوراق المالية الاماراتية، غير ان التشريعات محل المقارنة بمجملها عالجت موضوع تضليل الجمهور والمتعاملين في السوق والتلاعب عن طريق تقديم البيانات والمعلومات غير الصحيحة ليس فقط فيما يتعلق بالمحلل المالي المخالف لقواعد واحكام السوق انما بالنسبة لجميع الفئات والاشخاص الذين يمارسون نشاطهم فيها بمن فيهم الوسيط وممثل الوسيط والمستشار وغيرهم وعلى الرغم من ان بعضها **كالتشريع العراقي** لم ينظم المحلل المالي، الا انها في الوقت نفسه عاقبت الفئات المذكورة في حالة مخالفة للقانون والتعليمات من خلال التلاعب والتضليل للجمهور والمتعاملين معهم، عليه غير أن **المشرع القطري** حدد العقوبات الجزائية للمخالفات المذكورة بالحبس مدة لا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن (٥٠,٠٠٠) خمسين الف ريال قطري ولا تزيد عن (١٠,٠٠٠,٠٠٠) عشرة ملايين ريال أو بإحدى هاتين العقوبتين وذلك بموجب المادة (٤٠) من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢، على ان تضاعف تلك العقوبات بالنسبة للمرخص له في حالة العود وطبقاً لحكم المادة (٤١) من القانون المذكور.

أما بالنسبة **للمشرع القطري** وبموجب قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، فإنه لم يتطرق الى الحالات التي تتحقق فيها المسؤولية الجزائية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية وانما فقط اشار الى جزاء واحد دون غيره وهو الجزاء التأديبي المتمثل بإلغاء الترخيص الخاص بإعتماد الفرد المعتمد وذلك في حالة انقطاعه عن مزاولة وظيفته المعتمد لأدائها مدة ستة أشهر متصلة ودون عذر مقبول تجيزه الهيئة، والمشار اليه في المادة (١٦) من القانون المذكور، إلا أنه من جهة اخرى اشار في القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ المعدل حيث وضع عقوبات جزائية تتمثل بالحبس والغرامة تفرض على كل من يفشي سراً يحكم عمله في السوق أو قدم بيانات أو معلومات غير صحيحة أو قام بنشر اشاعات الغاية منها التأثير على التعاملات في السوق المالية، وغيرها من المخالفات والافعال التي تخالف قواعد وتعليمات السوق

المالية والتي قد اشارت اليها المادة (٤٠) من القانون المذكور وذلك في الفصل السادس المتعلق بالعقوبات والاجراءات التحفظية، وهذا يعني ان المشرع القطري قد جعل هذه الجزاءات الجزائية عامة تشمل جميع المتعاملين دون تخصيص فئة دون اخرى ان كان محلاً أو غيره مع ضرورة الاشارة الى ان المشرع القطري قد حدد مقدار الغرامة التي تفرض على المخالف حيث جعلها لا تقل عن (٥٠,٠٠٠) خمسين الف ريال ولا تزيد عن (١٠,٠٠٠,٠٠٠) عشرة ملايين ريال قطري، علماً أن المشرع القطري لم يتطرق الى تعريف المطلع على المعلومات الداخلية في سوق الاوراق المالية.

أما فيما يتعلق **بالمشرع الفرنسي** فقد أصدرت هيئة الاسواق المالية الفرنسية (AMF) لائحة التلاعب بالسوق، والتي حددت الحالات التي يُعدّ فيها الشخص مطلعاً على المعلومات الداخلية، وذلك في الفقرة الثانية من المادة (٦٢٢) من اللائحة المذكورة، حيث اعتبرت الهيئة في المادة (٦٢٢) ان مزاوله الشخص للنشاط الذي يشكل جنحة أو جناية تجعل منه مطلعاً على تلك المعلومات وهو بذلك شأنه شأن الشخص العادي الذي يعلم بتلك المعلومات والتي لا يجوز ان تصل لعلم الجمهور^(١)، كما قد حددت المادة (٤/٧٤٢) من اللائحة العامة لهيئة اسواق المال الفرنسية معنى المطلع على المعلومات الداخلية بمن فيهم المطلعين نتيجة العضوية في مجلس الادارة أو طبيعة الوظيفة لدى الشركة المصدرة للأوراق المالية، أو المطلع على تلك المعلومات نتيجة قيامه بأفعال توصف بأنها مخالفات جزائية أو جرائم، كما اشارت الى ان كل شخص يطلع بحكم وظيفته على معلومات مميزة فانه يحظر عليه استغلال تلك المعلومات والتعامل فيها أو افشائها للجمهور والا فانه يتعرض الى جزاء جنائي يتمثل بالغرامة الادارية، أو انه يتعرض لعقوبة التشهير التي يفرضها القضاء الجزائي يحكم من يستغل ويقوم بإفشاء المعلومات الداخلية، حيث يعاقب بالحبس من شهرين الى سنتين وغرامة لا تقل عن ستة آلاف فرنك ولا تزيد عن عشرة آلاف فرنك أو بإحدى هاتين العقوبتين مع امكانية تشديد العقوبة ذلك وفق المادة العاشرة في فقرتها الاولى من المرسوم الفرنسي.

وفيما يتعلق **بالمشرع العراقي**، وكما اشرنا ومنذ بداية دراستنا للمحلل المالي، فانه لم يتناول بالتنظيم المسؤولية الجزائية وحالات قيامها بالنسبة للمحلل المالي، لذلك فلم يورد تلك الاحكام لا فيما يتعلق بالوسيط المالي والحافظ الامين وذلك في القانون المؤقت لسوق الاوراق

(١) د. منصور السعيد و د. عادل المياس، مصدر سابق، ص ٧٣.

المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ ولا في التعليمات المنظمة لسوق الأوراق المالية ومشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ وكما ذكرنا سابقاً، والتي تناولها المشرع العراقي في مشروع قانون الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٨، والتي أكدت هذه القوانين بمجملها على ضرورة حصول الوسيط والحافظ وممثل والوسيط والمستشار على ترخيص لممارسة عمله في سوق الأوراق المالية وضرورة ان يكون ذلك الترخيص صادر عن هيئة الأوراق المالية العراقية، والا فإنه يكون قد ارتكب جريمة يعاقب عليها دون اشتراط تحقق الضرر أو وقوعه بالفعل، ذلك ان الهيئة المذكورة جعلت ممارسة مهنة الوساطة في سوق الأوراق المالية أو المستشار دون الحصول على ترخيص منها مخالفة تستوجب العقوبة فيكون الجزاء المقرر لتلك الجريمة هو عقوبة مالية أو غرامة تفرض على المخالف والى ذلك اشارت المادة (٧٥) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨، وكذلك المخالفات التي تقع من قبل شخص المرخص له كالمستشار اذا ما خالف قواعد السرية أو الافصاح وغيرها من المخالفات فمن الممكن ان تشملها بالعقوبة المادة (٧٥) سابقة الذكر، اما المادة (٧٤) من المشروع العراقي فقد ذكر عقوبة الغاء الترخيص أو رفض منحه أو تعليقه والتي تحمل نفس المعنى للإيقاف للمستشار المخالف اذا ما خالف احكام هذا القانون أو تعليماته أو انه قد قدم في سبيل ممارسة مهنة الاستشارة في السوق معلومات غير صحيحة عند تقديمه لطلب الترخيص أو التسجيل، أو انه قد تمت ادانته وبموجب قرار قضائي بات بارتكاب جناية أو جنحة خداع أو احتيال، بيد ان عقوبة الغاء الترخيص المذكورة هي عقوبة تأديبية وجزاء تأديبي تفرضه السلطة المختصة بفرض هذا الجزاء في السوق، وكان من الافضل للمشرع العراقي ان ينص على عقوبة جنائية تخص الترخيص ودون الاكتفاء بإيقاف الترخيص والذي هو عقوبة تأديبية.

