



جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة القادسية- كلية القانون

التنظيم القانوني للإستثمار المؤسسي

- دراسة مقارنة -

رسالة ماجستير تقدمت بها الطالبة

رؤى عامر يحيى

الى مجلس كلية القانون - جامعة القادسية

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في القانون الخاص

القانون التجاري

تحت اشراف الدكتور

(محمد كاظم محمد العوادى)

أستاذ القانون التجاري المساعد

٢٠٢٤م

١٤٤٦هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿نَرْفَعُ دَرَجَاتٍ مِّنْ نَّشَأٍ وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ﴾

طَبَقَ اللَّهُ الْعَالَمَ الْعَظِيمَ

الشعراء _ الآية ٧ ٢٢

الاهداء

الى الاقبل الاجعد، و صاحب الوجه الاقمر و الجبين الازهر، صاحب الشامة و العلامة و
العالم الغيور المعلم المخبر بالاثار الى من اشتاقت له الأرض ليملئها قسطاً و عدلاً بعدما
ملئت ظلماً و جوراً. صاحب العصر و الزمان (عج)

الى من عشت النعيم بين تجاعيد وجهه ... الى رجل افتخر دائماً بكونه ابي.
الى صاحبة القلب الكبير و الوجه النضير ... تاج الزمان و صدر الحنان الاميرة امي.
الى كنزي العظيم و راحتي.. الى الميراث الذي لا ينفذ... الى هدايا والدي.. اخي و اخواتي.
الى رفيق درب و صديق الأيام.. صاحب الرونق و العزة و الفخامة.. سيد الرجال.. زوجي
الى الطفولة التي ملأت عالمي... و ابهجت جوارحي... العيون الاجمل و الابتسامات التي
تغشق علي الامل... اولادي زهراء ، حسن ، فاطمة.

الى انसानه كانت اهم الأسباب في اكمال هذا العمل لما اعطته من حب و حنان لطفلي
الصغيرة مما هون علي البعد عنها.... امل.

الى كل من دعمني و لو بكلمة

اهدي هذا الجهد المتواضع

الشكر والعرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ، الحمد لله على النجاح و التبريكات، الحمد لله على الفضل و البركات، الحمد لله ما انتهى جهد و لا تم فضل ولا وصلنا رب الا برحمته و كرمه، فالحمد لله كما ينبغي الحمد لجلال وجهه و عظيم سلطانه.

و الصلاة و السلام على طب القلوب و دوائها و نور الابصار و ضيائها و روح الأرواح و حياتها، و على آله الاطهار المنتجبين الابرار.

لا يسعني في ختام عملي هذا الا ان أتقدم بالشكر الجزيل الى الأستاذ المساعد الدكتور (محمد كاظم محمد) على جهده اللامحدود و مساهمته الفاعلة في توجيهي و ارشادي خلال مسيرتي ، انها جهود لا تقدر بثمن و انا ممتنة لقبوله الاشراف على رسالتي هذه فتحية و تقدير.

و تحية طيبة و شكر ممزوج بالتقدير الى عمادة كلية القانون في جامعة القادسية و اساتذتي الافاضل ممن كان لهم الفضل الكبير في تقديم علمهم بكرم و سخاء، و لم يخلو بمشاركته معنا في أي وقت ، و اخص بالذكر الأستاذ المساعد الدكتور (عمار حبيب جهلول) و الدكتور (صفاء متعب فجة) الذان كانا حاضرين للنصح و الارشاد و المشورة في كل وقت، فشكرا لجهودهم المبذولة و جزاهم الله عني كل خير، و أتقدم بالشكر الى العاملين في هذه الكلية القديرة لما قدموه من دعم.

و أتقدم بالشكر الجزيل و الثناء لكل من كان له الفضل في دعمي ان انظر الى المستقبل بثقة و تفاؤل بعيداً عن الحزن و التعب و القلق و الخوف ، فلا اجد كلمات تقي للتعبير عن مدى امتناني لكم اهلي و عائلتي.

و لا يمكنني ان انسى شكر زملاء الدراسة و أصحاب العمل كانوا يسهلون الامر و العناية بكلمات الدعم و التشجيع، متمنياً لهم دوام الصحة و السلامة.

الباحثة

المستخلص

تبحث هذه الدراسة في السلوك الإستثماري للمؤسسات محل الدراسة و التي هي عبارة عن مؤسسات لها في العادة مبالغ كبيرة مهيئة للإستثمارات الطويلة الاجل و قد تجسد مصدر مهم من مصادر رؤوس الأموال الإضافية اللازمة للشركات بين القطاعين العام و الخاص و من الأسباب الرئيسية التي تدعوها الى المخاطرة بتقديم رؤوس الأموال لمشاريع الشراكة بين القطاعين العام و الخاص هي التطلع الى تحقيق أرباح مجزية و الحرص على تنويع الإستثمارات و مدى إستجابتها للمخاطر الموجودة في البيئة التجارية، من خلال الموائمة بطريقة مسابرة للدورة الاقتصادية، حيث يلعب سلوك المستثمر المؤسسي دوراً هاماً في اتخاذ القرارات الإستثمارية، و الذي يتأثر بالعديد من العوامل أثناء عملية اتخاذ القرار الإستثماري، فأصبح لدى المستثمرين العديد من سبل الإستثمار ذات الميزات المختلفة لتلبية احتياجاتهم الحالية و المستقبلية. و إن كان الواقع يشير في بعض الانظمة الى عدم القدرة على تحمل المخاطر، في ضوء انخفاض التثقيف الإستثماري و تعرضه لتقييم المعلومات المتاحة. بينما يحتاج المستثمر المؤسسي الى القيام بتحليل العوامل المختلفة التي يجب دراستها قبل الإستثمار فيها.

و يعدّ الإستثمار المؤسسي من الموضوعات المستحدثة نسبياً في التشريعات العربية، إذ يوجد هناك ندرة في الدراسات القانونية التي تناولته، لذا جاءت الدراسة لتعالج التنظيم القانوني لهذا الإستثمار من خلال البحث في النصوص القانونية التي أطرت له ضمن الأنظمة القانونية محل المقارنة، و معرفة مدى جودة النصوص القانونية العراقية التي تناولت الموضوع مع التأكيد على فكرة أن تطوير الإستثمار المؤسسي قوة دافعة تم إهمالها كثيراً في العراق، فيحتاج بالضرورة الى نشر ثقافة الإستثمار المؤسسي و حمايتها و تشجيعها، مع مراعاة المبادئ السائدة في البيئة التجارية و نقصي المعلومات و الممارسات المخلة بقواعدها بالتعاون مع الجهات ذات العلاقة وفق أحكام التشريعات، و العمل على اجراء التحقيقات في الممارسات التي تكشفها، أو بناء على ما ينجم عن الإستثمارات القائمة من عوائد و إعداد التقارير عن نتائجها بهدف تقويمها.

المحتويات

الموضوع	رقم الصفحة
الاية الكريمة	أ
الاهداء	ب
الشكر و العرفان	ت
المستخلص باللغة العربية	ث
المحتويات	ج- خ
المقدمة	٧-١
الفصل الأول: الاطار المفاهيمي للإستثمار المؤسسي	٨- ٨٢
المبحث الأول: ماهية الإستثمار المؤسسي	٨- ٤٥
المطلب الأول: محددات الإستثمار المؤسسي و أهميته	١٠- ٣٥
الفرع الأول: محددات الإستثمار المؤسسي	١٠- ٢٣
اولاً: شخص المستثمر المؤسسي	١٠- ١٨
ثانياً: الغطاء المالي	١٨- ٢٣
الفرع الثاني: أهمية الإستثمار المؤسسي	٢٣- ٣٥
اولاً:اهمية الإستثمار المؤسسي في الجهة المستثمر فيها	٢٤- ٣١
ثانياً:أهمية الإستثمار المؤسسي للمستثمر نفسه	٣١- ٣٥
المطلب الثاني:أنواع الإستثمار المؤسسي	٣٥- ٤٤
الفرع الأول: أنواع الإستثمار المؤسسي من حيث الأشخاص	٣٦- ٣٩
اولاً: الإستثمار المؤسسي المباشر	٣٦- ٣٧
ثانياً: الإستثمار المؤسسي غير المباشر	٣٧- ٣٩
الفرع الثاني:أنواع الإستثمار المؤسسي من حيث النطاق	٣٩- ٤٤
اولاً:الإستثمار المؤسسي الداخلي	٣٩- ٤١
ثانياً: الإستثمار المؤسسي الخارجي	٤١- ٤٤
المبحث الثاني :الموائمة بين البيئة التجارية و الإستثمار المؤسسي	٤٤- ٨٢
المطلب الأول: التحديات المرتبطة بالإستثمار المؤسسي	٤٥- ٥٩
الفرع الأول: التحديات الناشئة عن البيئة التجارية	٤٦- ٥٥

٥٢- ٤٨	أولاً- المخاطر المتعلقة بعدم الالتزام بالمعايير البيئية و الاجتماعية
٥٤-٥٢	ثانياً: المخاطر الناشئة عن المنافسة غير المشروعة
٥٥-٥٤	ثالثاً: المخاطر المتعلقة بالاغراق التجاري
٥٩-٥٥	الفرع الثاني: التحديات الناشئة عن المستثمر المؤسسي نفسه
٥٨-٥٦	أولاً: عدم الكفاءة الإدارية للمستثمر المؤسسي
٥٩-٥٨	ثانياً: عدم وجود المظلة القانونية
٨٢-٥٩	المطلب الثاني: المواجهة التشريعية للتحديات القانونية
٧٦-٦٠	الفرع الأول: الحلول التشريعية للتحديات الناشئة عن البيئة التجارية
٦٦-٦١	أولاً: الإفصاح
٧٦-٦٦	ثانياً: الحد من أساليب المنافسة غير المشروعة و الإغراق التجاري
٨٢-٧٦	الفرع الثاني: الحلول التشريعية للتحديات الناشئة عن المستثمر نفسه
١٣٨-٨٢	الفصل الثاني: احكام الإستثمار المؤسسي
١١٧-٨٢	المبحث الأول: سير الإدارة في الإستثمار المؤسسي
٩٦-٨٣	المطلب الأول: مهام الإدارة في الإستثمار المؤسسي
٨٧-٨٣	الفرع الأول: مهمة الإدارة في حفظ الأموال المستثمرة
٩٦-٨٧	الفرع الثاني: مهمة الإدارة في تعظيم الأرباح
١١٧-٩٦	المطلب الثاني: ضمانات الإستثمار المؤسسي
١٠٨-٩٦	الفرع الأول: الضمانات الداخلية
١٠٣-٩٧	أولاً: رقابة المستثمر المؤسسي
١٠٨-١٠٣	ثانياً: رقابة الجهات المستثمر فيها
١١٧-١٠٨	الفرع الثاني: الضمانات الخارجية
١١٢-١٠٩	أولاً: الرقابة الخارجية على المستثمر المؤسسي
١١٧-١١٢	ثانياً: الرقابة الخارجية على الجهات المستثمر فيها
١٣٨-١١٧	المبحث الثاني: مسؤولية المستثمر المؤسسي تجاه أصحاب الأموال
١٢٨-١١٧	المطلب الأول: القواعد التي تحكم العلاقة بين المستثمر المؤسسي و أصحاب رأس الأموال
١٢٣-١١٨	الفرع الأول: طبيعة العلاقة بين المستثمر المؤسسي وأصحاب رأس المال
١٢١-١١٨	أولاً: علاقة المستثمر المؤسسي البريطاني و أصحاب رأس المال
١٢٤-١٢١	ثانياً: علاقة المستثمر المؤسسي الصيني و الأرمني و العراقي و أصحاب رأس المال
١٣٨-١٢٤	الفرع الثاني: ضوابط العلاقة بين اطراف الاستثمار المؤسسي

١٣٨-١٢٨	المطلب الثاني: حقوق أصحاب رأس المال في مواجهة المستثمر المؤسسي
١٣٢-١٢٨	الفرع الأول: دفع المستحقات المقررة قانوناً
١٣٨-١٣٢	الفرع الثاني: ضمانات حقوق أصحاب رأس المال
١٤٣-١٣٨	الخاتمة
١٤٠-١٣٨	أولاً: النتائج:
١٤٣-١٤٠	ثانياً: المقترحات
١٦٣-١٤٣	المصادر
١٦٣	المرفقات

المقدمة



المقدمة

أولاً: عرض موضوع الدراسة

تدخل مؤسسات الدولة في العلاقات التجارية سواء أكانت طرف ام مراقب، فلم تعد تلك العلاقات حكرًا على الأشخاص، وترتبط تلك العلاقات بالاقتصاد ككل، و إن تأصيل التنظيم القانوني للعلاقات التجارية يتأثر بطريقة أو بأخرى بالعوامل الاقتصادية لإشراكها في الغاية المتمثلة بإشباع الحاجات الاقتصادية أو التجارية، وإن ضرورة تدخل القانون في تقويم تلك الحاجات هو أساس الاعتقاد بأن معظم فروع قانون التجارة لها خلفية اقتصادية ترجع الى اثارها او غاياتها الاقتصادية المتعلقة بالانتاج والتوزيع والاستهلاك، و إن الحاجات الاقتصادية التي ترى الدولة ضرورة اشباعها هي من يبرر اصدار تشريعات ذات طابع تجاري.

تسعى الدول الى ادخال نوع جديد من الإستثمارات الى البيئة التجارية كالإستثمار المؤسسي- وإن لم يكن هو جديد بالمفهوم المتصور- إلا إن العمل به والتركيز عليه لم تتجه إليه الدول الا بعد الازمات الاقتصادية التي شهدتها الأسواق العالمية. و العراق من الدول التي سعت الى تشجيع الإستثمار عموماً ، نلاحظ ان الدستور العراقي تبنى تلك الفلسفة ضمن المواد (٢٥ و ٢٦) حيث نصت "تكفل الدولة إصلاح الاقتصاد العراقي وفق أسس اقتصادية حديثة و بما يضمن استثمار كامل موارده و تنويع مصادره و تشجيع القطاع الخاص و تنميته"، و أشار إلى أن تشجيع الإستثمار ينظم بقانون. و على الرغم من هذا النص و ما اشتملت عليه التشريعات المتلاحقة بالتعديل و الحث على الإستثمار، بما في ذلك الإستثمار الذي تمارسه المؤسسات المشار لها في الدراسة و هي (دائرة التقاعد ، الضمان الاجتماعي، دائرة رعاية القاصرين، والتأمين)، الا إن إعتقاد هذه المؤسسات جاء من باب انها تملك من الأصول ما هو للدولة و ما هو للأفراد و المتمثل بالاستقطاعات او الاشتراكات التي يقدمها الأشخاص.



إن المستثمرين المؤسسيين هم كيانات تستثمر الأموال المدخرة لديها سواء أكانت من أموالها الخاصة أم من أموال الأشخاص التابعين لها و استثمارها نيابة عنهم في مجال إستثمارات مصرفية و غير مصرفية، تؤدي الى زيادة نشاط و فاعلية البيئة التجارية، كذلك حماية المدخرات المالية. كان تشجيع المؤسسات على الإستثمار في المشاريع المختلفة انطلاقاً من طبيعة الأصول التي من الممكن ان تدخل في إستثمارات طويلة الاجل تطابق احتياجات الإستثمارات، و القدرة على تحقيق عوائد اعلى و تقديم ارتباطاً اقل، و بالتالي فرص تنوع أوسع مقارنة بالاصول التقليدية. ونتيجة لاتساع حجم الأسواق المالية و ارتفاع حجم التعاملات و زيادة حدة المنافسة فضلاً عن العولمة المالية التي أدت الى انفتاح أسواق العالم واقتصادياته على بعضها و انتشار عمليات التجارة و التداول زادت مجالات الإستثمار، عملت المؤسسات على إدارة أموالها بصورة تجعلها على الأقل بمنأى عن احتمالات الخسارة و العجز، و بذلك فرضت الازمات المالية و الصدمات الاقتصادية العالمية تحديات جديدة على الأسواق المالية، و منها البحث عن إستثمارات تساعد على استقرار البيئة التجارية، كان المستثمرون المؤسسيون هم الأهم لاسيما بالنظر الى حجم رؤوس الأموال الكبيرة نسبياً التي يتسببون في تحريكها.

ثانياً: أهمية الدراسة

ان أهمية التنظيم القانوني للإستثمار المؤسسي تنظر من جانبين، الاول هو الجانب النظري و المتمثل في ان تصويب الإستثمار المؤسسي و تأطيره قانونياً بشكل فعال سيساعد المستثمر المؤسسي في إختيار الجهة الإستثمارية المثلى، و من جانب آخر سيسهم في استقرار السوق و دعم البيئة التجارية و يعمل على خلق نظام تنافسي له ابعاد اقتصادية مهمة لأي بلد. اما الجانب العملي فأن الإستثمار المؤسسي يساعد على اتاحة البدائل الإستثمارية المختلفة للإستثمار نظراً للدور الهام الذي يؤديه للنظام المالي من حيث تدفق الأموال من مقدمي الأموال (طبقة المدّخرين) الى مستخدمي الأموال (طبقة المقترضين و المستثمرين) لتمويل مشروعاتهم



الإستثمارية إذ يتكون النظام المالي من الأشخاص و مؤسسات مالية و أسواق مالية و حكومات تنظم و تراقب عملياته.

و بذلك سيكون لدراسة الموضوع أهمية تظهر من خلال معرفة مدى ملائمة التشريعات المعنية بتنظيم هذا الإستثمار لإدارة مثل هذه الأموال من قبل المؤسسات المستثمرة وضرورة وجود نظام تشريعي متكامل في هذا المجال.

ثالثاً: هدف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى تقديم لمحة عامة عن الإستثمار المؤسسي في ضوء واقع البيئة التجارية الراهنة، عبر معرفة مدى جودة تنظيم هذا الإستثمار، و يكون ذلك من خلال جمع بيانات عن المشهد العام للإستثمار المؤسسي، و تحديد السياسات التنظيمية الرئيسية، و افضل الممارسات لتعزيز نمو الإستثمار المؤسسي، و اتاحة الفرصة امام المؤسسات لمشاركة خبراتهم، و كل ذلك بهدف تطوير مجموعة من العناصر القابلة للتنفيذ التي يمكن ان يستخدمها المنظمون للنهوض بهذا الإستثمار، علاوة على تقديم اطار مفاهيمي متكامل حول الإستثمار المؤسسي من خلال الاطلاع، و مراجعة التشريعات، و الدراسات المعنية، و الحصول على ما يستلزمه هذا الإستثمار في ظل البيئة التجارية العراقية.

رابعاً: مشكلة الدراسة

على الرغم من إصدار المشرع العراقي العديد من التشريعات التي تشجع المؤسسات محل الدراسة على الإستثمار ضمن البيئة التجارية، إلا إن تلك النصوص ليس لها القدرة على تجلّي الغاية المتوخاة أو الأسباب الموجبة لها، حيث ابقت عمليات الإستثمار المؤسسي في نطاق محدود مما يثبت قصورها من جانب، وغياب الآليات المناسبة لتنفيذها و تحقيق هدفها من جانب آخر، لنجد إن الإشكالية الرئيسة في دراستنا تتمثل في ضعف واقع الإستثمار المؤسسي في نطاق البيئة التجارية.



إنطلاقاً من الإشكالية المعروضة آنفاً يمكننا صياغة سؤال مركزي تدور حوله الدراسة وعدد من الأسئلة الفرعية.

اما السؤال المركزي فمفاده: كيف يمكن تطويع الإطار التنظيمي للإستثمار المؤسسي بما ينسجم مع البيئة التجارية؟

و يتفرع من السؤال اعلاه عدة تساؤلات منها:

- ما المقصود بالمستثمر المؤسسي؟
- ما العقوبات التي تواجه الإستثمار المؤسسي؟
- ما الحلول المقترحة التي تسمح للمؤسسات بالإستثمار لتحقيق افضل العوائد بأقل التكاليف و الخسائر ؟

خامساً: منهجية الدراسة

تماشياً مع خصوصية موضوع الدراسة تعتمد الباحثة في هذه الدراسة الى اتباع المنهج التحليلي المقارن للنصوص التي تشملها التشريعات العراقية والمقارنة ، حيث تدرس التشريعات على نحو تحليلي لها، و من ثم مقارنة التشريعات المختارة (التقاعد و رعاية القاصرين و التقاعد و الضمان الاجتماعي و التأمين) في كل من تشريع المملكة المتحدة و الصين و الأردن مع التشريع العراقي، وما يجدر الاشارة اليه ان اخذ هذه القوانين كمحل للمقارنة جاء من قبيل عرض اختلاف الأسس الجوهرية ، فتشريعات المملكة المتحدة لها من الحرية و افساح المجال ما يظهر خصوصيتها، و في المقابل النظام الصيني الذي يجمع بين الاشتراكية في إدارة المؤسسات و الانفتاح في البيئة التجارية، اما النظام الاردني فقد اختير لتشابه بيئة العمل و الظروف مع النظام العراقي.



ثامناً: هيكلية الدراسة

أخذ التقسيم الثنائي كهيكلية للدراسة و قسمت الدراسة على فصلين، خصص الفصل الأول لبيان الاطار المفاهيمي للإستثمار المؤسسي ليحمل في طياته أهمية هذا الإستثمار في المبحث الأول و الموائمة بين البيئة التجارية و الإستثمار المؤسسي في المبحث الثاني.

اما الفصل الثاني فقد خصص لمبحث احكام الإستثمار المؤسسي و ذلك في مبحثين، الأول مخصص لسير الإدارة في الإستثمار المؤسسي، اما المبحث الثاني فجاء لمبحث مسؤولية المستثمر المؤسسي تجاه أصحاب رأس المال.

لتنتهي الدراسة بخاتمة تضمنت اهم ما توصلنا له من نتائج و المقترحات الموصى بها.

الفصل الاول



الفصل الأول

الاطار المفاهيمي للإستثمار المؤسسي

ان الاحاطة بالإستثمار المؤسسي من حيث مفهومه منوط بدراسة عدة مرتكزات تمثل بمجموعها ابعاد ذلك الاطار و ماهيته، فمرتكزه الاول يوجب دراسة محددات هذا الإستثمار والوقوف على معايير الاساسية التي يستلزم توفرها لغرض اصطباغه بتلك الصبغة من عدمها، اذ ان البحث في تلك المحددات يذهب بالباحثة الى الوقوف عند المستثمر المؤسسي من جانب سواء بوصفه من اشخاص القانون العام ام القانون الخاص. لينتقل بعد ذلك الى رؤوس الأموال في تلك المؤسسات بعدها محدد اخر لهذه الدراسة، بيد ان التطرق لتلك المحددات و المعايير لا يكتمل به ذلك الاطار المفاهيمي للمستثمر المؤسسي ما لم يكتمل البحث في المرتكز الثاني، الذي يتمثل بانواع ذلك الإستثمار وطرقه. و بما ان الإستثمار المذكور بطرقه المختلفة و انواعه المتعددة له مكانة في البيئة التجارية المتميزة بخصوصيتها و احكامها التي توجب على من يلجأ لها ان يكون موثما لطبيعة تلك البيئة، نعم فالإستثمار المؤسسي و ان كان تابعا لشخص من اشخاص القانون العام فان ذلك لا يعد مانعا من دخوله في البيئة التجارية و سريان احكام تلك البيئة عليه، و لعل شاهد من شواهد ذلك ما نص عليه المشرع العراقي في المادة (٤) من قانون التجارة النافذ رقم (٣٠) لسنة ١٩٨٤ بقوله: "اولا: يسري هذا القانون على النشاط الاقتصادي للقطاع العام^(١) و المختلط و الخاص...".

و عليه أرتأينا تقسيم الفصل الى: المبحث الأول الذي يبين محددات و أنواع الإستثمار المؤسسي تحت مسمى ماهية الإستثمار المؤسسي والمبحث الثاني الذي يبحث في سبل الموائمة بينه و بين البيئة التجارية .

المبحث الأول

ماهية الإستثمار المؤسسي

قبل الخوض في مضمار ماهية الإستثمار المؤسسي يجب الإشارة الى ان ما سيتم دراسته هو المستثمر المؤسسي أي شخص الإستثمار لا الإستثمار بحد ذاته لانه معروف لدى الجميع ان ما يميز الإستثمار المؤسسي هو المستثمر نفسه، و بذلك سوف تكون دراسة المؤسسات التي

(١) ينظر الأمر رقم ٦٤ الصادر عن سلطة الائتلاف المؤقتة بتعديل قانون الشركات، القانون رقم ٢١ لعام ١٩٩٧.



تمارس هذا النوع من الإستثمارات هي المحدد الأول السبيل معرفة الإستثمار المؤسسي⁽¹⁾. و ان المحدد الثاني للوقوف على ماهية الإستثمار المؤسسي هو الأموال المستثمرة، بالإضافة الى المؤسسات نجد ان ضخامة رؤوس الأموال المستثمرة و عائديتها المباشرة و غير المباشرة تمثل معياراً واضحاً لإستثمار المؤسسات⁽²⁾، و ان هذه الضخامة تعود الى ان الأصول التابع لها هذا الإستثمار يجب ان ترتبط بأقتصاد الدول التي ينتمي اليها⁽³⁾.

و يمكن ان يتوهم القارئ في هذا المصطلح الذي يشمل محددات الإستثمار المؤسسي إذ وجدنا ان هذا المصطلح في بعض الأحيان يعتمد للتعبير عن العوامل التي يعتمدها المستثمر المؤسسي التي تحدد قرارته الإستثمارية لتخصيص رأس المال، و يمكن ان تكون حماية حقوق الملكية لأطراف الإستثمار، و العمل على تطوير مهارات و خبرات مديري المؤسسات او المشاريع الإستثمارية و البحث عن شركاء لديهم الخبرة العالية في إدارة رؤوس الأموال و الصفقات الإستثمارية المقدمة معايير مهمة لمعرفة جودة هذا الإستثمار⁽⁴⁾.

الا ان دراستنا تقتصر على الحدود التي تحدد كون الإستثمار مؤسسياً من عدمه ولم نخض في محددات جودة الإستثمار المؤسسي. و بالتالي ستكون محددات الإستثمار المؤسسي محلاً لبحثنا الذي سيقسم على مطلبين الأول اهتم بدراسة محددات الإستثمار المؤسسي و أهميته، و الثاني خصص لدراسة أنواع الإستثمار المؤسسي:

(1) Jose Antonio Alonso and Carlos Garci-Martin, 2009, " **THE DETERMINANTS OF INSTITUTIONAL QUALITY: MORE ON THE DEBATE**", discussion papers 09/04, university of Nottingham, CREDIT.

(2) Mukesh Kumar Jakhar, R.K.Motwami, " **A CONCEPTUAL FRAMEWORK FOR RESEARCH ON INVESTMENT DETERMINANTS AMONG NON-INSTITUTIONAL INVESTORS**", (2019) 6 (2), jourhal of management (jom), pp(74-80).

(3) OECD, " **MOBILISING INSTITUTIONAL INVESTORS FOR FINANCING SUSTAINABLE DEVELOPMENT IN DEVELOPING COUNTRIES, EMERGING EVIDENCE OF OPPORTUNIYIES AND CHALLENGES**", OECDpublishing,Paris.

(4) Alexander P. Groh, Heinrich Liechtenstein, Miguel A. Canela, " **INTERNATION ALLOCATION DETERMINANTS OF INSTITUTIONAL INVESTMENT IN VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY LIMITED PARTNERSHIPS**", working paper no726, 2008,IESE Business school- university of Navarra.



المطلب الأول

محددات الإستثمار المؤسسي وأهميته

ان الاخفاقات المتكررة للسوق تؤثر على النظام العالمي المالي مما يستلزم وجود استجابة مناسبة لرد التهديدات التي تطال هذا النظام، و استعادة القدرة لانعاش الاقتصاد العالمي في ظل محاولات المتكررة لجعل السوق اكثر اماناً لاغراء العديد من قطاعات الخدمات المالية بالتعافي و كان من نتائج ذلك هو العمل على تمويل المشاريع بنوع مختلف من الإستثمارات يختلف فيه الأشخاص القائمين عليه^(١). و بما يملكه هؤلاء المستثمرون المؤسسيون من الموارد والمعلومات المتخصصة غير المتاحة للمستثمرين الفرديين تظهر اهمية هذا النوع من الإستثمار الذي يؤثر تأثيراً كبيراً على الأسواق، وهو ما سيكون محلاً لبحثنا في هذا المطلب وعلى فرعين:

الفرع الأول

محددات الإستثمار المؤسسي

اتجهت العديد من القوانين الى تناول هذا النوع من الإستثمار بالتنظيم و الاشارة له ضمن قوانينها المختلفة و ان كانت تلجأ في الكثير من الاحيان الى قواعد الإستثمار بصورة عامة، الا ان بيان المحدد المتعلق بمفهوم الإستثمار المؤسسي و ما يمكن ان يشتمل عليه و كيف يمكننا تحديده بعلامات تميزه عن غيره، قادنا الى تقسيم هذا الفرع الى شخص المستثمر المؤسسي و الغطاء المالي :

اولاً: شخص المستثمر المؤسسي

ان من مميزات الإستثمار المؤسسي الذي يعد محددًا من محدداته هو الشخص القائم بالإستثمار المذكور الذي يطلق عليه ب"المستثمر المؤسسي"،و لعل القول بمزيتة عائد الى طبيعة ذلك الشخص القانونية و وظيفته الأساسية المرسومة له بموجب القانون التي تبتعد في الأصل ان لم يكن محظوراً عليها القيام باعمال تجارية و الولوج في البيئة الخاصة في تلك الاعمال و الاحتكام لثوابتها و الالتزام بقواعدها.

(١) سميرة محمد علام أبو زيد، "اثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية"، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، العدد ٢، ٢٠١٣، ص(٩٨٠-١٠١٥).



على ضوء ذلك نجد ان التعريفات التي وضعت له من قبل البعض قد انطلقت لا من ذاتيته فحسب و انما من الدور المناط به.و ان كان للباحثة توقف عندها، فقد عرّفه احد الباحثين على انه:"مؤسسات تجمع الأموال من الأشخاص والشركات وتستثمر نيابة عنهم باعتبارهم من ذوي الخبرة في الأمور المالية والشركات والمشاريع ويثق عملاءهم في مهاراتهم بسبب احترافهم من خلال امتلاكهم لمساهمات كبيرة تمكنهم من ان يكون لهم رأي افضل و تأثير على استراتيجيات الشركات من خلال مراقبة عملية صنع القرار في مجلس الإدارة، لذلك يفترض انه يمكن للمستثمرين المؤسسيين التأثير على نوع الشركات التي يضعون الموارد فيها و تغيير أسعار الأسهم و التحول الى الأصول و الخروج منها مع عواقب ملحوظة على قيم الأسهم و بالتالي على الاقتصاد ايضاً" ^(١).

و عرفه باحث اخر على انه: " المؤسسات المالية المتخصصة التي تدير المدخرات بشكل جماعي نيابة عن صغار المستثمرين نحو هدف محدد من حيث المخاطر المقبولة و تعظيم العائد" ^(٢). فيساق على التعريفين ملاحظات عدة، منها:

- ١- ان كلا التعريفين قد حددا ذاتية المستثمر المؤسسي بوصفه مؤسسة مالية، وهذا الامر و ان كان بالإمكان التسليم به في بعض تطبيقاته في التشريعات المقارنة. فهو امر بعيد تماماً عن الغالب من مصاديقه، اذ ان الغالب هنا يتمثل في انها مؤسسات عائدة للدولة مناط بها واجبات و وظائف هي بعيدة كل البعد عن انها مؤسسات مالية، مثالها دائرة رعاية القاصرين ، دائرة الضمان الاجتماعي.
- ٢- ان التعريفين المذكورين قد قننا وظيفة أساسية للمستثمر المؤسسي الا و هي الإستثمار المالي، بمعنى ان قيام تلك المؤسسات هو للغرض المذكور لا غير. بينما اشرنا الى ان الأصل وفقاً لما اوردناه في النقطة الأولى هو غير ذلك تماماً.

1 Samza Fatima، Tom Mortimer، Muhammad Bilal، "CORPORATE GOVERNANCE FAILURES AND THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN PAKISTAN، LESSONS TO BE LEARNT FROM UK"(2018) 60 (2) *International journal of law and management*، pp.571،585.

(2) Yaqi Ding، *THE ROLE OF INSTITUTIONAL SHAREHOLDER ACTIVISM IN CORPORATE GOVERNANCE :A COMPARATIVE STUDY OF THE UK AND US AND CHINA*. School of law، college of social sciences، university of Glasgow، PHD (2017)، P 54



٣- ان التعريفين المذكورين قد مكنا المستثمر المؤسسي وفقاً لذاتيته و وظيفته المشار اليها سابقاً من فتح الأبواب لاستقبال أموال الأشخاص و الشركات لإستثمارها، بل جعلها هدفها او وسيلتها للقيام بالإستثمار المالي هو جذب و تجميع أموال الأشخاص و الشركات، بينما المستثمر المؤسسي يقوم في الأصل بإستثمار الأموال المدخرة لديه و المتجمعة وفقاً لوظيفته القانونية، فقيام دائرة رعاية القاصرين بالإستثمار يكون رأس مال الإستثمار المذكور الأموال المدخرة لديها و العائدة للقصر الذين تكون الدائرة المذكورة معنية بالمحافظة عليها و إستثمارها، فهي غير قادرة في الأصل على استقبال أموال من خارجها و القيام او الاشراف كحد ادنى على إستثمارها.

٤- ما يلحظ على التعريفين المذكورين انهما قد بينا و بشكل جلي القدرة الفنية للمستثمر المؤسسي في مجال القيام بالإستثمار المالي و الاشراف عليه، و القدرة للوصول الى الغاية التي يهدف اليها أصحاب تلك الأموال و المتمثلة بتعظيم العوائد مع تقليل نسبة المخاطر في الإستثمارات التي يختارونها.

٥- يمكن القول ان المستثمر المؤسسي يقترب وفقاً للتعريفين المذكورين من شركات الإستثمار المالي التي تولتها التشريعات المقارنه بالتنظيم اكثر كونه تعريفاً للمستثمر المؤسسي بوصفه القانوني^(١). و هذا في حد ذاته مما لايمكن التسليم به مطلقاً.

وفقاً لما ورد في سابقاً سواء من حيث الشواهد التعريفية او الملاحظات التي وردت عليها يوصل الباحثة الى القول بعدم إمكانية انطباق تلك التعريفات على المستثمر المؤسسي بما يمثله الأخير من مؤسسة عائدة للدولة في الأصل بعيدة عن تلك الوظيفة الأساس المتمثلة بجذب الأموال و إستثمارها، الا انه يمكن القول بها ان تم النظر اليها من حيث الشخص الذي تشكله تلك المؤسسة و التي تهدف من ورائه الى إستثمار تلك الأموال العائدة لها و يمكنها ان تتمكن وفقاً للنظام الذي تضعه له من القدرة على استقبال الأموال من الأشخاص و الشركات دون الاقتصار على أموالها، فيكون حينها هدف ذلك الشخص المعنوي هو تحقيق الربح و تعظيم العوائد، فنسبة المستثمر حينها الى المؤسسة مبني على انها الشخص الذي اظهرها الى عالم الوجود دون ان يعني انها هي المؤسسة ذاتها.

(١) فقد نصت المادة ٩/اولاً من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل لسنة ٢٠٠٤ على ان " شركة الإستثمار المالي هي شركة منظمة في العراق نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدخرات نحو الإستثمار في الأوراق المالية العراقية بما في ذلك الأسهم و السندات و حوالات الخزينة و الودائع الثابتة".



و تسليماً بذلك و لتحديد المعنى وفقاً للاطر القانونية ينبغي استعراض الإستثمار المؤسسي في التشريعات المقارنة للوقوف على توجهها في تحديد معنى المستثمر المذكور.

ف نجد ان قانون الاشراف في المملكة المتحدة ٢٠٢٠ المعدل وفيما يخص المستثمرين المؤسسيين قد أشار الى ان المستثمرين المؤسسيين هم " مالكو الأصول^(١) و مديروا الأصول^(٢) يجمع مالكي الأصول الأموال من المستفيدين بهدف إستثمار تلك الأموال نيابة عنهم في المقابل يقوم مالكو الأصول بتعيين مديروا الأصول لادارة (و إستثمار) تلك الأموال^(٣).

اما المشرع الصيني فنجده ضمن المرحلة الأولى من الإصلاح الاقتصادي والانفتاح قد تبنى سياسة استراتيجية السوق مقابل رأس المال، وكان هذا التعديل يهدف الى معالجة النقص في رأس المال والخبرة الإدارية وتكنولوجيا الشركات، فبالإضافة الى الإجراءات الإدارية المتخذة للتنظيم الإداري في الدولة ركزت بشكل أساسي على الإصلاح الاقتصادي والقانوني من ضمن هذه الإصلاحات الشاملة فكانت من الإصلاحات الأساسية التي قام بها المشرع الصيني هو الميل الى تبسيط الإجراءات و إعطاء مساحات اكبر الى المؤسسات، حيث تم السماح لها ببيع منتجاتها والاحتفاظ بجزء من أموال البيع هذه بدلا من تسليمها الى الدولة. وجعل المشرع الصيني من وزارة المالية ووزارة العمل والضمان الاجتماعي (التي تم حلها حالياً) مسؤولة عن إستثمار الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي الذي أنشئ عام ٢٠٠٠ و الذي يتكون من صندوقين هما صندوق التقاعد الحكومي (صناديق الضمان الاجتماعي) وصندوق التقاعد

(١) مالكو الأصول :يشير الى المؤسسات التي لديها ملكية قانونية للأصول المالية نيابة عن المستثمرين النهائيين الذين يتحملون المخاطر الاقتصادية للإستثمار.

(٢) مديروا الأصول: هم الأشخاص الذين يقوم بعض من مالكي الأصول باعطاء الامر اليهم بإدارة أموال المستفيدين نيابة عن المالك. فنجد ان المالك يختلف عن المدير بان المالك هو المؤسسة التي تملك الأصول اما المدير فلا يملك الأصول بشكل قانوني و انما يديرها فقط.

اود الإشارة الى ان هذه المصطلحات أينما وردت في هذه الرسالة فهي تشير الى المعنى الذي تم بيانه.

(3) Bobby V .Reddy، **THE EMPEROR'S NEW CODE? TIME TO RE_EVALUATE THE NATURE OF STEWARDSHIP ENGAGEMENT UNDER THE UK'S STEWARDSHIP CODE**، The modern law review، p 850 . "Institutional investors under the Stewardship Code are asset owners and asset managers. Asset owners collate funds from beneficiaries with a view to investing those funds on their behalf. In turn، asset owners appoint asset managers to manage (and invest) those funds. Starting with the duties of asset managers، an asset manager will owe duties to the asset owner whose funds it is managing "



للشركات (صندوق المعاشات السنوية) ، ويمثل الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي (nssf) اكبرها حيث يجسد مجموع أموال الصناديق كافة الخاصة بالمعاشات، بينما تشرف هيئة تنظيم الأوراق المالية الصينية (csrc) على أنشطة مديري الإستثمار في الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي، وتعتبر هذه المؤسسات هي الأمناء على صلاحيات إدارة أموال المستثمر المؤسسي في الصين وهذا خلاف لما في المملكة المتحدة، ورغم هذا كله فإن المشرع الصيني عندما سمح بإستثمار المؤسسات قد اخذ بعين الاعتبار اختلاف هذه المؤسسات عن بعضها البعض و العمليات التجارية التي من الممكن ان تؤديها و طبيعة أنشطة كل مؤسسة و وفق هذه الاعتبار سوف يتم إعطاء هذه المؤسسات المسؤوليات بما يتوافق مع قدراتها الادارية^(١).

وقد اشار المشرع الصيني الى إستثمار المؤسسات في تقنيات عديدة دون ان يضع لها تشريعاً معيناً منها قانون حماية كبار السن الصيني لسنة ١٩٩٦، حيث بين في المادة الخامسة منه ان على الحكومة ان تدمج اوليات كبار السن مع الخطة الوطنية للتنمية الاقتصادية و تزيد تدريجياً من الإستثمار في أموالهم و على الإدارات ذات الصلة ان تبذل جهدها لغرض توفير الحماية الكاملة لكبار السن ويجب ان تحدد الحكومة مؤسسات لهذا الغرض^(٢).

(1) Beijing Review، " **DECISION ON REFORMING ECONOMIC STRUTURE**"، 1984، P4.

(2) Article 5 The people's governments at various levels shall incorporate the undertakings related to the elderly into the plans for national economic and social development، gradually increase the investment in these undertakings and encourage all sectors of society to make such investment، so that these undertakings and the economy and society develop in a coordinated manner. The State Council and the people's governments of provinces، autonomous regions and municipalities directly under the Central Government shall take organizational measures to coordinate the efforts made by relevant departments to protect the rights and interests of the elderly. The specific institutions for the purpose shall be prescribed by the State Council and the people's governments of provinces، autonomous regions and municipalities directly under the Central Government. **LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA ON PROTECTION OF THE RIGHTS AND INTERESTS OF THE ELDERY 1996**

المادة (٥) يجب على الحكومات الشعبية على مختلف المستويات دمج المشاريع المتعلقة بالمسنين في خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية الوطنية، وزيادة الاستثمار تدريجياً في هذه المشاريع وتشجيع جميع قطاعات



اما على مستوى التشريعات العربية، نجد ان المشرع الأردني قد اخذ بالإستثمار المؤسسي وهو ما يبدو جليا ضمن قانون الضمان الاجتماعي الاردني رقم (١) لسنة ٢٠١٤ وتعديلاته وذلك من خلال انشاء نظام خاص يعرض كيفية إدارة أموال الصندوق وإستثمار أمواله حيث نص في المادة (٣/هـ/٢) على ان: " ١ - لمجلس الوزراء بناء على تنسيب المجلس تطبيق التأمين الصحي للمستفيدين منه مشتركين ومنتهين سواء من قبل المؤسسة منفردة أو بالاتفاق مع المؤسسات والجهات المختصة ذات العلاقة ولهذه الغاية يستحدث في المؤسسة صندوق خاص للتأمين الصحي. ٢. لغايات تنفيذ أحكام البند (١) من هذه الفقرة يصدر نظام خاص يحدد فئات المستفيدين من هذا التأمين وأحكامه وشروطه الأخرى ونسب الاقتطاع من المنشآت والمؤمن عليهم كما يحدد هذا النظام كيفية إدارة الصندوق وإستثمار أمواله والمنافع التأمينية المترتبة على تطبيق هذا التأمين". فيلاحظ من النص اشارته الى إستثمار مؤسسي يتولى إستثمار اموال الصندوق المشار له. إذ يتم تحديد طرق ادارته و تخصيص أمواله و إستثمارها فيتم بموجب نظام خاص يصدر لهذه الغاية.

كما اشار المشرع الاردني ضمن المادة (٨/ج) من قانون الضمان الاجتماعي الى ان: " ج- لغايات إستثمار أموال المؤسسة ينشأ فيها صندوق يسمى (صندوق إستثمار أموال الضمان الاجتماعي) يتمتع باستقلال إداري وتحدد كيفية إدارته وآليات عمله وأموال المخصصة له وإدارتها وإستثمارها بموجب نظام خاص يصدر لهذه الغاية."

وبالذهاب الى تقرير مجلس إستثمار أموال الضمان الاجتماعي الأردني لعام ٢٠١٨ نجده قد بين في احدى فقراته انه قد حدد الأنظمة و التعليمات الصادرة عن الهيئة و شروطاً يجب توافرها في الشركات للحصول على تراخيص لممارسة أي من النشاطات و الخدمات المالية التي تمنحها الهيئة، كما أشار الى تنظيم اعمال الخدمات المالية من اجل تشجيع الإستثمار المؤسسي و خلق كفاءات مهنية مالية محترفة مسؤولة.^(١)

المجتمع للقيام بهذا الاستثمار، بحيث تكون هذه المشاريع ويتطور الاقتصاد والمجتمع بطريقة منسقة. ويتعين على مجلس الدولة والحكومات الشعبية للمقاطعات والمناطق ذاتية الحكم والبلديات التابعة مباشرة للحكومة المركزية اتخاذ تدابير تنظيمية لتنسيق الجهود التي تبذلها الإدارات ذات الصلة لحماية حقوق ومصالح كبار السن. ويتم تحديد المؤسسات المحددة لهذا الغرض من قبل مجلس الدولة والحكومات الشعبية للمقاطعات والمناطق ذاتية الحكم والبلديات الخاضعة مباشرة للحكومة المركزية. قانون جمهورية الصين الشعبية بشأن حماية حقوق ومصالح المسنين ١٩٩٦

^(١) التقرير السنوي لمجلس إستثمار أموال الضمان الاجتماعي الاردني لعام ٢٠١٨ الصادر عن صندوق إستثمار أموال الضمان الاجتماعي ، ص ٣٠.



اما عن المستثمر المؤسسي في التشريع العراقي، فنجد ان المشرع العراقي قد وجه بالإستثمار عموماً ابتداءً من الدستور حيث نص في المادة (٢٥) منه على ان "تكفل الدولة اصلاح الاقتصاد العراقي وفق أسس اقتصادية حديثة وبما يضمن إستثمار كامل موارده و تنويع مصادره و تشجيع القطاع الخاص و تنميته"

اما فيما يتعلق بالتشريعات العراقية الخاصة بالمؤسسات التي اتخذت نموذجاً للدراسة (التقاعد، دائرة رعاية القاصرين، التقاعد و الضمان الاجتماعي، التأمين) ، فقد ذكرت الإستثمار في نصوص قوانينها، فقد جاء قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ رقم (٩) لسنة ٢٠١٤ محتويًا على نصوص تتعلق بالإستثمار المؤسسي فقد نصت المادة (٩/ثانياً/١) على "تتحقق اهداف هذا القانون بالوسائل الاتية: ١- إستثمار أموال الصندوق.". و اشارت المادة (٧/رابعاً/ج) الى ان من مهام الصندوق التي يتولاها هي إستثمار أمواله حيث نصت " رابعاً- يتولى الصندوق المهام الاتية: ج- إستثمار أموال الصندوق و تنميتها و المحافظة عليها." كما وان مجلس إدارة الصندوق يتولى المحافظة على أموال الصندوق و إستثمارها حيث نصت المادة (٨/ثالثاً/د) على ان "ثالثاً- يتولى مجلس إدارة الصندوق ما يأتي: د- المحافظة على أموال الصندوق و ادارتها و إستثمارها وفقاً للقانون." كما و اشارت المادة "(٩/اولاً)- تتكون إيرادات الصندوق مما يأتي: د- المبالغ المتأتية من إستثمار أموال الصندوق."

وكذلك نجد ان قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي للعمال النافذ رقم (١٨) لسنة ٢٠٢٣ قد أوضح بوجوب وضع سياسة عامة لادارة و إستثمار أملاك و أموال و إيرادات المؤسسة حيث نصت المادة (٩/ج) "يشرف مجلس إدارة المؤسسة، على جميع نشاطاتها الإدارية و المالية و الفنية، ويتولى بوجه خاص:- ج- وضع سياسة عامة، لادارة و إستثمار أملاك و أموال و إيرادات المؤسسة"، لكن الآلية غير واضحة و غير منظمة بصورة صحيحة حيث لا يتم العمل وفق أسس ثابتة^(١).

كما ان قانون رعاية القاصرين العراقي النافذ رقم (٧٨) لسنة ١٩٨٠ المعدل من القوانين التي سمحت للمؤسسات بإستثمار أموال القاصرين و الصندوق في نفس الوقت فقد نصت المادة (٢/سادساً) على " يقوم القانون على الأسس الاتية: سادساً : المحافظة على أموال القاصرين و إستثمارها بما يحقق منافع اكثر لهم." و نجده قد أشار الى المسؤول عن وضع قواعد إستثمار

^(١) هذا ما تم تبيان من الزيارة الميدانية الى هذه الوزارات و قد تم تنظيم أوراق استبيان تحتوي على عدد من الأسئلة عن آلية العمل و كيفية ممارسة هذه المؤسسات لعملها الإستثماري فكانت النتيجة طرق مبهمة و مشوشة حتى لمن تستثمر أمواله، مرفق رقم (١).



القاصرين فنصت المادة (٦/ اولاً/د) " أولاً- يتولى مجلس رعاية القاصرين الاختصاصات التالية:- د- وضع القواعد في كيفية استثمار أموال القاصرين و الأموال المتجمعة في الحساب المستقل المنصوص عليه في هذا القانون."

كما نصت المادة (٤٤) منه على " للولي او الوصي تسلم الراتب التقاعدي للقاصر مع المخصصات و الإضافات بموجب قانون التقاعد بما لا يزيد على المبلغ الذي يحدده مجلس رعاية القاصرين و ما زاد على الحد الأعلى فيودع في مديرية رعاية القاصرين لإستثماره وفق القانون."

اما في قانون تنظيم اعمال التأمين العراقي النافذ رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٥ فان من مهام رئيس الديوان اصدار أسس استثمار أموال المؤمنين و هذا ما نجده جلياً في نص المادة (١٢/رابعاً) " يصدر رئيس الديوان خلال ٩٠ يوماً من تاريخ تعينه تعليمات تنظم:- رابعاً- أسس استثمار أموال المؤمنين."

اما عن الموقف الدولي من تحديد معنى هذه المؤسسات الإستثمارية، نجد ان العديد من المنظمات الدولية و لجان القانون التجاري قد أوردت تعريفات للمستثمر المؤسسي منها التعريف الذي أصدرته اللجنة السياسية في الاتحاد الأوروبي بناءً على طلب لجنة الشؤون الاقتصادية و النقدية للاتحاد الأوروبي، حيث وضحت ان المستثمرون المؤسسيون هم "مؤسسة او شركة تجمع أموال من مختلف المستثمرين في مجموعة متنوعة من الأدوات المالية و فئات الأصول المختلفة نيابة عنهم، و هو مصطلح شامل يشمل فئة واسعة من المستثمرين المحترفين و التي تشمل شركات التأمين و صناديق التقاعد و صناديق الإستثمار و صناديق الإستثمار المشتركة و صناديق التحوط و صناديق الثروة السيادية والبنوك التجارية و صناديق المؤشرات والأوقاف ومديري الأصول"^(١)، وكذلك التعريف الذي تم ادراجه من قبل لجنة الأمم المتحدة للقانون التجاري الدولي حيث بينت ان المستثمرون المؤسسيون على انهم " مؤسسات تتوافر لديها عادةً مبالغ كبيرة متاحة للإستثمارات الطويلة الاجل وقد تمثل مصدراً مهماً من مصادر رؤوس الأموال الإضافية اللازمة للشراكات بين القطاعين العام والخاص ومن الأسباب الرئيسية التي تدعوها الى

(1) S.Frazzani, K.Noti, MP. Schinkel, J.Seldeslachts, A.Banal Estanol, N.Boot,C.Angelici," **BARRIERS TO COMPETITION THROUGH JOINT OWNERSHIP BY INSTITUTIONAL INVESTORS**", study for the committee on economic and monetary affairs, policy department for economic, scientific and quality of life policies, European parliament, Luxembourg, 2020. P.9



المخاطرة بتقديم رؤوس الأموال لمشاريع الشراكة بين القطاعين العام و الخاص هي التطلع الى تحقيق أرباح مجزية و الحرص على تنويع الإستثمارات⁽¹⁾.

تأسيساً على ما سبق نجد ان شخص المستثمر في الإستثمار المؤسسي هو مؤسسة تابعة للقطاع العام او الخاص وان كانت الاولى هي الاغلب تقوم بإستثمار الأموال نيابة عن شخص آخر، وهي مؤسسات غير إستثمارية من حيث الاصل لا سيما ان كان المستثمر ضمن القطاع العام، وبالتالي لا تكون اهدافها ربحية حيث تقوم الدول في ادخالها في الإستثمار كونها تملك اموال مدخرة تستطيع خلق فرص اقتصادية فاعلة تسهم في انعاش البيئة التجارية و تعزيز مرتكزاتها الاساس⁽²⁾.

ثانياً: الغطاء المالي

بعد بيان المحدد الأول للإستثمار المؤسسي وهي المؤسسات المالكة لأموال مدخرة، نتحدث هنا عن محدد الإستثمار الثاني وهي الأموال المستثمرة وصفاتها المميزة. فنجد ان رأس المال المؤسسي مكون معقد يتكون من مزيج من الأموال منها ما يعود للمؤسسات ومنها ما يجمع لديها من أموال الأشخاص وفقاً لمهامها القانونية، اما بصورة مباشرة كما في دائرة التقاعد و ديوان التأمين او من تكون مسؤولة عن إدارة أموالهم كما في دائرة رعاية القاصرين و نجد ان مصطلح المستثمر المؤسسي يشير الى المؤسسات التي تكون لديها أموال لأشخاص معينين و تستثمر نيابة عنهم و هي في هذه الحالة قد تكون منافع نهائي او لا ، و هنا تنشأ علاقة إئتمان بين المؤسسات والأشخاص التي تستثمر أموالهم لذلك هناك صوت صادر من منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية ينادي بأخراج كل مؤسسة ايأ كان نوعها من غطاء مصطلح المستثمر المؤسسي اذا لم تكن أموالها مختلطة و كانت تستثمر لصالحها دون ان تكون مؤتمنة على غيرها، مؤكداً ان هم ميزة رأس المال المختلط بين المؤسسة و الأشخاص⁽³⁾.

(1) *Uncitral legislative guide on public_ private partnerships*, (b) financing sources for PPP projects (iv) institutional investors, 62, (2020)

(2) Yannick Timmer, "CYCLICAL INVESTMENT BEHAVIOR ACROSS FINANCIAL INSTITUTIONS", working paper series NO18/july 2016, ESRB Europe systemic risk board.

(3) OECD (2011), " THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN PROMOTING GOOD CORPORATE COVARIANCE, CORPORATE COVARIANCE", OECD publishing. Doi: 10.1787/9789264128750-en. Visit 28/7/2023, at 02:55 am.



بالعودة الى رأس المال الخاص بالمستثمر المؤسسي في المملكة المتحدة نجد انها قد بينت ان أصحاب رؤوس الأموال هم من يشكلون حلقة الوصل بين المؤسسات الإستثمارية مثل (صناديق التقاعد وشركات التأمين والمصارف في هذا التشريع)، والتي تعمل على تقديم أموال رأس المال نيابة عن المستثمرين والشركات المستثمر فيها و (هم مصدرو الأسهم الذين يسعون للحصول على تمويل المشاريع المستقلة).

إضافة الى ذلك نجد ان المشرع البريطاني قد سمح للقطاع الخاص بالإستثمار تحت مظلة الإستثمار المؤسسي دون قيد او شرط حيث لم تحدد نسباً او ما شابه ذلك، ونتيجةً لهذا، فقد قسم رأس المال لدى المستثمر المؤسسي الى قسمين: الأول ما يعرف باسم رأس المال الرسمي و الثاني رأس المال غير الرسمي، فالأول ما يكون متعلق بشركات رأس مال مستقلة تجمع أموال الأشخاص وتستثمر نيابة عنهم واهم عملائها هم المؤسسات، فتكون أموالها مختلطة بين المؤسسات والمنظمة الام التي أنشأت باقي الشركات الإستثمارية ولا يدخل معها رأس المال غير الرسمي، ويتم إدارة الإستثمار من خلال الشراكات المحدودة. اما الثاني فهو الذي يخص الأثرياء والقطاع الخاص الذين يكونون من ذوي الخبرة التجارية والصناعية وغالباً ما يقدمون التمويل للشركات في مرحلة البدء⁽¹⁾. ويستثمر المستثمرون المؤسسيون في المملكة المتحدة في كل محافظ الإستثمار⁽²⁾.

اما بالنسبة للصين، فان الإستثمار المؤسسي في الصين ورأس المال نجده قدم اربع اشكال من رؤوس الأموال المستثمرة: الأول ما تكون الدولة هي المالكة للجزء الأكبر منه في هذا الإستثمار ويدعى غيرها من المستثمرين بالسلبين ذلك لانهم لا يملكون أي تأثير يذكر مقابل

(1) Oliver Burgle, "UK VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY AS AN ASSET CLASS FOR INSTITUTIONAL INVESTORS", RE SEARCH REPORT, 2000, pp(14-19).

(2) الأسهم الخاصة (أي يشتري مديروا الإستثمار شركات كاملة او حصص كبيرة فيها و يقومون بإجراء تحسينات على هذه الشركات رغبتاً منهم في بيعها من اجل الربح).
الإئتمان الخاص او الإقراض غير المصرفي (يقوم مديروا الإستثمار بشكل مباشر بإقراض المال الى الشركات و مشاريع البنى التحتية).

العائد المطلق او صناديق التحوط (يستثمر مديروا الإستثمار في كل الإستثمارات التقليدية او البديلة).
استراتيجيات الأصول العقارية (يستثمر مديروا الإستثمار في الأصول المادية مثل العقارات السكنية و التجارية و البنى التحتية و السلع بشكل عام مما يوفر إستثمارات طويلة الاجل).

Chris Evans, R Thon Mark Harper, "UK PENSION SCHEMES AND ALTERNATIVE INVESTMENTS", appg, 2019, p11.



حصة الدولة، إذ يكون ولاء هذه المؤسسات الإستثمارية وحتى الشركاء فيها للحزب الحاكم فيكون دورهم الأول والأخير هو العمل لصالح الحزب، ونتيجة للسلطة التي تمارسها الدولة بقدراتها المالية فإن باقي المستثمرين يكونون غير فاعلين بطبيعتهم^(١).

أما الشكل الثاني من رؤوس الأموال فهي التي تعتمد على القطاع الخاص حتى وإن كانت هذه الإستثمارات قليلة نسبياً، إلا أنها وجدت طريقها بعد الإصلاح والمساحة منحتها الدولة وهي تسمى بالمستثمر المؤسسي الاستراتيجي أكبر مساهم فيها هو القطاع الخاص^(٢).

ورأس المال الثالث الذي يخص المستثمر المؤسسي المدعوم من الدولة وهؤلاء مؤسسات تم انشائها بدعم و رعاية الدولة حيث يكونون مجموعة إستثمارية صغيرة لا تملك السيولة الكافية و لم تستطيع ان تجد دعم من القطاع الخاص وفي هذا النوع من رؤوس الأموال تظهر الدولة ايضاً مساهم كبير حيث تمتلك النسبة الأكبر من أسهمها، وبذلك تكون هي المتحكم والمستفيد النهائي من هذه الإستثمارات^(٣).

أما رأس المال الرابع والأخير الخاص بالمستثمرين المؤسسيين الصينيين هو رأس المال المدعوم من القطاع الخاص، في هذا النوع من رؤوس الأموال يظهر الإستثمار المؤسسي واضحاً حيث يكون عبارة عن مزيج بين أموال الدولة والقطاع الخاص، وبالرغم من هذا فإن الدولة لا زالت تفرض سيطرتها على المستثمر المؤسسي الخاص، وذلك من خلال التعديلات الأخيرة لقانون الشركات التي اوجب فيها المشرع على الشركات ان تضع مواثيق صديقة للحزب الحاكم وهي بذلك تعتبر مسيطر غير مباشر على هذه الإستثمارات، وبالرغم من ان المديرين لهذا النوع من رؤوس الأموال لم يتم تعيينهم من قبل الحزب الشيوعي، إلا ان النتيجة واحدة أي

(1) Lin Lin and Dan W.Puchniak، " INSTITUTIONAL INVESTORS IN CHINA:

CORPORATE COVARIANCE AND POLICY CHANNELING IM THE MARKET WITH IN THE STATE"، 2022 (35)،Columbia journal of Asian law، pp n(74-195).

(٢) و تعد شركة green electric من أكبر ممثلي هذا الإستثمار حتى و ان كانت الدولة موجودة إلا ان الظاهر هو القطاع الخاص و من عقود الإستثمار المؤسسي الداخلة بها هي العقد المبرم مع شركة hill house capital حيث يقدمون الدعم الأكبر لشركات التكنولوجيا.

Pangyue Cheng، "INSTITUTIONAL INVESTORS IN CHINA : PROBLEMS AND PROSPECTS"، 2022(2)،columbia business law review ،pp (664-731)

<https://doi.org/10.52214/cblr.v2> .

(٣) من أشهر المستثمرين المؤسسيين المدعومين من الدولة هم central huijin تكون مساهمة الدولة فيها كبيرة جداً و كذلك مجموعة Sinopec إحدى أكبر تكتلات النفط و الغاز الصيني تعتبر الدولة المستفيد النهائي منها. المصدر نفسه.



يسيطر الحزب على الإستثمارات التي يقوم بها هذا المستثمر خصوصاً في الإستثمار مع المستثمر الأجنبي، حيث يضطر الى الموافقة على الشروط المفروضة على هذه الإستثمارات، وإن النتيجة المتحصلة مما تقدم مهما اختلف مكون رأس المال للمستثمر المؤسسي تكون العودة الى الحكومة^(١).

و نجد ان الحكومة في كل رؤوس الأموال سواء كانت هي صاحبة النصيب الأكبر ام لا تكون مؤثرة في اتخاذ القرارات بصورة مباشرة او غير مباشرة، وهذا مخالف لما موجود في المملكة المتحدة التي يسيطر فيها المستثمرون المؤسسيون من القطاع الخاص على غالبية الأسهم في معظم الشركات^(٢). ولعل ذلك يعود الى طبيعة النظام السائد بالبلاد.

ومما تجدر الإشارة اليه ان نسب المشاركة في الصين يتم تقديمها الى حساب اجتماعي خاص والذي يتم تمويله من قبل المؤسسات ومساهمة الفرد المقررة من معاشه^(٣)، ويتم ادارتها في عملية إستثمارية واحدة وإن هذه النسب المئوية الموصى بها في قانون المؤسسات الصيني

(١) Lin and W.puchniak, Op.Cit .

(٢) FTSE، "CHINA'S CAPITAL MARKETS، THE CHANGING LANDSCAPE"، firancial services، 2011p(24).

(٣) نجد ان الصين في نظام معاشاتها لديها تفرعات عديدة و أصناف مختلفة و لكل منها نسب محددة للمشاركة في الإستثمار فيما يخص أموال التقاعد فان نظام المعاشات فيها بعد الإصلاح اصبح يشمل الحضر و الريف لذلك قلنا حساب اجتماعي فيكون التركيز فيه على تأمين الحد الأدنى من مستوى المعيشة فنجد ان الصين قد انفردت بنظام تقاعد مميز لا يشابه غيره حيث شمل كل شخص موجود في البلاد كلاً حسب عمله و مشاركته و بالنسب المحددة له في التشريعات فنجد ان كل موظفين المناطق الحضرية و عاملين المناطق الريفية لهم نسب محدد ، و كذلك نجد ان هذه النسب تعتمد على الإستثمار الذي يرغب الفرد في إستثمار أمواله فيها، فيكون لكل جهة من جهات الإستثمار عائد خاص بجهة من جهات الرعاية الواجب تأمينها، فنجد التأمين من إصابات العمل و التأمين للشيخوخة و التأمين الصحي او التأمين ضد البطالة و غيره من اشكال التقاعد المسموح بها، و ان لكل تأمين من هذه التأمينات نسب محددة تستقطع من مشاركات الافراد و كذلك عوائد محددة لنسب الاستقطاع، و هذا يتطلب دراسة و خلق توازن بين النسب المقدمة و العوائد التي يرغب الافراد بالحصول عليها. بذلك نجد ان الصين دائماً ما تبحث عن الإستثمارات طويلة الاجل و هذا يعد احد نواتج طول عمر الافراد المسنين في الصين و زيادة احتياجهم للرعاية ، و لاجل خلق هذا النظام نجد ان الصين تعمل بشكل دائم على تطوير الإستثمار المؤسسي و استخدام الأموال المدخرة حتى لا يؤثر ذلك على الاقتصاد العام.

Hong Mi، Huilin Miag، Rong Yan And Zigi Yu، " COORDINATION AND IMPLEMENTATION OF SOCIAL PROTECTION SYSTEMS IN CHINA"، UNDESA، 2023، p22.



تختلف حسب نوع المؤسسة، ولكن السمة المشتركة فيها كلها ان الدولة هي صاحبة النصيب الأكبر كي تستمر بفرض سيطرتها على المؤسسات^(١).

اما فيما يتعلق برأس المال المستثمر إستثماراً مؤسسياً في الاردن، فنجد ان المادة (١٩) من قانون الضمان الاجتماعي الأردني النافذ قد نصت على ان: "تتكون الموارد المالية للمؤسسة من المصادر التالية: ١- الاشتراكات الشهرية التي تؤديها المؤسسة والمؤمن عليهم ... ٧- الهبات والمساعدات والتبرعات والوصايا والقروض وأي إيرادات أخرى يقبلها المجلس شريطة موافقة مجلس الوزراء عليها إذا كانت من مصدر غير أردني".

كما أشار المشرع الاردني في المادة (٨٠) من قانون تنظيم اعمال التأمين الأردني النافذ رقم (١٢) لسنة ٢٠٢١ الى انشاء صندوق عده المشرع خلف قانوني وواقعي للصندوق المشار له ضمن القانون الملغي رقم (٣٣) لسنة ١٩٩٩ والذي اشار الى رأس المال الخاص بالصندوق ضمن المادة (١٩) والتي تنص على ان: "تتألف الموارد المالية للهيئة من المصادر التالية: أ- الرسوم التي تستوفيها الهيئة. ب- بدل الخدمات التي تقدمها الهيئة لقطاع التأمين وفق التعليمات التي يصدرها المجلس لهذه الغاية. هـ- أي مبالغ تخصصها الحكومة الى الهيئة اذا دعت الضرورة ذلك."، إذ نصت الفقرة (ب) من المادة (٨٠) من القانون النافذ على ان: "يعتبر الصندوق المنشأ بمقتضى احكام الفقرة (أ) من هذه المادة الخلف القانوني والواقعي للصندوق المنشأ بموجب احكام قانون تنظيم اعمال التأمين رقم (٣٣) لسنة ١٩٩٩ وتعديلاته والتعليمات الصادرة بمقتضاه، وتؤول لهذا الصندوق جميع حقوق وموجودات ذلك الصندوق، كما يتحمل الالتزامات المترتبة عليه".

فيلاحظ من النصوص اعلاه ان رؤوس الأموال في هذه المؤسسات هي أموال مشتركة بين أموال عائدة الى الأشخاص والمؤسسة نفسها.

اما على مستوى التشريعات العراقية، فإن رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسات محل الدراسة يمكن بيانها ابتداءً من المادة (٢٤) من قانون رعاية القاصرين، حيث نصت على: "ينشأ في دائرة رعاية القاصرين صندوق باسم (صندوق العناية بالقاصرين) له ذمة مالية مستقلة يمول مما يأتي: أولاً- ما يخصصه مجلس رعاية القاصرين للصندوق من ريع المبالغ المودعة في صندوق اموال القاصرين - ثانياً- ٥٠% (خمسين من المائة) من صافي ما يرد للادارات

(1) John Giles، Xiao Yan Lei، Gewel Wang، "ONE COUNTRY، TWO SYSTEMS: EVIDENCE ON RETIREMENT PATTERNS IN CHINA"، iza institute of labor economics، discussion paper series، 2021،p4



المحلية من أموال عن تركات من لا وارث له وفق قانون الأحوال الشخصية. ثالثاً- ما يخصص للصندوق من الميزانية العامة للدولة. رابعاً- المنح و المساعدات الوارد للصندوق."

كما وقد بينت التشريعات العراقية الأخرى ان رؤوس الأموال التابعة لها قد تتكون عن طريق الاستقطاعات او المشاركات من قبل الأشخاص كما في مؤسسات التقاعد ضمن المادة (٩) من قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ والتي تنص على ان: " اولاً- تتكون إيرادات الصندوق مما يأتي: أ- مبالغ التوقيفات التقاعدية التي تستقطع شهرياً من رواتب موظفي الدولة و المكلفين بخدمة عامة. ب- مساهمة الدولة البالغة ١٥% خمسة عشر من المائة من راتب الموظف شهرياً. ج- مبالغ التوقيفات التقاعدية التي يدفعها الموظف او المتقاعد عن خدماته المضافة لغرض التقاعد.".

كذلك ما ورد ضمن المادة (٢٠) قانون التقاعد والضمان الاجتماعي العراقي للعمال النافذ والتي نصت على ان: "تتكون أموال و إيرادات المؤسسة من المصادر الآتية:- أ- الأموال المنقولة وغير المنقولة التي تمتلكها المؤسسة. د- مكافآت نهاية الخدمة، المستحقة للعمال لدى الإدارات وأصحاب الاعمال وعن مدة خدمتهم السابقة لنفاذ هذا القانون. هـ- الاشتراكات التي تدفع للمؤسسة المتحققة وفق احكام هذا القانون.....".

و كذلك الحال في قانون تنظيم اعمال التأمين العراقي النافذ ضمن المادة (١٠) والتي تنص على ان: "اولاً - تتألف المواد المالية للديوان من المصادر الآتية:- أ - الرسوم التي يستوفيها الديوان. ب - بدل الخدمات التي يقدمها الديوان لقطاع التأمين وفق التعليمات التي يصدرها رئيس الديوان. ج - المنح والمساعدات والهبات والمساهمات التي يقبلها رئيس الديوان شرط موافقة وزير المالية على قبضها. د - أي مبالغ تخصصها الحكومة للديوان كلما دعت الضرورة لذلك". هـ - أي موارد اخرى يقرها رئيس الديوان"

تأسيساً على ما سبق، نجد ان تجميع رؤوس الأموال ضمن المؤسسات له قنوات عدة تختلف باختلاف الجهة المؤسسة للصندوق، وفي جميع الاحوال هو -جمع رؤوس الأموال- عملية مالية جوهرية للإستثمار من أجل توليد القيمة اي الإستثمار الموجه والإستثمار المسؤول اجتماعياً ضمن فترات استحقاق أطول، وهو بالتالي يُقيّم استناداً إلى ضخامة رؤوس الأموال المعدة للإستثمار. وان بحث اهمية هذا الإستثمار سيكون محلاً لبحثنا في الفرع القادم.

الفرع الثاني

أهمية الإستثمار المؤسسي

يملك المستثمرون المؤسسيون الموارد والمعلومات المتخصصة غير المتاحة لغيرهم من المستثمرين، وتساعد تلك المعارف والموارد على إجراء بحوث موسعة على مجموعة متنوعة



من فرص الإستثمار لها عوائد تساعد في استقرار السوق وتزيد من درجة التنافس في النظام المالي، فهو يعمل على تقديم مصادر جديدة لتمويل الإستثمار من خلال دخول الوسطاء الماليين، و يعد حافزاً للابتكار لإتاحة البدائل الإستثمارية المختلفة، ومن المهم ان نذكر بان المستثمر المؤسسي يشكل وسيطاً في دورة الادخار والإستثمار بما يحققه من ميزات بالنسبة لأموال الأشخاص المسؤول عن ادارتها و الراغبين بتوجيه مدخراتهم الى البيئة التجارية، وكذلك تعزيز المنافسة ودعم الكفاءات وحماية حقوق ملكية الدولة، علاوة على ايعاز دور مهم للإستثمار المؤسسي في النظام المالي من حيث تسهيل حركة الأموال من المدخرين الى المستخدمين حيث يتكون الإستثمار من افراد ومؤسسات وأسواق مالية و حكومات تنظم و تراقب كل ذلك^(١).

ان بحثنا لاهمية دور المستثمر المؤسسي سيكون على محورين وعلى النحو الآتي:

اولاً: أهمية الإستثمار للجهة المستثمر فيها.

ثانياً: أهمية الإستثمار المؤسسي للمستثمر نفسه.

اولاً: أهمية الإستثمار المؤسسي للجهة المستثمر فيها

يلعب المستثمر المؤسسي دوراً مهماً برفع درجه كفاءه السوق والعمل على التخصيص الامثل للموارد، ويظهر تأثير ذلك على نواحي عدة سواء بالنسبة للمصارف او الشركات او سوق الاوراق المالية، وهو ما سنستعرضه على النحو الآتي:

١- أهمية الإستثمار المؤسسي للمصارف:

يمكن قياس أهمية المستثمرين المؤسسيين بالنسبة للاقتصادات الوطنية من خلال حجم ممتلكاتهم من الأصول نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. إذ تعد صناديق التقاعد وشركات التأمين من كبار المستثمرين في عدد كبير من الاقتصادات المتقدمة، حيث تمثل الأصول أكثر من ٦٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي حسب تقرير القادة العشرين لعام ٢٠١٣^(٢)، وتستثمر تلك المؤسسات في جوانب عدة وتؤثر بالايجاب عليها، بما في ذلك الإستثمار في المصارف، و من

^(١) بوسي احمد جمال الدين، " دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية- دراسة الحالة المصرية"

رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠١٤، ص ٢٠٣.

⁽²⁾ THE ROLE OF BANKS, EQUITY MARKETS AND INSTITUTIONAL INVESTORS IN LONG-TERM FINANCING FOR GROWTH AND DEVELOPMENT, Report for G20 Leaders, February 2013 , P.8.



الملاحظ ان لهذه المؤسسات القدرة على تقديم الخدمات المصرفية في إستثماراتها مما يسهم في تطوير مجال الخدمات المصرفية بشكل مركزي، فمن الممكن ان يشكل الإستثمار المؤسسي مع المصارف قوة مالية كبيرة حيث يمكن ان يستفاد المصرف من المعلومات الخاصة التي يمكن لهذه المؤسسات ان توفرها، كما ان التعامل المشترك بين هذه المؤسسات و المصارف في الغالب التزامات طويلة الاجل مما يسهم في الاحتفاظ بأدوات عالية المخاطر و العائدات.^(١)

و بالمقابل نجد ان المصارف توفر الحماية لهذه المؤسسات او ان الإستثمارات المشتركة تعطي لهذه المؤسسات قوة اليقين في رأس المال، على اعتبار ان المصارف لها رأس مال محدد قانوناً يمكن زيادته و لا يمكن نقصانه^(٢).

و بهذا يكون المعروض من الأموال للإستثمارات طويلة الاجل في البيئة التجارية اكثر منها في الودائع، و هناك حسنة ممكن اضافتها الى ما سبق من هذه الشراكة و هي توفير زيادة في المعلومات المعروضة في البيئة التجارية من خلال افصاح المصارف عن معلومات خاصة للمؤسسات يستفيد منها باقي المتعاملين مع هذه المؤسسات مما يكون له تأثير إيجابي على المقترضين^(٣).

٢- أهمية الإستثمار المؤسسي للشركات:

يمكن ان تتمثل هذه الأهمية في

أ- توجيه سياسة الشركة نحو الإدارة الأمثل حيث ان المستثمرين المؤسسيين قد يمارسون نفوذهم على الشركة من خلال التدخل المباشر للمستثمر في أنشطة الشركات، ذلك ان المستثمرين المؤسسيين حينما يستثمرون في الأسهم الخاصة بتلك الشركات يصبح لهم أصوات في مجلس إدارة الشركة و بهذا يكون لهم دور في اتخاذ القرارات^(٤)، فنجد هذا المعنى في المبادئ الخاصة بقانون حوكمة الشركات في المملكة المتحدة حيث اشارت إذا كانت لدى المستثمرين المؤسسيين مخاوف من الإستثمار في مجال معين، فيجب

(١) E Philip Davis, 1996. "[The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour](#)," RBA Annual Conference Volume (Discontinued), in: Malcom Edey (ed.), The Future of the Financial System, Reserve Bank of Australia. P65.

(٢) فقد اشارت المادة ١٤ من قانون المصارف العراقي رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤ الى ذلك المعنى حيث نصت "١- يحدد رأس مال المصرف المحلي بالدينارات العراقية . ويحتفظ المصرف في جميع الاوقات برأس مال مدفوع يمثل الحد الأدنى ما لا يقل عن ١٠ مليار دينار او يحتفظ بمبلغ اعلى من ذلك يقرره البنك المركزي العراقي . ويتعين على المصارف القائمة حالياً الوصول الى رأس المال هذا في غضون ١٨ شهراً اعتباراً من تاريخ نفاذ هذا الامر"

(٣) بوسي احمد جمال الدين، مصدر سابق ، ص ٣٥.

(٤) تنظر المواد (٨٩، ٩٧، ٩٨، ١١٤) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل.



عليهم التأكد من أن الأعضاء المناسبين في مجلس إدارة الشركة المستثمر فيها أو إدارتها على علم بذلك، كما وينبغي للمستثمرين المؤسسيين أن يضعوا مبادئ توجيهية واضحة بشأن متى وكيف سيصعدون أنشطتهم الإشرافية على تلك الشركات^(١). وإن أهمية النشاط الإستثماري المؤسسي يُنظر لها في المقام الأول ضمن توجيه نشاط الشركات، لاسيما في ما يتعلق بسياسات المالية المتبعة في تلك الشركات، كما منحت للمستثمرين المؤسسيين ادوار مهمة ضمن الهرم التنظيمي للشركات بشكل عام، وإن دخول المستثمرين المؤسسيين في مشاريع مع شركات في مجالات معينة يعني وجود مستوى اكبر من الرقابة و الاشراف و السيطرة على العمليات التي تقوم بها الشركة، اضافة الى زيادة مستوى الحوكمة فيها مما يعني زيادة الفاعلية المؤسسية داخل الشركة، فيكون للمستثمر المؤسسي القدرة على ادارة عمليات الشركة وتوجيه نشاطها على النحو الامثل^(٢).

ب- يسهم الإستثمار المؤسسي في المحافظة على سمعة الشركات المتعاملة مع تلك المؤسسات امام اصحاب المصالح، بالاضافة الى تقليل المخاطر فيما يتعلق بالربحية والقيمة السوقية وتحقيق المسؤولية الاجتماعية للشركة عن طريق سياسات واجراءات تناسب نشاطات تلك الشركة ، وبالتالي تقوية سمعة تلك الشركات والعمل على تحسين الاستراتيجية الخاصة بها، وتبني علاقات قوية بين اصحاب المصالح وحماية حقوق المستثمرين والتخفيف من اثر المخاطر وزيادته السيولة، وهو ما يحقق فائدة واهمية كبيرة بالنسبة للشركات والمستثمرين اضافة الى جوانب اخرى متعلقة بالمجتمع ككل^(٣).

ج- اصف الى ذلك، ان لجوء المستثمر المؤسسي الى انشاء شركات عامة اسلوب مهم يسهم في تنظيم مشروعاتها العامة الكبرى، وذلك لقدرة تلك الكيانات في إدارة المشروعات التجارية التي تحتاج للسرعة في التسيير واتخاذ القرار وهو ما يتناغم مع المرونة في ممارسة النشاط الاقتصادي، فانشاء شركات عامة مملوكة للدولة وإن كان هو الأسلوب الذي يرهق الدولة إدارياً، إلا انه يكفل للدولة قوة على مستوى التوازن المالي والدعم اللوجستي. فعلى الرغم من الاتجاه العالمي نحو أسلوب صناديق الإستثمار السيادية المملوكة للدولة، غير ان

(1) The UK Stewardship Code, (September 2012), p.11.

(٢)(٢) فارس مازن الرشيدات، العلاقة بين الملكية المؤسسية و السياسات المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة و المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية الاعمال، ٢٠١٢، ص ١٠-١٣.

(٣) المصدر نفسه، ص ٢٣.



الصيغة الأساسية من التدخل الاستراتيجي للدولة في سوقها يكون أكثر تأثيراً من خلال تفعيل أسلوب الشركات المملوكة للدولة، وبالتالي يكون للإستثمار المؤسسي عبر هذه الشركات هوية ربحية خاصة بها^(١).

٣- أهمية الإستثمار المؤسسي لسوق الاوراق المالية:

ان تقوية قاعدة المستثمر المؤسسي بالسوق يساعد على حماية ذلك السوق من التقلبات الشديدة ، والسبب في ذلك يعود الى ان المستثمر المؤسسي يقدم سيولة ضخمة لهذا السوق ، ويخفض من حساسية السوق لتعاملات الأشخاص، فيكون دوره بمثابة قوة تعمل على موازنة التقلبات التي قد تنشأ من تحركات إستثمارات الاجانب في حالات البيع الجماعية، على اعتبار ان المستثمر المؤسسي المحلي يستثمر مبالغ كبيرة ضمن الاوراق المالية يستطيع من خلالها ان يساعد السوق على التوازن ويحد من درجة عدم الاستقرار^(٢)، ومن ثم المساهمة في استقرار سوق المال وتطويره^(٣).

ان معرفة تأثير المستثمر المؤسسي على سوق الاوراق المالية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بفهم السلوك التجاري لهؤلاء المستثمرين المؤسسين و توجهاتهم، مع ضرورة الاشارة الى ان هناك وجهتي نظر في السلوك الإستثماري لهذا المستثمر من قبل اشخاص البيئة التجارية، فمنهم من ينظر إليه على انه ذو افق قصير الاجل و يعده عابراً في أسواق المال نتيجة لقصر آجال إستثماراته، إذ ان هناك مؤسسات تعمل على امتلاك حصص صغيرة في شركات عديدة^(٤) في

(١) د. منير الهمش، "القطاع العام واقتصاد السوق الاجتماعي"، بحث منشور في مجلة جمعية العلوم الاقتصادية السورية، ص ١٧. منشور على الرابط: https://www.mafhoum.com/syr/articles_06/hemesh.pdf.
(٢) من الأمثلة البارزة على قيام تأثير كبير لهؤلاء المستثمرون في السوق هو انهيار شركة (long term capital management) و التي تعد من اكبر المستثمرين المؤسسين الذين تم اعتمادها ضمن الدراسة ادناه لضخامة التداولات التي تقوم بها، فوجد ان انهيار هذه الشركة في أكتوبر ١٩٨٧ أدى الى تقلبات في السوق لم تهدأ لعدة اشهر .

Xavier Gabaix، Vasiliki Plerou، H.Eugene Stanley، "INSTITUTIONAL INVESTORS AND STOCK MARKET VOLATILITY"، 2005، mit department of economics working paper no. 03-30، available at ssrn: <https://ssrn.com/abstract=442940> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.442940>، visit 11/8/2023 at 01:55

(3) International monetary fund، "INSTITUTIONAL INVESTORS IN EMERGING MARKET"، chapter IV، 2004، pp(111-151).

(٤) لكن الصورة مختلفة في الإستثمار المؤسسي العراقي حيث ان مبدأ الحصص الصغيرة في الشركات العديدة ليس بسبب الاجال القصيرة و انما لقلة الخبرة و التخوف من الخسارة لذلك تعمل المؤسسات على توزيع مساهمتها في شركات مختلفة و هذا ما تم تبياناه من الزيارات الميدانية و قول الموظفون المسؤولون.



هذه الحالة نراها تتنظر الى الأرباح الحالية التي تحصل عليها من الإستثمارات المختلفة، وهي تفضلها على أرباح المدى الطويل، ان وجهة النظر هذه تضعف من أهمية الإستثمار المؤسسي وذلك لانها لا تسمح للمستثمر بالاطلاع والاشراف بصورة صحيحة على إدارة الشركات. وتقابل نظرة الاجال القصيرة نظرة معاكسة عدت ان الإستثمار المؤسسي من اهم إستثمارات الاجال الطويلة، ان هذه النظرة تشجع الإستثمار لدى المؤسسات إذ تخلق روح من الاطمئنان والثقة و تجعل للمستثمر رقابة شبه دائمة على إدارة الشركات وطرق إستثمارها، وبذلك تحقق عوائد اكبر وسيولة اكثر تعمل على تحسين الإستثمار المالي نفسه^(١).

و الراء المذكورة انفاً لا تشكل فرقاً من حيث الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في تحسين جودة النظام التنافسي ضمن السوق، ذلك ان أهمية دوره نابعة من شخص المستثمر لا نوع الإستثمار من حيث مداه.

مع ذلك وبالعودة الى تشريعات المستثمر المؤسسي، نجدها قد ركزت اهتمامها على الإستثمار الطويل الاجل فنجد ان المشرع البريطاني قد أشار في المبدأ الأول من قانون الاشراف الى ان من اهم ما يسعى اليه من اجل توفير فوائد مستدامة للاقتصاد و البيئة و المجتمع هو خلق قيم طويلة الاجل^(٢)، فنجد ان مجلس اعداد التقارير المالية المسؤول عن الاشراف و المراقبة و التطوير لقانون الاشراف كان دائماً ما يقدم التقارير التي توضح كيفية خلق قيم طويلة الاجل لحماية الرواتب التقاعدية والمدخرات التي حصل عليها الأشخاص، ويمكن تفسير منظور هذه المجالس للإستثمار طويل الاجل عن طريق بيان ان العمل بين المستثمرين المؤسسيين والشركات هو ليس لجمع المال فقط، ولكن من المهم ان يتفهم احدهما استراتيجيات الطرف الاخر

(١) أسامة مجدي فؤاد محمد أبو العلا، " اثر هيكل الملكية و هيكل التمويل على إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية"، مجلة الفكر المحاسبي، مجلد ٢٣، عدد ٤، ٢٠١٩، ص ٣-٤١.

(2) Principle 1 – Signatories' purpose, investment beliefs, strategy, and culture enable stewardship that creates long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society. **THE UK STEWARDSHIP CODE**, Op.Cit

المبدأ ١- الغرض من الموقعين و معتقداتهم الإستثمارية و استراتيجيتهم و ثقافتهم تمكن من الاشراف الذي يخلق قيمة طويلة الاجل للعملاء و المستفيدين مما يؤدي الى فوائد مستدامة للاقتصاد.



وفهم اعماله ودعم الممارسات الجيدة والعوائد المتداولة، وفي الوقت نفسه يجب ان لا تمنع هذه العلاقات أي طرف من الأطراف من العمل على تقويم ما تراه غير جيد في الاخرى^(١).

ومما تجدر الإشارة إليه ان السنوات القليلة الأولى من عمل المستثمر المؤسسي تظهر انخفاض في صافي قيمة الأصول، والذي غالباً ما يكون هذا تأثير رسوم الإدارة التي يتم دفعها فضلاً عن تكاليف رأس المال الاولي الذي يتم إستثماره في الشركات^(٢)، فتتضح ان هذه إخفاقات للشركة^(٣). الا انها اخفاقات ظاهرية وليست حقيقية، إذ تبدأ هذه الإخفاقات تتحول الى عوائد إيجابية على المدى المتوسط والطويل، ويرجع ذلك الى ان أي إستثمار يحتاج الى مدة زمنية حتى يتمكن المستثمرون الحصول على صافي تدفقات نقدية إيجابية، وبذلك يسعى القانون الانكليزي الى تعزيز الإستثمار طويل الاجل^(٤). كذلك يعمل المستثمرون المؤسسيون الى تحقيق هذه الغاية بدلاً من التركيز على الفوائد قصيرة الاجل^(٥).

(1) FRC، "THE INFLUENCE OF THE UK STEWARDSHIP CODE 2020 ON PRACTICE AND REPORTING"، research study، 2022.

(٢) و نجد هذا واضحاً في شركة (british patient capital) التي تأسست ٢٠١٨ و هي مستثمر طويل الاجل في الأسهم يتطلع الى دعم الشركات على مدى فترة زمنية طويلة لا يزال من المبكر جداً استخلاص استنتاجات نهائية حول أدائها على المدى الطويل.

(2) Chun Lu، "DOES COMPLIANCE WITH THE UK STEWARDSHIP CODE BY INSTITUTIONAL INVESTORS ENHANCE INVESTEC EARNINGS QUALITY"، master thesis، bond university، 2016، p7.

(3) BRITISH BUSINESS BANK، "ANALYSIS OF UK VC FINANCIAL RETURNS"، 2019.

(4) BRITISH BUSINESS BANK، " UK VENTURE CAPITAL FINANCIAL RETURNS"، 2021.

(٥) و قد أشار الى هذا المعنى الرئيس التنفيذي لشركة (Lazard asset management) اذ بين ان دخولهم الى السوق في وقت يجب على جميع الأطراف النظر الى ماهو اوبعد من أولية فائدة المساهمين فقط و انما العمل على تحسين ادراك أصحاب المصلحة انفسهم الى أهمية الإستثمار طويل الاجل

2020 UK STEWARDSHIP CODE SUBMISSION، reporting period: 1 January– 31 December، submission: October 2021.



و في الصين، يعد تطوير المستثمرون المؤسسيون الصينيون (الضمان الاجتماعي و التأمين، التقاعد) من اهم الخطوات التي ساعدت على تطور السوق و استقراره إذ يبحث هؤلاء عن الإستثمارات طويلة الاجل وتنويع المحافظ مما يشكل دافعاً في زيادة الإستثمار^(١).

ان مشاركة المستثمرون المؤسسيون في أسواق المال الصينية هو لاجل خلق موائمة بين اهداف الشركات والإستثمارات على المدى الطويل، إذ عملت المؤسسات على تطوير هذه الإستثمارات، مما جعل الصين من اكبر قوى الاقتصاد في العالم فأخذت المرتبة الثالثة بعد الولايات المتحدة و اليابان، حيث لعبت أسواقها دوراً مهماً في الاقتصاد و احرزوا تقدماً كبيراً فيما يتعلق بالحقوق الخاصة بالقطاعات المكونه لهذا السوق^(٢).

نجد ان الحيازات المحلية الكبيرة التي يملكها صندوق الضمان الاجتماعي الصيني الوطني من ممتلكات ثابتة واسهم وتملكه نسبة من عائدات الاكتتاب لبعض المؤسسات المملوكة للدولة والتي زادت بصورة خاصة بعد الازمة المالية العالمية اكبر دليل على ان الإستثمارات التي يقدمها المستثمرون المؤسسيون طويلة الاجل تعمل كقوة داعمة لاستقرار السوق المحلية من التقلبات^(٣).

اما فيما يخص التشريع الأردني ، فلم نجده يحث على الإستثمار طويل الاجل للمستثمرين المؤسسيين، و لا القصير حيث لم نجد في التشريعات ما يدعو او يبين نوع الإستثمارات التي يقوم بها المستثمرون المؤسسيون، غير مشاركتهم في سوق الأوراق المالية و بهذا يوفر دعم لهذا السوق بالإستثمارات^(٤).

اما المشرع العراقي على الرغم من ان له تعاملأً بالاسهم الا انه لا يتداول في سوق الأوراق المالية كما هو متصور و انما تعتمد المؤسسات على تداول الشركات المساهم فيها لهذه الأسهم دون ان يكون لهم خيار حسبما تبيننا في الزيارات الميدانية، حيث ان المؤسسات تعتمد على ما

(1) Y. Nancy Ni، "CHINA'S CAPITAL FLOW REGULATIONS THE QUALIFIED FOREIGN INSTITUTIONAL INVESTORS AND THE QUALIFIED DOMESTIC INSTITUTIONAL INVESTOR PROGRAMS"، review of banking & financial law، 2009 (28)، pp (299-337).

(2) CFA، "CHINA CORPORATE GOVERNANCE SURVEY"، 2001، p14.

(3) FTSE ,Op.Cit , 2011,p 26.

(٤) ياسر عبد الكريم الحوراني، " أدوات الإستثمار المالي حقيقتها و حكمها الشرعي " علوم الشريعة و القانون، مجلد ٤٢، عدد ٢، ٢٠١٥، ص (٦٠٥-٦١٩).



تحيله اليها الشركات من الأرباح دون تدقيق و رقابة منهم، و ان دققنا فيما يخص الإستثمار طويل الاجل للمستثمر المؤسسي في سوق المال نجد ان بإمكان المستثمرين المؤسسين ان يكونوا جزءاً كبيراً من الحل الأمثل الذي يواجه الإستثمار بتوفير الفرص الإستثمارية و السيولة ورفع الاقتصاد بصورة عامة لكنهم في العراق يفنقرون الى التنظيم الذي يضمن لهم الوصول الى الإستثمار الأمثل.

ثانياً: أهمية الإستثمار المؤسسي للمستثمر نفسه.

ان اهم ما يشغل التشريعات المنظمة للإستثمار المؤسسي هو عوائد هذا الإستثمار للمؤسسات و للأشخاص، مما جعلها حريصة على ان توفر اقصى حد للاستفادة منه.

١- أهمية الإستثمار بالنسبة للمؤسسات:

يعمل الإستثمار المؤسسي على تطوير الإدارة في المؤسسات للوصول الى النتائج المرجوة من إستثماراتها، فنجدها تبحث دائماً عن افراد لهم خبرة في مجال الإستثمار لغرض إدارة هذه المؤسسات كما تبحث عن موظفين يملكون القدرة على التعامل مع الوكلاء الذين تعهد اليهم مهمة إدارة الإستثمار بصورة غير مباشرة، كذلك نجد ان هذا الإستثمار دائماً ما يحفز المؤسسات للبحث عن ما يحقق مصلحة جميع الأطراف دون ان يسبب الخسائر او بأقلها^(١).

و بالنظر الى هذا الإستثمار نجده مرة يكون قيد في يد المؤسسات تجاه الشركات و مرة أخرى العكس من ذلك، فعند إستثمار مؤسسة ما في شركة يكون ذلك سبباً في امتلاكها اسهماً و بالتالي صوتاً في مجلس الإدارة يسمح لها بالمشاركة في اتخاذ القرارات بما يتلائم مع مصالحها و مصالح من تدير اموالهم^(٢).

و قد يكون قيدها في المؤسسات التي سمحت تشريعاتها للشركات ان تستثمر داخلها في هذه الحالة يكون القيد من الشركات في اتخاذ القرارات، لكن في هذه الحالة ايضاً يعتبر في مصلحتها لان الشركات في كل الأحوال تبحث عن الاصلح لها، و بالتالي ينعكس هذا ايجاباً

(1) Paul Dickson, " **THE ASSET MANAGEMENT REVIEW**", eighth edition, (publisher: TOM BARNES, 2019), published in the united kingdom by law business research Ltd, London, p390.

(2) " **REPORT ON THE FIFTH INVESTORS FORUM**", forum of investors Japan may 25, 2016.



على المؤسسة^(١). اكدت بعض الدراسات انه كلما كان تأثير المستثمرين في المؤسسات كبيراً كلما كانت إستثماراتها افضل، ذلك لقدرتهم الكبيرة على إدارة هذه الإستثمارات و خبرتهم الإستثمارية بصورة عامة^(٢).