وهذا يعني ان المشرع الفرنسي قد منع التلاعب والتعامل على اساس تقديم معلومات وبيانات مضللة وغير صحيحة الامر الذي يعتبره المشرع افصاحاً مضللاً، ففي احدى دعاوى القضاء الفرنسية والتي تدعى (M. Philip) في عام ١٩٩٢ والتي تتلخص وقائعها بأن (Mark Philip) مارك يعمل محلاً ومقدم للاستشارات المالية في احدى الشركات والذي يمارس عمله لدى احدى شركات التحليل المالي في السوق المالية الفرنسية، قد أعلن للجمهور معلومات وبيانات وهمية عن شركة منافسة لشركته التي يعمل لديها وتعمل في نفس المجال، فقامت الشركة المذكورة برفع دعوى ضد (Philip) وعند مثوله امام القضاء ادعى بأنها معلومات سرية

لدى وسائل الاعلام وانه ليس مسؤولاً عنها وقد صدر الحكم لصالحه بتاريخ ١٩٩٤، في حين عادت الشركة المنافسة ولعدم قناعتها بالحكم الصادر من محكمة باريس بتاريخ ١٩٩٤/٧/٢٥ قدمت نقضاً امام محكمة النقض الفرنسية والتي أبدت بعدم قناعتها للحكم الاول الذي صدر لصالح (Philip) وشركته حتى اصدرت قراراً برد الحكم الاول والغاء ترخيص الشركة التي يعمل لديها وسحب الاعتراف عنه بصفته محطاً مالياً معتمداً كما حكمت عليه المحكمة بتعويض كافة الخسائر التي لحقت بالشركة المدعية وذلك بتاريخ ١٩٩٥/١/٦^(١).

وكان لابد من الاشارة الى ان مشروع قانون الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٨ قد منع المخالفة الناتجة عن افعال الاحتيال والخداع والتلاعب بموجب معلومات غير صحيحة على جميع الاشخاص في سوق الاوراق المالية وذلك بموجب نص المادة (٨٢) من المشروع والتي قد ورد فيها شيء من الأسهاب والتكرار الذي لا داعي له.

٣- جريمة إفشاء الأسرار واستغلال المعلومة الداخلية من قبل المحلل المالي:-

تعد جريمة إفشاء الأسرار واستغلال المعلومة الداخلية من قبل المطلعين على المعلومات الداخلية من أكثر الجرائم التي تتم ممارستها في سوق الأوراق المالية والتي تثير مسؤوليتهم الجزائية، خصوصاً وأن التشريعات محل المقارنة وباقي التشريعات المنظمة لأسواق المال تحظر تداول المعلومات الداخلية والتي لم يتم نشرها على الجمهور إذا ما كان لها صفة التأثير على أسعار الورقة المالية المتداولة، والمتداولين لهذه المعلومات وبحكم وظائفهم أو مراكزهم هم (المطلعون) والذي يتمتعون بأفضلية تميزهم عن باقي متداولي تلك المعلومات بمن فيهم المحلل المالي، الأمر الذي دفع المشرعين الى حظر وتجريم استغلال المعلومات الداخلية التي تجمع بين السرية من جهة، والقدرة على التأثير في سعر الورقة المالية المتداولة من جهة أخرى^(٢).

فقد سبقت الاشارة أن هنالك معلومة سرية وأخرى جوهرية غير معلنة يتوجب المحافظة عليها من قبل المحلل وكل من يمارس وظيفته في الشركات المصدرة للأوراق المالية في الاسواق المالية، فبالنسبة لمشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ والذي منع هو الآخر التداول على أساس معلومات داخلية يلزم القانون المتعاملين فيها بالمحافظة عليها وعدم افشائها، كما ان

(1) Rabout Albert, droit des bourses de Valeurs des agents de change edition litec librairies techniques-Paris-France,2000,P182.

(١) د. منصور السعيد و د. عادل الميلاس، مصدر سابق، ص ٦٧.

مشروع قانون الاوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨ قد استخدم مصطلح (المعلومة الداخلية) في المادة (٨٣/أ) منه والتي تنص "أ- لغرض هذه المادة يكون معنى "المعلومات الداخلية" المعلومات الجوهرية غير المعلنة للجمهور عن مصدر الاوراق المالية والمملوكة من قبل الجمهور أو عن الورقة المالية ب- الاشخاص الذين لديهم معلومات داخلية يشتملون على الآتي: ... ٥- حاملي الاجازات والاشخاص التابعين لهم".

كما وعرفت هذه التعليمات المعلومة الجوهرية بأنها "أي قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية وأحداث هامة تؤثر على اداء ونشاط وملكية واستمرارية الشركة وتؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق".

ولما كان المشروع العراقي قد منع الاحتيال والتلاعب والتداول بالمعلومات الداخلية المتعلقة بالعملاء في مشروع قانون الاوراق المالية لسنة ٢٠٠٨، فانه في الوقت نفسه قد وضع الجزاءات والعقوبات الجنائية على المخالفين العاملين في السوق المالية وذلك بموجب نص المادة (٧٧) من المشروع والتي تنص على"- اي شخص يقوم متعمداً بمخالفة المادة ٨٢ أو المادة ٨٣ من هذا القانون أو اي من تعليمات الهيئة الصادرة بموجب هاتين المادتين، وتتم ادانته في دعاوى جنائية تقيمها عليه وزارة العدل، يُعاقب بغرامة مالية لا تتجاوز ٥٠ مليون دينار عراقي مع جواز فرض عقوبات جنائية اخرى ضده، بما في ذلك الاشغال الشاقة والسجن ومصادرة الممتلكات أو الاموال الناجمة عن المخالفة، وللمحكمة إعفاء المخالفين لأول مرة من السجن والاشغال الشاقة..."