ومن الواضح ان الإستثمار المؤسسي يعطي مرونة للنظم الإدارية بما يسببهه من جمع بين قواعد التجارة و بين القوانين المنظمة لهذه المؤسسات^(٣)، فنجد ان المملكة المتحدة ابتداءً قد اعتمدت على نظام اداري يعتمد على التوجيهات بعيداً عن القوانين، إذ عملت على وضع نهج يسمح لكل طرف من اطراف الإستثمار سواء كانت المؤسسات او الشركات بان تختار نظام العمل المناسب لها، و بيان أسباب تفضيلها لهذا النهج و تقديمه للطرف الاخر لابداء رأيه فيه مما جعلها تخلق نظاماً متوازناً بين المؤسسات والشركات^(٤).

و نجد ان المشرع الصيني قد اخذ بذلك الاتجاه ايضاً ضمن قانون صندوق الإستثمار في الأوراق المالية، فأشار الى ان اهم الخطوات التي اتخذتها الإدارة في سبيل تطوير المؤسسات من خلال العمل مع المستثمر المؤسسي هو الجمع بين القوانين و القواعد الإدارية لتدعيم العلاقة بين اطراف هذا الإستثمار^(٥).

٢- اهمية الإستثمار بالنسبة للأفراد:

بما ان أصحاب رأس المال هم المستفيدون المباشرون من الإستثمار المؤسسي حيث تكون اشتراكاتهم او مساهماتهم هي أساس السماح للنظام المالي بالعمل والإستثمار فمن الأهمية ان يضع أصحاب القرار مصالح المستفيدين الحقيقية في قلب عمليات صنع القرار الإستثماري، بهذا

(1) E.Philip Davis, "THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE EVOLUTION OF FINANCIAL STRUCTURE AND BEHAVIOUR", 1996, FMG special papers, financial markets group, pp(49-99).

(2) Paul L.Davies, " THE UK STEWARDSHIP COD 2010-2020, FROM SAVING THE COMPANY TO SAVING THE PLANT.", university of oxford and ecgi, 2020,p5.

(٣) مدادي عبد القادر، " دراسة تحليلية لمحددات الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع إشارة خاصة الى البلدان العربية"، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد ٧، ٢٠١٢، ص ٢٣٣-٢٥٠.

(4) Ding ,Op.Cit,p 20.

(5) "ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION OF CHINA"، China private securities investment fund annual industry development report,2016، p16.



يسعى أصحاب القرار لاشراك المستفيدين باتخاذ القرار والاخذ بتفضيلاتهم الإستثمارية، وهو ما أدى الى خلق خلفية حميدة لتوفير علاقة جيدة بين الطرفين^(١).

فنجذ ان المشرع البريطاني قد ابتدأ في تنظيم واجبات الأمناء^(٢) حيث أشار في المادة (٣/٤) من لوائح خطط التقاعد المهنية لعام ٢٠٠٥ "١- يجب على أمناء خطة الائتمان ممارسة صلاحياتهم في الإستثمار و ممارسة السلطة التقديرية الممنوحة وفقاً للأحكام التالية من هذا النظام: ٣- يجب ممارسة صلاحيات الإستثمار او السلطة التقديرية بطريقة محسوبة على أساس ضمان الامن و الجودة و السيولة و الربحية للمحفظة ككل"^(٣). فنجده قد اوجب على الأمناء(الأشخاص الذين توكل اليهم مهمة إدارة الأموال) ان يضعوا مصلحة الأشخاص الذين تدار أموالهم نصب اعينهم عند اتخاذ القرارات الإستثمارية فكان على الأمناء الاخذ بنظر الاعتبار العوامل جميعها المالية او غير المالية منها و ان لم ينص المشرع صراحةً على ذلك لكن هذا يدخل ضمن اطار (الربحية للمحفظة ككل)، حيث اوجب على الأمناء ان يقدموا تقارير حول القرارات الإستثمارية المالية، كما سمح لهؤلاء الأمناء الاحتياط من العوامل غير المالية شرط ان يكون المستفيدين يشاركونهم نفس المخاوف منها^(٤).

(1) PRI, " UNDER STANDING ALIGNING WITH BENEFICIARIES SUSTAINABILITY PREFERENCEVES", 2021.

(٢) الأمناء هم (مدير فوضت له أي سلطة تقديرية بموجب المادة ٣٤ من ١٩٩٥ الإستثمار و التفويض)
THE OCCUPATIONAL PENSION SCHEMES (INVESTMENT) REGULATIONS
2005.

(3) "art 4.—(1) The trustees of a trust scheme must exercise their powers of investment, and any fund manager to whom any discretion has been delegated under section 34 of the 1995 Act F40 (power of Document for details) investment and delegation) must exercise the discretion, in accordance with the following provisions of this regulation. (2) The assets must be invested— (a) in the best interests of members and beneficiaries; and (b) in the case of a potential conflict of interest, in the sole interest of members and beneficiaries. (3) The powers of investment, or the discretion, must be exercised in a manner calculated to ensure the security, quality, liquidity and profitability of the portfolio as a whole" libd.

(4) "IS IT ALWAYS ABOUT THE MONEY?" Pension trustees' duties when setting an investment strategy: Guidance from the Law Commission"



اما المشرع الصيني، فنجد أنه قد منح حق حماية مصالح الأشخاص الى مؤسسات خاصة تمنح صلاحيات الأمانة على إستثمارات المؤسسات و التي تعمل على دراسة نتائج الإستثمار و ما يحققه من ربحية و ما مدى تأثيرها على مصالح الأشخاص^(١).

اما التشريع الأردني، فقد بين أهمية هذا الإستثمار الى الأشخاص من خلال نصه على إجراءات حماية المصالح المختلفة، فقد بينت المادة (١١) من قانون الضمان الاجتماعي النافذ " يتولى المجلس الإشراف على شؤون المؤسسة و أعمالها و تناط به لهذا الغرض جميع الصلاحيات و المهام اللازمة بما في ذلك: س- إقرار أسس الحوكمة الرشيدة و معاييرها في المؤسسة بما في ذلك سياسات منع تضارب المصالح المحتملة و وضع إجراءات للحد من هذه التضاربات". كما اشارت المادة (١٧) من القانون نفسه " ب- تتولى لجنة الحوكمة الرشيدة المهام و الصلاحيات التالية: ٢- وضع سياسات لمنع تضارب المصالح و الإقرارات المطلوبة من أعضاء كل من المجلس و مجلس التأمينات و مجلس الإستثمار و التأكد من مدى الالتزام بتلك السياسات".

كما أشار في قانون تنظيم اعمال التأمين الأردني النافذ في المادة (٢٧/أ) منه " على شركة التأمين تزويد البنك المركزي بنماذج عقود التأمين و ملاحظتها المعتمدة لأعمالها و المعدة وفقاً للضوابط و الشروط التي تحددها تعليمات تصدر لهذه الغاية. و للبنك المركزي ان يطلب من شركة التأمين في أي وقت اجراء تعديل على أي من تلك النماذج اذا وجد ان مصلحة المؤمن و المستفيدين او سلامة قطاع التأمين تقضي ذلك".

مما تقدم نجد ان المشرع الأردني اخذ على عاتقه حماية الأشخاص و توفير القدر الكافي من الاطمئنان لهم.

اما بالنسبة للمشرع العراقي، فنجد هذه الأهمية مشار لها في قانون رعاية القاصرين فقط، حيث ان المؤسسات الأخرى من تقاعد، و تأمين، و ضمان اجتماعي اعمالها لا تؤثر على ما يعود للأفراد من استحقاقات، لأنها ثابتة وفق القانون، أما في قانون رعاية القاصرين النافذ، فنجد أن مهمة المؤسسة إدارة و مراقبة من يقوم بإدارة اموال القاصرين حيث يكون عليها ان تتحقق

<http://iri.hks.harvard.edu/files/iri/files/law-commission-guidance-for-trustees-is-it-all-about-the-money.pdf> .

(١) lin ، w.puchniak, Op.Cit ,p 23 .



دائماً بأن اعمال الإستثمار تصب في مصلحة المستفيدين^(١)، فنجد ان هذا القانون قد اوجب على الإدارة ان تعمل كالأمين على أموال القاصر و بما يحقق له افضل العوائد.

المطلب الثاني

أنواع الإستثمار المؤسسي

كما توضح لنا ان المستثمر المؤسسي هو كيان يقوم بإستثمار الأموال المدخرة لديه بموجب وظيفة اوكلها له القانون، و الأموال هذه مرة تكون عائدة الى مؤسسات مملوكة للدولة، و مرة أخرى تكون مملوكة لأشخاص تابعين او مستفيدين من خدماتها. وان مهام الاخيرة إستثمار تلك الأموال بما يحقق النفع العام و الخاص في وقت واحد فمرة تعمل وسيطاً مالياً بين الأشخاص في إستثمار أموالهم و بين أسواق الإستثمار الكبيرة، حيث يتخذ صفة نائباً او وكيلاً عنهم، و مرة أخرى مستثمراً مباشراً، و في الحالتين تكون عوائد الإستثمار لأولئك الأشخاص أصحاب رأس المال المستثمر سواء أكانوا اشخاصاً طبيعيين ام معنويين وفقاً لآليات منصوص عليها بالإضافة الى النفع العام.

من ناحية أخرى نجد ان نطاق الإستثمار المؤسسي مره يكون داخلياً و أخرى يكون خارجياً. و إن بحثنا لأنواع الإستثمار تدور حول مجالات عدة منها ما يتعلق بالشراكة و رأس المال. وقد اشرنا الى الدور الذي تقوم به المؤسسات من اجل توفير عائد افضل للأفراد، لان الشراكة لا تكاد تخرج من الواجب الائتماني^(٢).

و منها ما يتعلق بإدارة الأموال الإستثمارية المختلطة، فنجد ان هناك بعض الآراء اشارت الى وجوب ان يكون الأشخاص هم المسؤولون عن الإدارة، واخرون اوجبوا تفويض المهمة الى الإدارة على اعتبار انها هي صاحبة السلطة، لكن الرأي الراجح يعطي صلاحيات الإدارة الى المؤسسة،

(١) مادة (٢/رابعاً) قانون رعاية القاصرين رقم ٧٨ لسنة ١٩٨٠ و تعديلاته حيث نصت " تمكين دائرة رعاية القاصرين وتشكيلاتها من الرقابة والاشراف على من يتولى رعاية شؤون القاصر والقيام مقامه عند عدم وجوده بما يحقق مصلحة القاصر في ضوء اهداف هذا القانون. سادساً: المحافظة على اموال القاصرين وإستثمارها بما يحقق منافع اكثر لهم ويتلاءم مع خطة التنمية القومية".

(2) Serdar Celik AND Mats Isaksson "INSTITUTIONAL INVESTORS AND OWNERSHIP ENGAGEMENT " (2013)2, OECD journal: financial market trends , pp 93-114



ليس لكونها صاحبة السلطة و لكن كون ان الأشخاص حينما سلموا أموالهم الى المؤسسة اقروا برغبتهم بإستثمارها لأموالهم^(١) .

فسيكون محل بحثنا في هذا المطلب مكمل لما سبق وهو انواع الإستثمار المؤسسي و الذي يكون في فرعين وعلى النحو الآتي:

الفرع الأول

انواع الإستثمار المؤسسي من حيث الأشخاص

إن للإستثمار المؤسسي انواع تختلف تبعاً للقائمين عليه اي تبعاً للمستثمر المؤسسي، فنجد أن لهذا الإستثمار نوعان: فهو اما أن يكون إستثمار مباشر او غير مباشر، و إن هذا التصنيف لا ينصرف لطرق الإستثمار العادية بل هي طرق خاصة بالإستثمار المؤسسي فقط، وهذا ما سوف نبينه في ادناه:

اولاً: الإستثمار المؤسسي المباشر

يشير الإستثمار المؤسسي المباشر الى قيام المؤسسات بنفسها بمزاولة اعمال التجارة و الإستثمار وفق الخطط الموضوعة من قبل المشرع دون الحاجة الى مساعدة طرف آخر، فالإستثمار المباشر هو قيام مديروا المؤسسات بإدارة الأموال المملوكة للمؤسسة مباشرة، و بما ان الإدارة في هذا الإستثمار داخلية من ضمن المؤسسة، فيكون إستثمار بالغ الأهمية حيث يكون على الإدارة ان تتبع القواعد و الاستراتيجيات المنظمة لتحقيق مصالح المستفيدين^(٢).

و للإستثمار المباشر صورتان: الأولى الإستثمار الفردي أي ان تقوم احدى المؤسسات باتخاذ قرار الإستثمار وحدها دون الاستعانة بمؤسسات أخرى، و في هذه الحالة تكون لها حرية التصرف و تتحمل هذه المؤسسة المسؤولية الكاملة عن كل نتائج الإستثمار و قراراته، الا أن الإستثمار في هذه الصورة بحاجة الى الوقت و الموارد، فيجب ان تكون المؤسسة ذات أصول

(1) IMF committee on balance of payments statistics، "D.3 TREATMENT OF COLLECTIVE INVESTMENT INSTITUTIONS"، update direct investment task team (ditt).

(2) Bobby V.Reddy، the emperor's new cod? Time to re-evaluate the nature of stewardship engagement under the uk's stewardship cod, the modern law review,p850.



كبيرة لتكون قادرة على تحمل الأعباء الناتجة من هذا النوع من الإستثمار، كما تحتاج الى ما يمكنها من تحمل المخاطر السلبية المحتملة، لذلك تسعى المؤسسات الى الشراكات مع المؤسسات الأخرى لاعطاء الصورة الثانية من الإستثمار المباشر و هو الإستثمار القائم على الشراكة بين عدد من المؤسسات لغرض الإستثمار في جهة واحدة مما يقلل من مصدر القلق الأكبر بالإستثمار المباشر الفردي هو تكاليف الوكالة المرتفعة⁽¹⁾، حيث تتحمل هذه المؤسسة كما اشرنا كل التكاليف فان الدمج مع المستثمرين المؤسسيين الاخرين يؤدي الى تحقيق الزيادة في حجم الدخل الثابت⁽²⁾. و ان كان الإستثمار الفردي هو ما يمثل الصورة الانقى للإستثمار المؤسسي المباشر حيث لا تحتفظ بقرار الإستثمار فقط، و انما يكون لها التنفيذ و الاشراف مباشرة على كل الانشطة الهامة و إدارة الأصول و العناية الواجبة⁽³⁾.

و يمكن القول ان هذا النوع من الإستثمار هو النوع الأكثر انتشاراً في الإستثمارات المؤسسية العراقية.

ثانياً: الإستثمار المؤسسي غير المباشر

فيه تقوم المؤسسات بتقويض إدارة الأموال الى وسطاء ماليين او شركات إستثمار مالي، و في هذه الحالة يكون للمؤسسات الحق في تطبيق قواعدها على الشركات التي تستثمر أموالها فيها، و هذه القواعد هي القواعد الخاصة بالإستثمارات التي تنظمها المؤسسات لغرض رسم استراتيجية للعقود الإستثمارية⁽⁴⁾.

و بالإمكان ان يكون هناك مستشارون بالوكالة او مستشاروا الإستثمار و الأمناء، و تخولهم الإدارة مباشرة للعمل مع الشركات بوظائف يفوضونها لهم لدعم انشطتهم الاساسية⁽⁵⁾.

(1) Kasper Meisner Nielsen "INSTITUTIONAL INVESTORS AND PRIVATE EQUITY" 12 journal of review of finance، 185-219 (2008)

(2) Katja Juvonen، Arun Kumar، Hassen Ben Aued and Antonio Ocana "UNLEASHING THE POTENTIAL OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN AFRICA" working paper series n 325.2019، African development bank group.

(3) Wef prepare ding collaboration with oliver wyman," direct investing by institutional investors: implications for investors and policy- makers" 2014, p 8

(4) *Malaysian code for institutional investors*, 2014

(5) Lbid.



و شهد الإستثمار المؤسسي في المملكة المتحدة في الفترة الأخيرة اقبالاً واسعاً للاستعانة بمصادر خارجية للإستثمار المؤسسي^(١).

كما نجد ان المشرع الصيني قد سمح لشركات التأمين لأول مرة بقرار صادر من الهيئة المنظمة لآعمال التأمين بالإستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية، وحدد نسب الاشتراك بـ(٥%) خمسة من المائة فقط من اجمالي الأصول، و بالرغم من القيود سرعان ما استطاعت هذه الشركات ان تكون لها اذرع للإستثمار غير المباشر، و أصبحت تقود إستثمارات شركات التأمين المختلفة ضمن ما يسمى صناديق التأمين الاجتماعي^(٢).

و اخيراً مما يجدر الاشارة له ان كلاً من المشرع الأردني و العراقي لم يبينا طرق الإستثمار المشار لها فيما سبق، و لم نجد مايدل عليها، الا ان عدم تطرق المشرع العراقي كذلك الاردني لا يؤخذ على نحو سلبي و انما يعني الاطلاق و بالتالي يمكننا القول انه اجاز الإستثمار المؤسسي المباشر و غير المباشر^(٣).

فأختيار المستثمر المؤسسي في العراق منهج الإستثمار غير المباشر لا يضعه في حرج، اذ ان التشريعات المنظمة للبيئة التجارية العراقية قد اوجدت اشخاصاً معنوية من مهامها العمل بصفة وسيط لتمارس الإستثمار نيابة عن غيره كما في المادة (٩) من قانون الشركات العراقي النافذ رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ و تعديلاته التي نصت على " اولاً: شركة الإستثمار المالي هي شركة منظمة في العراق نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدّخرات نحو الإستثمار في الأوراق المالية العراقية، بما في ذلك، الأسهم و السندات و حوالات الخزينة و الودائع الثابتة. ثانياً: تعتبر شركة الإستثمار من المؤسسات المالية الوسيطة لأغراض قانون البنك المركزي العراقي المرقم (٦٤) لسنة ١٩٧٦ الخ"^(٤).

اما في قانون المصارف الإسلامية العراقي النافذ رقم (٤٣) لسنة ٢٠١٥ نجده في المادة (٥) قد نص " يمارس المصرف لحسابه او لحساب غيره في داخل العراق و خارجه جميع أوجه الأنشطة المصرفية الإسلامية و منها: اولاً: اعمال التمويل و الإستثمار في مختلف المشاريع و الأنشطة

علماً ان هذه الدراسة قد تضمنت جداول تمثل الاستعانة بالمصادر (1) Celik and ISAKSSON ,Op.Cit، الخارجية.

(2) Lin، w. puchniak ,Op.Cit.

(3) ان ما تم تبينه من الزيارات الميدانية ان الإستثمار المباشر هو نوع الإستثمار الوحيد في المؤسسات العراقية. ^٤ نود الإشارة الى ان نص المادة قد أشار الى قانون البنك المركزي الملغي و ليس النافذ بالإشارة الى شركات الإستثمار المالي.



التي لا تخالف الشريعة الإسلامية". و بالتالي يتضح من النص المذكور انه بإمكان المستثمر المؤسسي في مختلف مؤسسات الدولة ان يعتمد الى تلك المصارف الإسلامية لعقد الشراكات معها، او لوضع الودائع الإستثمارية وفقاً للآلية المحددة في ذلك القانون و بالتالي تجد ضالتها المرجوة في تحقيق الإستثمار.

و بالنظر الى قانون سوق بغداد للاوراق المالية الملغي رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١ في المادة (١٤) منه نص " يتولى الوسيط ما يأتي: أولاً : الوساطة بالعمولة. ثانياً : إدارة محافظ الأوراق المالية لمصلحة الغير بتحويل مصدق من الكاتب العدل تحدد فيه صلاحيات الوسيط و التزاماته و حقوقه على وفق تعليمات يصدرها المجلس". فنجد ان المشرع قد أشار الى الأشخاص التي تقوم بالوساطة لغرض الإستثمار نيابة عن غيرها، الا ان عدم تفعيل دورها لا يمكن المؤسسات من التعامل معها.

الفرع الثاني

انواع الإستثمار المؤسسي من حيث النطاق

و للإحاطة بأنواع الإستثمار المؤسسي بصورة كافية نبحث في هذا الموضع انواع الإستثمار المؤسسي من حيث النطاق، إضافة الى ما تم بيانه من انواع وعلى النحو الآتي:

اولاً: الإستثمار المؤسسي الداخلي

في هذا النوع من الإستثمار تكون العلاقات بين مؤسسة و مؤسسة أخرى و بين المؤسسة و الأشخاص الذين تستثمر أموالهم بتقويض منهم نيابة عنهم. فنكون امام علاقة ثنائية الاتجاه مما يضمن علاقات اكثر و إستثمارات بتكاليف اقل، و تكون العلاقة بين المؤسسة و الأشخاص علاقة نسبية تعتمد على جودة الإستثمار، اما العلاقة بين المؤسسات فتكون في ضوء تطوير المؤسسات في عملها و ادارتها و إستثماراتها، و من جانب اخر يمكن القول ان نمو الإستثمارات المؤسسية يمكن ان يشجع و يحفز البيئة التجارية من ناحية توفير السيولة^(١).

هناك تباين في موقف التشريعات فيما يتعلق بضوابط هذا النوع من الإستثمار، فهناك دول تسمح للمؤسسات ان تشترك دون قيد او شرط كما سمحت للقطاع الخاص بالإستثمار مع العام

(1) Ephillip Davis، Been Stell، "INVESTMENT BEHAVIOR AND PERFORMANCE OF INSTITUTIONAL INVESTORS"، INSTITUTIONAL INVESTORS،(MIT PRESS، 2001)،P 228.



بدون شروط، فعند تسجيل الشركات في هذه البلدان يجب بيان فيما اذا كانت هذه الشركات تابعة الى الحكومة ام لا، في حين ان دول اخرى حددت نسب الاشتراك فلا حاجة الى هذا التمييز لبيان المقصود من المؤسسة او الشركة، ولاتحتاج الى تمييزها عن غيرها من المستثمرين ذلك ان ملامح الإستثمار المؤسسي تكون واضحة اعتماداً على نسب المساهمة المحددة قانوناً، و نجد هذا في عدد من التشريعات حيث بينت ان الشركات الناتجة من إستثمار مؤسسات تابعة للحكومة لها نظام خاص، و ان كانت هذه الشركات تخضع بصورة عامة الى قانون الشركات^(١).

ف نجد ان مشرع المملكة المتحدة في قانون الاشراف قد اوجب على المستثمرين المؤسسيين الاستعداد على العمل بشكل جماعي فيما بينهم عند الضرورة^(٢)، أوضح ان الضرورة هي أوقات الضغوط الاقتصادية الكبيرة التي من الممكن ان يتعرض لها المستثمرون المؤسسيون اثناء مسيرتهم.

كما اوضح التشريع الصيني ان الشركات المملوكة للدولة بالكامل هي شركات ذات مسؤولية محدودة و تنظم هيكلها و إجراءاتها في مقابل المستثمرين^(٣).

(1) Article 65 " The provisions of this Section shall be applicable to the incorporation and the organizational structure of wholly Stated-owned companies; and where no provisions are stipulated on such company in this Section, the provisions of Sections 1 and 2 of this Chapter shall be applicable." **COMPANIES LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA 2005.**

المادة (٦٥) تسري احكام هذا القسم على التأسيس و الهيكل التنظيمي للشركات المملوكة بالكامل للدولة و في حالة عدم وجود احكام بشأن هذه الشركة من القسم المحدد فتسري احكام القسمين ١ و ٢ من هذا الفصل.

(2) Principle 5 Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate. **THE UK STEWARDSHIP Code، 2010.**

حيث بين دليل الارشادات لهذا القانون فيما يخص المبدأ المذكور، في بعض الأحيان قد يكون التعاون مع مستثمرين مؤسسين آخرين هو الطريقة الأكثر فاعلية للمشاركة، قد تكون المشاركة التعاونية هي الأنسب في أوقات الضغوط الاقتصادية الكبيرة او الاوسع نطاقاً. او عندما تهدد المخاطر قدرة الشركة على الاستمرار يجب على المستثمرين المؤسسيين الإفصاح عن سياستهم بشأن المشاركة الجماعية، و عند المشاركة الجماعية يجب ان يولي المستثمرون المؤسسيون الاعتبار الواجب لسياستهم بشأن تضارب المصالح و المعلومات الداخلية.

(3) ARTICLE 65 " For the purposes of this law, a wholly Stated-owned companies is one with limited liability which is solely invested in by the State and for which the State Council or the local people's government authorizes the State-owned assets regulatory institution under the people's government at the corresponding level to



اما في التشريع العراقي فنجد الإشارة الى معنى الإستثمار المؤسسي الداخلي في المادة (٣) من قانون الشركات العامة العراقية النافذ رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ والتي نصت على ان: " تقدم الوزارة طلبا الى مجلس الوزراء لتأسيس شركة عامة مشفوعا بدراسة تتضمن المسوغات الاقتصادية والفنية لتأسيسها.. ". كذلك الفقرة (ثالثاً) من المادة (٩) من نفس القانون حيث نصت على: " عند اشتراك شخصين او اكثر من الأشخاص المعنوية العامة الممولة ذاتياً في تأسيس شركة عامة ..". فعند الاخذ بما ورد في المادتين أعلاه نجد ان التشريع العراقي قد اعطى الحق للأشخاص المعنوية العامة و الممولة ذاتياً بتأسيس الشركات العامة و من المعروف ان الشركات العامة هي وحدات اقتصادية مملوكة للدولة بالكامل^(١) فنجد ان هذا يشكل معوقاً امام الوزارات التي تتبّع لها المؤسسات محل المقارنة حيث ان المؤسسات التي تمويلها ذاتيا و رؤوس أموالها خاصة كما في دائرة رعاية القاصرين لا يمكنها رغم قدرتها تأسيس مثل هذه الشركات حيث ان النص قد قيدها بالمملوكة للدولة بالكامل.^(٢)

بهذا نجد ان الإستثمار المؤسسي الناتج عن إستثمار مؤسستين او اكثر تابعتين للدولة يكون إستثمار داخلي تحكمه التشريعات الخاصة المنظمة له و هذا الإستثمار يكون لمؤسستين لدولة واحدة.

ثانياً: الإستثمار المؤسسي الخارجي

في هذا النوع من الإستثمار تبرز العلاقة بين المؤسسات التابعة للحكومة و الكيانات الأخرى التي تستثمر معها سواء كانت شركات او أي مستثمر اخر.

وفق التطور الاقتصادي يتبين لنا ان المستثمرين المؤسسيين لهم دوراً مهماً في أسواق رأس المال العالمية و المحلية و هم بذلك يؤثرون على قرارات الإستثمار بشكل إيجابي حيث ان المستثمرين المؤسسيين لمجموعة من الأسواق تؤدي الى تغيرات جوهرية في مساحات إستثمار الشركات خصوصاً اذا كان دخولهم كمساهمين مؤسسيين، و ان هذا الإستثمار لم يقتصر على

perform the duties of an investor) **COMPANIES LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA 2005** .

لأغراض هذا القانون فان الشركات المملوكة للدولة بالكامل هي شركات ذات مسؤولية محدودة تستثمر فيها الدولة فقط و التي من اجلها يصرح مجلس الدولة او الحكومة الشعبية المحلية المؤسسة لتنظيم الأصول المملوكة للدولة التابعة للحكومة الشعبية في المستوى المقابل لاداء واجبات المستثمر

(١) المادة ١ قانون الشركات العامة العراقي رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(٢) لم تتم الإشارة الى التشريع الأردني لعدم وجود هذا النوع من الإستثمار في طيات نصوص تشريعاته.



الأسواق المحلية بل اصبح رأس المال الأجنبي الذي يستثمر في المؤسسات في الدول التي سمحت بهذا النوع من الإستثمار أي سمحت للمستثمر الأجنبي ان يشارك مؤسساتها او سمحت بالاتجاه الاخر لمؤسساتها الإستثمار في دول أخرى مصدر تمويل متزايد الأهمية في العديد من الأسواق العالمية^(١).

و مما اشرنا اليه في اولاً من هذا الفرع ان الدولة في غالب التشريعات المقارنة لها تنظيم خاص في إدارة الشركات المملوكة لها او التي تتكون من إستثمار مؤسسات مملوكة لها^(٢).

اما عن موقف التشريعات من هذا النوع من الإستثمار، فنجد ان المشرع البريطاني قد اوجد تنظيم واحد للمؤسسات العامة و الخاصة نجد هذا واضح في المبدأ (٥) من قانون الاشراف البريطاني الذي تمت الإشارة اليه. و لوسع المساحة الممنوحة للقطاعين العام و الخاص للعمل فيما بينهم في الإستثمار المؤسسي يمكن القول بان المستثمرين المؤسسيين هم المسيطرون على البيئة التجارية البريطانية^(٣)

اما المشرع الصيني، فنجده قد اوكل مهمة تنظيم الشركة الناتجة عن مؤسستين حكوميتين الى احدى الجهتين: الاولى مؤسسة تنظيم الأصول المملوكة للدولة و تكون هذه المؤسسة هي المسؤولة عن صياغة النظام الأساسي للشركة الناتجة، و الجهة الثانية التي يوكل اليها تحديد النظام الأساسي للشركة الناتجة هو مجلس إدارة الشركة نفسها و بعد ذلك يعرض على مؤسسة تنظيم الأصول المملوكة للدولة. اما اذا كانت الشركات قد أنشأت من إستثمار مؤسسة تابعة للدولة و مستثمر اخر خارج النظام الحكومي فان على مؤسسة تنظيم الأصول المملوكة للدولة التي اشرنا اليها ان تبدي رأيها في الموافقة من عدمه على هذه الشراكة، كما و تبدي رأيها على ان تشارك هذه الإستثمارات المشتركة في أسواق الأوراق المالية او ان تتداول فيه ام لا، و ان السبب الأول و الأخير من هذه القيود المفروضة هو الحفاظ على الدور القيادي للحكومة في كل أوجه الاقتصاد^(٤). لا سيما و ان بلد كالصين لا زال متمسكاً بالدولة الموجهة للنشاط الاقتصادي

(1) Lerong He، Liying Huang، Liting Fang، "INSTITUTIONAL CONDITIONS، ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY AND FOREIGN INSTITUTIONAL INVESTEMENT IN CHINA"، (2022) 50، emerging markets review، p1.

(2) Davis، Stell ،Op.Cit، p(157).

(3) Jin Zhu Y ANG ، " REFORMING THE CHINESE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM: ACOMPARATIVE LAW AND ECONOMIC ANALYSIS" ،PH theses ، Bournemouth university ،2006،p78

(4) Ibid



الى حد ما. و مما يتطلب توفيره في الإستثمار المؤسسي الخارجي و الأهم هو إدارة رشيدة للإستثمار حيث تدار المؤسسات بهدف حماية المصالح المشتركة و تحقيق الشفافية في التعامل مما يؤدي الى استقرار البيئة التجارية^(١).

و في هذا النوع من الإستثمار نرى الدور الرقابي والاشراف للمؤسسات على الإستثمار و لا نجد هذا الدور و اضحاً و جلياً في الإستثمار الداخلي على اعتبار ان تضارب المصالح لا يمكن ان ينشأ بين نظام حاكم واحد^(٢).

يحتاج المستثمر المؤسسي في الإستثمار الخارجي الى ان يكون منظماً في عملياته الإستثمارية، ذلك لانه لا يبحث عن المضاربة اكثر من بحثه عن توفير افضل العوائد باقل الخسائر، كما يمكن ان يدير الإستثمارات عن طريق الوكلاء او مجموعات متخصصة في مجال الإستثمار، و يخضع في عمله الى قواعد تشريعية و قيود تنظيمية^(٣).

و يحصل المستثمرون غير المؤسسيون على المعلومات اللازمة لإستثماراتهم عن طريق الوسطاء و محللون يوفرون المعلومات المهمة التي يحتاجونها، اما المستثمر المؤسسي نفسه فغالباً ما يدعو الى اجتماعات مهمة مع مجالس الإدارة للشركات التي يرغب بالإستثمار فيها قبل اتخاذ القرار النهائي للإستثمار لغرض التأكد من المعلومات التي تم الحصول عليها حتى يضمن صحتها بما يوفر الثقة و الإئتمان و الإطمئنان لكل المتعاملين معه^(٤). كذلك نجد ان المؤسسات تميل الى الشركات التي لديها سجلات نجاح مرتفعة التقدير دون غيرها، و ذلك دليل على غايتها في تحقيق الأفضل للمستفيدين و المؤسسة^(٥).

(١) خليدة محيي، " دور الحوكمة المصرفية في تعزيز الأداء المالي في البنوك التجارية- دراسة عينة من البنوك التجارية لولاية ورقلة"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ٢٠١٩، ص ٣.

(2) Iris H-Y Chiu، "INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS AS STEWARDS: TOWARDA NEW CONCEPTION OF CORPORATE GOVERNANCE"، (2012) 6 (2)، Brooklyn journal of corporate، financial & commercial law، pp(386-432).

(٣) خالد علي احمد الذيبات، " اثر الإستثمار المؤسسي في زيادة التحفظ المحاسبي: دليل من الأردن"، مجلد ٢٨ عدد ٢، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية و الإدارية، ٢٠٢٠، ص ١١٤-١٣٢.

(4) Poul Ly Kkesfeld& Laurits Louis Kgaergaard، 2022، " UNDER STANDING THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS:" springer books، in: investor relations and ESG reporting in a regulatory perspective، chapter 8، pp (49-55).

(5) Aliya Bushra، "THE DETERMINANTS OF CORPORATE DIVIDEND POLICY IN PAKISTAN"، thesis of master، Lahore school of economics، (2012)، p14.



اما بالنسبة للمشرع العراقي، نجد ان مؤسسات الدولة سواء كانت مجموعة ام منفردة فهي تستثمر مع كيان خارج نظام الحكومة لتكوين الشركة المختلطة، و هذا ما نجده في قانون الشركات العراقي النافذ في نص المادة (٧/أولاً): تتكون الشركة المختلطة باتفاق شخص واحد أو أكثر من قطاع الدولة مع شخص واحد أو أكثر من غير القطاع المذكور، و برأس مال مختلط لا تقل مساهمة قطاع الدولة فيه مبدئياً عن (٢٥%) خمس و عشرين في المئة. ويجوز كذلك لشخصين أو أكثر من القطاع المختلط تكوين شركة مختلطة، و تعتبر الشركة المختلطة التي تنخفض مساهمة قطاع الدولة فيها إلى أقل من (٢٥%) خمس و عشرين في المئة شركة خاصة و تعامل على هذا الأساس، كما هو مأذون به في المادة ٨ الفقرة "ثانياً" البند ٢. كما نجد ان المشرع في نفس القانون قد اشار الى استثناء في نص المادة (٨/ثانياً/٢) " استثناءً من حكم البند (أولاً) من هذه المادة يجوز: ٢- مساهمة قطاع الدولة في الشركة الخاصة المساهمة أو المحدودة بنسبة تقل عن (٢٥%) خمس و عشرين من المئة من رأس المال، و تستثنى من هذه النسبة شركات التأمين وإعادة التأمين الحكومية و دائرة العمل و الضمان الاجتماعي و أية جهة استثمارية أخرى يقرر مجلس الوزراء إضافتها إلى هذه الفقرة". من النصوص أعلاه نجد ان المؤسسات العامة عادةً ما تسعى الى الإستثمار خارج القطاع العام نفسه ذلك لما يواجهها من قيود الأول هو ما اشرنا اليه في الفقرة السابقة من منعها من تكوين شركات عامة و الاخر الشركات العامة القائمة لا تطرح اسهماً للتداول و بالتالي عندما ترغب احدى المؤسسات ان تتعامل مع شركة عامة لا يتوفر لها إمكانية الدخول كشريك، و من هذا نجد ان على المشرع اما ان يسمح لها بأن تأسس الشركات العامة او ان تأخذ حصصاً كشريك فيها حتى تعطي الدعم بتوفير السيولة المالية مما يجعل هذه الشركات اكثر قدرة على ممارسة اعمالها، و بالمقابل تعطي طمأنينة للمؤسسات ان الدولة هي ضامنة لما قد تتعرض له من مخاطر^(١).

المبحث الثاني

الموائمة بين البيئة التجارية والإستثمار المؤسسي

من المعلوم ان البيئة التجارية تمتاز عن خارجها بجملة من الضوابط و الاحكام التي تجعل لها نطاقاً خاصاً يستوجب على المتعامل فيها ان يكون على بيئة بظروفها و احوالها و مبتلياتها التشريعية، و الإحاطة تلك تختلف فيما اذا كان ذلك الدخول هو دخول عرضي _ كما في حال

^(١) و هذا ما أكدته الزيارات الميدانية حيث ان المؤسسات لم تساهم في الشركات المختلطة الا بأقل نسبة محددة قانوناً خوفاً منها من المخاطر



قام بعمل تجاري منفرد_ عمن دخل تلك البيئة رغباً في ان يكون وجوده متأسلاً فيها مبنياً على الاستمرار متتالاً لآعمالها على سبيل الاحتراف مكتسباً لتلك الصفة التشريعية - صفة التاجر - التي البسها المشرع لمن كان وجوده متأسلاً في تلك البيئة سواء أكان شخصاً طبيعياً او معنوياً.

فإذا كان الوجود العرضي لا يستلزم سوى احاطة مبسطة بأحكام تلك البيئة او اقلها احاطة اجمالية، فإن الوجود المتأسل يوجب على صاحبه ان يكون له دراية تفصيلية بإصول تلك البيئة فاعلاً فيها ملتزماً بأحكامها، و باسقاط ذلك على المستثمر المؤسسي، نجد ان الأخير في دخوله تلك البيئة و مساهمته مع غيره من اشخاص ليس وجوداً عرضياً، بل هو في الواقع وجوداً متأسلاً، يستلزم فيها ان يكون المستثمر المؤسسي ملماً في ابعاد تلك البيئة و مرتكزاتها الأساس فاعلاً على تدعيم دعائمه من ثقة و إئتمان و غيرها متكيفاً في اسسه التشريعية مع احكامها.

بيد ان القول بفاعلية الإستثمار المؤسسي في ظل البيئة التجارية امر يمكن التسليم به فيما يجب ان يكون، اما في الواقع العملي نجده محاطاً بجملة من التحديات سواءً من جهة البيئة التجارية نفسها او من جهة المستثمر المؤسسي.

هو الامر الذي يوجب على الباحثه دراسة تلك التحديات و استعراض الحلول التشريعية لها و تقييمها، لذا سيكون مبحثنا مقسماً الى مطلبين، الأول منهما لدراسة تلك التحديات اما الثاني يتناول المواجهة التشريعية للتحديات القائمة

المطلب الاول

التحديات المرتبطة بالإستثمار المؤسسي

من البدايه ان الإستثمار المؤسسي بمختلف صوره و انواعه يجد نطاقه في ظلال البيئة التجارية و بالتالي يكون معرضاً للمخاطر و التحديات التي تواجهها، سواء كانت ذاتية ناتجة عن العمل التجاري نفسه واطرافه، او خارجية ليس للتاجر والعمل التجاري تأثير عليه لكنه يتأثر بها، لا سيما وان البيئة التجارية هي مجموعة من العوامل و القوى التي تؤثر على عمل الشركات و على أداء المؤسسات، و يمكن ان يكون العملاء و المنافسين و الموردين و الحكومة و العوامل الاجتماعية و السياسية و القانونية و التكنولوجية من تلك العوامل، القائمة قد تطول و تقصر بحسب كل بيئة و النظام الحاكم فيها، و في كل الأحوال تشكل هذه العوامل تحديات على كل من الشركة و العمل التجاري، فيمكن وضع تعريف للبيئة التجارية على انها مجموعة العوامل الخارجية و الداخلية التي تؤثر على عمل اشخاص البيئة التجارية و يمكن ان تشكل لهم تهديداً



و بالمقابل يمكن ان توفر لهم فرص عمل⁽¹⁾. وعلى اية حال، ان بحثنا لتلك المخاطر سيكون على فرعين، الاول مخصص لدراسة التحديات الناشئة عن البيئة التجارية ، و الثاني لبحث التحديات الناشئة عن المستثمر نفسه.

الفرع الاول

التحديات الناشئة عن البيئة التجارية

امام كثرة العوامل الداخلة ضمن البيئة التجارية، نجد ان التشريعات التجارية وان اتسمت بأعلى مستويات التنظيم لا يمكنها ان تكون بمعزل عن تلك العوامل الخارجية التي تؤثر على تلك البيئة وتتحكم بفاعليتها، لذا نجد ان تلك التشريعات في بعض حالاتها تخلق ارباكاً و توجساً في تلك البيئة عوضاً عن تنظيمها، فتخرج عن دورها و غرضها الذي شرعت من اجله و هو تعزيز الاستقرار و تنمية الإئتمان فيها. بالعودة الى التشريعات محل الدراسة المقارنة فقد عملت على تعزيز البيئة التجارية و الحد من مخاطرها و تباين دورها فيما يتعلق بتشخيص تلك المخاطر و التعامل معها، فنجد ان المشرع البريطاني قد أشار ضمن قانون حوكمة الشركات الى ان القانون ثابت، لكنه دائماً ما يكون عرضة للدراسة و المراجعة لتقييم مواده ان كانت لتغيرات البيئة التجارية⁽²⁾، كما وضع المشرع البريطاني في قانون الاشراف ان هذا القانون يحدد طرق الممارسات الجديدة مع الشركات المستثمر فيها و التي يعتقد بأنها هي الممارسات التي يطمح اليها المستثمرون المؤسسيون، فهو في هذا يوفر تكوين كتلة كبيرة من المستثمرين في المملكة تربط المستثمرين المحليين و الأجانب بما يحقق الدعم للحوكمة الرشيدة⁽³⁾.

ان المتمعن بالبيئة التجارية يجدها تتكون من حقيقة اساسية، هي تعظيم الأرباح هي الحقيقة السائدة و المفهومة من البيئة التجارية فنجد ان من يعمل فيها يكون همه الأول هو توفير

(1)(1) Ajayi, adelo, " **impact of external business environment on organizational performance of small and medium scale enterprises in osun stat, Nigeria**", (2016)3(10),school ledge international journal of business policy & covariance, pp(155-166)

(2)The Code has been enduring, but it is not immutable. Its fitness for purpose in a permanently changing economic and social business environment requires its evaluation at appropriate intervals. Financial Reporting Council. **The UK Corporate Governance Code, 2016**

(3) **The UK Stewardship Code** ,Op.Cit.



الربح، و نتيجةً لذلك فانه يقود الى وجوب ان يقوم أصحاب الإدارة بما من شأنه ان يوفر هذه الحقيقة، بالتالي سوف يكون هناك مستثمرون مؤسسيون و اشخاص تستثمر اموالهم و بهذا تتكون علاقات يجب ان تكون منظمة قانوناً، هذا ينتج الواجب الائتماني، نتيجة للواجب الأخلاقي الذي يجب ان يلتزم به المديرون عند إدارة أموال المساهمين، لذا يقال ان البيئة التجارية تقوم على الثقة و الائتمان و الأخلاق^(١).

فوجود الثقة المتبادلة بين اشخاص هذه البيئة يساعد على بناء علاقات مهمة و موثوقة و هذا ما يسمح للعمل بالاستمرار بالشكل المطلوب^(٢). الا ان الواقع يشير الى ان الإستثمار في الآونة الأخيرة يتعرض الى الكثير من المخاطر المختلفة التي يجب عليه تجاوزها حتى يتمكن من تحقيق النتائج المرجوه منه^(٣).

ان تقدير المخاطر هذه يختلف من وجهة نظر المجتمع و الشركات و المؤسسات، فبالنسبة للمخاطر من جهة المجتمع هي نتائج ممارسة الشركات او المؤسسات لاعمالها و التي تسبب خطراً على الانسان و بيئته، اما من ناحية الشركات و المؤسسات فأن المخاطر بالنسبة لها هي فكرتها عن نتائج الاعمال التي تسبب لها خسائر مالية او تؤثر على سمعتها، و يمكن ان تكون للمخاطر و جهتين الأولى التي تكون ناتجة عن الاعمال التي تخلق تحدي للشركات و المؤسسات بقدرتهم على تحقيق الأرباح بوجود المخاطر دون المساس بمصلحة الغير، و الوجهة الأخرى هي التحديات التي تكون الشركات و المؤسسات على استعداد لاغتنامها للوصول الى مبتغاها من الربحية هنا تكون هذه المخاطر مقبولة^(٤).

و لعلنا عند النظر في تلك المخاطر التي تحقق في البيئة التجارية و تواجه كل من يرغب في الدخول فيها سواء كان مستثمراً مؤسسياً ام غيره، نجد ان اغلبها يتعلق بثلاث مخاطر هي :

(1) Don Mayer، Daniel M. Warner، George J. Sidel، " **THE LEGAL ENVIRONMENT AND BUSINESS LAW**، Publisher saylor foundation، 1.0، 2012، p 67.

(2) Jeffrey F.Beatty، Susan S.Samuelson، Patricia Sanchez Abirl، " **STAND ARD EDITION BUSINESS LAW AND THE LEGAL ENVIRONMENT**"، standard edition 8th، cengage learning، inc.2019، p(28).

(3) European bank for reconstruction and development، " **ENVIRONMENTAL AND SOCIAL POLICY**"، 2019،p (45).

(4) **Managing corporate environmental risk: a review of guidance and selected industry practices**، R&D technical Keyport e2-056/tr، 2003، p(144).



اولاً: المخاطر المتعلقة بعدم الالتزام بالمعايير البيئية و الاجتماعية.

ثانياً: المخاطر المتعلقة بالمنافسة غير المشروعة.

ثالثاً: المخاطر المتعلقة بالاغراق التجاري، نبينها تباعاً

اولاً: المخاطر المتعلقة بعدم الالتزام بالمعايير البيئية و الاجتماعية

لم يعبأ المستثمرون المؤسسيون في الماضي بالقضايا الاجتماعية و اذا ماكانت احدى الشركات تضع هدفاً مجتمعياً غير ملائم لاهداف المؤسسة المالية في قرارات مجلس الإدارة للتصويت عليه، فكانوا اما يمتنعون عن التصويت او يبيعون اسهمهم و بعد ان أصبحت هذه الشروط تُعتمد من اغلب الشركات بدأت المؤسسات تسايرها هذا الاهتمام من اجل المحافظة على إستثماراتها لفترة اطول⁽¹⁾.

من تلك المخاطر هو ما يتعلق بالجانب الاجتماعي القائم على الاخلاق الحسنة و الدعاية الجيدة مما يؤثر على الشركة نفسها او علاقاتها مع المستثمرين، فإن المجتمع يمكن ان يؤثر سلباً او ايجاباً على أي نشاط تجاري و على البيئة التجارية ككل، و عدم التزام الشركات بتلك المعايير يستتبعه في الغالب تحمل المسؤولية القانونية سواء من حيث فرض الغرامات او تقييد نشاطها في بعض الأحيان و حضر ممارسته في بعض المناطق و البلدان⁽²⁾.

بالعودة الى التشريعات محل المقارنة نجد التعديل الثاني لقانون الاشراف البريطاني الذي دخل حيز التنفيذ في ٢٠٢٠ وسع مفهوم الإدارة و أصبحت تشمل المسائل البيئية والاجتماعية و الحوكمة (بما في ذلك تغير المناخ)، فنجده في التعديل الثاني على عكس قانون ٢٠١٠ الاول يصر على ان الموقعين يدمجون بشكل منهجي الاشراف و الإستثمار، بما في ذلك القضايا البيئية و المادية، للوفاء بها عند تغير المناخ، بذلك دائماً ما نجد ان هذه الشركات يكون أدائها

(1) Carlos Joly, Vincent Zeller, "A LEGAL FRAMEWORK FOR THE INTEGRATION OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE ISSUES INTO INSTITUTIONAL INVESTMENT", produced for the asset management working group of the unep finance initiative, 2005, p 115.

(2) European bank ,Op.Cit, p(69)



المالي عالي و متفوقة على الذين لا يملكون هذه الأولوية و هذا هو الأسلوب الكلاسيكي (القيام بالعمل الجيد من خلال القيام بالعمل الصحيح)^(١).

كما يطلب قانون الشركات الصيني رقم (٤٢) لسنة ٢٠٠٥ صراحة ان تعزز الشركات المسؤولية الاجتماعية، و يعكس هذا الاقتراح تطوراً للمشرع محاولة لخلق توازن فعال بين قانون الشركات و قانون حقوق الانسان، نتيجة لذلك من الممكن ان تشيع بشكل معقول التنبؤ بان النظرية التقليدية المتعلقة بواجبات المديرين ستزداد من اجل تحقيق المسؤولية الاجتماعية للشركات^(٢).

كما أشار نفس القانون اعلاه في المادة (٥) يجب على الشركات الامتثال الى القوانين و اللوائح الإدارية و الاخلاق الاجتماعية، كما اوجب في المادة (١٩٦) منه ان على المستثمر الأجنبي ان لا يضر بالمصالح العامة و الاجتماعية في أراضي الصين^(٣).

(١) L. davies, Op.Cit, p (٨).

(٢) Minkang Gu, Robert C. " CHINA INCORPORATED: THE FIRST CORPORATION LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA", Yale journal of international law, (1995) 20, pp(273-308).

(٣) Article 5 When conducting business operations, a company shall comply with the laws and administrative regulations, social morality, and business morality. It shall act in good faith, accept the supervision of the government and general public, and bear social responsibilities. The legitimate rights and interests of a company shall be protected by laws and may not be trespassed.

عند اجراء العمليات التجارية يجب على الشركات الامتثال للقوانين و اللوائح الإدارية و الاخلاق الاجتماعية و اخلاقيات العمل ، بتصرف بحسن نية و يتقبل اشراف الحكومة و الجمهور و يتحمل المسؤولية.

Article 196 The branches of foreign companies which are established upon approval shall abide by the laws of China in their business activities within the territory of China, and may not injure the social public interests of China, and the lawful rights and interests thereof shall be protected by Chinese law.

تلتزم فروع الشركات الأجنبية التي يتم تأسيسها بناءً على قوانين الصين و الموافقة على القيام في أنشطتها التجارية داخل أراضي دولة الصين ، لا يجوز الاضرار بالمصالح العامة و الاجتماعية للصين و يجب حماية الحقوق المشروعة بموجب قانون الصين.

COMPANY LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA, 2018 revision.



اما في التشريع الأردني و بما يخص المسؤولية الاجتماعية للشركات فلم نجد ما ينص على ذلك سوى نص المادة (١٨٩) من قانون الشركات الأردني النافذ رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ حيث نصت "احتساب الربح الصافي تحقيقاً للغايات المتوخاة من المواد (١٨٦ و ١٨٧ و ١٨٨) من هذا القانون يقصد بالارباح الصافية للشركة المساهمة العامة الفرق بين مجموع الايرادات المتحققة في اي سنة مالية من جانب و مجموع المصروفات و الاستهلاك في تلك السنة من جانب آخر قبل تنزيل المخصص لضريبي الدخل و الخدمات الاجتماعية"^(١). بالإضافة الى مؤيدين الإفصاح هناك من عارض هذا الرأي بحجة ان المنظمات التجارية همها الربح دون الاهتمام بغيره^٢

اما فيما يتعلق بمخاطر البيئة التجارية في العراق، فنجد ان المشرع العراقي قد عني بحماية البيئة و هذا واضحاً في التشريعات ابتداءً من الدستور حيث نصت المادة (٣٣) منه على "لكل فرد حق العيش في ظروف بيئية سليمة و ان الدولة تكفل حماية البيئة و التنوع الاحيائي و الحفاظ عليها" ، و بسنه العديد من التشريعات المعنية بحماية البيئة و شمولها بالالغاء مرة و بالتعديل مرة أخرى فقد صدر قانون حماية و تحسين البيئة العراقي رقم (٧٦) لسنة ١٩٨٦ و الغي بقانون رقم (٣) لسنة ١٩٩٧ و الذي بدوره الغي بقانون حماية و تحسين البيئة النافذ رقم (٢٧) لسنة ٢٠٠٩ و أشار في هذه القوانين الى الجهات المعنية برسم الخطط لحماية البيئة الاجتماعية مما قد يسبب لها ضرراً و قد منح الصلاحيات لوزارة البيئة بأصدار

^(١) و بالبحث عن الإفصاح في التشريعات الأخرى فقد تم مراجعة كل من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧، و قانون البنك المركزي رقم ٢٨ لسنة ٢٠٠٠ و تعديلاته، و قانون الأوراق المالية رقم ١٨ لسنة ٢٠١٧ و تعديلاته، الا انه لم يتم العثور على ما يشير الى ذكر الإفصاح عن المخاطر البيئية و الاجتماعية و طرق حمايتها الا ما جاء في نص المادة ٦/ج من قانون الشركات التي بينت بجواز الإفصاح عن بيانات و معلومات لا تتعلق بحسابات الشركة و بياناتها المالية حيث نصت "يجوز الإفصاح بمقتضى تعليمات يصدرها الوزير عن أي بيانات او معلومات لدى الدائرة لا تتعلق بحسابات الشركة و بياناتها المالية"، و كذلك تم الاطلاع على دليل الحاكمية المؤسسية للبنوك الصادر اعتماداً على تعليمات البنك المركزي بخصوص الحاكمية المؤسسية لسنة ٢٠٢٣ حيث أشار الى ان هذا الدليل يرتكز على مبادئ ارشادية منها الشفافية و الإفصاح بحيث يتم الإفصاح عن كافة المعلومات المالية و غير المالية التي تهم أصحاب المصالح في الوقت المناسب، كما تم الإشارة في القسم الخامس / الخاص بمسؤوليات مجلس الإدارة في الاطار العام منها "١٠- على المجلس ان يضع سياسة تتضمن مسؤولية البنك تجاه حماية البيئة و حماية المجتمع على ان تتضمن افصاحات البنك في تقريره السنوي و / او ضمن تقرير الاستدامة المبادرات التي ينتهجها البنك بهذا الخصوص ...". الا ان التعليمات غير متاحة

^٢ كايد عبد الله محمود العطار، "الإفصاح عن تكاليف المسؤولية الاجتماعية في القوائم المالية و اثره على القطاع الصناعي الارني"، أطروحة دكتوراه، جامعة ام درمان الإسلامية، السودان، ٢٠١٣. ص ٥٢-٥٣.



القرارات و المتابعة مع الجهات في القانون المذكور أعلاه بموجب قانون وزارة البيئة العراقي النافذ رقم (٣٧) لسنة ٢٠٠٨. و بذلك نجده قد أولى اهتماماً لحماية البيئة الاجتماعية.

من الطبيعي ان ينعكس هذا الاهتمام على جميع الأشخاص بما فيهم اشخاص البيئة التجارية ، لكن بالعودة الى التشريعات التجارية لم نجد ما ينص صراحة على هذا الاتجاه كما لم نجد ما يمنعه، فالمشرع العراقي و فيما يخص الأشخاص التجارية نراه قد بين ان لهذه الجهات ان تفصح عن المعلومات الجوهرية التي تؤثر على سير الاعمال و هذا مانجده واضحاً في نص المادة (٦) من تعليمات رقم (١٥) المتعلقة بشروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية العراقي حيث نصت "ج-ألفصاح عن الأحداث الجوهرية التي تؤثر على اداء و نشاط و ملكية و استمرار الشركة و التي يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر....". و كذلك نص المادة (٦) من التعليمات رقم (٩) و المتعلقة بالافصاح المالي لشركات الوساطة المالية العراقية حيث نصت " على الشركة الافصاح عن ايه أحداث جوهرية تؤثر على سير اعمالها بما في ذلك الافصاح عن الدعاوي القضائية و غيرها فوراً و بفترة لا تتجاوز ثلاثة ايام عمل "، و ان كنا هنا لسنا في صدد دراسة الإفصاح الا اننا قمنا بذكره لانه ما يتم اعتماده من قبل اشخاص البيئة التجارية للحصول على البيانات اللازمة للدخول في الإستثمارات و بالذهاب الى معنى الاحداث الجوهرية نجد ان تعليمات تداول الأوراق المالية العراقية لسنة ٢٠١٥ قد اشارت الى ان المعلومة الجوهرية هي " أي قرارات استراتيجية وتطورات جوهرية واحداث هامة تؤثر على اداء و نشاط و ملكية و استمرارية الشركة و تؤثر بشكل مباشر او غير مباشر على قيمة و حركة الورقة المالية في السوق ". بالنظر الى النصوص أعلاه و اطلاق النص لما تضمنه من عبارة (أي قرارات استراتيجية و تطورات ...) هذا يعطي مساحة لامكانية ضم الإفصاح غير المالي تحتها ، و بالجمع بين النصوص أعلاه في قانون الشركات و تعليمات تداول الأوراق المالية يمكن القول بأن المشرع يوفر الحماية الممكنة للإستثمار وفق المعايير البيئية^(١).

و بالنظر الى الالتزام و الجزاء المترتب على مخالفة البيانات المطلوب الإفصاح عنها يجعل المستثمر المؤسسي ملتزماً اكثر من غيره في اختيار جهة الإستثمار الملتزمة بتلك المعايير ابتداءً، بل و المواظبة على الالتزام بها عند دخوله معها استمراراً. فالتزامه هنا جاء من كونه يمثل احد مؤسسات الدولة. فالمؤسسة الممثلة للدولة يجب ان تكون اكثر من غيرها التزاماً بالقوانين، و هذا الامر هو واحد سواء في نطاق البيئة التجارية ام غيرها، و لعل ذلك الالتزام

^(١) رواء عبد هارون ناصر، التزام الشركة بالافصاح عن البيانات غير المالية (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير

، جامعة القادسية، ٢٠٢٣، ص ١٥٥.



يجعل المستثمر المؤسسي اكثر تحوطاً ابتداءً في اختيار جهة الإستثمار فعليه الابتعاد عن المشاركة او الإستثمار في جهات تسجل عليها هكذا خروقات بل عليه ان يكون اكثر نقاشاً من باقي المستثمرين في داخلها من حيث مدى التزامها بتلك النصوص التشريعية.

بيد انه ينبغي الالتفات الى ان تلك المخاطر و نطاقها و اثرها يختلف على المستثمر المؤسسي باختلاف دول التشريعات المقارنة، اذ نجد ان نطاقها يتسع مع اثرها في بريطانيا بينما يقل في غيرها تبعاً للتشريعات المنظمة لها و القوى المجتمعية و المؤسسات الضاغطة في اتجاه الامتثال.

ثانياً: المخاطر الناشئة عن المنافسة غير المشروعة

ان المنافسة التجارية بشكل عام لها أهميتها في البيئة التجارية حيث تمثل المنافسة نتيجة طبيعية في هذه البيئة و التي تكون نتيجة عن اختلاف الاستجابة للعوامل و المحفزات الاقتصادية المختلفة، فهي ناتج مطلوب في حدود مشروعة تعمل على تحفيز اشخاص هذه البيئة للوصول الى غاياتهم^(١)، و يمكن القول بانها أساس العمل التجاري لكن اذا ما تحولت هذه المنافسة من حالتها الطبيعية الى محاولات للوصول الى الغايات دون الاهتمام بتقاليد و اعراف و تشريعات القانون التجاري ، تحولت الى منافسة غير مشروعة^(٢).

ان الاثار السلبية للمنافسة غير المشروعة لا تقتصر على التجار فقط ، انما نجدها تؤثر سلباً على الاقتصاد بصورة عامة فتعمل على تحويل البيئة التجارية الى حالة من الصراعات و تخرجها من بيئة الاعمال الامنة، و بذلك تشكل عبئاً على البيئة بدلا من كونها داعم لها، فتكون عائق دون ازدهارها^(٣).

و في مقابل المحافظة على سلامة البيئة التجارية نجد ان العديد من الدول تعتمد الى معالجة هذه الحالة خوفاً من الوصول الى ما هو ابعد من هذه المنافسة غير المشروعة، حيث ان غرض هذه التشريعات ليس منع المنافسة فالمنافسة في حد ذاتها غير محظورة، لكن المحظور هو الوصول

(١) تقرير دور الهيئة العامة للمنافسة و منع الاحتكار في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، الجمهورية العربية السورية، وزارة التجارة الداخلية و حماية المستهلك، بيروت ٢٠٢٠.

(٢) احمد حمزة رزوقي الموسوي، "الاسم التجاري و المنافسة غير المشروعة - دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في لبنان، كلية الحقوق، ٢٠٢٠، ص ١٢.

(٣) مورايد شعبان و كنزة نساك، "تميز المنافسة غير المشروعة عن جريمة التقليد"، رسالة ماجستير، جامعة عبدالرحمن ميره، كلية الحقوق و العلوم السياسية، ٢٠١٩، ص ١٩.



الى المنافسة غير المشروعة و المؤدية الى تلكا الاعمال التجارية و بالتالي البيئة المحيطة بهذه الاعمال^(١).

نجد ان المشرع العراقي^(٢) حاول تدارك النقص التشريعي الذي يشوب قانون التجارة النافذ بتشريع قانون المنافسة و منع الاحتكار العراقي النافذ رقم (١٤) لسنة ٢٠١٠ و الذي يحمل جملة من الاجراءات بما فيها انشاء مجلس شؤون المنافسة و منع الاحتكار استناداً للفقرة اولاً من المادة الرابعة من القانون التي نصت "يشكل مجلس يسمى (مجلس شؤون المنافسة و منع الاحتكار) يتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي و الإداري و يرتبط برئاسة الوزراء"، و لعل من ابرز المشاكل التي تواجه البيئة التجارية في العراق عدم تفعيل الدور الحقيقي للمجلس لا سيما و ان تفعيل دوره سيسهم في إعداد الخطة العامة للمنافسة و منع الاحتكار و تطبيق التشريعات ذات الصلة مع الجهات ذات العلاقة، كذلك العمل على نشر ثقافة المنافسة و منع الاحتكار و حمايتها و تشجيعها، و تقصي المعلومات و الممارسات المخلة بقواعدها بالتعاون مع الجهات ذات العلاقة وفق أحكام التشريعات، و العمل على اجراء التحقيقات في الممارسات التي تكشفها أو بناء على ما تتلقاه من شكاوى و اخبارات أو تلك التي تأتي بطلب من المحكمة وإعداد التقارير عن نتائجها. بما ان المستثمرين المؤسسين حين دخولهم الاعمال الإستثمارية يعني خوضهم في البيئة التجارية و تعاملهم في جميع أنشطتها، فان كان الوضع كما اشرنا غير مؤمن نجد عزوفاً كبيراً و تخوفاً من هؤلاء المستثمرين المؤسسين بدخولهم الى الإستثمارات التي تحتاج الى منافسة حقيقية، و ركونهم الى الإستثمارات البعيدة عن المنافسة غير المشروعة مما يولد حينها عدم فعالية رؤوس الأموال الضخمة لتلك المؤسسات في تنشيط البيئة التجارية و انعكاسها على المجتمع من جانب، و قلة الواردات الربحية للمستثمر المؤسسي لاقتصاره على نشاط او اثنين من جانب اخر، كركون المستثمر المؤسسي على إستثمار أمواله بوصفها ودائع لدى المصارف

(١) نعيم جميل صالح سلامة، "الاطار القانوني للمنافسة و منع المنافسات الاحتكارية -دراسة تحليلية في ظل التشريعات السارية في فلسطين-"، مجلة العلوم القانونية ، كلية القانون -جامعة بغداد، ٢٠١٩، ص (١٢٨) - (١٧٢).

(٢) نود الإشارة الى ان دراسة تحديات البيئة التجارية سوف نقصرها على البيئة العراقية ذلك لعاملين الأول اننا معنيون بدراستها لإيجاد الحلول للعقبات الموجودة، و العامل الثاني ان مظاهر التحديات في التشريعات المقارنة لا تكاد تكون موجودة لذلك تم الاعتماد على دراسة الحلول للمشاكل المعروضة للاستئناس بها في المطلب الثاني من هذا الفرع.



ثالثاً: المخاطر المتعلقة بالإغراق التجاري

يتسبب الإغراق بإحداث أثار إنكماشية في البيئة التجارية المتعرض لها، ويكون ذلك عن طريق تثبيط مساعي التنمية الاقتصادية، عبر ما يعكسه الإغراق من عدم إنضباط السوق التجارية المتعرضة له، لعدم قدرتها على التصدي له و مكافحته، و بالتالي إعراض المستثمرين بصورة عامة و المستثمرين المؤسسين بصورة خاصة عن الدخول فيها لخشيتهم من إضطراب التعاملات و عدم إحكامهم لقواعد المنافسة المشروعة.

لو نظرنا الى عدد من التعاريف الخاصة بالإغراق التجاري و منها " هو احد أساليب السياسة التمييزية السعرية الاحتكارية في المجموعات الدولية، و يحدث الإغراق في التجارة الدولية عند بيع منتجات تصديرية بأسعار هي أدنى من سعرها في سوق البلد الاصلي لها ، أخذاً في الاعتبار ظروف و معدلات البيع بعد استبعاد نفقات الشحن و الرسوم الكمركية "(١).

يعرفه باحثٌ اخر على انه " تصدير السلع بأسعار تقل عن أسعار بيعها بالجملة في السوق المحلية لبلد المنشأ أو تصديرها بأسعار تقل عن تكلفة الإنتاج "(٢)

من التعريف يتبين ان للإغراق الكثير من الاثار السلبية التي تثبت بتهديدها للمنتجات المحلية و اضعافها، حيث نجد ان اغلب الأسواق المحلية تعمل على خفض أسعار المنتجات المحلية لمجارات أسعار المنتجات الواردة مما يؤدي الى ان يتكبد المنتجين المحليين الخسائر و ربما توقفهم عن الإنتاج و خروجهم من السوق نهائياً في احيانٍ أخرى (٣). كما انه يؤدي الى منع المنتجات المحلية من المنافسة الطبيعية التي تحدث عند العرض و الطلب او عند حدوث الازمات الاقتصادية و يعزى السبب في ذلك الى قلة الحماية للمنتجات المحلية لهذه الصناعات و رغبةً من هذه الحكومات التحول الى اقتصاد السوق الحر بشكل عشوائي و غير مدروس (٤).

(١) قادري لطفي محمد الصالح، "اليات حماية المنافسة في التجارة الدولية"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بيسكرة، كلية الحقوق و العلوم السياسية، بدون ذكر سنة ، ص ٩٧.

(٢) إبراهيم محمد الفار، " اتفاقات منظمة التجارة العالمية "، دار النهضة العربية، ١٩٩٩، ص ٢٤٨.

(٣) ياسر إبراهيم بن محمد الخضير، " الإغراق التجاري دراسة فقهية مقارنة"، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، عدد ٢١، ٢٠١٥، (ص ٢٦٧-٣٢٨).

(٤) نغم حسين نعمة، " سياسة الإغراق و سبل دعم و حماية المنتج المحلي"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، السنة العاشرة، مجلد ٧، عدد ٣٠، ٢٠١٤، بدون صفحات.



فلو نظرنا الى المشرع العراقي نجده رغم سعيه الى تدارك النقص الحاصل بالتشريع التجاري و إصداره قانون حماية المنتجات العراقية النافذ رقم (١١) لسنة ٢٠١٠، الا انه لم يوفق في توفير الحماية المطلوبة و التي توفر دعماً للمؤسسات الحكومية بوصفها جزءاً من نظام بيئي تجاري متكامل، حيث نجده رغم إصداره هذا القانون الا ان نصوصه كانت غير داعمة لحماية المنتج المحلي حقيقةً، اذ ان الإعفاءات الكمركية و عدم فرض الرسوم على المنتجات الواردة الى السوق المحلي تسبب مشاكل كثيرة لا يمكن مواجهتها، كما انه لم يصدر احكاماً توجب جزاءات صارمة على من يرتكب انتهاكاً بحق السوق المحلية و من هذه الانتهاكات الاغراق^(١).

بذلك يكون المنتج الوطني و البيئة التجارية بصورة عامة غير محمية بتشريعات تضمن حقوق اشخاصها و يكون المستثمر المؤسسي نتيجة الى ذلك قلقاً من الدخول في شراكات ربما يتحمل فيها مسؤولية كبيرة لا يقدر عليها.

الفرع الثاني

التحديات الناشئة عن المستثمر المؤسسي نفسه

ان التقدم الحاصل في الصناعات في الفترة الأخيرة والانفتاح على السوق العالمي في جميع بلدان العالم أدى الى مخاطر كثيرة وجديدة، فاصبح من الصعب الدخول لاي شخص فيها انما يستلزم ان تكون له احاطة تفصيلية او اجمالية في كيفية التعامل مع تلك المخاطر و كيفية توجيهها بالاطر المناسبة ، لذلك بدأت الدول تبحث عن اشخاص متخصصين لادخال المستثمرين المؤسسيين معهم في شراكات تحقق الغاية المرجوة من الإستثمار، الا ان هؤلاء المستثمرون المؤسسيون يواجهون عدد من المخاطر منها ما يتعلق بالإدارة التي يجب ان تكون قادرة على إدارة الأموال التي تحت حمايتها، وكذلك الاطار القانوني الذي يسمح له بالعمل بحرية في إدارة هذه الأموال^(٢).

لعل التحديات الإدارية و القانونية التي تتال المستثمر المؤسسي هي من اهم المخاطر الناشئة عن المستثمر ذاته و التي يمكن بيانها على النحو الآتي:

(١) محمد سعيد السعداوي، "النظام القانوني للاغراق التجاري- دراسة مقارنة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، ٢٠٢٠، ص ٢٧٨.

(2) Megumi Suto, Lukas Menkhoff, Daniela Beckmann, "BEHAVIOURAL BIASES OF INSTITUTIONAL INVESTORS UNDER PRESSURE FROM CUSTOMERS", working paper series waseda university institute of finance, 2005.



أولاً: عدم الكفاءة الإدارية للمستثمر المؤسسي

ان نظام الإدارة في حد ذاته قد يشكل تحدياً في وجه الإستثمار اذا ما كان هذا النظام يخضع لقواعد قانونية جامدة و غير قابلة للتعديل او لا مرونة فيها تسمح للإدارة بالتصرف في حال و جدت ما ينفع إستثمارها، فان النظام الإداري في هذه الحالة لا يقل خطراً عن المخاطر الخارجية التي يتعرض لها المستثمر المؤسسي^(١).

وان الإدارة التي تشكل خطراً في بيئة الاعمال بصورة عامة تتجسد بالأشخاص الذين يحملون تأثيراً كبيراً على الإدارة، و يجب التأكيد انه مهما توفرت للمؤسسات من موارد مالية و غيرها مما تحتاجه الاعمال اذا لم تتوفر الإدارة الحكيمة فلا يمكن ان تنجح^(٢).

ف نجد ان مما يتصدر قائمة اعمال الإدارة هو الإدارة الجيدة للمخاطر حيث ان توفير خطط جيدة لحل المخاطر المتوقعة مما يساعد على استمرار العمل و تدفق الأموال بشكل جيد، منها لو لم تضع هذا الامر في الحسبان، فبذلك تعد المؤسسات المنظمة لإدارة المخاطر اكثر قدرة على الإستثمار^(٣).

عليه يجب ان تكون الإدارة ذات خبرة عالية و مهارة في إدارة الاعمال الإستثمارية للمؤسسة، ابتداءً من اختيار الوجهة الإستثمارية و إدارة الإستثمار و انتهاءً بإدارة الاخطار المحتمل ظهورها عن هذه الإدارة حتى تكون قادرة على اتخاذ الإجراءات اللازمة في الوقت المناسب، و من الخبرات التي يجب توفرها في أعضاء الإدارة بالإضافة الى الخبرة في إدارة الإستثمار الحاجة الى المعرفة في المخاطر البيئية و الاجتماعية، حتى تكون قادرة على دراستها بصورة تستطيع معها تقييم مخاطرها^(٤). و عند الحديث عن الكفاءة الإدارية فحاجتنا لها في المستثمر المؤسسي تكمن في زوايا عدة، منها مدى قدرته على الاستجابة لمتطلبات الإستثمار لإدارة الأموال التي تحت مسؤوليته و دراسة البيئة التجارية و معرفة مخاطرها و متبنياتها.

(1) Managing corporate ,Op.Cit.

(٢) عمر محمد دره، " مدخل الى الإدارة " دار الباسل - حلب، ٢٠٠٩، ص ١٢.

(3) SBA, RISK MANAGEMENT FOR A SMALL BUSINESS, FINANCIAL EDUCATION CURRICULUM, www-sba-gov.

(4) European Central Bank, "GUIDE ON CLIMATE- RELATED AND ENVIRONMENTAL RISKS", supervisory expectations relating to risk managementand disclosure. 2020,p22



نجد ان القوانين محل المقارنة كذلك كما في التحديات البيئية قد تجاوزت مشاكل الإدارة و قد اشرنا الى ذلك في الفصل الثاني فيما يخص احكام الإستثمار المؤسسي، فتكاد تكون اثار الإدارة معدومة في المملكة المتحدة و الصين و اثار قليلة في الأردن الا انها تجد ظالتها في التشريع العراقي و ان اول ما يمكن الإشارة اليه في التشريع العراقي نجد ان المدراء و الموظفين في المؤسسات الحكومية العراقية بعيدين كل البعد عن هذه البيئة ، بل يحظر عليهم مزاوله النشاط التجاري ماداموا موظفين و بهذا يكون الموظف اجنبي تماماً عن هذه البيئة و بذلك تتعرض الإدارة الى تحديات عديدة، كذلك كيف يمكن لتلك الإدارة ان ترجح نشاط اقتصادي على غيره للإستثمار فيه. لان الترحيح ليس امراً اعتباطياً بل يحتاج الى قراءة للبيئة التجارية و المجتمع المستهدف من خلاله، و ان كانت بعض التشريعات قد حددت وجهة الإستثمار^(١).

و بذلك تكون المؤسسات العراقية و التي تملك اموالاً ضخمة جاهزة للإستثمار معطلة لقلة الخبرة و التنظيم الإداري .

ثانياً: عدم وجود المظلة القانونية

من دواعي التشريعات المنظمة للإستثمار المؤسسي هو السند القانوني، حيث نجد ان المؤسسات التي لا تملك هذا السند تكون مترددة في اتخاذ القرارات الإستثمارية ، و السند القانوني ليس فقط السماح لها بالإستثمار و انما نعني بذلك المظلة القانونية المتكاملة التي توجد لها الحماية و الحلول في حالة اختيارها جهة الإستثمار او تعرضها للمخاطر ، باعتبار ان البيئة التجارية هي ليست بيئة ربحية فحسب و انما تتحمل الربح و الخسارة، فإذا ما كان موظفي الدولة يخشون العواقب القانونية المترتبة على تلك المخاطر حتى و ان كانت نتيجة طبيعية لتلك الاعمال فهم

(١) كما في قانون رعاية القاصرين حيث نصت المادة ٦١ أولاً - يتم إستثمار المبالغ المودعة في صندوق اموال القاصرين بصورة موحدة كودائع ثابتة بالمصارف بالفائدة التي يتفق عليها مع المصارف ما لم يتقرر إستثمارها في الاغراض الاخرى المنصوص عليها في هذا القانون . ثانياً - لدائرة رعاية القاصرين بقرار من مجلس رعاية القاصرين ١ - إستثمار المبالغ المودعة في صندوق اموال القاصرين في السندات الحكومية و حوالات الخزينة . ب - تملك العقارات و تسجيلها باسم "صندوق اموال القاصرين" . وذلك من المبالغ المودعة في الصندوق لإستثمارها بما يتلائم مع خطة التنمية القومية في ان لا تتجاوز المبالغ المستثمرة لهذا الغرض عن ٥٠٪ (خمس من المئة) من مجموع الودائع الثابتة للصندوق.



يعزفون نهائياً عن الخوض فيها^(١)، كما انها تجد ضغطاً كبيراً من الأشخاص و العملاء كونها لا تملك السند القانوني الذي يسمح لها بالإستثمار بقوة^(٢).

نلاحظ ان كلاً من المشرع البريطاني والصيني قد اوضحا الإدارة الخاصة بالمستثمرين المؤسسين بصورة تفصيلية ، فنجدهم قد نظموا الإدارة و لمن تكون و كيف تكون و ما هي مهام كل عضو من أعضاء الإدارة في قانون الاشراف فيما يخص التشريع البريطاني و قد منح الإدارة الصلاحيات الكاملة التي تمكنها من الإدارة بحرية تامة تحت رقابة الجهات المسؤولة. اما المشرع الصيني فلم يجعل للشركات المتكونة من إستثمار مؤسستين مملوكتين للدولة بالكامل او أي جهات إستثمار مملوكة للدولة قانوناً او تشريعاً معيناً ، وانما لها فصل خاص في قانون الشركات يحكم الشركات التي تنتج من إستثمار المؤسسات المملوكة للدولة، و مما تجدر الاشارة اليه ان الرقابة و الإدارة في القانون الصيني في كل أنواع الإستثمارات المؤسسية هي للحزب الحاكم، حيث انه مهما تقدم في الإستثمار و قدم من طرق و تسهيلات لكن نجده في النهاية يكون صاحب القرار الأخير.

اما فيما يخص المشرع الأردني، فلم نجد أي نص قانوني يشير الى إدارة المؤسسات المستثمرة حتى و ان كانت مؤسسة الضمان قد اشارت الى ان إدارة أموال الإستثمار تتم من خلال نظام خاص فلم نجد عند البحث تشريع او أي نظام للإدارة الخاصة بهذا الصندوق^(٣).

اما المشرع العراقي، فنراه قد اوكل مهمة إدارة أموال الإستثمار للمؤسسات محل الدراسة الى نفس الجهات التي تحدد خطط الإستثمار، فنجد في المادة (٩) من قانون التقاعد الموحد النافذ قد أشار الى تكوين مجلس إدارة الصندوق من رئيس و أعضاء لكن لم يبين آلية العمل و لا كيفية إدارة هذه الأموال و ما هي التزامات هذا المجلس اتجاه المستفيدين. كذلك قانون رعاية القاصرين العراقي النافذ قد أشار الى ان مجلس الإدارة يدير و يشرف على أموال القاصرين. اما فيما يخص قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي النافذ نجده أشار الى الاشراف في

(١) و قد وجدنا هذا واضحاً في الإستثمارات المؤسسية العراقية ، فعند سؤال المدراء الموجودين عن سبب عدم قيامهم بالمشاريع الإستثمارية الجيدة و التي تحقق ارباحاً و عوائد للمؤسسة كان الرد هو الخوف من مسؤولية القرار المتخذ لان المشرع العراقي لم يحدد اليه عمل واضحة.

(2) Suto, menkhoff ,Op.Cit, n 1, p(80)

(3) و عند البحث عن النظام الخاص الذي تم الإشارة اليه لم نحصل على الا على نظم العسكريين و العاملين في التربية اما الباقي لم يصدر منها لحد الان شيء حتى بعد تعديل قانون الضمان الاجتماعي الأردني رقم ١١ لسنة ٢٠٢٣.



المادة (٩) منه حيث أشار الى ان مجلس الإدارة يشرف على جميع نشاطاتها الإدارية و المالية و الفنية، لكن لم يبين من هي الجهات التي تدير إستثمار هذه الأموال.

المطلب الثاني

المواجهة التشريعية للتحديات القائمة

ان تحديات البيئة التجارية كثيرة و مربكة كونها تحتاج الى تشريعات مرنة تواكب سرعة و مرونة هذه البيئة، فنجد ان العديد من الدول عملت جاهدة على اصدار تشريعات لمواجهة هذه التحديات و لا تزال تسعى الى الوصول الى تشريعات تضبط الممارسات العملية و المراقبة المستمرة و الحذرة للاعمال و نتائجها و مخاطرها^(١).

وان سن هذه التشريعات يشكل تحدياً بحد ذاته للمشرعين حتى ينتج تشريع حازم و مرن في نفس الوقت. كما ان القانون في الدول محل المقارنة يتجه و بخطوات جدية في محاولة لجعل المستثمر المؤسسي متطوراً و يستفاد منه بصورة صحيحة من خلال تنظيم عمل هذا المستثمر المؤسسي بصورة دقيقة، و عليه فلن يكون لهذا الإستثمار قيمة ما لم يعطى لهذه المؤسسات القدرة الكاملة على ممارسة اعمالها، فكان من الدول البحث عن الحلول الناجعة التي تساعد اشخاص هذه البيئة على تجاوز التحديات التي تواجهها، بصورة توفر مصلحة كل شخص من الأشخاص المتعاملين في هذه البيئة بما لا يسمح او لا يجعل تضارب المصالح يشكل عائقاً فيها، فقامت الدول بوضع بعض الحلول التي من الممكن ان تساعد على تحقيق الهدف المنشود^(٢).

ان بحثنا للمواجهة التشريعية للمخاطر التي سبق عرضها سيكون بتقسيم المطلب على فرعين، نخصص الاول لبحث الحلول التشريعية للمخاطر الناشئة عن البيئة التجارية، اما الفرع الثاني فهو مخصص لبحث الحلول التشريعية للمخاطر الناشئة عن المستثمر ذاته.

(1) Sacha Chai, Marcos Tarnowski, Jonathan Tetrault, "THE BEST OF TIMES AND THE WORST OF TIMES FOR INSTITUTIONAL INVESTORS", mc Kinsey & company, august 2011, p9.

(2) Joly, zeller ,Op.Cit, n 1,p70.



الفرع الاول

الحلول التشريعية للتحديات الناشئة عن البيئة التجارية

لاحظنا ان التحديات التي تنشأ في البيئة التجارية كثيرة منها اقتصادية و اجتماعية ، بذلك سعت جميع الدول الى البحث عن أسبابها و محاولات تقديم حلول تشريعية بشأنها، صحيح ان البيئة التجارية في واقعها تبحث عن السرعة و المرونة في انجاز اعمالها ، الا انها في الوقت نفسه تسعى ان تكون تحت طائلة الحماية التشريعية لتحمي تعاملاتها، فنجد ان البحث عن الأدوات القانونية و الفقهية الساندة لتلك البيئة لها مساعي حثيثة لتلبية احتياجها بما يوفر الحماية لأشخاصها^(١).

و لما شهد الاقتصاد من تغيرات كبيرة و دخول دول نامية مع دول اقتصادية عملاقة، وضع هذا الدول النامية ذات الاقتصادات المحدودة في تحديات كبيرة لخلق اقتصاد قادر على المنافسة، مما خلق فجوة ساعدت على ظهور المنافسة غير المشروعة لعدم تامة الضوابط و الأسس الرادعة في السوق النامية من جهة، و ظهور الإغراق التجاري من جهة أخرى ، فالأخيرة تملك من الأدوات ما يساعدها على اقتحام البيئة التجارية لتلك الدول العاملة و تثبيط بيئتها عن النهوض بالصناعات المحلية من خلال اغراقها بمختلف السلع و البضائع و بأسعار لا تتناسب مع حقيقة تكاليفها^(٢). اضعف الى ذلك فان البيئة التجارية لتلك الدول النامية عند التمحص بمدى ثبات و تماسك أسسها و اساليبها الرادعة لاي خرق لمتبنياتها نجدها غير تامة في هذا المجال مما و لد إمكانية خرقها^(٣).

لذا ذهبت التشريعات الى مواجهة ذلك بنصوص ناظمة لحماية بيئتها التجارية و هذا ما سوف نتطرق اليه في ما يخص الحلول التشريعية للمواجهة حيث ستتم دراسة الإفصاح و كذلك التشريعات الخاصة بمواجهة التحديات من منافسة غير مشروعة و اغراق تجاري و حسب الترتيب التالي:

(١) كمال بغداد، " النظام القانوني للمؤسسة العامة المهنية في الجزائر"، رسالة ماجستير ، كلية الحقوق جامعة الجزائر، ٢٠١١، ص ١.

(٢) سمية بالطيب، هند بريطل، " النظام القانوني للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ص ١١.

(3) Nida Abdioglu, "INVESTIMANT PREFERENCES OF INSTITUTIONAL INVESTORS", 19, journal of management and economics research, (2013) 11, pp (1-19).



أولاً: الإفصاح

يعد الإفصاح من اهم السياسات التي تدعو اليها التشريعات المنظمة للبيئة التجارية لغرض تجاوز التحديات التي تواجه اشخاص هذه البيئة، لانه يعتبر الأساس الذي يعتمد عليه الأشخاص في اتخاذ القرارات الإستثمارية فهو من اهم طرق الإعلان عن المعلومات التي تخص الإستثمارات المعروضة امام المستثمرين، لانه يعطي المعلومات عن البيانات المطلوبة لكل إستثمار و عن المخاطر المتوقعة له^(١)، فنجد ان هناك من التشريعات من اخذ على عاتقه بوجوب فرض الإفصاح على الشركات و المؤسسات و منها اعتبره خياراً لها، وقد حددت التشريعات الآلية و الطرق و المعلومات التي يجب ان يحتويها الإفصاح، و منهم من عد الوقت في الإفصاح مهماً على اعتبار ان اشخاص هذه البيئة يحتاجون إلى دراسة المشروعات و مخاطرها المتوقعة، و منهم من بين وجوب احتوائه على المعلومات المالية المتعلقة بطبيعة أدوات الإستثمار^(٢).

و نجد ان الافصاح ليس مطلقاً و انما نسبياً يتعلق بنوع الأشخاص الإستثمارية و نظام عملها و الإستثمار الذي ترغب به، من المهم ان تكون المعلومات التي يتم الإفصاح عنها لها اثر اساسي في اتخاذ قرار الإستثمار، و قد بقي الإفصاح لمدة طويلة يخضع للسلطة التقديرية للإدارة، مع محاولات بسيطة لرسم نهج ثابت له و ان مصطلح الإفصاح هو مصطلح واسع يشمل كل ما من شأنه ان يؤثر على عمل الشركات و المؤسسات الإستثمارية، و بالنتيجة قراراتها الإستثمارية كما اشرنا، فنجد ان المستثمرون المؤسسيون البريطانيون في الفترة الأخيرة اصبح تعاملهم الفعال مع الشركات التي لديها افصاح عن المخاطر، ذلك لانهم يلتزمون بالإستثمارات طويلة الاجل فالافصاح يعطيهم الفرصة في معرفة الشركة المراد الإستثمار فيها بصورة معمقة، كما ويسمح لهم برسم صورة لإستثمار جيد و تحديد المخاطر المتوقعة^(٣).

^١ مصطفى سلام عبد الرضاو هبة الله مصطفى، "اثر الوعي البيئي لدى المصارف الاهلية العراقية في تحقيق التنمية المستدامة (دراسة استطلاع لعينة من العاملين في مصرف بغداد التجاري)"، مجلة بابل للعلوم الصرفة و التطبيقية، العدد ١، مجلد ٢٥، ٢٠١٧، ص ٢٠٢٢-٢٠٣٥. و عبد الرحمن مرعي، " دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا"، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٠، ص ١٢٦.

⁽²⁾ Xuanxuan Zhang، Dennis Tayior، Wen Qu، " **INSTITUTIONAL OWNERSHIP، AUDIT COMMITTEE AND RISK DISCLOSURE EVIDENCE FROM AUSTRALASIAN STOCK MARKET**"، corporate board : role، duties and composition، 3(2013) 9، pp(66-81).

⁽³⁾ Jill F.Solomon، Aris Solomon، And Simon D. Norton، " **A CONCEPTUAL FRAMEWORK FOR CORPORATE RISK DISCLOSURE EMERGING FROM THE**



بالذهاب الى قانون حوكمة الشركات البريطاني ٢٠١٦ نجده بالإشارة الى الافصاحات أقال الى إرشادات الإفصاح و الشفافية الصادرة عن هيئة الرقابة المالية (DTR)^(١)، بالعودة الى الارشادات المشار اليها نجده في فصل الإفصاح و الشفافية أشار الى ان الافصاحات المحددة التي يجب على الشركات الالتزام بها، هي بيانات مالية و اجتماعية اذا كانت موجودة فنجد ان الارشادات قد احتوت على الجدول رقم (٢) و الذي يبين الافصاحات التي يجب ان تلتزم بها الشركات منها الإفصاح عن الاحكام المحاسبية و النفقات المستحقة و الالتزامات الأخرى، و الإفصاح عن خسائر الائتمان و عن الشركاء و اتعاب مدققي الحسابات، و مدى التزام تلك الشركات بما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية و مبادئ حقوق الانسان و عند تتبع الجدول المذكور نجد انه قد أشار الى ادق التفاصيل للإفصاح عنها^(٢)، فنجد ان الإفصاح عن هذا الكم من البيانات يسعف المستثمر في تحديد وجهته الإستثمارية و كذلك يحدد مدى نجاح تلك الشركة من جهة أخرى.

اما فيما يخص المستثمر المؤسسي فان المشرع البريطاني في مقدمة قانون الاشراف قد أشار الى ان الذي يقوم بالافصاح استجابة الى ما جاء بالمدونة، يجب ان يكون كفيلاً بمساعدة الشركات و مساهميتها على فهم توقعات المخاطر وكذلك مساعدة من يفوضون مدراء الإدارة على اتخاذ الخيارات الإستثمارية الجيدة، حيث جاء المبدأ الأول منه يوضح ما يجب ان يتم الإفصاح عنه فأشار الى انه يجب على المستثمرين المؤسسيين الإفصاح عن سياسة القيام بمسؤولياتهم و الاشراف، و التصويت و كيفية مراقبة الشركات المستثمر فيها^(٣)، و نود الإشارة الى ان الإفصاح في هذه الحالة هو من المؤسسات لمن يرغب الإستثمار معها، و هذا الامر مقتصر على المشرع البريطاني باعتبار ان المستثمر المؤسسي في تشريع هذه الدولة يمكنه ان يفتح ابوابه لمن يرغب بالإستثمار من خلاله بهذا يقترب من شركات الإستثمار المالي بالتالي يطالب بالافصاح وفقاً لذلك. اما المبدأ الثاني فأشار الى ان من واجب المستثمرين المؤسسيين حماية جميع الأطراف و عند دخولهم في إستثمارات تشمل التصويت على اتخاذ القرارات هنا يظهر تضارب المصالح،

AGENDA FOR CORPORATE GOVERNANCE REFORM، british accounting، 2000(32)، pp(447-478)، available on line at <http://www.idealibrary>. Com on ideal.

⁽¹⁾ **The UK Stewardship Code** ,Op.Cit.

⁽²⁾ **Disclosure guidance and transparency rules sourcebook**, DTR, www.handbook.fca.org.uk, release 42, 2024.

⁽³⁾ Principle 1 Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities. **The UK Stewardship Code** ,Op.Cit،



فأوجب المشرع البريطاني الى ان الإفصاح يتضمن السياسة الخاصة بإدارة تضارب المصالح و أن تكون واضحة^(١).

و نجد انه ايضاً أشار الى ان الإفصاح ليس مطلقاً حيث وجه بانه يمكن للمستثمر المؤسسي ان يمتنع عن الإفصاح عن معلومات لو ابدت للغير لاضرت بالمصلحة المنشودة، كما و اعتبر الإفصاح من السياسات المهمة لانه يمنح منضموا الأسواق تأكيداً على ان المؤسسات من هذا القطاع لن تخرج عن المعايير الموجودة في هذا السوق من جهة، وتمنح باقي المستثمرين صورة عن طبيعة عمل هذه المؤسسات و نظمها من جهة اخرى^(٢).

اما المشرع الصيني فقد ضمن قانون الأوراق المالية في تعديله الأخير لسنة ٢٠١٩ فصلاً كاملاً عن الإفصاح^(٣) فقد بين انه يجب تعزيز متطلبات الإفصاح عن المعلومات المهمة، و أشار في المادة (٢١) الى انه يجب الإفصاح عن المعلومات التي تؤثر بشكل كبير على أسعار التداول في سوق الأوراق ، كما انه قد وسع في الجهات التي تقدم الإفصاح من جهات اصدار الأوراق المالية الى جهات أخرى ملزمة بالإفصاح تنص عليها القوانين الخاصة و اللوائح الإدارية في المادة (٧٨) منه، كما اوجب ان تكون المعلومات المفصح عنها صحيحة و دقيقة و كاملة و لا تحتوي على أي معلومات خاطئة و اغفالات كبيرة، و بما انه قد منح الحق بالإفصاح الى جهات تابعة الى المؤسسات مثل مجلس الإدارة و المشرفين و موظفي الإدارة العليا في المادة (٦٣) فمنحهم في الوقت نفسه حق الاعتراض على ما يحتوي الإفصاح من معلومات كما اوجب

(1) Principle 2 Institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed. Lbid.

(2) Lbid، p 30.

(٣) البحث عن قانون الأوراق المالية الصيني و الفصل الخاص بالإفصاح لم يجدي نفعاً الا باللغة الصينية حيث لم يسمح المشرع الصيني بترجمتها الى اللغة الإنكليزية كما في بعض القوانين الاخرى، و تم الاعتماد على الشروحات التوضيحية لهذا القانون.

China securities regulatory commission, " PROVISIONS ON THE SUPERVISION AND ADMINISTRATION OF DEPOSITARY RECEIPTS UNDER THE STOCK CONNECT SCHEME BETWEEN DOMESTIC AND OVERSEAS STOCK EXCHANG ARE PROMULGATED", February 11, 2022.



الحماية للمستثمرين في المواد (٨٤ و ٨٥) حيث حمل من اعطى المعلومات غير الصحيحة واجب التعويض في المادة (١٩٧) ^(١).

كما نجد المشرع الأردني قد نظم الإفصاح في عدد من القوانين فقد نصت المادة (٣٤) من قانون الأوراق المالية النافذ رقم (١٨) لسنة ٢٠١٧ على " ١- لا يجوز لأي شخص أن يقوم بأي عرض عام إلا إذا تقدم بنشرة إصدار إلى الهيئة و مرفقاً بها جميع المعلومات و البيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الإستثماري. ٢- يصدر المجلس تعليمات يحدد فيها المعلومات و البيانات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار و إرفاقها بها" .