ويلاحظ على النص المتقدم عدة امور:

منها أنه أشار الى ان الدعوى الجنائية بحق المخالف تقيمها وزارة العدل، ونحن نقول لماذا وزارة العدل هي المختصة برفع الدعوى الجنائية على المخالف؟ ولماذا هي التي تباشر برفع الدعوى دون غيرها؟ هذا من جهة، ومن جهة اخرى ان المشرع العراقي قد حدد عقوبة السجن وهذه العقوبة تصدر وتنفذ بحق الشخص الطبيعي، وهذا الامر يستحق بأن ينطبق ويُنفذ على المرخص لهم من الاشخاص الطبيعيين كالمحلل المالي وممثل الوسيط، ولكن ما هو الحكم لو كان حكم السجن قد صدر بحق شخص معنوي خالف القوانين واللوائح وتلاعب بالمعلومات الداخلية وقام بإفشائها لتحقيق مصالح شخصية، وكان الأولى بأن يحدد المشرع تلك العقوبة (السجن) بحق المطلعين والعاملين أو المسؤولين عن ادارة الشركة أو الشخص المعنوي، كما ان

مصطلح الاشغال الشاقة والوارد في نص المادة (٧٧) سابقة الذكر، هو مصطلح غير متداول وغير متعامل في تشريعاتنا وانظمتنا الداخلية بالعراق اذ لا توجد لدينا في العراق عقوبة الاشغال الشاقة، والجدير بالذكر بأن مشرنا العراقي في تعليمات تداول الاوراق المالية المحدثه لسنة ٢٠١٥ قد عرف (الاشخاص المطلعين) في باب التعريفات في الفقرة الثالثة بأنهم "الاشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم ووظائفهم أو ملكياتهم أو علاقاتهم بشكل مباشر أو غير مباشر بمن يحوز المعلومات الداخلية ويشمل اعضاء مجلس الادارة ومستشاريهم، المدير المفوض، المدير المالي، المدقق الداخلي والخارجي وأي شخص آخر يحصل على تلك المعلومات".

وبالنسبة للمشرع الاماراتي والذي استخدم مصطلح (المعلومة الجوهرية) بدلاً من (المعلومة الداخلية)، وعرفها بأنها "حدث أو واقعة أو معلومة قد تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في سعر الورقة المالية أو تناولها أو يكون لها تأثير في قرار الشخص في شراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو التصرف بها أو بيعها"^(١)، والمشرع الاماراتي بدوره وكباقي التشريعات محل المقارنة وغيرها، هو الاخر قد حظر التعامل بالمعلومة الداخلية وغير المعلنة وذلك في المادة (٣٧) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ والتي تنص "لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن ان تؤثر على اسعار الاوراق المالية لتحقيق منافع شخصية ويقع باطلاً كل تصرف يتم بمخالفة ذلك"، وكذلك الحال في المادة (٣٩) من القانون الاتحادي المذكور لسنة ٢٠٠٠ والتي تنص "لا يجوز لأي شخص ان يتعامل بالأوراق المالية بناءً على معلومات غير معلنة أو مفصح عنها يكون قد علم بها بحكم منصبه، ولا يجوز لأي شخص نشر الشائعات عن بيع أو شراء الاسهم كما لا يجوز لرئيس واعضاء مجلس ادارة أية شركة أو موظفيها استغلال معلوماتهم الداخلية عن الشركة في شراء الاسهم أو بيعها...".

ولقد حدد المشرع الاماراتي وبموجب القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ عقوبة تفرض على كل من يخالف حكم المادة (٣٩) منه حيث اشارت الى تلك العقوبة المادة (٤١) من القانون المذكور والتي تنص " يُعاقب بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة اشهر ولا تتجاوز ثلاث

(١) نص المادة الاولى من قرار مجلس ادارة هيئة الاوراق المالية والسلع في دولة الامارات العربية المتحدة رقم (٣٢/ر) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضبط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي.

سنوات وبغرامة لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تزيد على مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من يخالف احكام المواد (٣٦) و (٣٧) و (٣٩) من هذا القانون".

أما بالنسبة للمشرع القطري فقد اعتمد مصطلح (المعلومة السرية) وذلك في القوانين والمراسيم القطرية النافذة بل حتى في القوانين الملغية والمعدلة ومنها نظام الخدمات المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ الملغي والذي تم الغاءه وتعديله بموجب القانون رقم (٥) لسنة ٢٠١٩، حيث أوجب على الشركة المرخصة في سوق الاوراق المالية التعامل بالمعلومات السرية التي تتلقاها اثناء التعامل مع عملائها وعدم الافصاح عنها أو افشائها خصوصاً تلك المتعلقة بالعمل أو أمواله وحظر افشائها لدى اي جهة، وهذا ما أشارت اليه المادة (١٢/٢٢) من القانون والتي ذكرت الجهة التي يجوز للشركة والعاملين الافصاح عن تلك المعلومات في حالات استثنائية حددتها نفس المادة، وكذلك منع المشرع القطري إستغلال معلومات عملاء الشركة المتعلقة بأنشطة الاسواق المالية اذا كانت الغاية من استغلالها تحقيق منافع شخصية بشكل مباشر أو غير مباشر، وإلى ذلك اشارت المادة (١٨/٢٢) من القانون، مع الاشارة الى ان العقوبة المقررة للشخص المخالف هو الحبس والغرامة أو احدهما والواردة في المادة (٤٠) من القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ والمشار لها سابقاً.

أما المشرع الفرنسي فقد أطلق على المعلومة الداخلية وصف المعلومة المميزة^(١)، حيث عرفت هيئة الاسواق المالية الفرنسية (Autorite Des Marches Financiers) في لائحته المتعلقة بالتلاعب بالسوق لسنة ٢٠٠٨ بالمعلومة المميزة في المادة الخامسة منها بأنها "أي معلومة ذات طبيعة دقيقة لم يتم الاعلان عنها للجمهور، تتعلق بصورة مباشرة أو غير مباشرة بوحدة أو اكثر من الشركات المصدرة للأوراق المالية والتي اذا تم الاعلان عنها من المحتمل بأن يكون لها اثر على اسعار الاوراق المالية الخاصة بها"^(٢).

(1) Junathan Moreland, profit from Legal Inside Trading, Dearborn Financial Publishing. Inc Chicago, USA, 2000,P5-6.

(2) (15) France: Règlement Générale de L'autorité des marchés financiers, livre VI-ABUS de marche: Operations d'initiés manipulations de marche modifie par l'arrêt du 2 avril 2009(journal officiel du 5 avril 2009) Article 6211-. En fait, les dispositions de ce livre VI sont supprimees par un arrêt du 14 septembre 2016 a la suite de l'entrée en application du règlement no: 5962014//EU.

وعليه نرى ضرورة تنظيم المسؤولية الجزائية للمحلل المالي وعلى غرار التشريعات محل المقارنة في حالة قيامه بإفشاء اسرار العملاء واستغلال المعلومة الداخلية اذا كانت الغاية من وراء ذلك تحقيقه لمنافع شخصية له أو لغيره وبشكل مباشر أو غير مباشر وضرورة تحديد العقوبة المناسبة كأن تكون الحبس أو الغرامة أو غير ذلك.

الخاتمة

بعد أن انهينا كتابة هذه الدراسة وتسليطنا الضوء على المحلل المالي ومن خلال ما تقدم في فصولها ومباحثها، فقد توصلنا الى جملة من النتائج والتي لابد من استعراضها، الى جانب بيان أهم المقترحات والتي قد تكون مناسبة لما توصلنا اليه من موضوع هذه الدراسة.