اما قانون البنوك الاردني النافذ رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٠ فقد بين بيانات الإفصاح في المادة (٦٣) التي تنص على " يلتزم مجلس إدارة البنك بتقديم حساباته الختامية المصدقة من المدقق القانوني لحساباته إلى البنك المركزي خلال مدة لا تتجاوز الشهرين من نهاية السنة المالية، كما يلتزم مجلس الإدارة تحت طائلة المسؤولية القانونية بالحصول على موافقة خطية مسبقة من البنك المركزي على إي مما يلي أ. الحسابات الختامية مصدق عليها من مدقق حساباته القانوني و ذلك قبل عرضها على الهيئة العامة للمساهمين ب. إعلان هذه الحسابات و نشرها بأي وسيلة كانت، إضافة الى ما تقدم من القوانين نجد قانون البنك المركزي الأردني النافذ رقم (٢٣) لسنة ١٩٧١ و تعديلاته اللاحقة اشتمل على البيانات المتعلقة بالإفصاح و بسلامة المراكز المالية للبنوك المرخصة و ضمان حقوق مودعيها و مساهميها ففي المادة رقم (٤٤) نص على ان "لبنك المركزي ان يطلب من أي بنك مرخص عدم نشر حساباته الختامية السنوية و ان لا يتخذ أي اجراء يتعلق بتوزيع أرباحه قبل ان يوافق عليها البنك المركزي" . يلاحظ مما سبق ان المشرع الاردني اعطى عناية للإفصاح الا اننا لم نجد ما يدل على الإفصاح عن البيانات الاجتماعية، لكن ذلك لا يمنع منا اخذها بالاعتبار اذا ما عدنا الى المادة (٣٤) من قانون الأوراق المالية الأردني النافذ التي اشارت الى " جميع المعلومات و البيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره" و هذا يعني اطلاق النص الذي يشمل بيانات الإفصاح فلا يوجد ما يمنع الإفصاح عنها.

اما المشرع العراقي فنجد قد وزع مواد الإفصاح في قوانين مختلفة منها قانون سوق الأوراق المالية المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ وقانون الشركات العراقي المعدل النافذ وقانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤، الا ان اول ما يمكن ان يشار اليه الى ان هناك معلومات تفصح عنها الشركات و المؤسسات اثناء عملها اشارت اليها تعليمات الإفصاح رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ في

(1) Tiecheng Yang, Yang Chen, Zhao Zhang Virginia Qiao, Zhenyu Wano, Shuozhu Zheng, " **LEGAL COMMENTARY**" han kun law offices, January 16, 2020.



المادة (١) منها "على كل شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية تزويد الهيئة بالتقرير السنوي خلال (١٥٠) يوم من انتهاء سنتها المالية ونشره بوسائل الاعلام المتاحة، و للهيئة امهال شركات القطاع المختلط مدة إضافية لا تتجاوز السنة في كل الأحوال لتقديم بياناتها المالية تحتسب من المدة المذكورة..... ويتضمن تقرير مجلس الإدارة أ/ سابعاً- وصفاً للمخاطر التي تتعرض لها الشركة ان وجدت. ثامناً- الإنجازات التي حققتها الشركة مدعمة بالأرقام و وصف للاحداث الهامة التي مرت على الشركة خلال السنة المالية. عاشراً- تحليلاً للمركز المالي للشركة و نتائج اعمالها خلال السنة المالية"، فنجد هذه المادة احتوت على معلومات تكشف عنها الشركات اثناء عملها.

اما في قانون الشركات العراقي النافذ فنجد المشرع في المادة (٣٩/ ثالثاً) قد نص "تطرح الاسهم الباقية على الجمهور خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الموافقة على تأسيس الشركة ببيان يصدره وينشره المؤسسون في النشرة وفي صحيفتين يوميتين في الاقل بعد موافقة المسجل عليه، و يتضمن ما يأتي: ١- نص عقد الشركة. ٢- عدد الاسهم المطروحة للاكتتاب و قيمة السهم و المبلغ الواجب دفعه عن كل سهم ٣- الحدين الأدنى و الاعلى لعدد الاسهم التي يجوز الاكتتاب بها. ٤- مكان الاكتتاب و مدته. ٥- نفقات تأسيس الشركة. ٦- العقود و الاتفاقات. ٧- اية معلومات اخرى يضيفها المؤسسون. ٨- تقرير اللجنة المشكلة بموجب البند ثانياً من المادة (٢٩) من هذا القانون، عند وجود حصة عينية. " ، بهذا نرى ان المشرع قد بين المعلومات التي يجب ادراجها في بيان الاكتتاب و زيادة على ذلك نجده قد جعل الباب مفتوحاً للمؤسسين بإضافة أي معلومات الى بيان الاكتتاب ان وجدت وتعتبر هذه من الامتيازات التي تحتسب للمشرع العراقي^(١).

كما أشار في قانون سوق الأوراق المالية العراقي المؤقت الى ان من مهام هيئة الأوراق الإفصاح حيث أشار في القسم (١٢) منه الفقرة (١٢/د) الى ان تخول الهيئة "اصدار قوانين للكشف عن المعلومات والتقارير التي يتطلب نشرها للجمهور والمتوفرة لدى الشركات المعروضة سنداتها للاكتتاب او التوزيع او التبادل بها في سوق الأوراق المالية، و تتغير كافة المعلومات و التقارير اذ انها تتطلب مراجعة في حالة عرضها بشكل خاطيء او غير متكامل او كاذب او مظلل او مخالف لاي حكم من احكام قانون الشركات".

(١) رائد فيصل غازي الربيعي، إبراهيم إسماعيل إبراهيم، " تنفيذ التزامات الشركات المساهمة بالإفصاح في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)" ، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية و السياسية، مجلد ٩، عدد ١، ص(٩٩-١٥٦).



ممكن ان نعتبر ان الإفصاح المطلوب في المادة (١٢) القسم ١٢ من قانون سوق الأوراق المالية المؤقت هو افصاح اولي تقوم به الشركات و المؤسسات قبل ان تباشر عملها و يعد الإفصاح مما يساهم في اتخاذ القرار الاستثماري^١.

اما قانون المصارف العراقي النافذ نجده ذكر الإفصاح في المادة (٣٥) التي نصت على " يكون الافصاح كالاتي: يعتمد المصرف أنظمة معلوماتية و بيانات و سجلات وافية تمكنه من الافصاح بشفافية عن وضع السيولة الحقيقية لديه بجميع العملات الرئيسة التي يتعامل بها".

ثانياً: الحد من أساليب المنافسة غير المشروعة و الإغراق التجاري

اما فيما يتعلق بمظاهر المنافسة غير المشروعة او الاغراق فقد كانت محلاً للتنظيم في قوانين مقارنة و محلية حرصاً على حماية المستثمرين بما في ذلك المستثمرين المؤسسين من المنافسة غير المشروعة او الإغراق و ذلك بأخذ عدداً من الإجراءات التي يراها المشرع كفيلة بتوفير الحماية تجاه الاساليب المخالفة للقانون و مخالفة للعرف التجاري.

فنجد المشرع البريطاني قد تجاوز هذه المخاطر او يمكن القول ان ظهورها في بيئته يكاد يكون منعدماً مما جعله ينظم عمل اشخاص البيئة التجارية بما يساعد مواجهة المنافسة مرة و خلقها مرة أخرى، حيث ان منظور المشرع البريطاني للمنافسة الجيدة هي عامل تشجيع للشركات (العامة و الخاصة) على العمل المستمر و بالنتيجة تحقيق فوائد للمستفيدين من هذه الشركات^(٢).

و بذلك عمد الى انشاء هيئة أسواق المال في تعديلات قانون اصلاح المؤسسات و التنظيم العام البريطاني لسنة ٢٠١٣، و هي هيئة مستقلة يتم تعيينها من قبل الحكومة ابتداءً و لكنها تكون مستقلة في عملها و بعيدة كل البعد عن أي تأثيرات سياسية و شخصية و يتم الحرص على ذلك من خلال اختيار أعضائها وفق شروط و اختبارات صارمة، و يكون لهذه الهيئة تقديم المشورة لكل من يطلبها سواء من القطاع العام ام الخاص، كذلك منحها صلاحيات واسعة من حيث اجراء التحقيقات و اخذ النسخ من الوثائق و السندات و المراسلات الالكترونية و في بعض

^١ عبد الرحمن عادل خليل و حسين علي محمد صغير، " اثر الإفصاح عن عناصر التنمية المستدامة في ترشيد قرارات الاستثمار (دراسة ميدانية على عينة من الشركات الصناعية السودانية)"، مجلة العلوم الإنسانية و الطبيعية، المجلد ٣، العدد ٨، ٢٠٢٢، ص ٥٨٤-٥٩٩.

(2) CMA, "competition assessment guidelines", part 1: overview, 2023 ,pp 4



الحالات سمح لها بأن تحصل على النسخ الاصلية من الوثائق اذا لزم الامر، و بإمكانها القيام بذلك كله دون اذن رسمي سابق من الحكومة^(١).

فوجد التشريع البريطاني في الفصل الأول من قانون المنافسة يحضر الاتفاقات بين الشركات التي تمنع المنافسة و تقيدها او حتى ان كان الهدف من وراءها منع المنافسة، حيث يعتبر ان منع المنافسة العادلة و القوية يؤثر على البيئة التجارية البريطانية، و أشار القانون الى ان الاتفاقات سواء كانت رسمية او غير رسمية و من ضمنها المكالمات الهاتفية و كل ما من شأنه ان يضر بالمنافسة الجيدة حتى التعاملات التي لا ترقى الى مستوى الاتفاق هي صورة من صور حضر المنافسة^(٢). و تدعى هذه التكتلات (بالكارتلات) و تعد من اخطر ما يواجه البيئة التجارية البريطانية حيث يكون من الصعب الكشف عنها، و من الملاحظ في هذا الفصل ان المشرع البريطاني حضر ما يمنع المنافسة أي انه يسعى الى ايجادها^(٣).

اما منع المنافسة و التي يعدها المشرع البريطاني محضرة بحد ذاتها هي ما أشار اليه في الفصل الثاني من قانون المنافسة، هي المنافسة التي تقوم بها شركة كبرى منفردة لغرض السيطرة على السوق هنا يمنعها من القيام بالاعمال التعسفية التي تخرج المنافسة من اطارها الصحيح و أشار الى عدد من الصور التي تعتبر من المنافسة غير المشروعة مثل رفع الأسعار او خفضها بصورة كبيرة عن المعروف لنوع البضاعة و كذلك التميز و الخصم و الحوافز و كل امر يبعث على الشك في كونه يخلق منافسة عادلة^(٤).

كذلك نجد ان قانون المنافسة البريطاني قد اشتمل في الفصل الثاني منه على العقوبات المشددة التي سمح بها للجهات المسؤولة عن المنافسة تبدأ من فرض الغرامات و منها ما يصل الى حوالي ١٠% من اجمالي مبيعات المخالفين في بعض الأحيان، و إبطال العقود التي تنتهك القانون و فرض العقوبات على مديري الشركات البريطانية المخالفة و منعهم من تولي الإدارة

(1) David Currie, Alex Chisholm and Tim Jarvis, "institutional design and decision-making in the competition and markets authority", competition policy international, 10(2014), pp(13-14)

(2) OFT, "A quick guide to competition and consumer protection laws that affect your business".

(3) OFT, "competing fair" an introduction to the laws on anti-competitive behavior, law 2005.

(4) Quickguides, "overview of uk competition law" ashurst 2021.



لمدة تصل الى ١٥ خمسة عشر سنة احياناً، كما يحق للمتضررين من اعمال حضر المنافسة او المنافسة غير المشروعة المطالبة بالتعويض^(١).

اما المشرع الصيني نجده قد عد الامن الاقتصادي هو أساس الامن القومي لبلاده حيث نجد ان قانون الامن القومي لجمهورية الصين الشعبية لسنة ٢٠١٥ في المادة (٢) منه عرف " الامن القومي هو الوضع الذي يتم فيه نظام الدولة و السيادة و الوحدة و السلامة و رفاهية الشعب و التنمية المستدامة للاقتصاد....." فيعطي هذا التعريف رؤية شاملة للامن القومي بأبعاده المتعددة و منها الامن الاقتصادي خصوصاً في عمليات عبر الحدود فنجد في قانون الإستثمار الأجنبي الصيني ٢٠١٩ قد وفر الحماية داخلياً و خارجياً للبيئة التجارية الصينية^(٢). فقد أحال امر انفاذ المنافسة الى جهات ثلاث يكون لها الاختصاص في النظر الى كل ما يؤدي الى خلق منافسة غير مشروعة و هذه الجهات هي وزارة التجارة و الصناعة (MOFCOM) و إدارة الدولة للصناعة (SAIC) و اللجنة الوطنية للتنمية و الإصلاح في جمهورية الصين الشعبية (NDRC) تعمل هذه الجهات مشتركة في سبيل منع المنافسة غير الشروعة^(٣). كما في التشريع البريطاني فأن الصيني يدعمها مرة و يحضر ما يمنعها مرة أخرى فهو يحضرها في الاتفاقات التي تتم بين جماعات مشتركة في إستثمار واحد كما في المؤسسات و يدعمها في الشركات المفردة حتى تستطيع ان تخلق بيئة تصنع الرفاهية عن طريق عمل كل مستثمر بالبحث عن توفير الأفضل لراحة المجتمع ، و بالنظر الى ان الصناعة الصينية قد غزت العالم فان المشرع الصيني يدرس عمليات المنافسة غير المشروعة و ما يمثلها و ما يؤثر عليها في العالم اجمع حتى يستطيع حفظ بيئته التجارية^(٤). و بالذهاب الى قانون المنافسة غير المشروعة الصيني ١٩٩٣ المعدل نجده في المادة (٢) منه عرف المنافسة غير المشروعة بأنها " قيام كيان تجاري بتعطيل امر المنافسة في السوق و يتسبب بالاضرار بالحقوق المشروعة و مصالح الكيانات التجارية او

(1) Timothy Melver and Anne-Mette Heemsoth, Deb evoiseo and plimpton llp, "competition law in the united kingdom: overview law, stated as at 1-sep-3023/united kingdom.

(2) Meirong Jin and Qian Li, " China'n anti-monopoly merger contrl and national security: interactions with foreign investment law and beyond", journal of national security law and policy, 13(2023), pp(471-507).

(3) China competition bullentin, apuplication of the competition law and economics network at melbourne law cshool, university of Melbourne, 2016, 40.

(4) Jin and Li , Op.Cit n3, p91.



المستهلكين^(١)، و في المادة (٦) بين صور المنافسة غير المشروعة^(٢)، اما المادة (٩) اشارت الى الوسائل الغير المشروعة التي يمكن ان تؤدي الى منافسة غير مشروعة^(١).

(1) Art 2 For the purposes of this Law, "an act of unfair competition" means that in its production or distribution activity, a business entity disrupts the order of market competition and causes damage to the lawful rights and interests of other business entities or consumers, in violation of this Law. **Anti-unfair competition law of the people's republic of China.**

المادة ٢ لأغراض هذا القانون، تعني عبارة "عمل من أعمال المنافسة غير العادلة" قيام كيان تجاري في نشاطه الإنتاجي أو التوزيعي بتعطيل نظام المنافسة في السوق والتسبب في إلحاق الضرر بالحقوق والمصالح المشروعة لكيانات تجارية أخرى أو مستهلكين، في انتهاك لهذا القانون. قانون مكافحة المنافسة غير العادلة لجمهورية الصين الشعبية.

(2)Article 6 A business entity shall not commit any of the following acts which create confusion, misleading consumers into believing that its own goods is the goods of another business entity or has a certain connection with another entity (١) :Using, without authorization, any mark identical or similar to the name, packaging or decoration, etc. of another business entity's goods which has certain reputation (٢) ؛ Using, without authorization, another business entity's name (including short name and brand name), or a social organization's name (including short name), or a person's name (including pseudonym, stage name and name translation), in each case with certain reputation؛ (٣)Using, without authorization, the principal part of a domain name, the name of a website, or a web page, etc., in each case with certain reputation, of another entity; or (٤)Any other confusing act sufficient to mislead the consumers into believing that its goods is the goods of another business entity or has certain connection with another business entity

المادة (٦) لا يجوز للكيان التجاري ارتكاب أي من الأفعال التالية التي تسبب ارتباكاً أو تضليلاً للمستهلكين ليعتقدوا أن سلعه هي سلع كيان تجاري آخر أو لها صلة معينة بكيان آخر: (١) استخدام أي علامة مطابقة أو مشابهة لاسم أو تغليف أو زخرفة أو غير ذلك من سلع كيان تجاري آخر له سمعة معينة دون إذن؛ (٢) استخدام اسم كيان تجاري آخر (بما في ذلك الاسم المختصر واسم العلامة التجارية) أو اسم منظمة اجتماعية (بما في ذلك الاسم المختصر) أو اسم شخص (بما في ذلك الاسم المستعار واسم المسرح وترجمة الاسم) دون إذن، في كل حالة بسمعة معينة؛ (٣) استخدام الجزء الرئيسي من اسم المجال أو اسم موقع ويب أو صفحة ويب



دون إذن، وما إلى ذلك، في كل حالة بسمعة معينة، لكيان آخر؛ (٤) أو أي فعل مريبك آخر كافٍ لتضليل المستهلكين ليعتقدوا أن سلعه هي سلع كيان تجاري آخر أو لها صلة معينة بكيان تجاري آخر دون إذن.

(1)Article 9 A business entity shall not commit any of the following acts which infringe trade secrets of another (١):Obtaining a trade secret from its lawful holder by theft, bribery, fraud,coercion, hacking into the electronic information system or any other illicit means (٢)Disclosing, using, or permitting another to use the trade secret obtained from its lawful holder by means as specified in the preceding paragraph

المادة ٩ لا يجوز لأي كيان تجاري ارتكاب أي من الأفعال التالية التي تنتهك الأسرار التجارية للغير: (١) الحصول على سر تجاري من حامله الشرعي بالسرقة أو الرشوة أو الاحتيال أو الإكراه أو اختراق نظام المعلومات الإلكتروني أو أي وسيلة غير مشروعة أخرى. (٢) الكشف عن السر التجاري الذي حصل عليه من حامله الشرعي أو استخدامه أو السماح للغير باستخدامه بإحدى الوسائل المبينة في الفقرة السابقة.

(٣) Disclosing, using, or permitting another to use any trade secret underits control in violation of a legal obligation, or the requirements of its lawful holder, for protecting the confidentiality of trade secrets (٤);Aiding and abetting, or luring one to obtain, disclose, use or permit another to use any trade secret of its lawful holder by violating one's legal obligation, or the requirements of lawful holder, for protecting the confidentiality of trade secrets.Any natural person, legal person or unincorporated organization shall be deemed to infringe the trade secret if they commit any unlawful acts setforth in the preceding paragraphs.Where a third party knows or should have known that an employee or aformer employee of the lawful holder of a trade secret or any other unit or individual has committed an illegal act as specified in the first paragraph of this Article, but still obtains, discloses, uses, or permits another to use the trade secret in question, the third party shall be deemed to infringe the trade secret. For the purposes of this Law, "a trade secret" means any commercialinformation unknown to the public, including but not limited to technology or business information, with commercial value and for which its lawful holder has taken proper confidentiality measures.

(٤) المساعدة والتحريض أو الإغراء على الحصول على أو الكشف عن أو استخدام أو السماح لشخص آخر باستخدام أي سر تجاري لحاملها الشرعي من خلال انتهاك التزامه القانوني أو متطلبات حاملها الشرعي لحماية سرية الأسرار التجارية. ويعتبر أي شخص طبيعي أو اعتباري أو منظمة غير مدمجة منتهكًا للسر التجاري إذا ارتكب أيًا من الأفعال غير القانونية المنصوص عليها في الفقرات السابقة. إذا علم طرف ثالث أو كان يجب أن يعلم أن موظفًا أو موظفًا سابقًا لدى الحامل الشرعي لسر تجاري أو أي وحدة أو فرد آخر قد ارتكب فعلًا غير



اما المشرع الاردني و بعد ان كانت قوانينه تخلو من الحماية عن اعمال المنافسة غير المشروعة تدارك الامر بإصدار قانون المنافسة غير المشروعة و الاسرار التجارية الأردني النافذ رقم (١٥) لسنة ٢٠٠٠ ليورد الاحكام الكفيلة بالإحاطة بكافة صور و اساليب المنافسة غير المشروعة و يتبنى معيار عام بهذا الشأن، حيث اشارت الفقرة (أ) من المادة (٢) من القانون المذكور الى بعض الصور للمنافسة غير المشروعة فنصت على ان: " يعتبر عملا من اعمال المنافسة غير المشروعة كل منافسة تتعارض مع الممارسات الشريفة في الشؤون الصناعية او التجارية و على وجه الخصوص ما يلي: ١- الاعمال التي بحكم طبيعتها تسبب لبسا مع منشأة احد المنافسين او منتجاته او نشاطه الصناعي او التجاري. ٢- الادعاءات المغايرة للحقيقة في مزولة التجارة و التي قد تسبب نزع الثقة عن منشأة احد المنافسين او منتجاته او نشاطه الصناعي او التجاري. ٣- البيانات او الادعاءات التي قد يسبب استعمالها في التجارة تظليل الجمهور فيما يتعلق بطبيعة المنتجات او طريقة تصنيعها او خصائصها او كمياتها او صلاحيتها للاستعمال. ٤- اي ممارسة قد تنال من شهرة المنتج او تحدث لبسا فيما يتعلق بمظهره الخارجي او طريقة عرضة او قد تظلل الجمهور عند الاعلان عن سعر المنتج او طريقة احتسابه".

واشارت الفقرة (ب) من المادة نفسها : " اذا كانت المنافسة غير المشروعة متعلقة بعلامة تجارية مستعملة في المملكة سواء كانت مسجلة ام غير مسجلة و تؤدي الى تضليل الجمهور فتطبق في هذه الحالة احكام الفقرة أ من هذه المادة"^(١).

و يجدر الاشارة الى ان الصور المشار لها في المادة اعلاه كان المشرع الاردني قد اوردها على سبيل المثال لا الحصر، حيث يمكن للقضاء ان يقيس عليها لاضافة اي عمل يتعارض مع المنافسه الشريفة في البيئه التجاريه و اعتباره من قبيل اعمال المنافسة غير المشروعة.

و حرص المشرع الاردني على حماية البيئة التجارية فأشارت المادة (٣) الى ان: " لكل ذي مصلحة المطالبة بالتعويض عما لحقه من ضرر نتيجة اي منافسة غير مشروعة"، على هذا

قانوني كما هو محدد في الفقرة الأولى من هذه المادة، ولكنه لا يزال يحصل على السر التجاري المعني أو يكشف عنه أو يستخدمه أو يسمح لشخص آخر باستخدامه، يعتبر الطرف الثالث منتهكاً للسر التجاري. ولأغراض هذا القانون، يعني "السر التجاري" أي معلومات تجارية غير معروفة للعامة، بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر المعلومات التكنولوجية أو التجارية، ذات القيمة التجارية والتي اتخذ حاملها الشرعي التدابير المناسبة للحفاظ على سريتها.

^(١) اما الفقرة (ج) فقد نصت على ان: " تسري الاحكام الواردة في الفقرتين أ و ب من هذه المادة على الخدمات حسب مقتضى الحال".



يعتبر قانون المنافسة غير المشروع و الاسرار التجارية الأردني النافذ هو الاساس القانوني للمطالبة بالتعويض ذلك استناداً لنص المادة (٢٥٦) من القانون المدني الأردني النافذ رقم (٤٣) لسنة ١٩٧٦ هي دون شك احكام توفر الحماية للمستثمر المؤسسي باعتباره احد اعضاء البيئة التجارية التي قد يتعرض فيها الى اي اسلوب من اساليب المنافسة غير المشروعة كما منح المشرع الاردني للمدعي في دعوى المنافسة غير المشروعة الحق بالتقدم بمجموعة من الطلبات كوقف المنافسة و الحجز التحفظي و المحافظة على الادلة ذات الصلة^(١).

اما بالنسبة للمشرع العراقي، فان قانون التجارة العراقي النافذ لم يشر الى المقصود بالمنافسة غير المشروعة، كونه الغي باب الالتزامات التجارية و ترك موضوع هذه المنافسة للقواعد العامة و الاحكام الخاصة التي وردت بشأنها في بعض القوانين منها قانون براءة الاختراع و النماذج الصناعية رقم (٦٥) لسنة ١٩٧٠ المعدل و قانون العلامات و البيانات التجارية رقم (٢١) لسنة ١٩٥٧ النافذ و بعض القواعد الخاصة بالاسم التجاري التي يتضمنها قانون التجارة العراقي النافذ^(٢)، اما قانون المنافسة و منع الاحتكار العراقي النافذ فإنه عرف المنافسة في المادة الاولى بانه الجهود المبذولة في سبيل التفوق الاقتصادي ولم يعرف المنافسة غير المشروعة، غير انه ذكر مجموعة من التصرفات اطلق عليها مصطلح المحظورات ليمنع ممارستها من قبل المهتمين بالاعمال التجارية في الفصل الثالث منه، حيث نصت المادة (١٠) منه على ان: " تحظر اية ممارسات او اتفاقات تحريرية او شفوية تشكل اخلاً بالمنافسة و منع الاحتكار او الحد منها او منعها و بخاصة مايكون موضوعها او الهدف منها ما يأتي : اولاً : تحديد اسعار السلع او الخدمات او شروط البيع و ما في حكم ذلك .ثانياً : تحديد كمية السلع او اداء الخدمات .ثالثاً : تقاسم الاسواق على اساس المناطق الجغرافية او كميات المبيعات او المشتريات او العمال او على اي اساس اخر يؤثر سلباً على المنافسة و منع الاحتكار .رابعاً : التصرف او السلوك المؤدي لعرقلة دخول مؤسسات الى السوق او اقصائها عنه او تعريضها لخسائر جسيمة بما في ذلك البيع بالخسارة .خامساً : التواطؤ في العطاءات او العروض في مناقصة او مزيدة و لا يعد من قبيل التواطؤ تقديم عروض مشتركة يعلم فيها اطرافها عن ذلك منذ البداية على ان لا تكون الغاية منها المنافسة غير المشروعة و الاحتكار و باية صورة كانت .سادساً : التمييز بين العمال في العقود المتشابهة بالنسبة لاسعار السلع و الخدمات او شروط بيعها و شرائها .سابعاً : ارغام عميل لها على الامتناع على التعامل مع جهة منافسة لها .ثامناً : رفض التعامل دون مسوغ

(١) المادة (٣/ ج) من قانون المنافسة غير المشروعة الأردني.

(٢) عادل علي المقدادي، القانون التجاري، ج ١، ط ١، دار الثقافة والدار العلمية الاولى، عمان، ٢٠٠٣، ص ٣٤.



قانوني مع عميل معين بالشروط التجارية المعتادة . تاسعا : السعي لاحتكار مواد معينة ضرورية لممارسة جهة منافسة لنشاطها او شراء سلعة او خدمة معينة بالقدر الذي يؤدي الى رفع سعرها في السوق او منع انخفاضه . عاشرا : تعليق بيع او تقديم خدمة بشراء سلعة او سلع اخرى او بشراء كمية محددة منها او بطلب تقديم خدمة اخرى .حادي عشر : ارغام جهة او طرف او حصول ايا منهما على اسعار او شروط بيع او شراء خاصة غير مبررة بشكل يؤدي الى اعطائه ميزة في المنافسة او الى الحاق الضرر به". كما نصت المادة (١١) من القانون ذاته: " اولاً : يحظر على اية جهة اعادة بيع منتج على حالته بسعر اقل من سعر شرائه الحقيقي مضافا اليه الضرائب و الرسوم المفروضة على المنتج و مصاريف النقل ان وجدت اذا كان الهدف من ذلك الاخلال بالمنافسة المشروعة، و يقصد بسعر الشراء الحقيقي : السعر المثبت في قائمة الشراء بعد تنزيل الخصومات المنصوص عليها". فيلاحظ ان المشرع العراقي اتبع المعيار الشكلي حيث حدد الاعمال التي تعد منافسة غير مشروعة، و من ثم فان اساليب المنافسة التي لا تخرج عن الاطار السليم وفقا للقانون و الاعراف التجارية تعد منافسة مشروعة و هي احكام تنصب دون شك بمصلحة المستثمر المؤسسي.

كما اشار المشرع العراقي ضمن قانون التجارة العراقي و القوانين الخاصة الملحقه به كذلك قانون المنافسة و منع الاحتكار العراقي النافذ الى تجريم بعض صور المنافسة غير المشروعة و فرض على ارتكابها عقوبات جزائية^(١).

اما فيما يتعلق بالاغراق التجاري فنجد ان كلا من المشرع البريطاني و الصيني يعيدان عن هذا الخطر التجاري كما اشرنا في المنافسة غير المشروعة فانهم قد عملوا على توفير حماية كاملة لمنتجاتهم من الداخل و الخارج فلا يشكل الإغراق خطراً.

اما المشرع الاردني فقد عرفه في قانون رقم (٢٦) سنة ٢٠٠٣ الخاص بمكافحه الاغراق و الدعم الأردني النافذ في المادة (٤) بأنه : " يعد المنتج مغرقا اذا كان السعر الذي يباع فيه للتصدير الى المملكة- سعر التصدير- اقل من قيمته العاديه، و يشار الى الفرق بين القيمة العاديه و سعر التصدير بهامش الاغراق"، و اشار المشرع الاردني للضرر المترتب عن الاغراق ضمن المادة (٢) من قانون حماية الانتاج الوطني و عرف الضرر بقوله: " الضرر البالغ او

(١) ينظر المادة (٣٨) من القانون التجاري العراقي النافذ رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ والمادة (٤٤) من قانون براءة الاختراع والنماذج الصناعية العراقي النافذ رقم (٦٥) لسنة ١٩٧٠ والمادة (٣٥) من قانون العلامات والبيانات التجارية العراقي النافذ رقم ٢١ لسنة ١٩٥٧ والمادة (١٣) من قانون المنافسة ومنع الاحتكار العراقي النافذ رقم ١٤ لعام ٢٠١٠.



الضرر المادي او كلاهما"، ولا شك ان هكذا ممارسات تضر بالمستثمر المؤسسي و ان تبني احكام مكافحتها سيسهم دون الشك في تعزيز موقف ذلك المستثمر بصرف النظر ان كان قد مارس الإستثمار مباشرة او بواسطة مستثمر محلي اخر.

يتبنى المشرع الاردني اجراءات مؤقتة و اخرى دائمة لمكافحة الاغراق التجاري اشارت لها المادة (١٣) من قانون حماية الانتاج الوطني رقم (٢١) لسنة ٢٠٠٤ بقولها: "اتخاذ التدابير العاجلة: أ- للوزير ان يقرر بناء على تنسيب المديرية، سواء قدم طلب بذلك ام لم يقدم، اتخاذ تدابير عاجلة ضد المنتج المستورد قيد التحقيق، اذا توصلت المديرية الى قرار اولي بوجود ممارسات ضاره و ضرر مترتب عليها و تبين ان عدم اتخاذ هذه التدابير قد يؤدي الى الحاق ضرر بالمنتجين المحليين يتعذر تداركه. ب- يتم تحديد انواع التدابير العاجلة و مدة و نطاق تطبيقها بمقتضى الانظمة الصادرة استنادا لاحكام هذا القانون".

وقد حدد المشرع الاردني اشكال التدابير التي يمكن ان تتخذ بموجب المادة ٦٤ في فقرتها الاولى من نظام مكافحة الاغراق و الدعم بقولها: "تحديد شكل التدابير العاجلة و مقدارها: أ- تكون التدابير العاجلة التي يتم اتخاذها بموجب احكام القانون على شكل رسم او تامين نقدي او كفالة مصرفية لحساب دائرة الجمارك بشرط الا تزيد على هامش الاغراق او مقدار الدعم".

وقد اقر المشرع الاردني ضمن نظام مكافحة الاغراق و الدعم للوزير المختص بان يقبل التعهدات السعريّة^(١). كما يؤكد المشرع الاردني في المادة ٦٠ من نظام مكافحة الاغراق و الدعم ان للوزير المختص في حالة قبوله تعهدات السعريه ان يطلب من الجهة المتهمة بالاغراق معلومات دورية عن مدى التزامها بهذا التعهد فنص على انه: "تقديم معلومات دورية عن تنفيذ التعهد: للجهة المختصة ان تطلب من اي مصدر قبلت منه تعهداتها المتعلقة بالاسعار تقديمه بصورة دورية معلومات عن تنفيذه لهذا التعهد و ان يسمح للجهة المختصة بالتحقق من البيانات ذات العلاقة و تخضع هذه المعلومات الى احكام السرية المنصوص عليها في هذا النظام".

(١) المادة (٥٩) من النظام والتي تنص على ان: "اسس قبول تعهدات الاسعار: أ- لا يجوز طلب تعهدات متعلقة بالاسعار من المصدرين او قبولها منهم ما لم يكن الوزير قد اصدر قرارا اوليا بوجود الاغراق او الدعم والضرر والعلاقة السببية. ب- كما لا يجوز ان تقبل التعهدات المتعلقة بالاسعار اذا كانت تتضمن زيادة في الاسعار الى حد اعلى من الحد الضروري لازالة هامش الاغراق او اعلى من مقدار الدعم. ج- تقرر الجهة المختصة عدم قبول التعهدات المتعلقة بالاسعار المقدمة باعتبار قبولها غير عملي بسبب كثرة عدد المصدرين او لاي اسباب اخرى في هذه الحالة تبلغ الجهة المختصة المصدرين بقرارها وباسبابه اذا امكن ذلك".



كما نص المشرع الاردني على رسوم معينة تفرض لمكافحة الاغراق التجاري عند ثبوت تحققه و ذلك بموجب المادة (٢/٤) من قانون حماية الانتاج الوطني. قد راعى المشرع الاردني ان تكون الرسوم المفروضة بالمقدار الكافي لتفادي الضرر الواقع بسبب الاغراق ذلك ضمن المادة (١٨) من قانون حماية الانتاج الوطني.

اما فيما يتعلق بالاغراق التجاري في التشريع العراقي فقد عرفته المادة (١ / رابعاً) من قانون حماية المنتجات العراقية على أنه: "توريد السلع المماثلة الى السوق المحلية بسعر أقل من قيمتها العادية في سوق البلد المورد"، و تضع بعض التشريعات منها العراقي معياراً للحكم بحصول الضرر المادي على الصناعة المحلية إذا أدى الإغراق الى إعاقته، حيث نصت المادة (١ / سادساً ، سابعا) من القانون نفسه على ان: " سادساً: الدعم : المنفعة او المساهمة المالية التي تقدمها الدولة المصدرة بشكل مباشر او غير مباشر بأية وسيلة بما فيها دعم الدخل او الأسعار او كلاهما التي تؤدي الى تحقيق منفعة لجهات او افراد يقومون بانتاج المنتجات او نقلها او بيعها او تصديرها. سابعا: الزيادة غير المبررة في الواردات : استيراد منتجات الى العراق بكميات متزايدة غير اغراقية او غير مدعومة سواء اكان هذا التزايد بصورة مطلقة ام نسبية مقارنة بسنوات سابقة والتي تتسبب في احداث ضرر جسيم بالمنتجات المحلية المماثلة او المنافسة ". إستثنى المشرع العراقي في قانون حماية المنتجات العراقية و خلافاً لغالبية التشريعات موضع المقارنة المحاصيل الزراعية من إجراءات حماية المنتجات الوطنية ، حيث تنص المادة (١) منه على أنه: " أولاً – المنتجات : مجموع السلع الصناعية و الزراعية (عدا المحاصيل الزراعية) و التي تنتج من القطاع الصناعي في العراق"، وهو امر يحمي للمشرع العراقي حيث يعتمد على التقارير التي تسلمها وزارة الزراعة فيقوم بالمنع حسب نوع المنتج و كميته، و هذا امرٌ حسن لان هذه المنتجات تكون موسمية و عند تحديدها في قانون معين يسبب ارباكاً في حمايتها.

ان قانون حماية المنتجات العراقية على الرغم من أنه يعد الأحدث من بين قوانين مكافحة الإغراق، إلا أنه في الواقع لا يرقى لمستوى الوضوح و الرصانة الكافية للوصول بالمنتجين و المستثمرين الأجانب الى المقدار اللازم من الثقة بالبيئة الإستثمارية و القانونية في العراق، مما يقف عنده المستثمر ويوليه أهمية كبرى في تقييم البيئة المراد الإستثمار فيها^(١). حدد المشرع العراقي بموجب المادة (٤ / أولاً) من قانون حماية المنتجات العراقية النافذ جهة الاختصاص

(١) د. عمار حبيب جهلول، الاغراق التجاري، مجلة القادسية للقانون والعلوم السياسية، العدد الثاني، مجلد ٤، ٢٠١١، ص ١٢٠.



بالنظر بطلب الإغراق بوزير الصناعة و المعادن الذي يحيل بدوره إلى دائرة التنظيم و التطوير الصناعي في وزارة الصناعة و المعادن^(١).

يجدر الإشارة الى ان النقطة الجوهرية التي نثيرها في معالجة المشرع العراقي لتلك المسألة هو تفعيل مجلس شؤون المنافسة و منع الاحتكار لكي يبدأ بممارسة اختصاصاته وفقاً لما جاء في القانون ففي ذلك أهمية كبيرة على المواطنين من الناحية الاقتصادية لان المجلس المذكور انيط به العمل على نشر ثقافة المنافسة و منع الاحتكار و حمايتها و تشجيعها و اعداد الخطة العامة للمنافسة.

كذلك ضرورة تفعيل العمل بقانون حماية المنتجات العراقية النافذ الذي جاء إنسجاماً مع المتغيرات التي طرأت على الإقتصاد العراقي و فتح الأسواق أمام التجارة العالمية لغرض بناء صناعة وطنية تتفادي حدوث ضرر قد يلحق بها من الممارسات الضارة من سياسات إغراق الأسواق بالمنتجات أو الزيادات غير المبررة في الواردات أو المنتجات المستوردة التي تدعمها الدول المصدرة الى العراق بما يؤدي الى فقدان شروط المنافسة العادلة لأجل ذلك تم تقديم مشروع قانون حماية المنتجات العراقية.

عليه ان ضبط و تنظيم العلاقات الاقتصادية داخل الأسواق و الحد من مظاهر المنافسة غير المشروع و حالات الاغراق التجاري و تنظيم الإستثمارات تؤدي الى حماية المستثمرين المؤسسين و تنظيم إستثماراتهم داخل الدولة، فيفسح المجال الكافي للمؤسسات لرفع مردوديتها الاقتصادية.

الفرع الثاني

الحلول التشريعية للتحديات الناشئة عن المستثمر نفسه

ان المؤسسات التي تستثمر (الحكومية منها و الخاصة) تحتاج الى ان تكون ذات هيكل اداري خاص، يجب ان يكون ذا خبرة في أسواق المال و الإستثمار حتى تستطيع ان تصل الى أهدافها، و ان لم يكن الهيكل الإداري قادراً على ذلك فتلجأ المؤسسات في هذه الحالة الى

^(١) نصت الفقرة اولا من المادة (٤) من قانون حماية المنتجات العراقية على انه: " يقدم المنتج المحلي او من يمثله قانوناً طلباً تحريرياً الى وزير الصناعة والمعادن عن طريق الدائرة لاتخاذ التدابير اللازمة لمواجهة الممارسات الضارة على ان يتضمن الطلب المعلومات والمستندات التي تؤيد وجود تلك الممارسات ونوع الضرر الحاصل".



الإستثمار غير المباشر عن طريق الاستعانة بالخبراء و وسطاء الإستثمار، لكن حتى في هذه الحالة تحتاج الى معرفة و لو بسيطة في الإستثمار حتى تطلع على عمل هؤلاء المستثمرين و رؤية مدى ملائمتها للقيام بذلك الإستثمار، لهذا سعت التشريعات الى ان تجعل إعادة اصلاح الهيكل الإداري من أولوياتها لغرض التقدم في الإستثمار المؤسسي.

فلو تطرقنا الى المستثمر البريطاني نجد ان شركات الإستثمار المؤسسي (هي شركات تنتشر بكثرة لغرض الإستثمار بدلاً عن مالكي الأصول بموجب القانون البريطاني) تدير ملايين المعاشات لقطاعات مختلفة و تجمع رؤوس الأموال من المستثمرين المختلفين، بذلك تعد المملكة من اكبر دول إدارة صناديق الإستثمار عبر المستثمرين المؤسسيين، و لها نظام مالي واسع نجدها تستثمر في كل القطاعات من المصارف الى التأمين و التقاعد و الضمان و حتى المؤسسات الخيرية و الشركات، و حتى أموال الأشخاص من خارج هذه الصناديق، و حققت هذا النجاح لاعتمادها على نظام اداري يضع اول أولوياته مصلحة المستثمرين و يحقق التوازن بين المصالح، فقطاعها لديه افضل قدرة للاستجابة للمتغيرات حيث سعت الحكومة الى جعل نظامها مرناً فهي تعتقد ان وجود البيئة المرنة و المستقرة و سريعة الاستجابة و المبتكرة هي التي تساعد قطاع الإستثمار المؤسسي على النمو و التقدم، فعملت الحكومة على تقديم الدعم الدائم و الاسناد الى المستثمرين المؤسسيين من اجل اتخاذ القرارات الإستثمارية، من خلال توفيرها الحلول المناسبة لكل نوع من أنواع المخاطر المتوقعة، كما اشرنا الى ان الإفصاح وحل تضارب المصالح هي دعائم القوة للمستثمر المؤسسي في اتخاذ القرار الإستثماري، تعمل الحكومة على تعزيز الحوار الدائم بينها و بين القطاع الصناعي و التنظيمي لتحقيق الأهداف المشتركة من خلال تشكيل فريق عمل مشترك يدير الأصول يرئسه السكرتير الاقتصادي للخزينة⁽¹⁾.

اما فيما يخص اصلاح نظام المؤسسات في الصين، كما هو معروف ان الحزب الحاكم هو المسيطر فان الإدارة في كل الأحوال تتمركز تحت سلطته، و من اجل إعطاء مساحة اكبر و إنتاجية اكثر تحتاج هذه المؤسسات الى التنظيم المتقن. لذلك نجد ان اصلاح المؤسسات المملوكة للدولة قد قطع شوطاً طويلاً للوصول الى النتائج المرجوة، وكانت إصلاحات معقدة و هذا دليلاً على حجم المشكلة و المصالح القوية للدولة التي تتعارض مع الإصلاح⁽²⁾. نجد ان

(1) **THE UK INVESTMENT MANAGEMENT STRATEGY II**، 2017، available at www.gov.uk/government/publications .

(2) Waikeli R Lam، Markus Rodlaur And Alfred Schipke، " **MODERNIZING CHINA INVESTING IN SOFT IN FRASTRUCTURE**"، international monetary fund، chapter 11، 2017، p(307-332).



المؤسسات المملوكة للدولة قد لعبت دوراً استراتيجياً في التنمية و استخدمت لتسهيل الاعمال و دعم النمو الإستثماري، رغم تعديلات الهيكل الإداري لمؤسسات الدولة التي سنتطرق لها، تجدر الإشارة الى ان هذه المؤسسات لا تزال هي العنصر الفعال في إدارة الإستثمار و لم تصل الخصخصة التي طغت العالم اليها، كان هذا هو الدافع الرئيسي لاعادة الهيكلة حتى تبقى الدولة هي صاحبة القوة و السلطان⁽¹⁾.

من مظاهر القوة التي تتمتع بها المؤسسات الحكومية الصينية عند الإستثمار قدرتها للوصول الى المعلومات التي تريد معرفتها عن الإستثمارات التي ترغب بالدخول بها بكل سهولة، حتى وان كان هذا الإستثمار مع القطاع الخاص و بذلك تستطيع الوصول الى قرارات إستثمارات مستقرة و صحيحة ، فان النفوذ الكبير للدولة يحتاج الى تغيرات كبيرة و بطيئة و ثابتة حتى تعتاد المؤسسات و الأشخاص على المساحة التي تتخلى عنها للأفراد و القطاع الخاص⁽²⁾.

لقد مرت المؤسسات الصينية بثلاث مراحل إصلاحية، الأولى كانت مع الإصلاح الاقتصادي فنجد ان العديد من المؤسسات قد نمت و استحوذت على القطاع الصناعي في الصين، كان ناتج هذا النمو السريع تسويق جزء كبير من الاقتصاد المحلي الصيني، كما تم تصعيد السوق و المنافسة من خلال تحرير التجارة الخارجية و الإستثمار، أدى الإستثمار الكبير و المنافسات القوية الى انخفاض في ربحية الدولة ذلك لعدم الخبرة في إدارة الإستثمارات، هنا بدأت الدولة بالبحث عن اشكال جديدة للإدارة و أفكار متطورة و أدى تشجيع المنافسة بين المؤسسات الى ان قامت بعض القطاعات بإعادة تشكيل هيئاتها و وضع أفكار جديدة لحث موظفيها على التطور و الرغبة في خدمة الدولة و منها نظام الحوافز للمديرين و المكافآت و إعطاء بعض الاستقلالية في اتخاذ القرارات⁽³⁾.

بعدها بدأت المرحلتين الثانية و الثالثة و التي من الممكن عدها متداخلة فيما بينها. هي تحقيق الأكبر و الافراج عن الأصغر، حيث ركزت الدولة على تنشيط الشركات الكبيرة المملوكة

(1) Mary E. Lovely، Yang Liang، " **STATE ENTERPRISE REFORM IN CHINA: GRASP OR RELEASE ?**"، w.e. Upjohn institute for employment research. 2018، chapter 5، pp(83-105).

(2) Agatha Kratz، "REFORMING CHINA'S STATE-OWNED ENTERPRISES"، 2013(1)، ، open edition journal، pp(94-96).

(3) OECD working group on privatization and corporate governance if state owned assets، " **STATE OWNED ENTERPRISES IN CHINA: REVIEWING THE EVIDENCE**، 2009.



للدولة و تم إعادة هيكلتها، و اعداد شركات لادارة الأصول المملوكة للدولة و في المقابل تم اهمال المؤسسات الأصغر حتى وصلت الى الإفلاس و التلاشي تقريباً، هنا كان الإصلاح الأكبر فبالإضافة الى إعادة الهيكلة تم تأسيس ملكية شركات حديثة بين الحكومة و باقي القطاعات و بذلك لم يصلح الإدارة فقط و انما اصلح العلاقة بين الحكومة و باقي الشركات^(١).

بالرغم من هذه الإصلاحات فان الرئيس و الحزب الحاكم لا زال مسيطراً، ذلك لان الحكومة لازالت تمارس دورها الرقابي وتقيد المنافسة بين القطاعات الحكومية و الخاصة، كما يقوم الرئيس بتعيين كبار القادة و إقالتهم، مما تجدر الإشارة اليه فيما يخص المؤسسات الصغيرة المملوكة للدولة التي تم اهمالها لم تسمح لها الدولة بالتلاشي من الوجود انما عملت على دمج كل مجموعة من المؤسسات ذات الغرض الواحد مع بعضها لخلق مؤسسة جديدة كبيرة قادرة على الدخول الى السوق^(٢).

تطورت المؤسسات المملوكة للدولة من كيانات غامضة و متداخلة و خاضعة للسيطرة البيروقراطية الى اشكال محددة اكثر وضوحاً و اقل سيطرة و اكثر مرونة، أصبحت على غرار الملكية المدمجة لغرض إدارة الإستثمار، فاصبح التسلسل الهرمي للمؤسسات يتشكل من وزارات الدولة كممثل عن الحكومة تقع في المرتبة الأولى وتمارس حقوق الملكية ، و المرتبة الثانية نجد فيها المساهمون الكيرون او التكتلات الكبيرة او الشركات التي تملك اسهماً في الأصول الحكومية، و المرتبة الثالثة استقرت بها الشركات المملوكة للدولة التي لها حرية اكبر في اتخاذ القرار أي تكون السلطة الإدارية حرة اكثر^(٣).

بالمرور على المشرع الأردني نجده قد وضع خارطة الطريق في سبيل إعادة هيكلة المؤسسات بصورة عامة و الغرض من هذه الخطة هو إيجاد هيكلية مرنة و ذات كفاءة عالية للدولة و مصممة حول المواطن و أولوياته، لقد قام المشرع الأردني بخطوة فعالة في سبيل التطور و النمو الاقتصادي، حيث وضع الأساسيات التي يجب ان تعتمد عليها المؤسسات في سبيل هذا التطور، فوضع خططاً لكل مؤسسة تقريباً فحاول الجمع بين المؤسسات ذات الاختصاصات

(1) Cary H. Jefferson، " STATE- OWNED ENTERPRISE IN CHINA= REFORM, PERFORMANCE AND PROSPECTS"، working paper series، 2017.

(2) Wendy Leutert، "CHALLENGES AHEAD IN CHINA'S REFORM OF STATE- OWNED ENTERPRISES"، 2016(21)، the national bureau of Asian research، pp(83-99).

(3)OECD ,Op.Cit، 2009.



الموحدة و كون منها مؤسسات جديدة تحتوي على الكفاءات و القدرات و الخبرات المختلفة، فسمح بذلك للموظفين العاملين في هذه المؤسسات بان يختلطوا فيما بينهم للاستفادة من الخبرات المختلفة، و وضع خطة لكل قطاع مؤسسي، و نذكر من هذه الخطط ما وضعه لهيكلية صندوق الضمان الاجتماعي، على اعتبار انه الصندوق الذي يدخل ضمن دراستنا، فنجده أشار الى ان إعادة هيكلة هذا الصندوق تتم بما يزيد من قدرته الإستثمارية ، من خلال رفق مجلس إدارة صندوق إستثمار أموال الضمان الاجتماعي بخبراء في مجال الإستثمار، و تبسيط هيكلية اتخاذ القرارات و السماح للصندوق بإستثمار جزء من موجوداته لدى المؤسسات الإستثمارية، لتحسين العوائد المالية و توزيع المخاطر وفق ضوابط مساءلة واضحة تتفق مع افضل الممارسات الدولية^(١). في سبيل هيكلية الجهات المختصة اشار المشرع الاردني ضمن قانون الضمان الاجتماعي الى صندوق إستثمار اموال الضمان ضمن الفقرة (ج) من المادة (٨) من القانون المذكور التي نصت: " لغايات إستثمار أموال المؤسسة ينشأ فيها صندوق يسمى (صندوق إستثمار أموال الضمان الاجتماعي) يتمتع باستقلال إداري و تحدد كيفية إدارته و آليات عمله و الأموال المخصصة له و إدارتها و إستثمارها بموجب نظام خاص يصدر لهذه الغاية"، الى جانب المجلس الذي يمكنه الاستعانة بخبراء لإدارة شؤون تلك المؤسسة حيث نصت الفقرة (ج) من المادة (١٠) من القانون ذاته على: " للمجلس أن يدعو خبيراً أو أكثر من المختصين لحضور الاجتماع لغايات الاستئناس برأيه"، و تكون الرقابة على العمليات الإستثمارية التي يقوم بها الصندوق من صلاحية المجلس حيث نصت الفقرة (ج) من المادة (١١) على: " يتولى المجلس الإشراف على شؤون المؤسسة و أعمالها و تتاط به لهذا الغرض جميع الصلاحيات و المهام اللازمة بما في ذلك: ج- مراقبة العملية الإستثمارية لتعظيم المحفظة و التحوط و التتبع و تحقيق أهداف السياسة الإستثمارية". وعلى مستوى اعمال التأمين تخضع العمليات الإستثمارية ضمن هذا القطاع الى رقابة هيئة الرقابة الشرعية^(٢)، ان اخضاع تلك المؤسسات الى الرقابة و التنظيم هو من قبيل هيكلتها و الحرص على ان يكون إستثمارها متوافق مع الخطة الاقتصادية المتبناه.

اما فيما يتعلق بموقف المشرع العراقي، فبالعودة الى القوانين الخاصة المعنية بإستثمار الصناديق قد اوكلت مهمة ادارتها الى هيئات خاصة تتولى هذه المهمة الى جانب مهام اخرى بحسب القانون، فبالعودة الى قانون التقاعد الموحد المعدل فان مجلس ادارة الصندوق هو من

(١) ٤- تقرير مجلس البيانات الاقتصادية، خطة تحفيز النمو الاقتصادي الأردني (٢٠١٨-٢٠٢٢) طبعة محدثة ٢٠١٨/٦/١.

(٢) ينظر المادة (٣٠/ب) من قانون تنظيم أعمال التأمين الأردني النافذ.



يتولى مهمة ادارة الصندوق و إستثمار امواله حيث نصت الفقرة (د) من الفقرة (ثالثاً) من المادة الثامنة من القانون المذكور على ان: " المحافظة على أموال الصندوق و إدارتها و إستثمارها وفقاً للقانون"، و تكون هيكلية المجلس و ادارته لتلك الإستثمارات خاضعة لاحكام القانون و ما يصدر بهذا الشأن من تعليمات. كذلك الحال بالنسبة لقانون رعاية القاصرين تتولى شعبة الحسابات و هي احدى وحدات دائرة رعاية القاصرين إستثمار اموال القاصرين حسب ما ورد في قانون رعاية القاصرين المعدل على شكل ودائع ثابتة و اسهم و سندات عقارات و اجراءات ايداع و اموال القاصرين، قد صدرت تعليمات بهذا الخصوص هي تعليمات رقم (١) لسنة ٢٠١١ قد اشارت التعليمات ضمن الفرع الخامس منها تحت عنوان (انماء) الى ادارة تلك الإستثمارات التي ركزت على الودائع الثابتة لدى المصارف العراقية، و نصت الفقرة (اولاً) من المادة (١٨) من التعليمات المذكورة على ان: " يتم إستثمار اموال القاصرين المودعة في صندوق اموال القاصرين بصورة موحدة كودائع ثابتة لدى مصرف الرافدين...". اما هيكلية ديوان التأمين فهو خاضع لقانون تنظيم اعمال التأمين لعام ٢٠٠٥ و التعليمات التي تصدر بهذا الشأن حيث نصت الفقرة (ثالثاً) من المادة (٥) من القانون المذكور على ان: " ينظم هيكل و تشكيلات الديوان بتعليمات يصدرها الوزير بناء على اقتراح رئيس الديوان"، فصدرت تعليمات اسس إستثمار اموال المؤمنين العراقية رقم (٦) لسنة ٢٠٠٦ لتشير في المادة الاولى منها الى ان: "تحدد طبيعة إستثمار اموال المؤمنين وفقاً للنظام المحاسبي الموحد للمصارف و شركات التأمين...".

وما يجدر الاشارة له ان الحكومة العراقية في سبيل جعل المؤسسات رافداً إستثمارياً مهماً قد وضعت هذه المهمة قيد الدراسة و التنفيذ، حيث نجد إشارة في جدول الاعمال (تحسين مناخ الاعمال و الإستثمار في العراق) في الاجتماع الثاني في الجلسة المحورية الثانية التي كان عنوانها (الشركات الحكومية (المملوكة للدولة) و الإستثمار، كان الغرض من الاشتراك في هذا المؤتمر دعم و تطوير القطاع الخاص و تنميته كي يتمكن العراق من جذب المستثمرين الى شركاته^(١).

على الرغم من ان المؤتمر في ٢٠١٥ الا ان البحث عن إصلاحات إدارية للمؤسسات واعمال الإستثمار الخاص بها وخصوصاً مؤسسات محل الدراسة ، لم نجد لها أي دليل على

^(١) جدول الاعمال (تحسين مناخ الاعمال و الإستثمار في العراق) الصادر عن منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية ، لمجموعة العمل المعنية بالمناطق الإستثمارية في العراق، ٢٠١٥.



التطور او التعديل وانما هي باقية على ما كانت عليه من التأسيس ، فشاركاتها محدودة و إستثماراتها لا تكاد تذكر^(١).

^(١) المرفق رقم (٢) جداول سوق الأوراق المالية في بغداد ، مبينا فيه إستثمارات المؤسسات الحكومية.

الفصل الثاني



الفصل الثاني

احكام الإستثمار المؤسسي

ان توجيه الإستثمار المؤسسي على نحو يحقق الاهداف المرجوة منه عملية تؤثر تأثيراً مباشراً في البعدين الاجتماعي و الاقتصادي، لارتباط تلك الإستثمارات بفئات عدة تعتبر الدولة نفسها مسؤولة عن توفير حياة كريمة لهم، فإدارة تلك الإستثمارات تتطلب سعياً جاداً من المسؤولين عن العمل المؤسسي في البحث عن سبل تطوير أدائهم، من خلال تطبيق مبادئ حوكمة الأنشطة الإستثمارية التي تعزز مكانة تلك الإستثمارات، و تعمل على المحافظة عليها، و تسعى للرقى بها، و التغلب على كل التحديات التي تعترضها، اي تسعى الى توفير إدارة حكيمة و خبيرة في سبيل تحقيق الحماية لأموال الأشخاص، و في الوقت نفسه تعظيمها بما يتلائم مع الحياة و تطورها دون ان يكون لذلك تأثير على احتياجاتهم الأساسية، و من ذلك نجد ان الإستثمار المؤسسي هدفه الاسمي هو تحقيق الأرباح و العوائد بأقل قدر من الخسائر. فنرى التشريعات التي عنيت بتنظيمه قد اخذت من الإدارة سبيلاً للتصحيح و في المقابل منحت سلطات رقابية لجهات أخرى لضمان السير الصحيح للإدارة. علاوة على ما تقدم فان الإدارة للأموال المستثمرة تخلق علاقات بين اطراف هذا الإستثمار مما يؤدي نتيجة حتمية الى خلق مسؤولية تلقى على اطرافه من جهة اصحاب الأموال ، و هذا ما سوف يتم تبيانها في فصلنا هذا الذي وزع على مبحثين الأول سير الإدارة و مهامها و الثاني يضم في طياته المسؤولية و احكامها:

المبحث الأول

سير الإدارة في الإستثمار المؤسسي

ان ممارسة السلوك التجاري المسؤول للمستثمرين المؤسسيين و الاخذ بنظر الاعتبار العناية الواجبة في الميدان التجاري من قبلهم يمنع او يعالج الآثار السلبية المتعلقة بهذا الإستثمار سواء فيما يتعلق بعلاقة الأشخاص بالإدارة، او علاقتهم بغيرهم من المستثمرين. و في سبيل سير العملية الإستثمارية المؤسسية بطريقة سلسلة كان للإدارة مهام مختلفة منها ما يتعلق بحماية الأموال التي تكون تحت ادارتها و حفظها بالقدر الذي يعطي الاطمئنان للأشخاص أصحاب هذه الأموال بأن حقوقهم محفوظة، و منها صلاحيات تعظيم و تنمية هذه الأموال.

بالإضافة الى الإدارة و التعظيم شملت دراستنا الضمانات التي تؤكد لاصحاب رؤوس الأموال ان هذه الإستثمارات تسير على خطوات مرسومة و محمية برقابة من جهات تحقق الحماية اللازمة



لهذا الإستثمار. بهذا سوف يتناول مبحثنا هذا الإستثمار المؤسسي من وجهتين الأولى الإدارة و مهامها و الثانية الضمانات و جهات تقديمها و بذلك قسم الى:

المطلب الأول

مهام الإدارة في الإستثمار المؤسسي

لتعزيز الإستثمار المؤسسي بين المؤسسات الحكومية و غيرها من جهات الإستثمار في البيئة التجارية لا بد من انجاز العديد من التدابير الرئيسية من اجل السعي و الحفاظ على زخم العمل المشترك بين هذه الجهات. كون المستثمرون المؤسسيون يلعبون دوراً مهماً في مساعدة البيئة التجارية على الاستقرار ، فمن المتوقع الاستفادة من حقوقهم و ملكيتهم و مشاركتهم في الإستثمارات بصورة عامة دون تحديد لنوع الإستثمار او تحجيمه، و في نهاية المطاف ادخال المدخرات في دوامات من الإستثمارات الداعمة للمؤسسات الحكومية من جهة و البيئة التجارية من جهة أخرى، فلا بد من إيجاد سبل جديدة من خلال التعاون بين الإدارة و غيرها من الجهات. و هنا نبحت عمل الإدارة من ناحيتين الأولى هي حفظ الأموال و الثاني تعظيمها و ذلك في فرعين:

الفرع الأول

مهمة الإدارة في حفظ الأموال المستثمرة

بالخوض في الإدارة نشير باديء الامر الى ان الإدارة هي اجراء يكلف به كيان معين او شخص معين و عدد من المساعدين او الموظفين، يقومون بتطبيق ما يجب عليهم من اجل إدارة ماوضع تحت تصرفهم. فتكون مهمة إدارة المؤسسات مثلاً في الإستثمار من ناحية حماية و حفظ هذه الأموال المستثمرة من خلال تحديد ما يمكن ان يطرأ على هذه الاعمال من احداث قد تسبب خلافاً في استمرار الإستثمار او حتى تعطله و تعمل على توفير ضمانات لتحقيق اهداف المؤسسات المدارة⁽¹⁾.

ف نجد ان الإدارة في التشريع البريطاني لها الصلاحيات الكاملة في التصرف عند تعرض المؤسسات الإستثمارية الى إخفاقات او أزمات قد تؤثر على أدائها الإستثماري و بالتالي على

(1) IFAD. Policy on enterprise risk management, executive board ninety-fourth session from 10-11 September 2008.



مهمتها في حفظ المدخرات المستثمرة و ان أساس عملهم و اهم اغراضه هو النتائج المرضية لمدخريهم افرادا كانوا ام كيانات او مؤسسات، فكان من اهم خطط الحل الأمثل هو توفير إدارة قادرة على تخطي التحديات بما يضمن الأمان و تزويد العملاء بمحافظ واسعة من الأصول التي عادة ما تكون بعيدة عن المستثمرين الأشخاص حيث لا يكون بمقدورهم الدخول فيها لتكاليفها و متطلباتها العالية ، و رغم الازمات التي مرت بها الصناعة في المملكة بصورة عامة و الإستثمار المؤسسي بصورة خاصة كما في شروط خروج المملكة من الاتحاد الأوروبي قبل اتفاقية التجارة و التعاون في ديسمبر، و الحرب الأوكرانية الروسية في ٢٠٢٢، الا ان الصلاحيات غير المحددة للإدارة و خبرتها الجيدة مكنتها من تجاوز هذه الازمات لانها سبق و ان احتاطت من هذه الازمات بعد ازمة عام ٢٠٠٨، و الذي يعد اكبر انخفاض تعرض له المستثمرون المؤسسيون البريطانيون^(١).

و يرجع الفضل في ذلك الى القرارات الصادرة من الحكومة البريطانية و التي أصدرتها نتيجة للعديد من الدراسات التي أجرتها على المستثمرين المؤسسين ، و كان أهمها الدراسة التي قام بها بول ماينرز و الذي وضع وفقاً لها عدداً من المبادئ و قد اطلق على هذه المبادئ اسم (مبادئ ماينرز) نسبة الى بول ماينرز رئيس شركة (Gartmore) في وقتها^(٢) الذي أشر الخلل

(1) **The investment association, investment management survey 2022–23. UK investment management industry: global centre, pp(16–18)**

(٢) هي مجموعة من المبادئ التي تم إقرارها نتيجة لتوصيات بول ماينرز الذي كان في وقتها رئيس لشركة (Gartmore) و هي اكبر شركات إدارة الإستثمار المؤسسي البريطاني، حيث تم تكليفه إجراء دراسة للإستثمار المؤسسي عام ٢٠٠٠ من قبل وزارة الخزانة و اعداد التقارير عن حالة و عمل هؤلاء المستثمرين و ذلك نتيجة لتخوف الوزارة من سيطرة هؤلاء المستثمرين على السوق في مقابل الشركات الصغيرة و كيف يمكن مساعدتها للوصول الى الإستثمار المؤسسي الصحيح ، فكان من النتائج التي توصل اليها ان خبرة الإدارة و اتخاذ القرار الصحيح و الاستشارات الصحيحة و الأهداف الواضحة و المعايير الثابتة هي أساس لنجاح الإدارة في المؤسسات الإستثمارية ، فكانت المبادئ عشر نذكرها بشيء من الإيجاز ، المبدأ الأول/ اتخاذ القرار الفعال: ينص هذا المبدأ على ان القرارات يجب ان يتخذها الأمناء وفق المهارات و المعلومات و الموارد اللازمة لتحميلها فلا يمكن اعتماد احدها دون الآخر فلا تكفي المعلومات الصحيحة و الجيدة دون الخبرة الإستثمارية . المبدأ الثاني/ الأهداف الواضحة: يشير الى ان على الأمناء ان يحددوا هدفاً إستثمارياً واضحاً للصندوق حيث يؤخذ في الاعتبار المخاطر المحتملة و استعدادهم لمواجهتها في هذا الهدف. المبدأ الثالث/ التركيز على توزيع الأصول: يتعلق هذا المبدأ بتخصيص الأصول حيث يجب ان يحظى هذا التخصيص بالاهتمام الكبير بما يعكس بشكل كامل المساهمة التي يمكن ان تقدمها المؤسسات. المبدأ الرابع/ مشورة الخبراء: ان تكون المؤسسة مستعدة لدفع أي رسوم لغرض توفير الخدمات من مقدميها عند الحاجة اليها. المبدأ الخامس/ التقويضات الصريحة: في هذا المبدأ نجد إشارة الى الوكالة و ما الذي يجب على الأمناء ان يلتزموا به عند التقويض حيث يجب ان يضعوا



في اعمال المستثمرين المؤسسين تبدأ من الإدارة التي تقتقر الى الخبرة التي تمكنها من اتخاذ القرارات الإستثمارية التي تخدم المؤسسات و عملائها الذين يدخرون الأموال لديهم، فبعد الدراسة أوصى بعدد من المباديء و وافقت الحكومة على مبادئه و اشارت ان يعمل هؤلاء الأمناء) السؤولون عن إدارة الإستثمارات المؤسسية العامة و الخاصة) وفق سلسلة الامتثال و التوضيح التي ذكرت في قانون الاشراف البريطاني ، و التي مغزاها اما الامتثال للقانون و العمل بموجب توصياته، او التبرير عند عدم الاستجابة لها و توضيح آلية العمل المتبعة من قبل المستثمر المؤسسي الممتنع عن الانصياع، و أجريت مراجعات و تعديلات لاحقة كثيرة مما أدى الى ان تكون التجربة البريطانية من التجارب الرائدة في هذا الإستثمار⁽¹⁾.

اما الإدارة في الصين فنجدتها قد حصرت في يد من يدير السلطة بصورة عامة مهما كان توجه الإدارة و اياً كان القائم بها، و هذا مانجده واضحاً من دراسة إدارة المؤسسات المملوكة للدولة في الصين، ان إدارة الرئيس الصيني قد أنشأت بعثة خاصة لإدارة الأصول المملوكة و فوضتها إدارة عدد من المؤسسات يصل الى ١٨٩ مؤسسة تقريباً، فلعبت الدولة دوراً مسيطراً على كل المؤسسات تقريباً من خلالها التي نشرت نفوذها على الشركات و المؤسسات المملوكة للدولة، لكن بعد ازمة ٢٠٠٨ تمردت المؤسسات المستثمرة من غير القطاع الحكومي و حاولت بناء شكل جديد من الخروج عن السيطرة لغرض حفظ اصولهم بعيدا عن إدارة الحزب الحاكم الا ان الرئيس (شي) أعاد السيطرة على زمام الأمور من خلال عدد من المباديء الذكية التي كان فيها سيطرته و انعدامها في نفس الوقت فوضع إدارات مركزية بعيدا عن الحكومة ، و لجان متابعة

معايير ثابتة لحماية إستثماراتهم عند التفويض. المبدأ السادس/نشاط المساهمين: يجب ان يكون للمؤسسات في إستثماراتها استراتيجية واضحة بشأن التعامل مع المساهمين. المبدأ السابع/ المعايير المناسبة: يشير الى وجوب ان تكون المعايير الموضوعة لاتخاذ القرار الإستثماري مناسبة لكل إستثمار على حدة. المبدأ الثامن/ مقياس الأداء: هذا المبدأ يكلف الأمناء باتخاذ الإجراءات المناسبة لغرض قياس أداء مؤسساتهم و الشركات المستثمرة الأخرى و أداء المستشارين و الوكلاء و المديرين و كل من له علاقة باتخاذ القرار بين فترة و أخرى. المبدأ التاسع و العاشر متداخلان حيث يشيران الى الشفافية و الانتظام أي الشفافية في تقديم المعلومات الأساسية و المهمة في اتخاذ القرار الإستثماري كما و انها يجب ان تكون بأنظمة وفق مدد محددة كما يجب ان يكون النشر بالإضافة الى البيان ان ينشر على المواقع الالكترونية للمؤسسات. و مما تجدر الاشارة اليه ان المملكة المتحدة تجري مراجعات لهذه المباديء من خلال تقييم التزام المستثمرين المؤسسين بتنفيذها و هذا يعد أساس تطور المستثمرين المؤسسين البريطانيين.

P.Myners," the Myners review and subsequent issues", the faculty of actuaries,B.A.J.8(2001)1, pp(75-90).

(1) NAPE,institutional investment in the UK six years , January 2007,p4, .



عملت على تمكين الأشخاص من اختيار وجهة الإستثمار بصورة صحيحة و امانة تمكنهم من الايمان بالمؤسسات الحكومية مرة أخرى و ابتعادهم عن الجهات الأخرى ، لكن كلها من تعين الحكومة و مسؤولين ذو خبرة حاصلون على ثقة الأشخاص و موالين للحزب و في نفس الوقت يعملون بحرية اكبر^(١).

رغم ما تقدم نجد ان هناك قيد مفروض على الإستثمار المؤسسي الصيني الغرض منه حفظ الإستثمارات من أي خلل قد يصيبها و هو قيد الشفعة هو قيد يحظر على اطراف الإستثمار ان يحولوا اسهمهم الى طرف ثالث خارج الإستثمار المعقود دون موافقة مسبقة من المستثمر المؤسسي، و هذا الحق يعطي الأولوية للمستثمر و الشركاء المشتركون في الإستثمار حق شراء الأسهم من أي طرف يرغب في بيعها بشروط و احكام لا تختلف عن غيره من الشراء المحتملين، و هناك اتفاقية أخرى هي تقييد الأسهم و توفر هذه الاتفاقية وقتاً محدداً وفق جدول معين الحق للشركاء بشراء اسهم أي شريك يتركها لمدة محددة وفق هذا الجدول بدون العودة الى الإدارة الرئيسية بسعر متفق عليه سابقاً^(٢).

و مهما طال الحديث او قصر عن الإستثمار المؤسسي في التشريع الصيني نجد ان السيطرة الأولى و الأخيرة للحزب الحاكم.

بالذهاب الى التشريع الأردني نجد ان لكل مؤسسة إدارة تختلف عن المؤسسة الأخرى و ان هذه الإدارات تتبع النظام الداخلي لمؤسساتها^(٣) هذا ما أشار اليه تقرير مجلس البيانات الاقتصادية كما نجده أشار الى الإصلاح الحكومي فيما يخص مؤسسات الضمان الاجتماعي بأن جعل ادارة الإستثمار من اختصاص إدارة الصندوق و أشار الى تبسيط الهيكلية الإدارية في سبيل اتخاذ القرارات الإستثمارية و كذلك السماح للإدارة الاستعانة بخبراء و الإستثمار مع مؤسسات أخرى

(1) Wendy Leutert, " **Firm control: governing the state- owned economy under xijinning** ", open edition journals, 1-2(2018),pp(27-36).

(2) Ping (Evan) Zhang and James Yong Wang, " **venture capital investiment in China : market and regulatory overview**" , reproduced on 26 September 2013 from PLC China with the permission of the publishers. For the maintined versioin of this resource visit www.practocallaw.com.

(٣) المادة (٣/٢) لغايات تنفيذ أحكام البند (١) من هذه الفقرة يصدر نظام خاص يحدد فئات المستفيدين من هذا التأمين وأحكامه وشروطه الأخرى ونسب الاقتطاع من المنشآت والمؤمن عليهم كما يحدد هذا النظام كيفية إدارة الصندوق وإستثمار أمواله والمنافع التأمينية المترتبة على تطبيق هذا التأمين، قانون الضمان الاجتماعي الأردني.



لتحسين عوائد الإستثمار لدى صندوق الضمان^(١) لكن بالعودة الى قانون الضمان الأردني لا نجد نصاً يوضح الإصلاحات التي أشار اليه التقرير المذكور.

كذلك التشريع العراقي كما هو في التشريع الأردني تختلف الإدارات التي تحافظ على الأموال بين المؤسسات ففي قانون التقاعد الموحد نجد ان الصندوق و من يمثله يتولى حفظ أموال الصندوق وهذا ما اشارت اليه المادة (٧/رابعاً) من القانون المذكور "يتولى الصندوق المهام الاتية:ج/ إستثمار أموال الصندوق و تنميتها و المحافظة عليها".

و في قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي قد اتخذ نهجاً معيناً في حفظ الأموال حيث أشار الى وجوب اجراء الدائرة فحصاً عاماً للمركز المالي للصندوق و يرفع تقرير الى مجلس الصندوق للاطلاع على التقرير و هذا ما اشارت اليه المادة (١١/ثانياً) " تجري الدائرة كل (٣) ثلاث سنوات على الأقل فحصاً حسابياً اكتوبرياً عاماً عن المركز المالي للصندوق و ترفع تقريراً خاصاً بنتيجة البحث للمجلس تبين فيه أوجه التوازن بين موارد الضمان المختلفة و نفقات هذه الفروع و الوضع المالي العام للصندوق و مدى قدرته على الوفاء بالتزاماته مع بيان الرأي و تقديم المقترحات".

اما قانون رعاية القاصرين فأن الولي او الوصي او القيم هو من يحافظ على أموال القاصر برقابة الدائرة او الدائرة هي من تعنى بهذه المحافظة اذا لم يكن هناك احد من من ذكر، و جاء هذا في نص المادة (٤١) التي نصت على ان: " على الولي او الوصي او القيم المحافظة على أموال القاصر وله القيام بأعمال الإدارة المعتادة على ان يبذل في كل ذلك ما يطلب من الوكيل المأجور بذله وفقاً لاحكام القانون المدني".

الفرع الثاني

مهمة الإدارة في تعظيم الأرباح

ان اهم عمل تقوم به الإدارة بعد حفظ الأموال هو تعظيمها بالأرباح من خلال قيامها بعدد من الاعمال التي تساعد على تنمية الأموال المدخرة و بالاعتماد على آلية اختيار الإستثمارات و وجهتها و أسس الاختيار .

و نبدأ بالإستثمار المؤسسي البريطاني فنجد كما في الحفظ ان الإدارة هي التي تختار و توجه لان النظام التشريعي فيها يعطي الحرية الكاملة للإدارة و أصحاب رؤوس الأموال بأدارتها بما

(١) تقرير مجلس البيانات الاقتصادية الاردني، مصدر سابق، ص ٣٤.



يضمن زيادتها دون قيد أو شرط و إنما القاعدة الوحيدة التي يجب اتباعها في عمله هي (قاعدة الرجل الحكيم) أي التي توفر العوائد دون الخسائر أو بأقلها ، فنجد ان المستثمر المؤسسي البريطاني قد اعتمد على عدد من العوامل التي يعتبرها مهمة في اختيار الإستثمار و وجهته و بالمقابل مؤشراً على جودة إستثمار الجهة التي يرغب في الدخول معها في إستثمار معين و منها النظر الى نسبة أرباح الشركات و أدائها لفترة من الزمن و الأقل خسارة و تقلباً^(١).

كما و ان من استراتيجيات اختيار الإستثمارات بالنسبة للمستثمر المؤسسي البريطاني هو النظر في احتياجات العملاء و المستفيدين، كما و ينظر الى الافاق الزمنية للشركات و المؤسسات التي سيتم الإستثمار معها هل هي إستثمارات طويلة الاجل من عدمه و هذا ايضاً يتبع تفضيل العملاء و إدارة اصولهم، و من ذلك فأن المستثمرين المؤسسين البريطانيين دائم ما يجرون اجتماعات مستمرة مع أصحاب الأموال لفهم افضل لتفضيلاتهم و رغباتهم و أهدافهم و رؤيائهم المتوقعة للإستثمار^(٢).

و بما ان اتخاذ القرار يمر بسلسلة من الأشخاص فهو يمر عبر عدد من الوكلاء و العملاء و المدراء قبل الذهاب الى الجهات النهائية في تحديد الإستثمار، لذلك يجب ان يكون الاختيار مرضياً لكل حلقات هذه السلسلة و هذا يصعب الامر قليلاً الا اننا نجد هذا المستثمر قد وضع اسساً ينطلق منها كل من يمر عليهم القرار حتى تكون مرجعاً لهم و هي ثلاث أسس رئيسية ، الخبرة و استراتيجية الإستثمار و تكلفته (مباشرة أم بالوكالة) ، و هذه الأسس يمر بها الاختيار في مرحلتين الأولى هي مرحلة اختيار الإدارة للمشروع ، و الثانية هي مرحلة أصحاب الأموال لدراسته و اعادته الى الإدارة بعد ابداء رأيهم ، و بذلك يكون الاختيار صحيحاً في اغلب الأوقات لدراسته بالصورة الصحيحة من كل أصحاب المصلحة^(٣).

و من الأمور المتبعة و التي تعد من مميزات الإستثمار المؤسسي في المملكة المتحدة عند رغبة الحكومة في تعيين مديرين لإدارة مؤسسات الإستثمار المؤسسي فأنها تطلب اليهم تقديم مقترحات

(1)Abdioglu ,Op.Cit.

(2) UK stewardship code submission, October 2021,pp(24-25).

(3) Alexander Peter Groh, Heinrich Vonliechten Stein,"the first step of capital flow from institution to entrepreneurs: the criteria for sorting venture capital found", working paper-wp-795, May 2009 /ese, business school, university of Navarra.



لتطوير الإستثمار في المؤسسات التي سوف يتولون ادارتها تكون مجدية تجارياً قبل توليهم الإدارة^(١).

فحدد اللائحة المتعلقة بأنظمة المعاشات التقاعدية المهنية (الإستثمار) الانجليزي لعام 2005 بعض المبادئ العامة، على سبيل المثال اشارت "ينبغي لممارسة المهام الإستثمارية بطريقة محسوبة و لضمان أمن و جودة و سيولة و ربحية المحفظة ككل؛ يجب تنوع أصول المخطط بشكل صحيح " لتجنب الاعتماد المفرط على أي أصل معين أو جهة إصدار أو مجموعة تعهدات معينة.^(٢)

فيتبين لنا ان الإستثمار المؤسسي البريطاني يوجب على المستثمر المؤسسي تحديد وجهة الإستثمار وفقاً لما تحدده له تلك الجهة التي اوجب القانون على المستثمر التعاقد معها للحصول على المشورة، فنجده يتبع بيان الإستثمار الذي يصدر عن الأمناء (الأشخاص القائمين على الإدارة) ، كما في قانون التقاعد الذي بين ان الحصول على المشورة مكتوبة و مراعاتها من اشخاص لهم الخبرة و القدرة لادارة الإستثمارات، و أشار كذلك الى ان على المؤسسات ان تصدر بيان مكتوب (بيان مبادئ الإستثمار) يجب ان يحتوي على بعض المعلومات الجوهرية و التي هي ما يلي^(٣):

- ١- سياسة المستثمرين (الأمناء) لضمان الامتثال لمتطلبات المادة ٣٦ من قانون ١٩٩٥ (اختيار الإستثمارات).
- ٢- سياساتها فيما يتعلق بما يلي:
 - أنواع الإستثمارات التي سيتم الاحتفاظ بها.
 - التوازن بين مختلف أنواع الإستثمارات.
 - المخاطر، بما في ذلك الطرق التي يتم بها قياس المخاطر و إدارتها.
 - العائد المتوقع على الإستثمارات.
 - تحقيق الإستثمارات.

(1) British business bank, "enterpris capital funds, guidance for prospective managers", April 2014, p6.

(2) Pension trustees' duties when setting an investment strategy: Guidance from the Law Commission, 2014 , P.2

(3) The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005, 2005 No. 3378 PENSIONS , P.5



- الاعتبارات المادية المالية على مدى الأفق الزمني المناسب للإستثمارات، بما في ذلك كيفية أخذ تلك المتطلبات في الاعتبار عند اختيار الإستثمارات و الاحتفاظ بها و تحقيقها.
- أخذ الأمور غير المالية (ان وجدت) في الاعتبار عند اختيار الإستثمارات و الاحتفاظ بها و تحقيقها.
- ٣- سياستهم فيما يتعلق بما يلي:
- ممارسة الحقوق (بما في ذلك حقوق التصويت) المرتبطة بالإستثمارات.
- القيام بأنشطة الارتباط فيما يتعلق بالإستثمارات (بما في ذلك الطرق التي من خلالها، و الظروف التي يقوم الأمناء بموجبها بمراقبة الأشخاص المعنيين و التعامل معهم بشأن الامور ذات الصلة)^١.

بالرغم من البعد بين النظام المالي البريطاني و باقي أنظمة الدول محل المقارنة ، الا ان النظام البريطاني يعد من افضل النظم في الإستثمار المؤسسي حيث يتم توجيه الإستثمار المؤسسي بصورة تجعل البيئة التجارية مستقرة و بعيدة عن المخاطر المحتملة بصورة كبيرة ، فتهدف منصة الأبحاث البريطانية الى جعلها مركزاً للتميز في أبحاث الإستثمار و المساعدة في معالجة عدم التوازن في الاسواق^(٢).

اما في الصين و هي دولة ذات نظام معقد في إدارة الإستثمار المؤسسي الذي اعطى مساحة مقيدة للإدارة، حيث لها ان تتصرف لكن بشروط الحزب الحاكم و ان كان قد أعطاهم مساحة قليلة لاتخاذ بعض الآراء الخاصة. و بناءً على الخصائص الفريدة لهذا النظام فان اختيار

¹ (3) A statement of investment principles must be in writing and must cover at least the following matters— (a) the trustees' policy for securing compliance with the requirements of section 36 of the 1995 Act (choosing investments); (b) their policies in relation to— (i) the kinds of investments to be held; (ii) the balance between different kinds of investments; (iii) risks, including the ways in which risks are to be measured and managed; (iv) the expected return on investments; (v) the realisation of investments; F18 ... [F19(vi) financially material considerations over the appropriate time horizon of the investments, including how those considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments; and] [F20(vii) the extent (if at all) to which non-financial matters are taken into account in the selection, retention and realisation of investments; F21 ...] [F22(c) their policy in relation to— (i) the exercise of the rights (including voting rights) attaching to the investments; and (ii) undertaking engagement activities in respect of the investments (including the methods by which, and the circumstances under which, trustees would monitor and engage with relevant persons about relevant matters)

⁽²⁾ Rachel Kent, "Uk-investment research review".10 July 2023, p25.



الإستثمار في المؤسسات المملوكة للدولة في مجال الإستثمار المؤسسي يمكن القول بان له مقاييس خاصة به ، الأول هو الرابط السياسي الذي يجمع بين الشركات التي تنتخب للإستثمار فيها و بين البورصات التابعة للدولة التي تملك السلطة التقديرية الكاملة في اصدار تلك الأوراق المالية، فيجب في هذه الحالة ان يكون لدى الشركات ميزة تمكنها من التعامل مع هذه العلاقة المعقدة تتطلب منها علاقات سياسية أخرى تقربها من الحزب الحاكم للوصول الى أهدافها، و المقياس الثاني هو الخبرة العملية لشريك الإستثمار حيث يتم البحث عن خبرته و أدائه في إستثماراته السابقة قبل المشاركة معه حيث ان الخبرة في مجال الاعمال يكون سبباً ايجابياً للنجاح، و مما تجدر الإشارة اليه ان الحكومة هي التي تحدد الشركات التي يتم ادراجها في تلك الاسواق ويتم الاختيار فيما بينها⁽¹⁾.

رغم القيود و التعقيدات التي بينهاها في سياسة الحزب الحاكم من اجل اختيار وجهة الإستثمار الا انه لغرض تعظيم العوائد و الأرباح ، بعد ان أصبحت الصين عضواً في منظمة التجارة العالمية قد أعطى الحزب الحاكم مساحة اكبر للمستثمرين المؤسسين و ان كان هؤلاء مختارون من قبله الا ان برنامج المستثمر المؤسسي الأجنبي قد أدى الى ان تخفف السلطة من احكامها و قيودها بشكل مطرد، التي كانت تمنع المستثمرين الدوليين من مؤسسات و افراد من شراء اسهم الشركات الصينية، ان هذا الخيار أدى الى ان تصبح الصين و بصورة ملفتة للنظر ثاني اكبر سوق للاسهم في العالم بحلول عام ٢٠٢٠، فبعد ان وسعت من برنامج عملها بدمج أسواق الأسهم في شنغهاي و شنتشن و هونك كونك ، و التي تتمركز فيها الإدارة الخاصة بالإستثمار وفق برنامج (stock connect)⁽²⁾ الذي سمح للمستثمرين المؤسسين المحليين بالإضافة الى الأجانب

(1) Sophie Wang, Hamish Anderson, and Jing Chi, " **venture capital performanagement in china**",(November 20,2013) available at SSRN <https://ssrn.com/abstract=2357728> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2357728>.

(2) Stock connect هو برنامج اطلقته الصين ٢٠١٤ من اجل ربط أسواق الأوراق المالية الكبرى فيما بينها و مع العالم لتسهيل إجراءات الإستثمار فهو يربط بورصة هونك كونك ببورصة شنغهاي و بورصة هونك كونك ببورصة شنتشن ، فهو برنامج يسمح للمستثمرين من هونك كونك و شنتشن و شنغهاي والعالم بالإستثمار مباشرة في الأوراق المالية المحددة و المدرجة في البورصات الصينية.

Mathew Kathayanat, Magdalene Tay, "**stock connect: charting afuture course**" , Bny Mellon 2018,wp.



بإمكانية الوصول المباشر الى أسواق الاوراق الصينية، مما تجدر الإشارة اليه و رغم المرونة التي اعطتها الصين الا انها لا تزال تحد من الإستثمار الأجنبي^(١).

مما تقدم نلاحظ ان السلطة الصينية عازمة على تعظيم الأرباح و هذا واضح و جلي ، و رغم كل ماعملته نجدها تفرض سيطرتها على هذه الإستثمارات، حيث نجد ان كلمة (محددة) فيما يخص الشركات و الأسهم و أسواق المال موجودة دائماً و هي دليل على ان الحزب مهما قدم من مساحات فهي محدودة فهو يختار مسبقاً و يضع قوائم للشركات التي يمكن ان يتم الإستثمار معها سواء فيما يخص المستثمرون المؤسسيون المحليون ام الدوليون، فنجد قد استخدم نظام توازن مؤسسي بقواعد و معايير المؤسسات القائمة و اصلحها كي يتمكن من إدخالها في النظام الاقتصادي الليبرالي^(٢).

اما في التشريع الأردني نجد ان الجهود المبذولة في تعظيم العوائد تبدو واضحة في قانون الضمان الاجتماعي الأردني حيث نصت المادة (١١) منه على " يتولى المجلس الاشراف على شؤون المؤسسة و اعمالها و تناط به لهذا الغرض جميع الصلاحيات و المهام اللازمة بما في ذلك ب/ إقرار السياسات العامة الإستثمارية للمؤسسة و تعظيم القيمة السوقية للأصول و وضع اهداف إستثمارية و تحديد معايير و آليات و محددات للإستثمارات" ، و بتتبع المشرع الأردني لم نجد سوى هذا النص لتعظيم الإستثمارات .

ان الإدارة في التشريع العراقي نجدها مماثلة للتشريع الأردني أي ان لكل مؤسسة إدارة خاصة و خاضعة لنظامها الداخلي الا ان المشرع العراقي نجده قد تفوق على نظيره الأردني بأن وضع

(1) Juan J.Cortina, Maria Soledad Martinez Peria, Sergio L.Schmukler, and Jasmine Xiao,"the internationalization of China's equity markets" IMF working paper, kesrarch department, authorized for distribution by Giovanni dell'ariccia , 2023, p4.

(2) Huiyun Feng, Kai He,"China's listitutional challenges to the international order" , Imprint: [University of Michigan Press](https://www.umich.edu/press), Hardcover

: 9780472131761, January 2020, Ebook : 9780472126453, January 2020

CIC شركة الصين للإستثمار، تعد اهم مستثمر مؤسسي صيني حيث بينت في تقاريرها كيفية اتخاذ القرارات الإستثمارية بأخذ الاعتبار الامتثال لقرارات الحزب الحاكم و كفاءة و جودة جهات الإستثمار ، و كان لها فريق ذو خبرة شاملة يعمل على تقييم الإستثمارات المعروضة و يتخذ القرارات وفق مخطط يشمل لجنة تنفيذية و لجنة تخصيص أصول و لجنة سياسة الإستثمار و تعمل هذه اللجان مجتمعة لاتخاذ القرار و بأستطاعتها ان تعمل منفردة الا انها نجدها تتبع خطوات السلطة للابتعاد عن المساءلة

Annval report, 2022, China investment corporation,p34-35.



آلية الإستثمار او الجهات المسؤولة في كل القوانين محل الدراسة، فكانت مرة الجهات دون آلية للإستثمار، ومرة نجد الجهة و الآلية محددتان .

ففي قانون التقاعد الموحد حيث نجد ان من اهداف هذا القانون هو تحقيق العيش الكريم للموظف و المتقاعد و خلفه و تحقيق التكافل الاجتماعي ، كما و يهدف الى توفير استقرار مادي و نفسي لأكبر عدد من المتقاعدين و خلفهم^(١).

نجده قد اتخذ من إستثمار أموال الصندوق سبيلاً لتحقيق تلك الأهداف^(٢)، لكن هذا السبيل لم نجد له آلية محددة او إدارة واضحة فبنتبع مواد قانون التقاعد نصل الى نص المادة (٧/رابعاً) التي بينت يتولى الصندوق إستثمار الأموال و تنميتها و المحافظة عليها حيث نصت " يتولى الصندوق المهام الآتية: ج/ إستثمار أموال الصندوق و تنميتها و المحافظة عليها"، لكن لا توجد إشارة الى الجهة التي تدير هذه الأموال في سبيل التعظيم و لا استراتيجية اختيار وجهة الإستثمار و لا الأموال المستثمرة و لا ملكيتها ، رغم الإدارات التي يتكون منها الصندوق لم يتم تحديد اياً منها هي المسؤولة.

في قانون رعاية القاصرين الذي يهدف الى رعاية الصغار و شؤونهم الاجتماعية و الثقافية و المالية^(٣)، فقد أشار في المادة (٢) منه الى ان حفظ أموال القاصرين و إستثمارها هو من الأسس التي يقوم عليها هذا القانون حيث نصت على " سادساً/ المحافظة على أموال القاصرين و إستثمارها بما يحقق منافع أكثر لهم و بما يتلائم مع خطة التنمية القومية ..".

و بتتبع مواده نجده قد اوكل صلاحية وضع قواعد إستثمار أموال القاصرين الى مجلس رعاية القاصرين و هذا ما اشارت اليه المادة (٦ /اولاً) " يتولى مجلس رعاية القاصرين الاختصاصات التالية : د/ وضع القواعد في كيفية إستثمار أموال القاصرين و المبالغ المتجمعة في الحساب

(١) المادة (٢) قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ " أولاً/ يهدف هذا القانون الى ما يأتي: أ/ تحقيق العيش الكريم للمشمولين بأحكامه. ب/ المساهمة في تعزيز قيم التكافل في توزيع الدخل بين افراد الجيل الواحد و الأجيال المتعاقبة. ح/ ضمان وصول مظلة التقاعد الى فئات أكثر. و/ توفير استقرار نفسي و مادي لأكبر عدد ممكن من الموظفين و المتقاعدين و خلفهم. هـ/ ضمان حماية الدخل للأشخاص العاملين و اسرهم في حالات التقاعد و الإعاقة و الشيخوخة و الوفاة."

(٢) المادة (٢/ثانياً) قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ" تتحقق اهداف هذا القانون بالوسائل الآتية: أ/ إستثمار أموال الصندوق.

(٣) م ١ قانون رعاية القاصرين رقم ٧٨ لسنة ١٩٨٠ و تعديلاته تنص على " يهدف القانون الى رعاية الصغار و من في حكمهم و العناية بشؤونهم الاجتماعية و الثقافية و المالية ليسهموا في بناء المجتمع."



المستقل المنصوص عليه في هذا القانون" فنجذ المشرع قد التفت الى امر الإستثمار و منحهم صلاحية وضع القواعد و توجيه الإستثمار لكن نجده قد عاد و حدد الإستثمار لأموال القاصرين في المادة (٦١) منه التي حددت أوجه الإستثمار فنصت على " أولاً/ يتم إستثمار المبالغ المودعة في صندوق أموال القاصرين بصورة موحدة كودائع ثابتة بالمصارف بالفائدة التي يتفق عليها مع المصارف ما لم يتقرر إستثمارها في الأغراض الأخرى المنصوص عليها في هذا القانون. ثانياً/ لدائرة رعاية القاصرين بقرار من مجلس رعاية القاصرين :أ- إستثمار المبالغ المودعة في صندوق أموال القاصرين في السندات الحكومية و حوالات الخزينة^(١). ب- تملك العقارات و تسجيلها باسم صندوق أموال القاصرين و ذلك من المبالغ المودعة في الصندوق لإستثمارها بما يتلائم مع خطة التنمية القومية على ان لا تتجاوز المبالغ المستثمرة لهذا الغرض ٥٠% (خمس من المئة من مجموع الودائع الثابتة للصندوق)". فنجذ ان المشرع على الرغم من إعطائه صلاحية وضع قرارات الإستثمار الى مجلس رعاية القاصرين - وهو امر محمود- الا انه عاد و قيد صلاحيات ذلك المجلس في اختيار الوجهة الإستثمارية في المادة ٦١ كما اشرنا، و ذلك خوفاً و احتياطاً حتى يضمن المشرع المحافظة على أموال القاصرين جنباً الى عدم وجود إدارة كفوءة من حيث النظرة الإستثمارية .

بالذهاب الى قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي نجده يهدف الى نفس الأهداف التي يسعى اليها قانون التقاعد الموحد مع اختلافات بسيطة، فنجده يهدف الى توفير حماية و استقرار مالي و نفسي و السعي لايصال الضمان الى فئات اكثر من العاملين، توفير حماية اكبر للمرأة و الحدث^(٢).