أولاً :- الاستنتاجات :

١- ان المحلل المالي أما ان يكون شخصاً طبيعياً (فرداً)، أو شخصاً معنوياً (شركة) معتمداً أو مرخصاً من قبل هيئة الأوراق المالية والذي يمارس عملية التحليل المالي في سوق الأوراق المالية من خلال اعتماده على البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية والتي تكون متاحة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية حيث يقوم بجمعها ودراستها وتفسيرها واعداد التقارير المالية الملائمة والتي من شأنها بأن تُسهم في اتخاذ قرارات مناسبة تخدم العملاء والمستثمرين ممن يستثمرون اموالهم في السوق.

٢- يشترط في المحلل المالي توافر جملة من الشروط والتي من أبرزها شرط الخبرة والكفاءة والاحتراف وشرط الاعتماد من قبل هيئة الأوراق المالية، لما يتمتع به من مركز قانوني خاص يجعله خاضعاً للقواعد القانونية واللوائح والتعليمات التي تصدر عن هيئة الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

٣- يتميز المحلل المالي بجملة من الخصائص التي تكون سبباً في تحقيق أهدافه ونجاحه في أداء وظيفة التحليل المالي ومن أهم هذه الخصائص أن يكون موضوعياً، غير متحيز وذا قدرة عالية على الاستنباط والاستنتاج بين الموضوعات المختلفة، وأن يكون على درجة عالية من المعرفة التامة بأحوال السوق والشركات والتداولات المالية وحركة أسعار وتداول الأوراق المالية، وأن يكون مختصاً اختصاصاً علمياً وذا خبرة عملية في مجال التحليل المالي .

٤- تبين بأن وظيفة المحلل المالي تقوم على أساس التحليل لحركة أسعار الأوراق المالية المتداولة من خلال التوقع والتنبؤ وصولاً لأسعار محددة توثق بتقارير مالية تعرض على العملاء والمستثمرين تمهيداً لاتخاذ قرارات استثمارية صائبة من قبلهم في استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية .

- ٥- ميزت هذه الدراسة بين المحلل المالي وما يشتبه به في سوق الاوراق المالية، حيث بينت بأن عمل المحلل المالي هو تقديم خدمات مالية تسهم في نجاح الاستثمارات المالية من خلال ما يقدمه المحلل من تقارير مالية لها دور كبير في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة بخلاف عمل الوسيط في سوق الاوراق المالية والذي يقوم بعملية بيع وشراء الاوراق المالية لحساب العميل، أما عن المستشار المالي في سوق الاوراق المالية فإنه أن يجعل من التحليل المالي عملية سابقة و لازمة لتقديم المشورة التي يقدمها المستشار للزبون وحثه على استثمار أمواله في سوق الاوراق المالية للحصول على الأرباح .
- ٦- يلتزم المحلل المالي في سوق الاوراق المالية بجملة من الالتزامات والتي من أهمها و ابرزها التزامه بالتحليل المالي ودراسة حركة الورقة المالية للشركة المدرجة في سوق الاوراق المالية في الماضي والحاضر وما ستؤول عليه في المستقبل، والتزامه بالمحافظة على سرية المعلومات في سوق الاوراق المالية كونه يعد من الاشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم طبيعة العمل الذي يمارسه في السوق، كما ويلتزم بالإفصاح قبل مراقب الحسابات في سوق الاوراق المالية.
- ٧- تبين لنا بأن هنالك نوعين من المسؤولية تترتب على المحلل المالي في سوق الاوراق المالية، الاولى هي المسؤولية المدنية بشقيها العقدي والتقصيرية والتي من شأنها اذا ما تحققت ان تجعل المحلل المالي مقصراً ومسؤولاً قبل شركة التحليل المالي التي يعمل لديها بوصفه تابعاً لها، والثانية هي المسؤولية غير المدنية والتي تشمل المسؤولية التأديبية للمحلل المالي والمسؤولية الجزائية للمحلل المالي في سوق الاوراق المالية.
- ٨- حددت الدراسة الجزاءات التأديبية التي تفرض على المحلل المالي وهي كما حددتها بعض من التشريعات محل المقارنة والتي من ابرزها إلغاء الاعتماد أو إيقاف النشاط من قبل هيئة الاوراق المالية، كما وحددت الجزاءات الجزائية والتي من الممكن ان تتحقق في حالة قيام المسؤولية الجزائية وتحقق الافعال التي تعد من الجرائم المحظور على المحلل المالي المعتمد القيام بها والتي تتمثل بالحبس والغرامة بحيث تختلف من تشريع الى آخر من بين التشريعات محل المقارنة.

ثانياً :- المقترحات :

١. تدعو هذه الدراسة المشرع العراقي الى ضرورة حصر عملية التحليل المالي في سوق الاوراق المالية على المحللين الماليين الذين يتمتعون بالخبرة والمهنية العالية وكذلك المعرفة العملية في هذا المجال على أن يتم اعتمادهم وحصرهم من قبل هيئة الاوراق المالية العراقية وبموجب اعتماد خاص يتم منحه لهم من قبلها بناءً على توافر شروط خاصة أشارت لها هذه الدراسة والتي تستوجب بأن يكون المحلل المالي حاصلاً في الاقل على شهادة جامعية في مجال العلوم المالية او الاقتصادية فضلاً عن توافر الخبرة العملية في مجال التحليل المالي.

٢. ندعو المشرع العراقي الى معالجة وتنظيم وظيفة المحلل الفني في سوق الاوراق المالية وبيان أهمية الدور الذي يمارسه وذلك من خلال وضع الأحكام التي تنظم عمله كونه يعتمد الرسوم والمخططات البيانية والإحصائية التي تتضمن البيانات والمعلومات المالية المعتمدة من قبل المحلل المالي والتي تسهم في تحديد الأسعار المستقبلية للأوراق المالية المتداولة لما يؤديه من دور فاعل في جذب المساهمين من أصحاب الأموال ممن يوظفون أموالهم في السوق بهدف الحصول على الربح بالاعتماد على أسعارها في الماضي والحاضر، وكذلك تحديد نطاق عمله في سوق الأوراق المالية ومسؤوليته اذا ما خالف القواعد القانونية المنظمة لسوق الاوراق المالية المذكورة والجزاء المترتبة على تلك المخالفات.

٣. ندعو مشرعنا العراقي في حال تعديل القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ الى ضرورة تبني تطبيق سياسة الإفصاح الشامل والتي تمتد لتشمل المحلل المالي بما يحقق الشفافية وبما يمنعه من استغلال المعلومات الداخلية، وذلك بحكم طبيعة ما يقوم به من وظيفة التحليل المالي والتي تجعله يمتلك عن العملاء المعلومات الجوهرية الامر الذي يؤدي في النهاية الى استقرار المعاملات في سوق الاوراق المالية، وكذلك ضرورة إفصاحه الكامل للهيئة في حال ارتباطه وتعامله مع اكثر من جهة ذات صلة بطبيعة نشاطه.