أشار قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي في المادة (٢/ثانياً) الى سبل تحقيق هذه الأهداف و كان اول سبل تحقيقها هو "أ: إستثمار أموال الصندوق"، و نجد ان قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي قد شهد تطوراً كبيراً بعد التعديل الأخير الذي طاله، حيث التفت المشرع الى النقص في القانون السابق و نجده أشار في المادة (٧) منه الى ان مجلس الصندوق يتولى عدداً من المهام منها "تحديد أوجه الإستثمار" أي ان جهة تحديد الإستثمار هي جهة داخلية و

(١) و هو امر متوقف لسبب مجهول كما اشرنا سابقاً بعد ما اتضح لنا ذلك من الزيارات الميدانية للوزارة المعنية.

(٢) المادة (٢/أولاً) قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي النافذ " يهدف هذا القانون الى ما يأتي:أ/ تحقيق العيش الكريم للمشمولين بأحكامه. ب/ تعزيز قيم التكافل الاجتماعي و الوصول الى معادلة منصفة تضمن العدالة في توزيع الدخل بين افراد الجيل الواحد و الأجيال المتعاقبة. ج/ ضمان وصول مظلة الضمان الى فئات اكثر. د/ توفير استقرار نفسي و مادي للعاملين و المتقاعدين و خلفهم. هـ/ ضمان حماية الدخل للأشخاص العاملين و اسرهم في حالات العجز و الإعاقة والشيخوخة و الوفاة".



هي مجلس إدارة صندوق التقاعد و الضمان الاجتماعي ، كما منحه صلاحيات الموافقة على ابرام العقود و الاستعانة بالخبراء و التعاقد مع الأشخاص ذوي الخبرة العراقيين. و منحه صلاحية اقتراح الهيكل التنظيمي للدائرة و تشكيلاتها و ايكال المهام الى هذا الهيكل فكان نصها " اولاً/ يتولى مجلس إدارة الصندوق ما يأتي : أ: تحديد أوجه استثمار أموال الصندوق و ايراداته داخل العراق. ب: الموافقة على ابرام عقود المشاركة مع القطاعين العام و الخاص في تنفيذ مشاريع جديدة و تطوير مشاريع قائمة . ز: التعاقد مع الاختصاصيين و الخبراء العراقيين. ح: الاستعانة بالمستشارين و الخبراء و الاختصاصيين العراقيين في أداء بعض المهام المتعلقة في شؤون الصندوق و تحدد اجورهم وفقاً للقانون. م: اقتراح الهيكل التنظيمي للدائرة و الصندوق و تشكيلاتها و وصف المهام و المسؤوليات و المصادقة على الملاك"

و بالذهاب الى تشكيل كل مجلس من مجالس الإدارة في القوانين المذكورة^(١) يكون الراجح في رأينا هو عدم القدرة على إدارة الإستثمار بصورة صحيحة لان هؤلاء و ان كانوا يملكون الكفاءة الإدارية و هي ليست محلاً للطعن و التتكيل ، و لكن البيئة التجارية و متطلباتها في الترويج بين الأوجه الإستثمارية تحتاج من أصحابها مستواً معيناً من الكفاءة و الخبرة هي غير متوفرة في

(١) نجد المادة(٨/أولاً) من قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ قد نصت " للصندوق مجلس إدارة يتألف من : أ- رئيس هيئة التقاعد الوطنية. ب- مدير عام الصندوق. ج- مدير عام الدائرة القانونية في وزارة المالية. د- مدير عام دائرة الموازنة في وزارة المالية. هـ- ممثل عن وزارة الدفاع لا تقل درجته الوظيفية عن مدير عام. و- ممثل عن وزارة الداخلية لا تقل درجته الوظيفية عن مدير عام. ز- ممثل عن وزارة التخطيط لا تقل درجته الوظيفية عن مدير عام. ح- ممثل عن وزارة العمل و الشؤون الاجتماعية لا تقل درجته الوظيفية عن مدير عام. ط- ممثل عن البنك المركزي العراقي لا تقل درجته الوظيفية عن مدير عام."

اما تشكيل مجلس إدارة التقاعد و الضمان الاجتماعي فقد اشارت المادة (٦/أولاً): يتكون مجلس إدارة الصندوق من : أ- وكيل الوزارة الذي يختاره الوزير. ب- مدير عام دائرة التقاعد و الضمان الاجتماعي للعمال. ج- مدير عام صندوق تقاعد موظفي الدولة. د- مدير عام دائرة العمل و التدريب المهني. هـ- مدير عام دائرة الموازنة في وزارة المالية. و- مدير عام الصحة العامة في وزارة الصحة. ز- خبير اقتصادي (ممثل عن البنك المركزي). ح- ممثل عن اتحاد المقاولين. ط- اثنين من اتحادات نقابات العمال. ي- ممثلين اثنين عن اتحاد الصناعات العراقية. ك- ممثل عن اتحاد الغرف التجارية العراقية."

و صندوق رعاية القاصرين اشارت الى تشكيله المادة(٤) من القانون المذكور حيث نصت "يؤلف مجلس يسمى(مجلس رعاية القاصرين) يشكل من: أولاً: وزير العدل. ثانياً: المدير العام لدائرة رعاية القاصرين. ثالثاً: رئيس الادعاء العام. رابعاً: رئيس هيئة الاشراف العدلي. خامساً: مدير عام مختص من وزارة العدل و الشؤون الاجتماعية يرشحه وزير العمل و الشؤون الاجتماعية. سادساً: مدير عام من وزارة التربية يرشحه وزير التربية. سابعاً: ممثل عن الاتحاد العام لنساء العراق يرشحه الاتحاد العام لنساء العراق من بين أعضاء المكتب التنفيذي. ثامناً: عضوين من ذوي الخبرة و الاختصاص يختارهم وزير العدل لمدة سنتين قابلة للتجديد."



أعضاء هذه المجالس، و يمكن استثناء قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي الذي كان من بين اعضاء رجال اعمال و ممثلين عن غرف التجارة ، فكان للمشرع في هذا الاتجاه ان يتوجه الى أصحاب الخبرة في التشريعات الأخرى.

و نجد ان التعديلات التي شملت قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي تمثل نقلة نوعية من المشرع حيث عمل على جعله متلائماً مع البيئة التجارية ، نجده رغم أعضاء المجلس سمح له الاستعانة بالخبراء و الاختصاصيين في سبيل تحقيق اهداف القانون.

المطلب الثاني

ضمانات الإستثمار المؤسسي

يتطلع المستثمرون المؤسسيون بشكل عام إلى ضرورة وجود مجالس إدارة قوية لتنظيم ممارسات الرقابة على اعمال الإستثمار الموجه. حيث يقع على عاتق تلك المجالس تنظيم و مراقبة عمليات الإستثمار و مسؤولية الرقابة على النشاط الإستثماري بالتأكد من مدى احترام الجهات التي ستستثمر من خلالها للأحكام التشريعية و التنظيمية المعمول بها، ان تلك الرقابة تعتبر من الضمانات الرئيسية التي يتطلع اليها المتعاملون مع هؤلاء المستثمرين، تكون هذه الرقابة على نحوين اما داخلية صادرة من المستثمر المؤسسي و الجهة التي يتعامل معها او تكون خارجية صادرة من المشرع او متحققة عن الأنشطة التجارية التي يمارسها المستثمر المؤسسي، و انطلاقاً مما تقدم سوف يتم دراسة الضمانات الداخلية و الخارجية وفق فرعين الأول يعتمد دراسة الداخلية منها و الثاني كرس لدراسة الضمانات الخارجية

الفرع الاول

الضمانات الداخلية

ان مجموع الإجراءات و العمليات التي يتم اعتمادها من قبل مختلف مستويات المسؤولية في مؤسسة إستثمارية معينة بهدف التقليل من المخاطر التي من شأنها ان تحول دون تحقيق الأهداف المضبوطة و المتعهد بها، او ممكن القول جميع السياسات و الاجراءات (الضوابط الداخلية) التي تتبناها إدارة المنشأة لمساعدتها قدر الامكان في الوصول الى هدفها في ضمان إدارة منظمة للعمل، و المتضمنة الالتزام بسياسات الإدارة و حماية الاصول و اكتشاف الغش و الخطأ، و دقة اكتمال السجلات المحاسبية و تهيئة معلومات مالية موثوقة في الوقت المناسب



يمكن اعتبار كل ما تقدم ضمانات داخلية^(١). ان الرقابة الداخلية هي من اهم الضمانات و مصطلح الرقابة الداخلية بالاطلاع على تقرير Basel للرقابة الداخلية المصرفية يشير الى ان الأهداف الرئيسية للرقابة الداخلية لاي مؤسسة مالية^(٢) هو كفاءة عمليات الإدارة و التأكد من فعاليتها و الاعتماد عليها و الالتزام بالقوانين المعتمدة. ان وجود نظام رقابي داخلي منظم يعمل على مساعدة المؤسسة على افتراض وجود مخاطر إضافية بطريقة محتسبة سلفاً و يعمل على تخفيف المفاجآت المالية ، كذلك فان هذه الرقابة توفر الحماية للمؤسسة نفسها من الوقوع في خسائر مالية كبيرة حيث تكون رقابة على جميع عمليات الإدارة قبل و بعد اتخاذ القرارات المهمة في المؤسسة^(٣). وان هناك امراً مهماً و غير ظاهر للعيان الا و هو ان المستثمرين المؤسسين لهم دور الرقابة و المراقبة في الإستثمارات وهو دور يعطي ضمانات لكل اطراف العلاقة، فلا يكون لهم دور محدود في الرقابة كما في باقي الإدارات^(٤).

مع زيادة المستثمرين المؤسسيين لمستويات إستثماراتهم الموجهة، تتجه القوانين نحو تعزيز آليات المراقبة لتلك الإستثمارات و الحد من حدوث عمليات الاحتيال فيها، حيث يقوم المستثمرون المؤسسيون بدور المراقبة فيما يتعلق بعقود الإستثمار التي يمولها المستثمر.

بذلك سوف تتم دراسة الضمانات الداخلية في فقرتين:

أولاً: رقابة المستثمر المؤسسي

ان للرقابة دور أساس في الإستثمار المؤسسي و يجب فهم ان الرقابة تختلف عن السلطة، حيث ان الرقابة هي للتأكد من ان العمل يتم بصورة صحيحة وفقاً لما تفرضه القواعد الداخلية و القوانين ، اما السلطة فهي القدرة في اتخاذ القرارات دون الرجوع او استشارة احد او اتباع قواعد

(١) غسان فلاح المطارنه، تدقيق الحسابات المعاصرة، دار مسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، ٢٠٠٦، ص ٢٠٧.

(٢) يجب ملاحظة اننا لسنا في صدد دراسة المؤسسات المالية لكن تم الاعتماد عليها كونها جزء من الإستثمار المؤسسي، و كذلك ان الإجراءات نفسها فيما يخص الرقابة الداخلية تطبق على المؤسسات الحكومية في حالة إستثمار أموالها.

(3) **Submission for the G-7 heads of government at the 1998 Birmingham summit, promoting financial stability, recent initiatives of the basle committee on banking supervision, March 1998.**

(4) Iris-H-Y Chiu, "an institutional theory of corporate regulation", North Western journal of international law & business, (39) 2 (2019), pp(84-170).



محددة و بما ان سلطة المستثمر المؤسسي غير كاملة في اتخاذ القرارات فلا بد من الاطلاع على الرقابة التي توجه هذه الجهات في اعمالها الإستثمارية .

لكي نطلع على هذه السلطة و القدرة و حدودها نبدأ بدراسة المستثمر المؤسسي البريطاني، و كما هو معلوم ان النظام المالي البريطاني نظام السوق و اقتصادها اقتصاد السوق و ان هذا النظام يدعم حرية التعامل بين اشخاص السوق، الذي يعد من اكثر الأسواق جذباً لمن يبحث عن حرية العمل، حيث يعتمد على خيارات الأشخاص بعيداً عن ضغوط الدولة تعطي المجال للنجاح الفردي و تعززه فإن ميزة سوق المملكة المتحدة هي قدرته على تنسيق العلاقات الاقتصادية، فيكون القطاع الخاص له دور السيادة و الريادة، اما الدولة فيكون لها دور التوجيه و اهم أدوارها هو حفظ السوق من المشاكل التي تثار نتيجة الاعمال فنجد ان من اهم المبادئ التي تتمسك بها الحكومة البريطانية هو عدم التدخل الا للضرورة و هذا الفكر قد اخرج للواقع ان الشركة منظمة اقتصادية حرة لا يتدخل احد في أهدافها و يحفظ قانون الشركات كفاءتها باعتبارها منظمة تعاقدية لها طبيعتها الخاصة، كما و يهدف الى تلبية التوازن الإداري عن طريق توفير اطار اداري منظم⁽¹⁾ .

فكان اول الأطر التي طمحت الجهات التنظيمية الى تحقيقها هو حماية الإدارات عن طريق توفير الحماية اللازمة لهم لحرية العمل مما يعكس الحماية للمؤسسات ، فأكدت على وجوب توفير الموارد الكافية و تمكين هذه الإدارات من الوصول الى المعلومات التي يرغبون بمعرفتها من اجل اكمال دورهم و يجب على الجهات الإستثمارية بصورة عامة استشارة مؤسسات الإستثمار المؤسسي بشأن الإستثمارات الجديدة فنجدها قد ادخلت هياكل تنظيمية الزامية تدعم الرقابة الداخلية، مثل اجبار المؤسسات المالية (شركات ، و مستثمرين مؤسسين، مؤسسات إستثمارية) ان تعين شخصاً كبيراً مسؤولاً عن الإبلاغ عن المخالفات التي من الممكن ان تؤدي الى خلل في سير الإستثمار و بالمقابل يتم توفير الحماية اللازمة لهؤلاء الأشخاص المبلغين و تقديم التشجيعات لهم لتغلبهم على الخوف من التهديدات التي قد يتعرضون لها⁽²⁾.

(1) Lbid.

(2) Iris H-Ychiu,"anew milestonin corporate regulation: procedural legalization, standards of transnational corporate behavior and lessons from financial regulation and anti-bribery regulation", (Marrch 17, 2016),available at ssrn:httpsLLssrn. Com abstract= 2949257.



و نجد ان المدونة المقدمة من لجنة مسؤوليات المساهمين البرلمانية في ٢٠١٣ التي تتجه في الأساس الى المستثمرين المؤسسين مثل صناديق التقاعد و التأمين و المؤسسات الإستثمارية و غيرها، قد اشارت الى ان المراقبة مهمة لا تقع على عاتق مديري الصناديق المذكورة فقط، و لكن يمكن لامناء المعاشات (الأشخاص المكلفين من قبل المؤسسات بإدارة الإستثمار) و المالكين الآخرين المشاركة بذلك الامر ايضاً، اما بشكل مباشر او غير مباشر بالتقويضات الممنوحة لهم فنجد ان من المبادئ التي قدمتها المدونة هو "يجب على المستثمرين الإفصاح علناً عن سياستهم حول كيفية قيامهم بمسؤوليات الاشراف" و من محتويات الإفصاح هو آلية المراقبة التي يتبعها المستثمر على الشركات المستثمر فيها و لا ضير من اجراء بعض الحوارات النشطة عند الضرورة مع مجلس إدارة الشركة، و الرقابة المستمرة تعطي المجال للمستثمر بالاطلاع على المشكلات في وقت مبكر مما يساعد في خلق الحلول و تخطيها، و أوضحت المدونة ان هذه الرقابة يجب ان تكون بشكل دوري و منتظمة و من مهامها تدقيق سجلات الاجتماعات، و معرفة الشركة مع من تتعامل و الأصوات المدلى بها ، وفي مبدأ اخر اشارت المدونة الى ان من أغراض الرقابة معرفة متى يكون تدخل الأمناء و المالكين الآخرين ضرورياً من عدمه في حوار نشط مع مجلس الإدارة. كما يراعوا متى يصعدوا الحوار مع مجلس الإدارة^(١)، و وضع قانون الاشراف البريطاني ان على كل الشركات و المؤسسات التي تستثمر سواء مباشرة او عن طريق المستثمرين الماليين و الأشخاص المعنويين الامتثال الى كل ما جاء في هذا القانون من شروط الافصاح و التوضيح و الالتزام بالتصويت و آلية و كيفية الدخول في الصفقات، و ان عدم الامتثال او كان هناك رأي مخالف لتلك الخطوات المتخذة من قبل الشركات المستثمر فيها او المؤسسات فيجب ان يكون هناك توضيح لاسباب عدم الالتزام بشروط او نصوص القانون، وعموما ان بنود الاتفاق بين الاطراف هي من تحدد آلية الرقابة التي يمارسها المستثمر المؤسسي^(٢).

و مثالا على الدور الذي تلعبه مجالس الإدارة في الرقابة الداخلية، نجد في قانون التقاعد البريطاني قد أشار في نظام ٢٠١٦ انه قد طلب من جميع صناديق التقاعد الحكومية بترتيب أصولها الإستثمارية في صندوق واحد و ادارته إدارة حكيمة بما يضمن الإدارة الجيدة، فكان نتيجة هذا الجمع ان تم تشكيل شركة تعرف بي شركة برونيل للمعاشات التقاعدية المحدودة (LIMITED BRUNL PENSION PARTNERSHIP) و تُعد إدارة هذه الصناديق

(1) ICGN, "ICGN corporate risk oversight guidelines", published by the international corporate governance network, 2013.p4

(2) Libd



مجتمعة وثيقة مطلوبة للتأسيس بموجب قانون الشركات البريطاني توضح النظام الأساسي للشركة بما فيها تعامل كل إدارة على حدة مع مساهميها ، كما تبين القرارات الواجب إصدارها بموافقة جميع الأصوات او قرارات الأغلبية (٨٠%) و يتشكل مجلس إدارة هذه الشركة من أربعة مديرين تنفيذيين و رئيس غير تنفيذي واحد و اثنين من المديرين غير التنفيذيين و ممثل عن المساهمين، و يجب ان تتم موافقة المساهمين على أعضاء مجلس الإدارة لهذه الشركة بالأغلبية، و احد اهم عناصر دراسة الجدوى لهذه الشركة هو ان تكون الرقابة الداخلية لمجلس ادارتها خاضعة لهيئة تنظيم المعاشات التقاعدية. و تنشأ هذه الشركة مجلس الرقابة الذي تبين اختصاصاته في وثيقة التشكيل و منها الاشراف و الرقابة على عمل الصناديق و يتشكل هذا المجلس من ممثلين عن كل صندوق من صناديق تأسيس الشركة^(١). و ان كل ما يخص إدارة هذه الشركة من تعيينات و سياسات إدارة و مكافآت و الرقابة الداخلية كلها تدخل بالكامل تحت تصرف هذه الشركة حيث ان بيان الرقابة الداخلية الذي يصدر عن مجلس الإدارة و المساهمين مجتمعين يجب ان يحتوي على نهجاً واضحاً لعمليات الرقابة الداخلية و إدارة المخاطر^(٢).

مما تقدم يتبين لنا ان الرقابة في التشريع البريطاني هي مسؤولية مشتركة بين جميع الأطراف الداخلة في الإستثمار من اجل خلق تواصل فعال بشأن مراقبة المخاطر المحتملة و المحاولة لتخطيها^(٣).

و بالانتقال الى المشرع الصيني نجد ان المستثمرين المؤسسين الخاضعين لسيطرة الدولة هم القوة المؤثرة في الرقابة ذلك بصفتهم مساهمين مسيطرين يمتلكون اكبر نسبة من الأسهم بشكل مباشر او غير مباشر فإن الهيكل المؤسسي الذي نشأ عن اصلاح الشركات المملوكة للدولة قد خلق تشكيلة معقدة من السلطات مثال مجلس الدولة و لجنة مجلس الدولة، و وزارة المالية و إدارة الدولة للنقد الأجنبي ، كلها مؤسسات لها إستثمارات في الشركات المملوكة للدولة و القطاع الخاص و كما اشرنا سابقاً فإن لهم القسم الأكبر من الأسهم، رغم كبر نسبة الأسهم التي يمتلكها هؤلاء الا ان ما يجب الإشارة إليه ان رقابتهم لا تتعدى الشركة او المؤسسة المستثمر فيها و مما تجدر الإشارة اليه ان الرقابة الداخلية للمؤسسات تناط الى مجلس الإدارة و الإدارة العليا وفق

(1) Pension fund committee, 2017, "**Brunel pension partnership**", report by the director of finance.

(2) Policy statement, "**brunel pension partnership ltd responsible stewardship**", 2020 ,authorized and regulated by the financial conduct authority, p 29.

(3) ICGN, "**ICGN corporate risk oversight guidelines**", published by the international corporate governance network, 2010.p4.



المستويات الوظيفية المختلفة لتحقيق فاعلية الرقابة الداخلية امام جهات عليا خارجية تتابع عملهم^(١).

اما المشرع الاردني وفيما يتعلق بصندوق إستثمار اموال الضمان الاجتماعي نجد ان المادة (٩) منه نصت على ان: " أ- يكون للمؤسسة مجلس إدارة برئاسة رئيس المجلس و عضوية كل من: ٣...- نائب محافظ البنك المركزي المختص بالإستثمار. ٤- ممثل عن القوات المسلحة و الأجهزة الأمنية يسميه مجلس الوزراء. ٥- اثنين يمثلان النقابات المهنية يسميهما رؤساء النقابات المهنية على أن يكون أحدهما من أصحاب العمل و الآخر من المهنيين. ٦- أربعة يمثلون العمال يسميهم الاتحاد العام لنقابات العمال. ٧- أربعة يمثلون أصحاب العمل اثنان منهم تختارهما غرفة صناعة الأردن و الاثنان الآخران تختارهما غرفة تجارة الأردن"، فيلاحظ ان المشرع الاردني حرص على ان تشمل عضوية المجلس اعضاء من جهات خارجية عدة بحسب ما ذكر في النص، و ان من مهام المجلس المشار لها ضمن المادة (١٦) من قانون الضمان الاجتماعي هي تشكيل لجنة لمراقبة اعمال الإستثمار، حيث نصت على "أ- يشكل المجلس من بين أعضائه لجنة تسمى (لجنة المراقبة) من ثلاث أعضاء و تكون مدة العضوية ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة. ب- تنتخب لجنة المراقبة رئيساً لها من بين أعضائها و تجتمع بدعوة منه مرة على الأقل كل شهرين و كلما دعت الحاجة، و تتولى المهام و الصلاحيات التالية: ١- مراقبة اعمال إدارة المؤسسة المتعلقة بالشؤون المالية و الإستثمارية و تدقيق التقارير المالية الخاصة بها بما في ذلك بيانات المالية الختامية قبل عرضها على المجلس". كذلك الفقرة (ج) من المادة (١٠) من القانون ذاته الى ان: " للمجلس أن يدعو خبيراً أو أكثر من المختصين لحضور الاجتماع لغايات الاستئناس برأيه"، فيلاحظ ان المشرع اجاز الاستعانة بخبراء لإدارة شؤون تلك المؤسسة بما فيها عمليات الرقابة على عمليات الإستثمار، و تكون الرقابة على العمليات الإستثمارية التي يقوم بها الصندوق من صلاحية المجلس حيث نصت الفقرة (ج) من المادة (١١) الى ان: " يتولى المجلس الإشراف على شؤون المؤسسة و أعمالها و تتناط به لهذا الغرض جميع الصلاحيات و المهام اللازمة بما في ذلك: ج- مراقبة العملية الإستثمارية لتعظيم المحفظة و التحوط و التتبع و تحقيق أهداف السياسة الإستثمارية". و ان المشرع الأردني قد اخضع تلك المؤسسات الى الرقابة و التنظيم الداخلي الذي اشارت اليه منظمة التعاون الاقتصادي هو من قبيل هيكلتها و الحرص على ان يكون إستثمارها متوافقاً مع

(1) Linlin Dan W.Puchniak,"institutional investors in china :corporate covornance and policy channeling in the market with in the state "35(2022),Columbia journal of Asian law,pp(74-159).



الخطة الاقتصادية المتبناة فنجد ان نظام الرقابة الداخلية الأردني و تعديلاته رقم (٣) لسنة ٢٠١١ في المادة (٤) منه قد نص على "أ- تنشأ في الدائرة و الوحدة الحكومية وحدة تسمى (وحدة الرقابة الداخلية) تتولى الرقابة الداخلية و التدقيق الداخلي للمعاملات المالية و الإدارية و الفنية وفقاً لاحكام هذا النظام و التعليمات الصادرة بمقتضاه. ب- تنشأ في الوزارة وحدة للرقابة الداخلية تسمى (وحدة الرقابة الداخلية المركزية) تتولى متابعة التزام وحدات الرقابة الداخلية في الدوائر و الوحدات الحكومية بتطبيق احكام هذا النظام و التعليمات الصادرة بمقتضاه". ونصت المادة (٨) من نفس النظام على " أ-تهدف وحدة الرقابة الداخلية في الدوائر و الوحدات الحكومية الى المحافظة على المال العام و الموجودات العامة و التأكد من حسن استخدامها بالشكل الأمثل. ب- تتولى وحدة الرقابة الداخلية في سبيل تحقيق أهدافها المهام التالية :١- التأكد من صحة و دقة القيود و البيانات و المعلومات المحاسبية و البيانات المالية.٢- التحقق من فاعلية العمليات المالية المتبعة و كفاءتها ٣- حماية الموارد المالية و الأصول من سوء الاستعمال. ٤- التأكد من مدى الالتزام بالتشريعات النافذة للحد من الأخطاء و اكتشافها في حال وقوعها. ٦- ممارسة الرقابة الإدارية و الرقابة الفنية و التأكد من تحقيق الدائرة و الوحدة الحكومية للاهداف و السياسات العامة للدائرة و الوحدة الحكومية من خلال مراجعة القرارات الإدارية الصادرة بهذا الشأن".

و بالوصول الى المشرع العراقي و بالبحث في تشريعات محل الدراسة نجد ان قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي في المادة (١١/أولاً) منه نصت على " يتكون الصندوق من الأقسام الآتية :٤- قسم الرقابة و التدقيق الداخلي". و الذي يعد من اهم اقسام التدقيق و الرقابة الداخلية للمؤسسات التي يكون ضمن تشكيلات اقسامها حيث اولت الإدارات العليا هذا القسم اهتماماً كبيراً نجد ان له مفهومه الخاص به و هو " مجموعة الإجراءات و الوسائل التي تتبناها إدارة المنشأة في وضع الخطة التنظيمية لغرض حماية الموجودات و الاطمئنان الى دقة البيانات المحاسبية و الإحصائية" كما يعطي تأكيداً معقولاً ان مجلس الإدارة و الموظفون قد اتموا عملهم المكلفين به وفق القوانين و الأنظمة ، اما المفهوم الدقيق للتدقيق الداخلي فهو انه احد أجهزة المؤسسات التقويمية و يعتبر من الوسائل الفعالة للرقابة الداخلية، و من مهامه فحص و تدقيق جميع أوجه أنشطة المؤسسات (المالية و الإدارية و الفنية) و متابعة اعمال كل جهة من جهات



المؤسسات و اقسامها و فروعها^(١). فلو اعتمدنا هذا المعنى نجد ان اعمال كل الصناديق ضمن التشريعات محل الدراسة هي خاضعة لرقابة داخلية من قبل القسم المذكور .

ف نجد المشرع العراقي و الأردني و فيما يتعلق بالرقابة الداخلية للمؤسسات قد عمل على ايكال هذه المهمة الى تشكيلات يتم انشاءها داخل المؤسسات يكون لها الدور الرقابي في ضمان جهود الإدارة في تعزيز الضمانات القانونية و تحسين ضوابط النزاهة، لا سيما و ان هذه الدول عضواً في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية و قد اشارت هذه المنظمة الى وجوب إيجاد رقابة داخلية قوية و قادرة على إدارة المخاطر إضافة الى مهام الإبلاغ عن الأوضاع المربكة في المؤسسات الى الجهات العليا المسؤولة عن وضع القوانين و اللوائح و المنظمة لها، و بذلك نجد ان الرقابة الداخلية من الأنظمة التي تضع أساس متين للقطاع العام^(٢) .

ثانياً: رقابة الجهات المستثمر فيها

ان الاطلاع على حدود الرقابة التامة للإستثمار المؤسسي و فهم صلاحياتها و آلية عملها و ما لها من تأثير على المستثمر المؤسسي يوجب علينا دراسة هذه الرقابة من وجهة الإستثمار نفسها عند الجهات الإستثمارية التي تشاركه الإستثمار، فعند النظر الى الشركات يجب فهم دور و صلاحيات مجالس الإدارة في الممارسات العملية حتى لا تتكون فجوة بين عملها و المتوقع منها من المستثمرين معها ، و كذلك المصارف و عمل مجالس ادارتها و الرقابة فيها، فيجب ملاحظة ان الرقابة الداخلية للشركات و المصارف و ان بدت للوهلة الأولى بعيدة عن الإستثمار المؤسسي لكن النظر عن كثب يبرز لنا الدور الفعال لهذه الرقابة كون ان هذه الشركات و المصارف هي جزء من إستثمار كبير له اشخاص عدة تؤثر و تتأثر بعضها ببعض^(٣).

بالذهاب الى المشرع البريطاني نجد ان نظام الرقابة الداخلية يقوم على اجراء فحص دوري ذاتي لهذه الشركات للتعامل مع القواعد الداخلية و القوانين الخارجية و اجراء الكشوفات على أصول الشركات ، و انيطت مهام الرقابة الداخلية الى جهات عدة منها مجلس الإدارة و مجلس المراقبة و التدقيق الداخلي، و استجابة لقانون حوكمة الشركات البريطاني فقد أدخلت الحكومات الزامية

(١) دليل استرشادي لوحدات التدقيق الداخلي في الوزارات العراقية، ديوان الرقابة المالية، دائرة الشؤون الفنية و الدراسات، قسم الدراسات الفنية و البحوث، بدون سنة اصدار.

(٢) تقرير منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية، "الرقابة الداخلية إدارة المخاطر من اجل النزاهة العامة في

منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا"، ٢٠١٩، ص ٣

(3) Iris-H-Y Chiu, "an institutional theory of corporate regulation", North Western journal of international law & business,(39) 2 (2019), pp(84-170).



على الشركات بأن تضمن وجود إدارات للمخاطر ذات كفاءة عالية كي تتجاوزها، و على مجلس الإدارة ان يقدم قائمة متنوعة من المهارات المناسبة لنموذج الاعمال⁽¹⁾.

فعلى مجلس الإدارة تولي مراقبة سلامة البيانات المالية و ضمان الضوابط الداخلية السليمة و القوية لإدارة المخاطر المالية و التشغيلية و مخاطر السمعة للشركة بشكل مناسب . كما و يكون له الدور الأمتثل في الكشف عن المخاطر و تحديد دور الشركة في ادارتها، و زيادة لدور الرقابة يتم اعلان دور هذه الجهات الرقابية في بيان الإفصاح للشركة كي يتمكن المستثمرون من الاطلاع عليه⁽²⁾. اما مجلس الرقابة و هو هيئة داخلية للرقابة يشكل في المصارف استناداً الى قانون الخدمات و الأسواق المالية البريطاني(FSMA) مهمته الرقابة و الاشراف على مجالس إدارة المصارف و مدى امتثالها للأنظمة و التعليمات و آلية اعداد التقارير المطلوب تسليمها الى الجهات العليا، و منها هيئة الخدمات المالية التي تشكل مع إدارة المصارف أنظمة رقابة داخلية مسؤولة عن إدارة الإستثمار و دراسة مخاطره المحتملة و طرق التصدي لها لتحقيق المستوى الأمتثل من الحماية لجميع اطراف الإستثمار. ان التعاون بين هذه الهيئة و المصارف البريطانية او الشركات يمثل تغيراً كبيراً في توجه الاشراف في المملكة المتحدة و يضع اطراً جديدة لحوكمة الشركات و المصارف على حد سواء. فنجد نظام الرقابة الجديد يبتعد عن الشكلية القديمة في الرقابة من قبل مجلس الإدارة ، حيث يعتمد على معيار موضوعي يعمد الى تقسم العمل الرقابي وفق مسؤولية كل جهة إدارية لها الكلمة في اتخاذ قرار مهم لإدارة المصرف او الشركة كما و يدرس قدرتهم الشخصية على الالتزام و الامتثال للمتطلبات الإدارية، فجعل كل مصرف او شركة تتكون من هيكل رقابي من اربع مستويات ، الأول الرقابة من قبل مجلس الإدارة و الثاني رقابة الاشراف من افراد غير تنفيذيين لا يشاركون في الإدارة اليومية ، و الثالث الرقابة عن طريق الاشراف المباشر على مجالات العمل المختلفة، و الرابع و الأخير الرقابة من خلال إدارة المخاطر و وظائف التدقيق⁽³⁾ .

(1) Iris H-Ychiu, "anew milestonin corporate regulation: procedural legalization, standards of transnational corporate behavior and lessons from financial regulation and anti-bribery regulation", (Marrch 17, 2016), available at ssrn:httpsLLssrn. Com abstract= 2949257

(2) LGIM, Op.Cit, n1, p140

(3) Kern Alexander, " UK corporate governance and banking regulation: the regulation's role as stakeholder", Stetson law review, xxx111(2004), pp(992-1034).



و اكدت المراجعات المتكررة لحوكمة الشركات على جهة رقابة أخرى حيث اشارت الى دور المساهمين في المراقبة و التفاعل مع مجالس إدارة الشركات و المصارف لذلك نجد ان الإصلاحات اتجهت الى التركيز على الإفصاح عن بيانات الشركات لتعزيز صلاحيات المساهمين، فالاعتماد الأول بالإصلاحات هو الاعتماد على مراقبة المساهمين للشركات، نتيجة طبيعية لذلك ان المراقبة يجب ان تتم من قبل المساهمين المؤثرين و الناشطين في عملهم مع الشركات و المصارف، و هذا هو أساس ما يعرف بالاشراف ، حيث يمارس المساهمون المشاركون بصوتهم نيابة عن عملائهم و وكلائهم و تعد هذه الرقابة هي الأساس في اصدار قانون الاشراف البريطاني ٢٠١٠ و كانت بمثابة الخريطة له^(١).

بذلك نجد ان مهمة الرقابة تقع على مجالس الإدارة و المساهمين بصورة مشتركة في التشريع البريطاني ، الا ان الدور المهم للرقابة الداخلية يقع على عاتق المساهمين (المستثمرين المؤسسين) ذلك لانهم حين يصبحون أعضاء في مجلس إدارة الشركات و لهم عدداً كبيراً من الأصوات هنا يبرز دورهم الجلي في تحديد إيجابيات و سلبيات القرارات المتخذة و ابداء رأيهم فيها من خلال التصويت^(٢).

اما المشرع الاردني^(٣) و فيما يخص الرقابة الداخلية و التي هي إجراءات تتخذها جهات داخلية ضمن تشكيل الشركة او المصرف قد وضع الرقابة في الباب الرابع عشر من قانون الشركات الأردنية و عمل على معالجتها جزئياً الداخلي و الخارجي، فنجد ان الرقابة الداخلية متمثلة

(1) Janet Williamson, Ciaran Driver, Peter Kenway , " **Beyond shareholder value, the reasons and choices for corporate governance reform**" soas university of London , 2014<pp(7-9).

(2) LGIM,Op.Cit, n1, p140

لابد من الإشارة الى ان هناك من يدعوا الى ان تكون هناك جهات رقابية أخرى غير التي ذكرت كي تكون الرقابة اقوى اذا ما كانت هناك جهات رقابية خارجية غير جهات الرقابة الإدارية و لا علاقة لها بالشركة و لا جهات الاستثمار حفاظاً على سير العملية بكل شفافية

Implementing ICFR in the UK , "protecting stakeholders" 2020, p18

(٣) و المشرع الصيني لامجال لذكره هنا لان كل ما تم ذكره فيما يخص المستثمر المؤسسي هو نفسه ينطبق على المؤسسات كافة الحكومية و غير الحكومية فيما يخص الرقابة، لكننا وجدنا من يدعو الى ان يتم تحويل نظام الرقابة الداخلي الصيني من نظام رقابي موجه لاعداد التقارير الى نظام رقابي شامل يتمكن من ابداء الرأي و اتخاذ الإجراءات المناسبة في حق المخالفين

Li, F.D."internal control of commercial banks– basedon case study of shanghai pudong development bank", modern economy ,(2020),11,p(230-248).



بالهيئة العامة مرة و مجلس الإدارة مرة أخرى و في بعض الأحيان المدير المفوض، فنجد التشريع الأردني اعتمد رقابة مجلس الإدارة من خلال السماح للمساهمين المشكلين له برقابة و تقييم اداء الشركة، كما سمح لهم بحضور اجتماعات الهيئة العامة و هذا بحد ذاته يعد اجراء مهم لحماية حقوقهم من احتمالية اتخاذ قرارات لا تصب في مصلحتهم^(١).

فكان نص المادة (٢٧٤) من قانون الشركات الأردني يتضمن السماح لهم بالاطلاع على المعلومات و الوثائق فنجد قد نص على " أ- لكل مساهم و لكل شريك في الشركات المسجلة بمقتضى احكام هذا القانون الاطلاع على المعلومات و الوثائق المنشورة المتعلقة بالشركة و الخاص بها...".

اما الرقابة على المصارف الأردنية فنجد ان المشرع قد منح حقها الى مجلس الإدارة حيث أشار قانون البنوك الأردني رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٠ في المادة (٢) منه الى ان " يكون مجلس إدارة البنك مسؤولاً عن وضع السياسات العامة للبنك و الاشراف عليه و يتمتع بالصلاحيات المنصوص عليها في القانون النافذ المفعول و يتولى بشكل خاص المهام و الصلاحيات التالية: د- مراقبة تنفيذ سياسات البنك و التأكد من صحة الإجراءات المتبعة لتحقيق ذلك. ح- وضع الأنظمة و التعليمات الداخلية للبنك التي تحدد مهام اجهزته المختلفة و صلاحياتها التي تكمل تحقيق الرقابة الإدارية و المالية على اعماله". اما المادة (٢٦) من نفس القانون فقد اشارت الى صلاحيات مدير البنك في الرقابة فقد نصت " يلتزم مدير عام البنك بما يلي: أ- تحقيق الرقابة الداخلية على سير العمل في البنك و تقيده بالقوانين و الأنظمة و التعليمات المعمول بها".

و نجد ان الهدف الأساس من الرقابة الداخلية في التشريع العراقي هي ضمان التزام الشركة بالقوانين و تحقيق اهداف الشركة حيث اشارت المادة (١٢٥) من قانون الشركات "تهدف الرقابة الى ضمان قيام الشركة بتطبيق احكام عقدها و هذا القانون".

فنجد المشرع قد منح حق الرقابة الى المساهمين و ذلك بمنحهم دوراً في اتخاذ القرارات و منح الحق كذلك للأقلية في ابداء رأيهم فنجد ان الحرص و الحماية من المشرع العراقي للمساهمين واضحة فيكون لهم الحق في الاعتراض على قرارات الهيئة العامة لدى المسجل في حال كون

(١) غالب عبد حسين و رمزي احمد ماضي، " اختلاف الالتزامات الإدارية للمساهمين في الشركة المساهمة العامة تبعاً لاسهم"، مجلة البحوث القانونية و الاقتصادية، جامعة المنصورة ، العدد ٤٥، ٢٠١٣، ص(٩١٥-٩٨٤)



القرارات المتخذة من قبلها تمس مصالحهم^(١). نجد ان نص المادة (١٤٠/ثانياً) من قانون الشركات العراقي قد نصت " تخضع الشركة للتفتيش من قبل مفتش ذي اختصاص أو أكثر يختاره المسجل في حالة وجود ادعاء مسبب بمخالفة الشركة لأحكام القانون أو عقدها أو إقرارات هيئاتها من إحدى الجهات الاتية: ثانياً-اعضاء في الشركة يحملون ١٠% عشرة من المئة في الأقل من قيمة الأسهم المكتتب بها او من حصصها" و بذلك نجد ان اول من يرفع التقرير المخالفة الصادرة عن الشركة او احد هيئاتها سواء كانت المخالفة لقرارات الشركة او القوانين الحاكمة هم المساهمون بالاقلية^(٢). و نص المادة (١٠٠) من القانون و التي نجد فيها زيادة الحرص فقد نصت " لحملة ٥% خمسة من المئة من اسهم الشركة الاعتراض على قرارات الهيئة العامة لدى المسجل خلال سبعة أيام من تاريخ اتخاذها....".

كما نجد ان التشريع اعطى الحق في الرقابة ايضاً لمجلس الإدارة لكنه في نفس الوقت قد قيده برقابة المساهمين من خلال الاطلاع على السجلات و البيانات المطلوبة و كذلك حضور اجتماعات الجمعية العمومية^(٣) ف اشارت المادة (١١٧) من القانون المذكور ان لمجلس الإدارة الحق في الرقابة و التدقيق حيث نصت " يتولى مجلس الإدارة المهام الادارية و المالية و التخطيطية و التنظيمية و الفنية اللازمة لسير نشاط الشركة عدا ما كان منها داخلياً في اختصاصات الهيئة العامة، و بوجه خاص تكون له الاختصاصات الاتية: خامساً - متابعة تنفيذ الخطة السنوية و تقديم تقارير دورية إلى مراقب الحسابات و تقرير سنوي إلى الهيئة العامة عن نتائج تنفيذ الخطة..".

اما الرقابة الداخلية للمصارف العراقية و هي الإجراءات التي يجب اتباعها لوصول الجهاز المصرفي لهدفه بالمحافظة على سلامة الجهاز المالي و المصرفي بصورة عامة و المحافظة

(١) علي فوزي إبراهيم، " حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي"، مجلة صوت القانون، المجلد ٣، عدد ٥، ٢٠١٦، ص (٧٣-١١٢).

(٢) جعفر كاظم جبر، "الحماية القانونية لاقلية المساهمين في الشركة القابضة(دراسة مقارنة)"، مجلة أبحاث ميسان مجلد ١٧، عدد ٣٤، ٢٠٢١، ص(١٦٢-١٩١).

(٣) ملاك عواد إسماعيل، " حق المساهم في الرقابة على إدارة الشركة المساهمة العامة، دراسة قانونية في ضوء احكام قانون الشركات الأردني و مبادئ حوكمة الشركات التجارية"، مجلة جامعة الزيتونة للدراسات القانونية، مجلد ٣ عدد ٢، ٢٠٢٢، ص (١٥٣-١٦٨). و جمال عبد العزيز العثمان، "الإفصاح و الشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة(دراسة مقارنة)"، دار النهضة العربية، ٣٢ شارع عبد الخالق ثروت، القاهرة ، ٢٠١٠، ص ٢٤٦.



على حقوق كل اطراف التعامل المصرفي (مودعين و مستثمرين) بصورة خاصة و بالتالي القدرة المالية العامة للدولة^(١).

ف نجد ان الرقابة في المصارف العراقية قد أوكلت الى مجلس الإدارة و الذي يعد الجهة الإدارية التي تتولى مراقبة الإدارة و مراقبة تنفيذ استراتيجيات العمل الإداري^(٢)، فنجد قانون المصارف العراقي قد أشار في المادة (١٧) منه الى هذا المعنى فقد نصت "١- يكون مجلس إدارة المصرف مسؤولاً عن إدارة الاعمال و وضع سياسات المصرف و بشكل خاص يضع أعضاء مجلس الإدارة معايير المخاطر و سياسات الإستثمار و نسب الحد الأدنى التحوطية و المعايير المحاسبية و أنظمة الرقابة الداخلية للمصرف".

الفرع الثاني

الضمانات الخارجية

تتجسد الضمانات الخارجية على الإستثمار المؤسسي بجميع اشكال الرقابة التي تُمارس على من يباشر عمليات الإستثمار سواء المستثمر المؤسسي نفسه او على الجهات التي يستثمر فيها من مصارف و شركات. تعد الرقابة الخارجية جزءاً مهماً من اطار عمل البيئة التجارية لانها تعطي انطباع لدى اشخاص البيئة التجارية بأن المعلومات المقدمة من إدارات الإستثمار هي معلومات دقيقة ان عمل المراقب الخارجي و ان كان معتمداً في بعض الأحيان على عمل المراقب الداخلي بما يقدمه من تقارير و معلومات الا اننا نجد ان الرقابة الخارجية هي صاحبة القرار النهائي حيث ان مهام هذه الأخيرة تقيم عمل الرقابة الداخلية. ان الغرض من الرقابة الخارجية هو التأكيد لاشخاص البيئة التجارية ان ما قدم لهم من بيانات هي بيانات دقيقة و صحيحة يمكن اعتمادها في اتخاذ القرارات الإستثمارية و بذلك فأن دراسة الرقابة الخارجية لهذه الجهات تتم على محورين الأول ما يتعلق بالرقابة الخارجية على المستثمر المؤسسي نفسه و الثاني الرقابة الخارجية للشركات و المصارف.

(١) مزمل عوض و صالح حامد، "الآليات الداخلية للرقابة المصرفية و دورها في تحقيق الجودة في الأرباح المحاسبية"، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد ٢٧، العدد ٢٠٢٣، ص (١٣-٤٢).

(٢) يوسف فوزي ضاري و ايسر ياسين فهد، "دور الرقابة المصرفية للبنك المركزي في الاشراف على نشاط العمل في المصارف العراقية"، مجلة كلية دجلة الجامعة، الدراسات المالية و المصرفية، المجلد ٥، العدد ٤، ص (١٧٩-١٨٨).



أولاً: الرقابة الخارجية على المستثمر المؤسسي

تحرص التشريعات المقارنة على تعزيز مظاهر الاشراف و الرقابة على المستثمرين المؤسسين كضمانة لتعزيز من جودة القرارات الإستثمارية، فبالنسبة الى التشريع البريطاني بالنسبة للرقابة الخارجية على المستثمر المؤسسي و بالذهاب الى المؤسسات التقاعدية بأعتبارها صاحبة اكبر صناديق إستثمار مؤسسي وكما اشرنا في الرقابة الداخلية ان مجلس الرقابة للشركة المكونة من اجتماع مؤسسات التقاعد يخضع لرقابة هيئة المعاشات التقاعدية و هي هيئة تم تشكيلها بموجب قانون التقاعد البريطاني حيث نجد الإشارة اليها في قانون ٢٠٠٤ و الذي يبين اختصاصاتها في فقرات و مواد مختلفة يمكن ايضاحها في فقرة واحدة هي ان هذه الهيئة لها الحق في الاشراف على مؤسسات التقاعد العامة و الخاصة منها و ذلك بمراقبتها لامتنال أصحاب الإدارة و العمل لقانون التقاعد و الضمانات المقررة فيه لحماية الأشخاص أصحاب رأس المال، كما و لها الصلاحيات الواسعة في تنظيم عمل الأمناء ابتداءً من تعيينهم و تحديد نطاق عملهم ، كما لها القدرة على اصدار أوامر منع عملهم اذا ما كان الأمين غير كفوء للإدارة، كما يكون لها واجب اللافصاح عن البيانات و المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في وثيقة التقاعد، كما و ان لها دور ارشادي حيث تقدم النصح و الارشادات للمؤسسات الخاضعة لرقابتها، تعمل هذه الهيئة على تعيين مفتشين يقومون بالزيارات الميدانية للمؤسسات للتأكد من امتثالهم للقوانين^(١)، و ان عمل هؤلاء المفتشين يعتمد على اصدار الهيئة اشعارات الى الجهات الواجب الرقابة عليها عند توفر معلومات او شك في كون هذه الجهة قد ارتكبت فعلاً يعد مخالفاً للقانون، و يتم ذكر معلومات عن المفتش الذي تم تعيينه و المعلومات التي يجب عليه ان يحصل عليها و كذلك البيانات المطلوبة لاكمال اجراءات الرقابة^(٢).