٤. ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه لعمل المحلل المالي في سوق الاوراق المالية الى اضافة فقرة خاصة في باب التزامات المحلل المالي بالإضافة الى التزامه بالإفصاح

الكامل الى ضرورة المحافظة على سرية المعلومات الداخلية وعدم تسريبها قبل ان يتم الاعلان عنها في الهيئة وضرورة عدم التعامل بتلك المعلومات بقصد الاضرار بمصالح وحقوق العملاء المتعاملين مع شركة التحليل المالي.

٥. نقتراح على المشرع العراقي تنظيم اجراءات اعتماد المحلل المالي في سوق الاوراق المالية من حيث تقديم طلب الاعتماد لـهيئة الاوراق المالية من خلال شركة التحليل المالي والتي يمارس نشاطه عن طريقها، وضرورة قيام الهيئة بالبت في الطلب المقدم اليها خلال مدة محددة يتم النص عليها بعد دراسة الطلب ومدى توافر الشروط المطلوب توفرها في شخص المحلل والا يتم رفض طلب الاعتماد المقدم للهيئة، وكذلك تنظيم مسألة إعطاء الحق للمحلل المالي بالطعن في قرار الهيئة اذا ما أصدرت قرارها برفض طلب الاعتماد المقدم اليها خلال مدة مناسبة يحددها المشرع أسوة بالتشريعات المنظمة للمحلل المالي.

٦. ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه لنشاط التحليل المالي الى بيان مخالفة المحلل المالي وتحديد اسباب قيام مسؤولية المحلل المالي المدنية وغير المدنية وتحديد المخالفات المرتكبة من قبله وتحديد العقوبات والجزاءات التي تفرض عليهم كإيقاف ممارسة نشاطهم وسحب الاعتماد أو الغاءه وغيرها من العقوبات التأديبية الاخرى هذا من جهة، ومن جهة اخرى تحديد الجزاءات الجنائية التي تُفرض على المحلل المالي كالحبس والغرامة أسوة بالتشريعات محل المقارنة بما يُسهم في استقرار المعاملات في سوق الاوراق المالية بما يحقق مصالح الهيئة وزبائنها.

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع

المصادر باللغة العربية.

القرآن الكريم.

أولاً: المعاجم والمصادر اللغوية.

١. إبراهيم مصطفى، أحمد حسن الزيات، حامد عبد القادر ومحمد علي النجار، المعجم الوسيط، الجزء الاول والثاني، دار باقري للنشر، طهران . ايران، ١٣٢٩هـ.
٢. أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الافريقي المصري، معجم لسان العرب، المجلد الأول، أدب الحوزة للنشر، قم - إيران، ١٤٠٥ هـ .
٣. مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثانية، بيروت - لبنان، ٢٠٠٣م.
٤. محمد بن محمد عبد الرزاق المرتضى، تاج العروس من جواهر القاموس، المجلد الثالث، الطبعة الثانية، مطبعة الكويت، الكويت، ٢٠٠٨م.

ثانياً: الكتب.

١. د. إبراهيم جابر السيد، الافصاح المالي وأثره وأهميته في نمو الأعمال التجارية العربية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، بدون سنة نشر.
٢. د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، جامعة تكريت، ١٩٩٨م.
٣. أحمد غنيم، دور دراسات الجدوى والتحليل المالي في ترشيد قرارات الاستثمار، المكتبة الكبرى، الطبعة السادسة، القاهرة - مصر، ٢٠٠٤م.
٤. أنور العمروسي، المسؤولية العقدية والمسؤولية التقصيرية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية - مصر، ٢٠٠٤م.
٥. د. السعيد مصطفى، الاحكام العامة في قانون العقوبات، مكتبة النهضة العربية، الطبعة الرابعة، ١٩٨٦م.

٦. د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، دار رديماك للنشر، الطبعة الثانية، الكويت، ٢٠١٢م.
٧. د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ٢٠٠٦م.
٨. د. جمال ابراهيم الحيدري، أحكام المسؤولية الجزائية، مكتبة السنهوري، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، بغداد- العراق، ٢٠١٠م.
٩. جمال عبد العزيز، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠١٠م.
١٠. د. حسام محمد عيسى، نقل التكنولوجيا، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ١٩٨٧م.
١١. د. حسن علي ذنون، المبسوط في المسؤولية المدنية- الخطأ، دار الثقافة، عمان- الأردن، ٢٠٠٦م.
١٢. د. حسن علي ذنون، المبسوط في المسؤولية المدنية، الجزء الأول، بغداد- العراق، ١٩٩١م.
١٣. حسين القاضي، مأمون حمدان، المحاسبة الدولية، دار الثقافة للنشر، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، ٢٠٠٠م.
١٤. حسين عامر، عبد الرحيم عامر، المسؤولية المدنية، دار المعارف، الطبعة الثانية، الاسكندرية- مصر، ٢٠١١م.
١٥. د. حسين فتحي، تعاملات المطلاع على أسرار الشركة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ١٩٩٦م.
١٦. د. حمدي عبد الرحمن، الوسيط في النظرية العامة للإلتزامات، الجزء الأول، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، القاهرة- مصر، ٢٠١٠م.
١٧. د. خالد جمال أحمد، الالتزام بالإعلام قبل التعاقد، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠١١م.
١٨. د. خالد عبد العظيم ابو غابة، التحكيم واثره في فض المنازعات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية- مصر، ٢٠١١م.

١٩. خلدون إبراهيم شريفات، إدارة وتحليل المال، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، ٢٠٠١ م.
٢٠. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان - الأردن، ٢٠٠٩ م.
٢١. د. رمضان جمال كامل، مسؤولية المحامي المدنية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠٠٨ م.
٢٢. د. سعد علي رمضان، المسؤولية المدنية الناشئة عن الاخلال بالسرية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠٠٧ م.
٢٣. د. سعيد بن علي الكردي، جرائم الشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان، بدون سنة نشر.
٢٤. د. سعيد عبد السلام، الالتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، ٢٠٠٠ م.
٢٥. د. سفيري نوري موسى، د. صالح طارق الزرقان، د. وسيم الحداد، د. مهدي الدويكان، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠١٢ م.
٢٦. د. سليمان مرقس، المسؤولية المدنية، الجزء الأول، معهد الدراسات والبحوث العربية، القاهرة - مصر، ١٩٧١ م.
٢٧. د. سهير منتصر، الالتزام بالتبصير، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، بدون سنة نشر.
٢٨. سويلم بن عبد الله حمد، جرائم الوسطاء الماليين وعقوباتها في السوق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الدراسات العليا - جامعة نايف للعلوم الأمنية، ٢٠١٣ م.
٢٩. د. صادق الحسيني، التحليل المالي والمحاسبي - دراسة معاصرة، بدون دار نشر، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ١٩٩٤ م.
٣٠. د. صفوت عبد السلام، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، ٢٠٠٦ م.
٣١. د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دار المعارف، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠١٠ م.

٣٢. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في سوق المال، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ٢٠١٥ م.
٣٣. د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٩٩٥ م.
٣٤. د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت- لبنان، ٢٠٠٩ م.
٣٥. عبد الحلیم كراجه، علي ربايعه، ياسر السكران، موسى مطر و توفيق عبد الحلیم، الادارة و التحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان- الأردن، ٢٠٠٦ م.
٣٦. عبد الحميد منصور عبد الحميد، شركة الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، القاهرة- مصر، ٢٠١٤ م.
٣٧. د. عبد الحي حجازي، النظرية العامة للالتزام- مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، ١٩٥٤ م.
٣٨. د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني- احكام الالتزام، الجزء الثاني، دار إحياء التراث العربي الجديد، بيروت- لبنان، ١٩٨٩ م.
٣٩. د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني- مصادر الالتزام، الجزء الأول، المجلد الأول، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، ٢٠٠٩ م.
٤٠. د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، النظرية العامة للالتزامات، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٩٥٢ م.
٤١. د. عبد الستار مصطفى الصياح، د. سعود جابر مشكور، الادارة المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، عمان- الأردن، ٢٠٠٧ م.
٤٢. عبد العزيز المرسي حمود، الالتزام قبل التعاقد بالاعلام في عقد البيع، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٥ م.
٤٣. د. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الأولى، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٧ م.
٤٤. د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الأولى، مصر - القاهرة، ٢٠٠٨ م.

٤٥. عبد الفتاح محمد سليمان، منازعات الأوراق المالية، دار المعارف، الاسكندرية- مصر، بدون سنة نشر.
٤٦. د. عبد الله تركي الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، ٢٠١٥ م.
٤٧. د. عبد المجيد الحكيم، الوجيز في شرح القانون المدني- مصادر الالتزام، الجزء الأول، شركة الطباعة والنشر الأهلية، بغداد- العراق، ١٩٦٢ م.
٤٨. د. عبد المجيد الحكيم، الوجيز في شرح القانون المدني، مصادر الالتزام، دراسة مقارنة مع الفقه الاسلامي، شركة الطبع الأهلية، الطبعة الثانية، بغداد- العراق، ١٩٦٣ م.
٤٩. د. عبد المجيد الحكيم، عبد الباقي البكري، محمد طه البشير، نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي- مصادر الالتزام، الجزء الأول، مطبعة وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، ١٩٨٠ م.
٥٠. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٥ م.
٥١. د. علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، بدون سنة نشر.
٥٢. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ١٩٩٩ م.
٥٣. د. عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ٢٠١١ م.
٥٤. د. غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية المدنية، دار المناهج للنشر، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، ٢٠٠٩ م.
٥٥. د. فاروق الأباصيري، أحكام المسؤولية التقصيرية في قانون المعاملات المدنية الاماراتي، مكتبة الجامعة، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، ٢٠١٠ م.
٥٦. د. فتحي عبد الرحمن عبد الله، دراسات في المسؤولية التقصيرية، دار منشأة المعارف، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٥ م.

٥٧. د. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠٠٨ م.
٥٨. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الاسكندرية - مصر، ٢٠٠٧ م.
٥٩. د. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠١١ م.
٦٠. د. محمد إبراهيم دسوقي، القانون المدني للالتزامات، أسيوط - مصر، بدون سنة نشر.
٦١. د. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية، زمزم للنشر والطباعة، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠٠٩ م.
٦٢. د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية، جامعة القاهرة، ٢٠١١ م.
٦٣. د. محمد الصيرفي، إدارة وتحليل هيكلية المال، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية - مصر، ٢٠٠٨ م.
٦٤. د. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي، دار المريخ للنشر، الطبعة الأولى، الرياض - السعودية، ١٤٣٠ هـ.
٦٥. د. محمد تنوير الرفاعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠٠٧ م.
٦٦. محمد زكي أبو عامر، قانون العقوبات - القسم العام، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية - مصر، ١٩٨٦ م.
٦٧. د. محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الفجر للطباعة والنشر، بدون سنة نشر، القاهرة - مصر، ١٩٨٩ هـ.
٦٨. د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الاسكندرية - مصر، ٢٠٠٣ م.
٦٩. د. محمد عبد الظاهر حسين، المسؤولية التقصيرية للمتعاقد، دار النهضة العربية، الطبعة الاولى، مصر. القاهرة، ٢٠٠٤ م.

٧٠. د. محمد عبد الله شاهين، التحليل المالي والاستثماري ودوره في رفع الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية، دار الكتاب الجامعي، الطبعة الأولى، الامارات العربية المتحدة، ٢٠١٩م.
٧١. محمد فتحي سرور، الوسيط في قانون العقوبات - القسم العام، الجزء الأول، دار النهضة العربية، بيروت - لبنان، ١٩٨١م.
٧٢. د. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان - الأردن، ٢٠٠٦م.
٧٣. محمود جمال زكي، مشكلات المسؤولية المدنية، الجزء الأول، مطبعة جامعة القاهرة، القاهرة - مصر، ١٩٧٨م.
٧٤. محمود عبد الرحمن، نطاق الحق في الحياة الخاصة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ١٩٩٤م.
٧٥. د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠٠٧م.
٧٦. د. مراد محمود، المسؤولية المدنية في عقود نقل التكنولوجيا، دار الثقافة للنشر، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠١٠م.
٧٧. د. مروة محمد العيسوي، مدى توافق الافصاح في البورصة مع مبدأ السرية، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠١٦م.
٧٨. مصطفى أحمد الزرقا، المدخل الى نظرية الالتزام العامة في الفقه الاسلامي، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق - سوريا، ١٩٩٩م.
٧٩. د. معتز نزيه محمد الصادق المهدي، الالتزام بالسرية والمسؤولية المهنية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة - مصر، ٢٠٠٧م.
٨٠. مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، ٢٠٠٦م.
٨١. منذر الفضل، النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام، الجزء الأول، دار الثقافة، عمان - الأردن، ١٩٩٢م.
٨٢. د. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، الاسكندرية - مصر، ٢٠٠٢م.

٨٣. د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الطبعة الأولى، الاسكندرية- مصر، ١٩٩٩م.
٨٤. د. منير شاكر محمد، د. إسماعيل إسماعيل و د. عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٨ م.
٨٥. د. نادية أبو فخرة، د. شامل الحموي و د. أفكار قنديل، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، دار شركة الحريري للطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ٢٠٠٧-٢٠٠٨ م.
٨٦. نجيب محمود حسني، النظرية العامة للقصر الجنائي، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٩٩٨م.
٨٧. د. نزيه محمد الصادق، الالتزام بالبيانات المتعلقة بالعقد، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ١٩٩٨م.
٨٨. د. نزيه محمد الصادق، الالتزام قبل التعاقد بالبيانات المتعلقة بالعقد، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ١٩٩٦م.
٨٩. هشام إبراهيم السعيد، المسؤولية المدنية لمعاوني القضاء، دار قباء للنشر والطباعة، القاهرة- مصر، ١٩٩٨م.
٩٠. د. هشام أحمد ماهر، المسؤولية المدنية لشركات السمسرة في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة- مصر، ٢٠١٢م.
٩١. د. هشام فضلي، إدارة الأوراق المالية لحساب الغير، دار الجامعة الجديدة، الطبعة الأولى، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٤م.
٩٢. د. هوشيار معروف، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، ٢٠٠٩ م.

ثالثاً: الرسائل والأطاريح الجامعية.

١. بن عيسى بن عبد العزيز، المسؤولية التأديبية للموظف، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الحقوق- جامعة الدكتور الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر، ٢٠١٦-٢٠١٧م.
٢. د. بودة خالد، أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على مكونات القوائم المالية المحاسبية والمالية للمؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير مقدمة الى المدرسة العليا للتجارة- قسم المحاسبة، الجزائر، ٢٠٠٦-٢٠٠٧م.

٣. جبار صابر طه، إقامة المسؤولية المدنية عن العمل غير المشروع على عنصر الضرر، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة الموصل، ١٩٨٤م.
٤. د. جلال حسن حنتوش رشيد، النظام القانوني لتعارض المصالح في سوق الاوراق المالية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بابل، ٢٠٢١م.
٥. أ. حسنين علي هادي، المركز القانوني للمستشار في سوق الاوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة القادسية، ٢٠١٧م.
٦. د. ذكرى محمد حسين الياسين، مسؤولية المصرف المدنية الناشئة عن فتح الحساب الجاري وتشغيله، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بغداد، ٢٠٠٦م.
٧. رائد فيصل غازي، إلزام الشركة المساهمة بالإفصاح في سوق الاوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بابل، ٢٠١٦م.
٨. روان خديجة، أهمية التحليل المالي في رسم استراتيجية المؤسسة، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، عمان - الأردن، ٢٠١٥م.
٩. د. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠٠٧م.
١٠. د. صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م.
١١. عدنان خلف محي، جريمة إفشاء سر المهنة، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بغداد، ١٩٩٨م.
١٢. علي عبيد، العلاقة السببية والضرر، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بغداد، ١٩٧٧م.
١٣. علي عدنان جبير جمر، الرقابة على المرخص له في عملية غسل الاموال في سوق الاوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون - جامعة بابل، ٢٠١٩م.
١٤. فيروز سامي عمرو، الجانب القانوني لدور الوسيط في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الحقوق - الجامعة الأردنية، ١٩٨٩م.
١٥. د. محمد عبد الظاهر حسين، المسؤولية المدنية للمحامي تجاه العميل، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الحقوق - جامعة الأزهر، ١٩٩٠م.

١٦. معتز حمد الله أبو سويلم، المسؤولية الجزائية عن الجرائم المحتملة، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الحقوق - جامعة الشرق الأوسط، الجزائر، ٢٠١٤م.

رابعاً: البحوث

١. د. ابراهيم أحمد الصعيدي، استخدام نظم المعلومات الالكترونية في تطور النظام المحاسبي في دولة الامارات العربية المتحدة، بحث منشور في مجلة دراسات الخليج، جامعة الكويت، العدد/٤٣، السنة/١١، ١٩٨٥م.
٢. أحمد مشاري الفارس، التحليل الفني والمعلومات المحاسبية المستخدمة لدى متخذي القرارات الاستثمارية بسوق الكويت للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة المهنية الصادرة عن جمعية المحاسبين الكويتية، العدد الأول، السنة الأولى، ٢٠١٧م.
٣. د. آلاء يعقوب يوسف، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الاوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية الحقوق - جامعة النهرين، العدد/١٣، المجلد الثامن، ٢٠٠٥م.
٤. د. باسم علوان طعمة، الافصاح عن المعلومات في سوق الاوراق المالية، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق - جامعة كربلاء، العدد الأول، السنة الخامسة، ٢٠١٢م.
٥. د. سماح حسين علي، الالتزام بتقديم المشورة في سوق الاوراق المالية، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي، العدد/٣، السنة/٨، بابل، ٢٠١٦م.
٦. د. صالح أحمد البديري، المسؤولية المهنية للمحلل المالي في سوق الاوراق المالية (البورصات)، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر مسؤولية المهنيين المنعقد في كلية القانون - جامعة الشارقة، منشور في كتاب الوقائع، مركز البحوث والدراسات، جامعة الشارقة، الامارات العربية المتحدة، ٢٠٠٦م.
٧. د. عبد الفضيل أحمد، بورصات الاوراق المالية، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق - جامعة المنصورة، العدد/٤، ١٩٨٨م.
٨. د. محمد سامي عبد الصادق، المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار، بحث منشور في مجلة الحقوق، العدد الثالث، الكويت، ٢٠١٢م.
٩. د. محمود جمال الدين، اتفاقات المسؤولية، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، السنة الثالثة، العدد الثالث، القاهرة - مصر، ٢٠٠٩م.

١٠. د. منصور السعيد، د. عباس الميَّاس، حظر استغلال المعلومات السرية في تعاملات أسواق المال، بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، العدد الرابع، السنة الثامنة، ٢٠٢٠م.
<Http://library.dji.ae>

١١. همام القوصي، مدى شمول المطلاع الثانوي لحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، بحث منشور على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://search.mandumah.com>

خامساً: القوانين:-

أولاً: القوانين والتعليمات والأنظمة العراقية.

أ.القوانين العراقية.

١. القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ المعدل.
٢. قانون التجارة رقم (٣٠) لسنة ١٩٨٤ المعدل.
٣. قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل.
٤. القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

ب. التعليمات والأنظمة العراقية.

١. التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية العراقية لسنة ٢٠٠٤.
٢. النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨.
٣. تعليمات تداول الأوراق المالية المحدثه لسنة ٢٠١٥.
٤. تعليمات تداول الأوراق المالية للمستثمر عبر الانترنت في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٦.

٥. تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة ٢٠١٨.

جـ - مشاريع القوانين العراقية.

١. مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة ٢٠٠٨.

ثانياً: القوانين والأنظمة والقرارات العربية.

١. القانون المدني المصري رقم (١٣١) لسنة ١٩٤٨.
٢. القانون المدني الاردني رقم (٤٣) لسنة ١٩٧٦.
٣. القانون الاتحادي لدولة الامارات رقم (٥) لسنة ١٩٨٥ بشأن المعاملات الحديثة.

٤. القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع.
٥. قرار مجلس ادارة الهيئة الاماراتي رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ بشأن الافصاح والشفافية.
٦. نظام السوق السعودي رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٣.
٧. القانون رقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية.
٨. القانون الاتحادي رقم (٢٥) لسنة ٢٠٠٦ بشأن هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية.
٩. المرسوم الملكي السعودي رقم (م/٣٠) المعدل بقرار مجلس هيئة السوق المالية السعودية رقم (٢-١٢٨-٢٠٠٦) في ٢٢/٢/٢٠٠٦.
١٠. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٣٢/ر) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضبط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي.
١١. قرار مجلس ادارة هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ المعدل بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.
١٢. قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠٠٩ المعدل بشأن نظام الخدمات المالية.
١٣. قانون سوق البحرين للأوراق المالية والصادر بالمرسوم رقم (٦٠) لسنة ٢٠١٠ م.
١٤. القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠ المعدل بشأن هيئة سوق الكويت للأوراق المالية.
١٥. القانون رقم (٨) لسنة ٢٠١٢ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية.
١٦. المرسوم بقانون رقم (٢٢) لسنة ٢٠١٨ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية.
١٧. قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (٥) لسنة ٢٠١٩ المعدل بشأن نظام الخدمات المالية.

سادساً: المصادر الأجنبية.

أ- القوانين الأجنبية:

1. Règlement Générale de L'autorité des Marchés Financiers (AMF) 2004.
2. Loi française sur la monnaie et la monnaie no 1223 de 2000.
3. Loi n 706 de 2003 sur les Valeurs mobilières.
4. Security Exchange Act 1934.
<http://www.sec.gov/about/Laws/seq34.pdf>

ب- المصادر الأجنبية:

1. Edward, Robert D and John Magee. Technical Analysis of Stock Trend, Bostom, MA: John Magee, Inc.,1981.
2. Murphy John J., Technical Analysis of the Futures Markets, New York, NY: New York Institute of Finance, Prentice- Hall,1986.
3. Pring Martin, Technical Analysis Explained, 2nd edition, N.Y. Mc Graw- Hill,1985.
4. GiZARD(B): Intermédiation boursière: Lasegmentation des métiers, des nego ciateur et de compensateur, R.Banque,1992.
5. Prof. Dubos Masson, 6 steps to an Effective Financial Analysis, Association for Financial Professionals, Retrieted,2017.
6. LAMBERT(ph.), Secret professional ed. Brukhr, Paris- France,2005.
7. Jonathan Moreland, Profit from Legal Inside Trading, Dear born Financial Publishing Inc., Chicago, USA,2000.
8. Frankin Allen, corporate governance in Emerging Economics, Oxford University,2005.
9. Cour de Cassation de France, Chambre criminell, Cassation Partielle, Audiece publique du 14 juin 2006,Publication: Bulletin criminelle. 2006N 178,Voir en site:
<http://www.lexinter.net/JPTXT4/JP2005/delit-d%27initie.htm>

10. Michael Becket, How the stock market works, London Philadelphia new Delhi, 1998.
11. Hannoun Charley, La déontologie des activités financières: contribution aux recherches actuelles sur le neocorporatisme, R.T.D.com, Jull-Sep., 1989.
12. Rabout Albert, droit des bourses de Valeurs des agents de change edition litec librairies techniques, Paris-France, 2000.
13. Junathan Moreland, Profit from Legal Inside Trading Dearborn Financial publishing. Inc., Chicago, USA, 2000.

سابعاً: المواقع الإلكترونية:-

1. <https://www.sca.gov.ae>
الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية
2. www.isc.gov.iq
الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية
3. www.cma.gov.kw
الموقع الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية
4. www.cma.org.sa
الموقع الرسمي لسوق السعودية للأوراق المالية
5. www.gov.iq/view
الموقع الرسمي لجزيرة الوقائع العراقية
6. www.bahrainlaw.net
الموقع الرسمي لسوق البحرين للأوراق المالية
7. <https://www.wam.ae>
الموقع الرسمي لوكالة انباء الامارات
8. www.cisi.org
الموقع الرسمي للمعهد القانوني للأوراق المالية والاستثمار الامريكي

9. <https://smartvisioneg.com>
الموقع الرسمي لاتحاد الدولي للمحللين الفنيين
10. <https://www.findglocal.com>
الموقع الرسمي للجمعية المصرية للمحللين الفنيين
11. www.gcb.iq
الموقع الرسمي لشركة الكرمل للوساطة المالية
12. <https://www.hjc.iq>
الموقع الرسمي لمجلس القضاء الاعلى
13. <https://wwwscatc.sca.ae>
الموقع الرسمي لدليل التخصصات الجامعية الشامل
14. <https://www.onewire.com/p283677-Risk-Market-Risk-Strategst-Financial-ProductEngineer-Analyst-Beengaluru.aspx>
الموقع الرسمي لبرامج التكنولوجيا الحديثة لرفع مستوى خدمة التحليل المالي المتميزة
15. <http://www.alkhaleej.ae>
الموقع الرسمي لشركة الخليج المتخصص لاجتياز الاختبارات المقررة لاعتماد المحللين الماليين
16. www.almaal.org
الموقع الرسمي لصناع المال
17. <https://www.lmeezan.qa>
الموقع الرسمي للبوابة التشريعية القطرية
18. <http://www.unic-eg.org/16247>
الموقع الرسمي لمنظمة الاونكتاد
19. www.gfma.org.qa
الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية
20. <https://www.emaratalyoun.com>
الموقع الرسمي لصحيفة الامارات اليوم

Abstract

There is no doubt that the increase in the movement of funds and people and the rapid development of the means of financial circulation that kept pace with the state of information technology progress, the expansion of financial investment operations inside and outside the country and the linkage of that financial movement with all countries of the world, and in the absence of national legislation, in addition to the development of Arab and international legislation towards strengthening and expanding the area Banking, financial and investment operations that are punctuated by many secretions and illegal practices, specifically within the scope of work of the markets specialized in financial trading, such as fraud, deception and fraud in placing the correct information and data for financial trading that gains the confidence of clients and customers in these institutions.

This led to the emergence of the urgent need for a job that has special importance to maintain the stability of these markets and to actively contribute to their development to achieve the goals for which it was established to advance the economic and financial reality in all its activities that would enhance the implementation of the state's national development plans in the financial and economic sectors. Therefore, legislative minds in some countries have realized the importance of this job, which it has been called (financial analyst), and legal provisions have been put in place for it to regulate the work that must be practiced and to define his obligations and conditions that must be met by this legal person who was concerned with this study to determine his legal position in that commercial institution to achieve the goals What is required for financial trading markets, in addition to that, this study distinguished between him and other persons who practice somewhat similar activities in his work in certain aspects except his legal positions differ from his legal position

according to what was mentioned in this study such as the financial broker, advisor, technical analyst and credit analyst. It also dealt with The most important difficulties facing his work, and for information on this topic, it was divided into three chapters. In the first chapter, we discussed what a financial analyst is in the stock market, and we devoted the second to studying the obligations of a financial analyst in the stock market, while we discussed in the third the responsibility of a financial analyst in the stock market.

*Republic of Iraq
Ministry of Higher Education
and Scientific Research
Babylon University / College of Law*



Legal status of financial analyst in the stock market (comparative study)

*PhD thesis submitted by
To the College of Law / University of Babylon
It is part of the requirements of a Ph.D
In law / private law*

*By the student
Suad Jassim Mohammed Al Karawi*

*Supervised by
Dr. Samah Hussein Ali Alrekabi
Professor of Commercial Law*

1443 A.H

2021 A.D