^(١)Department for work and pensions , " **automatic enrolment into a work place pension**",key facts, publised by the department for work and pensions, 2014, www.dwp.gov.uk .

^(٢) مرفق رقم (٣) اشعار التفتيش و الذي يحتوي على معلومات المفتش، و مرفق رقم (٤) هو اشعار قانوني للمستندات و المعلومات المطلوبة

" **compliance and enforcement policy**" the pensions regulator, 2016.



و بما ان هذه الهيئة هي هيئة مستقلة و قائمة بحد ذاتها فتعتبر مسؤولة امام البرلمان عن المعلومات التي تقدمها الى وزير الدولة للعمل و المعاشات التقاعدية إضافة الى التقارير التي ترفعها الى هيئة الرقابة المالية^(١).

اما المشرع الصيني فإن الامر البالغ الأهمية ان كل الجهات من مستثمرين و مستثمرين مؤسسين بما فيهم المستثمرون المملوكون للدولة تتم الرقابة عليهم من جهات اعلى و هي وكالات تنظيمية مالية كبرى و تسمى (بنك واحد و لجنتين) و التي تظم بنك الشعب الصيني (PBOC) و لجنة تنظيم البنوك و التأمين الصينية (CBIRC) و هيئة تنظيم الأوراق المالية (CSRC)، حيث ان شركات التأمين و المصارف و المستثمرون المؤسسيون الآخرون مثل شركات إدارة الأصول المالية و شركات التمويل تخضع للوائح الصادرة عن لجنة تنظيم البنوك و التأمين الصينية، بينما تخضع شركات الأوراق المالية و الصناديق المشتركة لرقابة هيئة تنظيم الأوراق المالية^(٢).

ان الحزب الحاكم رغم ما تقدم لا زال يملك يد السيطرة من خلال تعيينه الإدارات المسؤولة عن المستثمرين المؤسسين.

في القانون الاردني، و فيما يتعلق بالرقابة الخارجية على المؤسسات الحكومية و بصورة عامة تكون خاضعة لرقابة ديوان المحاسبة و الذي بين قانونه المرقم (٢٨) لسنة ١٩٥٢ و تعديلاته ان للديوان دوراً مهماً في الرقابة على اعمال الإدارة للمؤسسات كافة وفق آليات يحددها القانون و له الدور في تعزيز الإدارة السليمة و ان هذا الديوان هو جهة رقابية مستقلة يعمل لتحقيق الصالح العام^(٣). من المهام التي اولهاها المشرع لهذا الديوان ما نصت عليه المادة (٣) من قانون ديوان المحاسبة و هي الاتي " يتولى ديوان المحاسبة المهام الآتية: ١- مراقبة واردات الدولة و نفقاتها و حساب الامانات و السلفات... ٢- تقديم المشورة في المجالات المحاسبية للجهات الخاضعة لرقابة الديوان. ٣- الرقابة على الأموال العامة للتأكد من سلامة انفاقها بصورة قانونية و فاعلة. ٤- التأكد من سلامة تطبيق التشريعات البيئية المعمول بها.... ٥- التثبت من ان القرارات و الإجراءات الإدارية في الجهات الخاضعة لرقابة الديوان تتم وفقاً للتشريعات النافذة ".

(1) Department for work and pensions. "Independent review of the pensions regulator (TPR)", 2023, p74.

(2) Lin and W. puchniak ,Op.Cit.

(٣) ايمان حسن غصب ، " دور الأجهزة الرقابية الخارجية في الحد من الفساد الإداري و المالي"، المجلة العربية للنشر العلمي، المجلد ٢ ، العدد ٤٨ ، ٢٠٢٢ ، ص (٣٩٩-٤٠٨).



اما لمعرفة الجهات التي تخضع لرقابة هذا الديوان فنجد المادة (٤) من نفس القانون قد اوضحتها بنصها عليها حيث اشارت " تشمل رقابة ديوان المحاسبة مايلي: ١- الوزارات و الدوائر و المؤسسات الرسمية العامة و المؤسسات الرسمية."

ف نجد ان دور الديوان لا يقتصر على الرقابة فقط و انما له دور في تقديم المشورة ايضاً و بذلك يكون له دور حفظ الإدارة في اتخاذ القرارات^(١).

اما بالنسبة للمشرع العراقي، فلا نجد اختلافاً كبيراً عن التشريع الأردني حيث ان المشرع العراقي قد منح مهمة الرقابة على المؤسسات الى ديوان الرقابة المالية و يكون لهذا الديوان صلاحيات و مهام كبيرة و مهمة فقد منح صلاحيات الرقابة و التدقيق في الحسابات و القرارات الصادرة عن إدارة المؤسسات كذلك له الحق بالاطلاع على الوثائق و السجلات التي يجدها مفيدة لاداء مهامه و نجد ان لهذا الديوان حق الحصول على كل ما يحتاجه في عمله إضافة الى الاطلاع على الوثائق فله الاستيضاح من الموظفين للحصول على المعلومات و الإجابات التي تحقق له الوصول الى افضل نتيجة عمل^(٢).

و بالذهاب الى نصوص قانون ديوان الرقابة المالية العراقي رقم (٣١) لسنة ٢٠١١ نجد ان المادة (٦) منه نصت على " يتولى الديوان المهام الاتية: أولاً: رقابة و تدقيق حسابات و نشاطات الجهات الخاضعة للرقابة و التحقق من الأموال العامة و فاعلية تطبيق القوانين و الأنظمة ". اما المادة (٨) فقد اشارت الى الجهات التي تخضع لرقابة الديوان فنصت على " تخضع لرقابة و تدقيق الديوان الجهات الاتية : أولاً: مؤسسات و دوائر الدولة و القطاع العام او اية جهة تتصرف في الأموال العامة جباية او انفاقاً او تخطيطاً او تمويلاً او تجارة او انتاج اعيان او انتاج سلع و الخدمات. ثانياً: أي جهة ينص قانونها او نظامها على خضوعها لرقابة و تدقيق الديوان".^(٣)

و اشارت المادة (١٣) الى صلاحيات الديوان حيث نصت " للديوان الصلاحيات الاتية: أولاً: الاطلاع على كافة الوثائق و السجلات و المعاملات و الأوامر و القرارات ذات العلاقة بمهام

(١) عبد الله إسماعيل محمود، " رقابة ديوان المحاسبة و اثرها في ترشيد النفقات العامة في القطاع الصحي في الأردن"، رسالة ماجستير، جامعة فيلادلفيا، ٢٠٢٣. ص ١٢.

(٢) سامي حسن نجم، " تعدد الأجهزة الرقابية في العراق و اثره على فاعليتها"، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية و السياسية، جامعة كركوك، المجلد ٣، ٢٠١٤، ص (٥٠١-٥٥٢).

(٣) انظر نص المادة (٩/ ثانياً) من كل من قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ، و قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي النافذ.



الرقابة و التدقيق و له اجراء الجرد الميداني او الاشراف عليه و الحصول على جميع الإيضاحات و المعلومات و الإجابات من المستويات الإدارية و الفنية المعنية في حدود ما هو لازم لاداء مهامه".

و يعد ديوان الرقابة المالية هو اعلى سلطة رقابية مرتبطة بمجلس النواب.

ثانياً: الرقابة الخارجية على الجهات المستثمر فيها

فيما يخص الرقابة الخارجية على الشركات و المصارف في القانون البريطاني نجد ان قانون الشركات البريطاني ٢٠٠٦ قد اشار الى إعطاء مسؤوليات جديدة الى مراجعي الحسابات العموميين بأن يكونوا مراجعي حسابات قانونيين يخضعون بدورهم الى هيئة التقارير المالية و تعمل الهيئة على تنظيم عمل مراجعي الحسابات للقيام بمهام الرقابة و التدقيق على الشركات كافة، كما ان المشرع البريطاني قد اعطى الحق لمجموعة من المؤسسات التي تستثمر داخل عالم الإستثمار المؤسسي و بأعتبارها من اكبر المستثمرين المؤسسين بأن تكون مجموعة تعرف بمجموعة لويذر (Lloyds) يكون لها الحق في مراقبة عمل شركات الإستثمار المؤسسي اما بصورة مباشرة او عن طريق الوكلاء و تعمل هذه المجموعة على تقديم الدعم و النصح بالإضافة الى الرقابة على الشركات المستثمر معها^(١) . اما الرقابة الخارجية للمصارف فانها من اختصاص هيئة الخدمات المالية التي منحها قانون الخدمات المالية و الأسواق لعام ٢٠٠٠ السلطة في تكليف مدقيين خارجيين من المحامين و المحاسبين في المصارف لكي يتم تزويدها بالمعلومات التي تحتاج اليها لكي تتم دورها في الرقابة و تعرف التقارير التي يزودها بها هؤلاء المدققون الخارجيون بتقارير الأشخاص المهرة^(٢) . و تجري الهيئة تقيماً للمخاطر المحتملة لكل مصرف حيث تعمل على مراجعة اعمال المصرف و مخاطرها المتوقعة و آلية مواجهة هذه

(١) Lloyds banking group " external sector statwments" ,p2.

(٢) الأشخاص المهرة : هم اشخاص ذو خبرة عالية قانونية و محاسبية يتم اعتمادهم لغرض الرقابة على المؤسسات الاستثمارية في التشريعات البريطانية لهم القدرة على تقديم تقارير دقيقة في مجال الرقابة

Ojo Marianne , " the rol of the external auditor in the regulation and super vision of the uk banking system", center of europe law politics, university of bremen, 2007, online at <https://mpira.uni-muenchen.de/84112/mpira> paper no. 84112, posted 2017,p2.



المخاطر و تستخدم في سبيل ذلك مجموعة من التقنيات الاشرافية على المصارف و تعمل على تحليل و دراسة المعلومات بصورة دقيقة^(١).

اما المشرع الصيني بالإضافة الى المنظمات (بنك واحد و لجننتين) والتي اشرنا اليها في الرقابة على المؤسسات و التي من اختصاصها الاشراف على المؤسسات و الشركات نجد ان هناك لجنة تعرف بلجنة تنظيم المعاملات المصرفية الصينية (CBIRC) و هي لجنة مسؤولة عن صياغة و تنفيذ السياسات النقدية و اعداد مسودات القوانين و اللوائح المهمة في الرقابة المصرفية و هي تشرف و تراقب على كل الاعمال المالية المصرفية و لها اجراء تفتيش موقعي و مراقبة خارجية للأنشطة التجارية و مستويات المخاطر للمؤسسات المصرفية كما اعطي لها الحق باتخاذ الإجراءات التصحيحية و العقابية تجاه أي مؤسسة مالية مصرفية لا تمتثل للوائح التنظيمية منها فرض الغرامات او الامر بتعليق جزء من اعمال المصارف المخالفة او تعديل تشكيل مجلس الإدارة او عدم إعطاء رخصة تأسيس فروع جديدة كما تم منحها حق إعادة تنظيم و تشكيل المصارف في حالة وجود ازمة افلاس محتملة، و يتحمل مجلس الإدارة و الإدارات العليا للمصارف و فق المستويات الوظيفية المختلفة لهم المسؤولية امام هذه اللجنة^(٢).

اما فيما يتعلق بالقانون الاردني فإن الرقابة الخارجية المنصبة في مصلحة الإستثمار المؤسسي لها اوجه عدة تختلف باختلاف الجهة المستثمر فيها، ففي ما يتعلق بالشركات نجد ان الرقابة فيها تخضع الى عدد من الجهات منها المراقب و منها دائرة مراقبة الشركات و منها المدقق الخارجي و المصارف قد أوكلت رقابتها الخارجية الى البنك المركزي الأردني و بذلك نجد ان الرقابة الخارجية عادة ما تتم من جهات مختلفة لكل اختصاصها و نشاطها^(٣) فنجد على مستوى رقابة الشركات، فان قانون الشركات الاردني نظم الرقابة ضمن نصوصه، فقد نصت المادة (٢٧٣) من القانون على ان: " للوزير و المراقب اتخاذ الاجراءات المناسبة لمراقبة الشركات يترتب على جميع الشركاء التقيد باحكام هذا القانون و مراعاة عقود تأسيسها و انظمتها الاساسية و نشرة الاصدار و تطبيق القرارات التي تتخذها هيئاتها العامة و للوزير و المراقب اتخاذ الاجراءات التي يريانها مناسبة لمراقبة الشركات للتحقق من تقيدها بتلك الاحكام و العقود و

(1) Garol Sergeant, " the super vision of banks: the United Kingdom's experience and challenges in China, 1999, BIS, pp(174-188).

(2) The PBOOC, " document super vision and regulation", document at <https://www.hkexnews.hk> ,p116.

(3) حسن احمد إبراهيم، " نظام الرقابة التقليدية و المستحدثة على مجالس الإدارات في الشركات المساهمة"، مجلة حقوق طمياط، كلية الحقوق، العدد ٢٠٢٣، ص٨٢٤-٨٨٦.



الانظمة و القرارات و تشمل الرقابة بشكل خاص ما يلي: أ- فحص حسابات الشركة و قيودها. ب- التأكد من التزام الشركة بالغايات التي اسست من اجلها"، فيلاحظ من النص ان الرقابة الخارجية بواسطة الوزير و المراقب تترك اثرها على الإستثمار المؤسسي في حال ممارسته عبر تلك الشركات^(١). بالإضافة الى المراقب نجد ان نص المادة ٢٣٨ من قانون الشركات الأردني قد أشار الى "أ- يكون للمراقب و لموظفي الدائرة المفوضون خطياً من قبله....."، نجد ان الدائرة المشار اليها في هذه المادة هي دائرة مراقبة الشركات و هي دائرة مستقلة إدارياً و محاسبياً بموجب نظامها الإداري المرقم (٤٤) لسنة ٢٠٠٣، و بالعودة الى التقرير الصادر عن لجنة معيار القيادة فيما يخص هذه الدائرة نجده أشار الى مهامها بموجب قانون الشركات هي "الرقابة القانونية و المالية على الشركات"^(٢).

إضافة الى الوزير و المراقب و دائرة مراقبة الشركات نجد ان المادة ١٩٢ من قانون الشركات اشارت الى مدقق الحسابات الخارجي وفي المادة التي تلتها الى مهامه فنجدهما قد نصت في ١٩٢ على "أ- تنتخب الهيئة العامة لكل من الشركة المساهمة العامة وشركة التوصية بالأسهم والشركة المحدودة المسؤولية والشركة المساهمة الخاصة مدققاً أو اكثر من بين مدققي الحسابات المرخص لهم بمزاولة المهنة لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد وتقرر بدل أتعابهم ،.....". اما نص المادة ١٩٣ " يتولى مدققوا الحسابات مجتمعين أو منفردين القيام بما يلي: أ- مراقبة أعمال الشركة. ب- تدقيق حساباتها وفقاً لقواعد التدقيق المعتمدة و متطلبات المهنة و أصولها العلمية و الفنية."

اما قانون البنك المركزي الأردني رقم (٢٣) لسنة ١٩٧١، فقد نصت الفقرة (ب) من المادة (٤) على ان: " أ- يقوم البنك المركزي في سبيل تحقيق أهدافه، بالمهام التالية: ٣...- الرقابة على البنوك و الإشراف عليها بما يكفل سلامة مراكزها المالية و حماية حقوق المودعين و المساهمين وفق أحكام التشريعات النافذة و قواعد الحوكمة التي يضعها البنك المركزي بموجب التعليمات التي يصدرها لهذه الغاية. ٤- الرقابة على أي مؤسسة مالية خاضعة لرقابته و الإشراف عليها لضمان سلامة مركزها المالي وفق أحكام التشريعات النافذة و قواعد الحوكمة التي يضعها البنك المركزي في تعليمات يصدرها لهذه الغاية."

(١) المادة (٢) من قانون الشركات الأردني النافذ نصت " الوزير : وزير الصناعة و التجارة ،المراقب : مراقب عام الشركات"

(٢) تقرير لجنة معيار القيادة الاردني، دائرة مراقبة الشركات، الخطة الاستراتيجية للاعوام ٢٠١٦-٢٠١٩، ص٣.



اما قانون البنوك الأردني رقم (٢٨) لعام ٢٠٠٠، فقد نصت المادة (٧٠) منه على ان: " أ- يخضع البنك و أي شركة تابعة له للتفتيش من قبل البنك المركزي أو مدققي الحسابات الذين يعينهم البنك المركزي لهذه الغاية على نفقة ذلك البنك، و يلتزم البنك و الشركات التابعة له بالتعاون معهم بما يمكنهم من القيام بأعمالهم بشكل كامل".

اما على مستوى التشريعات العراقية، و لما كانت اوجه الإستثمار بواسطة الغير عديدة لذا فأن الضمانات الخارجية لتلك الاوجه متعددة هي الاخرى و ان كانت جميعها تدور حول فكرة خضوع تلك الجهات (المستثمر فيها) الى التشريعات التي تنظم عملها لا سيما النصوص المتعلقة بالرقابة عليها و التي تدخل ضمن اطار الرقابة الخارجية على الإستثمار المؤسسي، و من تلك التشريعات قانون الشركات العراقي النافذ الذي اوضح وجود جهة رقابية اعلى من مجلس الإدارة و هي مراقب الحسابات و التي اشارت اليه المادة ١٣٣ حيث نصت أولاً - تخضع حسابات الشركة المختلطة إلى رقابة وتدقيق ديوان الرقابة المالية. أما حسابات الشركة الخاصة فتخضع للرقابة و التدقيق من قبل مراقبي حسابات تعيينهم الجمعية العمومية للشركة. "

و بالنظر الى نص المادة ١٣٦ من نفس القانون " على مراقب الحسابات أن يدلي برأيه حول الحسابات الختامية للشركة المساهمة أمام هيئتها العامة ويجوز ذلك في الشركات الأخرى، وفي كل الأحوال يجب ان يتناول رأي المراقب المسائل الاتية: أولاً - مدى سلامة حسابات الشركة و صحة البيانات الواردة في الحسابات الختامية و مدى السماح له بالاطلاع على المعلومات التي طلبها عن نشاط الشركة مع بيان رأيه في تقرير مجلس الإدارة. ثانياً - مدى تطبيق الشركة للأصول الحسابية اللامرعية و بشكل خاص تلك المتعلقة بمسك الدفاتر و السجلات المحاسبية و عملية جرد الموجودات و التزامات الشركة. ثالثاً - مدى تعبير الحسابات الختامية عن حقيقة المركز المالي للشركة في نهاية السنة و نتيجة أعمالها. رابعاً - مدى تطابق الحسابات مع أحكام هذا القانون و عقد الشركة. خامساً - ما وقع من مخالفات لأحكام هذا القانون أو عقد الشركة على وجه يؤثر في نشاطها أو مركزها المالي، مع بيان ما إذا كانت هذه المخالفات قائمة عند تدقيق الحسابات الختامية. "

يلحظ من النص ان رقابة مراقب الحسابات لا تقتصر على مصلحة المساهمين حيث يقوم بالتأكد من سير الشركة و مصلحتها و الرقابة على جداول الجرد و الميزانية و الأرباح بل تتعداه الى مصلحة الأقلية و الغير من الموظفين و المجتمع^(١).

(١) جعفر كاظم جبر ، مصدر سابق.



بذلك تعد من اهم الجهات الرقابية في الشركات حيث بين المشرع بعدم إمكانية إجازة أي عمل من اعمال الشركة و قبولها مالم تكن قد قبلت من مراقب الحسابات أولاً^(١). إضافة الى مراقب الحسابات نجد ان القانون العراقي قد منح لمسجل الشركات الحق في تعيين مفتش و ان للتفتيش دور ايجابي منحه المشرع العراقي ضمن قانون الشركات العراقي النافذ يتمثل في مساعدة الشركة و توجيهها في ضوء المقترحات الواردة بتقرير المفتش لتتجاوز الظروف الصعبة التي تواجهها و ان الغاية الرئيسية للتفتيش هي التحقق من وجود مخالفات صدرت من الشركة حيث ان أساس هذا التفتيش وجود شكوى مخالفة^(٢) حيث نصت المادة (١٤٠) من قانون الشركات العراقي النافذ " تخضع الشركة للتفتيش من قبل مفتش ذي اختصاص أو أكثر يختاره المسجل في حالة وجود ادعاء مسبب بمخالفة الشركة لأحكام القانون أو عقدها أو إقرارات هيئاتها " ، كما اشارت المادة (١٤٦) من قانون الشركات الى الدور الارشادي على ان: " على المسجل اتخاذ الاجراءات المناسبة لترشيد و توجيه الشركة في ضوء المقترحات الواردة في تقرير المفتش"، تجدر الاشارة الى ان حق طلب التفتيش على اعمال الشركة بواسطة الشركاء المساهمين يعد من اهم الوسائل التي هيأها لهم المشرع لتمكينهم من مباشرة حقوقهم في الرقابة و الاشراف على القائمين على ادارة الشركة و لحماية حقوق اقلية المساهمين بوجه خاص لذا فقد لزم المشرع جميع المسؤولين في الشركة (اعضاء مجلس الإدارة - مراقبي الحسابات... و غيرهم) بان يقدموا للمفتش كافة التسهيلات و الشروحات و الاجابة على الاستفسارات عن كافة الدفاتر و المستندات و السجلات و الاوراق و البيانات الاخرى التي يراها ضرورية لأداء مهامه التي هي تحت تصرفهم التي تستدعي حاجة المفتش فضلاً عن السماح له باستيضاح و استجواب أي من منتسبي الشركة و من لهم علاقة بها عن الامور التي تخص الموضوع المكلف بالتفتيش بشأنه^(٣).

(١) عمار حبيب جهلول، " النظام القانوني لحوكمة الشركات"، دار نيبور للنشر و الطباعة، العراق، الطبعة الأولى ٢٠١١، ص ٢٠٩.

(٢) جعفر كاظم جبر ، مصدر سابق.

(٣) نصت المادة (١٤٤) من قانون الشركات العراقي النافذ على ان: " على جميع المسؤولين في الشركة ان يبرزوا للمفتش جميع الدفاتر والمستندات والسجلات التي في حوزتهم او تحت تصرفهم والتي تستدعيها حاجة المفتش، ويجوز له استيضاح واستجواب أي من منتسبي الشركة ومن لهم علاقة بها عن أي أمر يخص الموضوع المكلف بالتفتيش بشأنه".



اما فيما يخص الرقابة المصرفية الخارجية هي رقابة متمثلة بالبنك المركزي بأعتباره اعلى سلطة نقدية في العراق^(١) فنجد قانون المصارف العراقي النافذ نصت المادة (٥٣) منه على ان: " يقوم البنك المركزي العراقي بمراقبة المصارف و على اسس موحدة...". ان رقابة البنك المركزي للمصارف التابعة له لها خصوصية حيث ان تحسين كفاءة الرقابة على المصارف يؤدي بالنتيجة الى تحسين عمل المصارف^(٢).

المبحث الثاني

مسؤولية المستثمر المؤسسي تجاه اصحاب رأس المال

يعد المستثمر المؤسسي حلقة وصل ضمن دورة ادخار واستثمار بما يحققه من مزايا للمدخر او ما يعرف باصحاب رأس المال الذين ترتبط حقوقهم بقدرة المستثمر على تعظيم رؤوس الأموال، و من ثم فأن له علاقه مباشرة أو غير مباشرة -حسب منظومة التعامل- مع اصحاب رأس المال ينجم عنها مسؤولية تلعب فيها طبيعة العلاقة مع أصحاب رأس المال دوراً يذكر، و يكون لأصحاب رأس المال حقوقاً تكفل القوانين المعنية حمايتها و توفير الضمانات الكافية للحصول عليها، و ان تنظيم تلك العلاقات سيكون محلاً لبحثنا و على النحو الاتي:

المطلب الاول

القواعد التي تحكم العلاقة بين المستثمر المؤسسي واصحاب رأس المال

قد لا يتمكن المستثمرون المؤسسيين دوماً من التعرف على جميع التأثيرات السلبية المرتبطة بالإستثمار المؤسسي و التحوط منها. و الى أي مدى هم ملتزمون بذلك. و في هذا الصدد هناك ضرورة لتحديد حقيقة التزامهم تجاه اصحاب رأس المال، التي على ضوءها تحدد حقوق و التزامات كل طرف، لا سيما و ان النظام القانوني للإستثمار المؤسسي في العراق يشير الى ان استحقاقات اصحاب رأس المال لا ترتبط بذات العملية الإستثمارية التي يمارسها المستثمر المؤسسي، إذ تقرر تلك الإستثمارات في الغالب بالنص بصرف النظر عن تنفيذ المستثمر التزامه

(١) صلاح الدين محمد و صادق راشد الشمري، " تفعيل أنظمة الرقابة المصرفية و تطويرها وفق المعايير الدولية نظام (CRAFTE)، مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد ٩٠، ٢٠١١، ص(٣٥٤-٣).

(٢) صلاح صاحب شاكر و محمد خميس حسن، " دور الرقابة الاشرافية للبنك المركزي في تعزيز الوعي الرقابي المصرفي" مجلة المعهد العالي للدراسات المحاسبية و المالية، المجلد ٩، العدد ٢٨، ٢٠١٤، ص(٥٩-٨٨).



بينما نجد ان تلك الاستحقاقات بحسب توجه بعض القوانين المقارنة مرتبطة بنجاح العملية الإستثمارية. على اية حال، ان بحثنا لتلك القواعد سيكون على فرعين:

الفرع الاول

طبيعة العلاقة بين المستثمر المؤسسي و اصحاب رأس المال

يقوم المستثمر المؤسسي بإدارة رؤوس اموال نيابة عن الغير لتحقيق هدف محدد، و يواجه في سبيل ذلك المخاطر المحتملة و يعمل على تعظيم العوائد، و أن تحديد طبيعة العلاقة بين المستثمر المؤسسي و اصحاب الحقوق له دور مهم في تحديد آثار تلك العلاقة التي لا تخرج عن فرضين هما الاتفاق أو النص القانوني. و تختلف توجهات القوانين محل الدراسة المقارنة بهذا الصدد، فبينما نجد ان القانون البريطاني قد أشار الى العلاقة التعاقدية في بعض الحالات، فأن التشريع الصيني و الأردني و العراقي لهم توجه آخر مبني على النيابة القانونية، و إن لهذا الاختلاف أثر في الأحكام الناجمة عن تلك العلاقات و ان لم تفصل القوانين المعنية ذلك، و نلاحظ ان الاختلاف في التكيف مرتبط بالفلسفة الاجتماعية للدولة، حيث تختلف أحكامه و قواعده من دولة لأخرى تبعاً لأنظمة الضمان المتبناة في الدولة، فقد يكون في الدولة نظام موحد للتقاعد يسري على الجميع، و بالتالي يمكن تكيف العلاقة بين الاطراف على اساس نيابة قانونية لا إتفاقية.

أولاً: علاقة المستثمر المؤسسي البريطاني و أصحاب رأس المال

بالذهاب الى المشرع البريطاني و هو نظام خاص له طرقه المختلفة في إدارة الاستثمار المؤسسي و كما اوضحنا فإنه نظام متميز فنجد العلاقة لها جانبين الأول علاقة الموظف و الثانية علاقة من سمح لهم المشرع بالاستثمار من خارج الهيكل الوظيفي، ففيما يخص علاقة الموظف نجد ان نظام التقاعد المهني البريطاني في قانون التقاعد لعام ١٩٩٥ في جزئه السادس و العشرين القسم ٥٠ ب-١٥ قد أشار الى الزيادة في الراتب التقاعدي للموظفين و بين ان هذه الزيادة تكون في الجزء الذي يسمح الموظف بتقديمه الى الهيئة كي تستثمره و يتم حساب هذه الزيادة بصورة سنوية وفق آليات محددة في القانون حيث ان الجزء غير المستثمر يبقى محتفظ بالنسبة المحددة قانوناً فيما لو تعرض الاستثمار الى ظرف قد يؤثر على الراتب التقاعدي الا ان الجزء المستثمر هو الذي يتعرض للتعديل بالزيادة الربحية التي تحصل للمبلغ المستثمر بصورة عامة فنجد هذا القصد واضحاً في الجزء الخاص بالزيادة في الراتب التقاعدي من القانون



المذكور^١ ، و ذهب المشرع البريطاني الى الاتجاه الذي يقضي بإمكانية إعتداد العقد كأساس لتنظيم العلاقة بين المستثمر المؤسسي و اصحاب الحق، فالاتفاق قد يكون هو الفيصل في

(¹) 51-(1)-Subject to [3subsections (6) and (7)] this section applies to a pension under an occupational pension scheme if-(a) the scheme[4(i) is a registered pension scheme under section 153 of the Finance Act2004 ،and[(ii) is not a public service pension scheme, and[5(iii) in the case where the pension becomes a pension in payment on or after the commencement day, is not a money purchase scheme, and[5b) the whole, or any part of, the pension is attributable-(i) to pensionable service on or after the appointed day, or(ii) in the case of money purchase benefits where the pension is in payment before the commencement day, to payments in respect of employmentcarried on on or after the appointed day, and)c) apart from this section-(i) the annual rate of the pension, or(ii) if only part of the pension is attributable as described in paragraph (b),(so much of the annual rate as is attributable to that part, would not be increased each year by at least the appropriate percentage of that rate٦] (٢) [Subject to sections 51A and 52], where a pension to which this section applies.or any part of it, is attributable to pensionable service on or after the appointed day or,in the case of money purchase benefits [7where the pension is in payment before the commencement day], to payments in respect of employment carried on on or after the appointed day)-a) the annual rate of the pension, or)b) if only part of the pension is attributable to pensionable service or, as the case may be, to payments in respect of employment carried on on or after the appointed day, so much of the annual rate as is attributable to that part,must be increased annually by at least the appropriate percentage (٣)٨]. Subsection (2) does not apply to the annual rate of a pension under an occupational pension scheme, or to a part of that rate, if under the rules of the scheme the rate or part is for the time being increased at intervals of not more than twelvemonths by at least the relevant percentage.

٥١ - مع مراعاة [٣ فقرات فرعية (٦) و(٧)]، ينطبق هذا القسم على معاش تقاعدي بموجب نظام معاشات تقاعدية مهنية إذا-(أ) كان النظام (٤) نظام معاشات تقاعدية مسجل بموجب القسم ١٥٣ من قانون المالية لعام ٢٠٠٤، وليس نظام معاشات تقاعدية للخدمة العامة، و(٥) في حالة تحول المعاش التقاعدي إلى معاش تقاعدي مدفوع في يوم البدء أو بعده، ليس نظام شراء نقدي، و(ب) يُعزى المعاش التقاعدي بالكامل أو أي جزء منه-(i) إلى الخدمة القابلة للتقاعد في اليوم المحدد أو بعده، أو(ii) في حالة مزاياء شراء النقود حيث يتم دفع المعاش التقاعدي قبل يوم البدء، إلى المدفوعات المتعلقة بالتوظيف الذي تم تنفيذه في اليوم المحدد أو بعده، و(ج)



تحديد العلاقة و المحدد لآثارها. إذ يجوز للفرد و بحسب القانون البريطاني الدخول في معاش تقاعدي مباشرة مع مقدمي المعاشات التقاعدية، دون ان يكون موظفاً في مؤسسة. و هذا أمر شائع في بريطانيا، على سبيل المثال، بين العاملين لحسابهم الخاص و انظمة التقاعد. وتُعرف هذه الترتيبات باسم المعاشات التقاعدية الشخصية الفردية، و تتخذ شكل علاقة تعاقدية بين الفرد و مقدم المعاش التقاعدي^(١).

يعدّ القانون البريطاني صناديق التقاعد و عبر امنائها قد ابرمت عقد وكالة بالإستثمار، بدليل ان غير الموظف له الدخول ضمن هذا النظام بالاتفاق الصريح، فيبادر بدفع اشتراكات شهرية مقابل عوائد تدفع بموجب ضوابط يحددها الاتفاق المبرم بينهم. فنلاحظ ان وجود اتفاق صريح بين المستثمر يجعل المستثمر المؤسسي نائباً نيابة إتفاقية عن اصحاب رأس المال، و عليه يتمتع المساهمون بالمال المُستثمر بحق الوصول إلى المعلومات، و بالتالي لديهم الحق بمعرفة آلية إدارة الإستثمار. على اعتبار ان هناك عقد بين اصحاب الحق و المستثمرين المؤسسين قائم على الثقة يلتزم الامناء بموجبه بالمحافظة على اصول اصحاب الحق، و ان يكون تنفيذ ذلك الالتزام بأمانة و ثقة، و بما ان ذلك يدخل ضمن الحدود القانونية لعقد الثقة بين الطرفين. فحيازة المستلم للمال و هو المستثمر المؤسسي هي حيازة ناقصة^(٢).

غير ان احكام تلك النيابة لا تسري بمجملها على تلك العلاقات، و بالتالي يمكن اعتبارها نيابة بالإستثمار لها طبيعة خاصة، فبالنسبة لاطرافها فان هناك المستثمر المؤسسي الذي يملك

بصرف النظر عن هذا القسم-(i) المعدل السنوي للمعاش التقاعدي، أو(ii) إذا كان جزء فقط من المعاش التقاعدي يُعزى كما هو موضح في الفقرة (ب)، بقدر المعدل السنوي [٢] [٦ مع مراعاة الفقرتين ٥١ و ٥٢]، حيث يُعزى المعاش الذي ينطبق عليه هذا القسم، أو أي جزء منه، إلى الخدمة القابلة للتقاعد في اليوم المحدد أو بعده أو، في حالة إعانات شراء النقود [٧ حيث يتم دفع المعاش قبل يوم البدء]، إلى المدفوعات المتعلقة بالعمل الذي يتم في اليوم المحدد أو بعده - (أ) المعدل السنوي للمعاش، أو (ب) إذا كان جزء فقط من المعاش يُعزى إلى الخدمة القابلة للتقاعد أو، حسب الحالة، إلى المدفوعات المتعلقة بالعمل الذي يتم في اليوم المحدد أو بعده، فيجب زيادة القدر من المعدل السنوي المنسوب إلى ذلك الجزء سنوياً بنسبة مئوية مناسبة على الأقل. [٨(٣) لا تنطبق الفقرة الفرعية (٢) على المعدل السنوي للمعاش بموجب نظام معاشات التقاعد المهني، أو على جزء من هذا المعدل، إذا كانت قواعد النظام تنص على أن المعاش لا يُعزى إلى أي جزء من هذا المعدل. يتم زيادة المعدل أو جزء منه مؤقتاً على فترات لا تزيد عن اثني عشر شهراً بنسبة مئوية مناسبة على الأقل.

(1) Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, The Law Commission (LAW COM No 350), **FIDUCIARY DUTIES OF INVESTMENT INTERMEDIARIES**, p.15.

(2)bid.



تخوياً بنص القانون يمكنه استثمار الأموال لمصلحة اصحاب رأس المال الذين لا يملكون سلطة توجيه المستثمر المؤسسي او تحديد صلاحياته كما هو الحال في عقد النيابة الاعتيادية، بل يتولى القانون ذلك. حتى و ان مارس المستثمر المؤسسي الإستثمار المؤسسي بواسطة الغير فان دخوله بهذا الاتفاق يكون بالاعتماد على التفويض الممنوح لهم قانوناً و هو جزء من التزامهم بالإستثمار، فقد يشمل التزام المستثمر المؤسسي التعامل مباشرة مع الشركات أو بشكل غير مباشر من خلال التفويضات الممنوحة لهم^(١).

اما عن نتائج طبيعة العلاقة بين المستثمر و اصحاب رأس المال فإن مسؤولية المستثمر المؤسسي بحسب النظام البريطاني تُناقش ضمن نطاق الاخلال بالواجب الائتماني، مع ان سلسلة الإستثمار تصبح معقدة مع وجود المزيد من الأطراف ذات الصلة، لذا فإن مفهوم الواجب الائتماني وحده قد لا يكون كافياً لتغطية جميع مسؤوليات المستثمرين المؤسسيين. على الرغم من أن مفهوم الواجب الائتماني مؤسس على الثقة في النظام البريطاني، إلا أن هناك بعض الحالات لا يستوعبها هذا المفهوم في السلسلة الإستثمارية أو محيطها فالعلاقات أوسع و أكثر تعقيداً في سلسلة الإستثمار، فإستخدام مدير الأصول لمستثمر بالوكالة، يعني وجود علاقات متشعبة و غير مباشرة بين الاطراف. و لذلك، فمن غير الممكن قيام مسؤولية مباشرة بين الاطراف، لذا اثير الجدل حول عدم وضوح مصطلح الوكالة و الواجب الائتماني في القانون البريطاني، و ظهرت دعوات لمراجعة المصطلحات المستخدمة، كون التعريف و المفهوم المستخدم يتسم بالغموض، و لم يكن الشرح كافياً في القانون الأول (قانون الاشراف) الذي تمت صياغته عام ٢٠١٠.^(٢)

ثانياً: علاقة المستثمر المؤسسي الصيني والاردني و العراقي و أصحاب رأس المال

تخلو القوانين المنظمة للإستثمار المؤسسي في الصين و العراق والأردن الى نص يوضح طبيعة العلاقة بين المستثمر المؤسسي و اصحاب رأس المال، و ان المتمعن في النصوص التي تنظم ذلك الإستثمار يجد ان السبب وراء عدم التحديد هو طبيعة المؤسسات التي تتولى عمليات الإستثمار المؤسسي ضمن صناديق التقاعد و الرعاية و ما إلى ذلك، فهي مؤسسات حكومية يتولى النظام تحديد مهامها و مسؤوليتها دون ان يكون لاصحاب الحق دور في ذلك، فتكون العلاقة قانونية تنظيمية بحتة، على سبيل المثال اشار القانون الصيني الى: " يجب على الحكومات الشعبية على مختلف المستويات دمج المشاريع المتعلقة بالمسنين في خطط التنمية

(1) The UK Stewardship Code، September 2012 ، P.3.

(2) Ryoko Ueda، UK Stewardship Code، ، P.8.



الاقتصادية و الاجتماعية الوطنية، و زيادة الإستثمار تدريجيا في هذه المشاريع و تشجيع جميع قطاعات المجتمع للقيام بهذا الإستثمار، ... يتم تحديد المؤسسات المحددة لهذا الغرض من قبل مجلس الدولة و الحكومات الشعبية للمقاطعات و المناطق ذاتية الحكم و البلديات الخاضعة مباشرة للحكومة المركزية^(١)، فيلاحظ من النص ان لا دور لكبار السن بعدهم اصحاب الحق او المستفيدين أي علاقة تعاقدية مع المستثمر المؤسسي، و ان القانون او النص هو الأساس لتلك العلاقة لا إرادة الطرفين.

كذلك الحال بالعودة الى نصوص القانون الاردني، فنصت المادة (٣/٥/٢) من قانون الضمان الاجتماعي الاردني على ان: " ١ - لمجلس الوزراء بناء على تنسيب المجلس تطبيق التأمين الصحي للمستفيدين منه مشتركين و منتفعين سواء من قبل المؤسسة منفردة أو بالاتفاق مع المؤسسات و الجهات المختصة ذات العلاقة و لهذه الغاية يستحدث في المؤسسة صندوق خاص للتأمين الصحي. ٢. لغايات تنفيذ أحكام البند (١) من هذه الفقرة يصدر نظام خاص يحدد فئات المستفيدين من هذا التأمين و أحكامه و شروطه الأخرى و نسب الاقتطاع من المنشآت و المؤمن عليهم كما يحدد هذا النظام كيفية إدارة الصندوق و إستثمار أمواله و المنافع التأمينية المترتبة على تطبيق هذا التأمين" او (٨/ج) الى ان: " ج- لغايات إستثمار أموال المؤسسة ينشأ فيها صندوق يسمى (صندوق إستثمار أموال الضمان الاجتماعي) يتمتع باستقلال إداري و تحدد كيفية إدارته و آليات عمله و الأموال المخصصة له و إدارتها و إستثمارها بموجب نظام خاص يصدر لهذه الغاية."^(٢) فيلاحظ من النصوص ان الطبيعة التنظيمية هي الغالبة على علاقة المستثمر المؤسسي باصحاب رأس المال.

و هو ما يسري على طبيعة العلاقة في القانون العراقي، فعلى سبيل المثال قانون التقاعد الموحد يكون مجلس إدارة الصندوق فيه هو من يتولى المحافظة على أموال الصندوق و إستثمارها و لا حاجة لاتفاق بينه و بين اصحاب رأس المال، حيث نصت المادة (٨/ثالثاً/د) من قانون التقاعد العراقي على ان "ثالثاً- يتولى مجلس إدارة الصندوق ما يأتي: د- المحافظة على أموال الصندوق و ادارتها و إستثمارها وفقاً للقانون." كما وأشارت المادة " (٩/أولاً)- تتكون إيرادات الصندوق مما يأتي: د- المبالغ المتأتية من إستثمار أموال الصندوق.". كذلك الحال بالنسبة قانون رعاية القاصرين العراقي النافذ و الذي سمح للمؤسسات بإستثمار أموال القاصرين و الصندوق في نفس الوقت فقد اشار القانون المذكور الى ان: " يقوم القانون على الأسس

(١) المادة (٥) من قانون جمهورية الصين بشأن حماية حقوق ومصالح المسنين لعام ١٩٩٦ .

(٢) قانون الضمان الاجتماعي الأردني رقم ١ لسنة ٢٠١٤ .



الآتية: سادساً : المحافظة على أموال القاصرين و استثمارها بما يحقق منافع أكثر لهم ويتلائم مع خطة التنمية القومية.^(١)، فيلاحظ ان مجلس ادارة الصندوق في كلا القانونين هو المعني في إدارة الأموال و استثمارها بمعزل عن إرادة اصحاب رأس المال.

بالتالي ان الأموال التي تمنح تحت مسميات التقاعد او الضمان الاجتماعي هي نتيجة علاقات تنظيمية يتولى القانون تنظيمها، و لا وجود لرابطة اتفاقية بين المستثمر المؤسسي و المستفيدين، حتى ان تحديد من هو المستفيد المشرع هو من يتولى تحديد شروط استفادته، و ان كانت الإستثمارات المقامة بهذا المجال عموماً عمليات تأمين جماعية و يفترض ان العلاقة بين أمناء صندوق التقاعد و اصحاب الحق هي علاقة بين المؤمن و المستفيد و هي قائمة على مبدأ التضامن بين الافراد و الأجيال المتعاقبة، فمثلاً إذا أخذنا بها فيما يتعلق بالرواتب التقاعدية، فإن الاستقطاعات من العناصر الشابة العاملة لسنة معينة هي التي تسمح بدفع تلك الرواتب إلى العناصر المتقدمة في السن.^(٢)

و يترتب على الطبيعة التنظيمية التي تؤسس عليها علاقة المستثمر بإصحاب رأس المال او المستفيدين ان المستثمر المؤسسي في التشريع العراقي و ما يقابله في التشريعات المقارنة في ظل النصوص المشار لها اعلاه هو بمثابة ممثل عن حقوق اصحاب رأس المال، ينبغي على المستثمرين فيه التصرف بموجب الصلاحيات الممنوحة لهم، و ان يكون لهم القدرة على اتخاذ قرارات إستثمارية سليمة، بمعنى ضرورة الالتزام بجميع المبادئ الفعالة و القدرة على التدخل النشط و المنتظم في وقت مبكر عند الأزمات، فيكون للمستثمر سياسة واضحة بشأن التصويت على القرارات، و إعداد التقارير الدورية عن الأنشطة.^(٣)

كما يُصار احياناً الى تعدد العلاقات في مجال الإستثمار المؤسسي، فالمستثمر ينوب عن غيره في الإستثمار و ينبغي غيره عنه في ذات الوقت سواء لشركات إستثمار او حتى أمناء ليمارسوا الإستثمار، و العلاقة الاولى اي بين المستثمر و اصحاب رأس المال يحكمها القانون

^(١) المادة (٢/سادساً) من قانون رعاية القاصرين العراقي.

^(٢) فضيلة عكاش، "تطور نظام الضمان الاجتماعي في الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، في العلوم السياسية والعلاقات الدولية، فرع التنظيم السياسي والإداري، ٢٠٠١، ص ٢٦.

^(٣) Demetra Arsalidou, **Institutional investors, behavioural economics and the concept of stewardship**, law and financial markets review, November 2012 , P.(410-421), available at: 20.



المنظم لحقوق اصحاب رأس مال سواء قانون تقاعد او القاصرين او غيرها، اما العلاقة بين المستثمر المؤسسي و الغير الذي يصار الإستثمار من خلاله فتتظمها قواعد العقد المبرم بينهما.

الفرع الثاني

ضوابط العلاقة بين اطراف الاستثمار المؤسسي

ان من عقات عملية الإستثمار المؤسسي هي تعارض المصالح بين اطراف العلاقة بين المستثمر المؤسسي و اصحاب رأس المال، إذ يسعى المستثمر المؤسسي الى تعظيم العوائد ضمن بيئة تجارية معقدة من جهة، و حماية حقوق اصحاب رأس المال بتجنب المخاطرة من جهة اخرى، فينشأ التعارض عندما يجد المستثمر المؤسسي في مواجهة ظروف ضمن البيئة التجارية المستثمر فيها تستلزم اتخاذ قرار يؤثر في كل من المصلحة الأساسية و الثانوية^(١)، و قد يمتد التعارض بين المستثمر المؤسسي و الجهات المستثمر فيها.

تتضاعف أهمية ضبط التعارض المشار له في الحالات التي تسمح بها بعض التشريعات بالإستثمار في صناديق الإستثمار المؤسسي غير التي يكون فيها اصحاب رأس المال تابعين لها بالمباشر، فسمحت للأفراد بأختيار الصندوق الذي يجده مناسباً اكثر لإستثمار أمواله، سواء ماكان منها استقطاعاً تقاعدياً او اشتراك الضمان او أي أموال أخرى، فهنا تتولد مصالح متعارضة و مشتركة بحاجة الى تنظيم^(٢).

ذهبت بعض التشريعات المقارنة الى إلزام المستثمر المؤسسي بالإفصاح عن تعارض المصالح و آلية حله تحقيقاً لحماية الإستثمار و اصحاب رأس المال على نحو صريح، فقد ذهب المشرع البريطاني ضمن قانون الاشراف ٢٠١٠ الى إلزام المستثمر المؤسسي ببيان السياسة التي يتبعها المستثمرون المؤسسيون لحل تضارب المصالح، و قد أشار المبدأ (٢) من هذا القانون الى ذلك حيث نص على أن: " يجب أن يكون لدى المستثمرين المؤسسيين سياسة قوية بشأن إدارة تضارب المصالح فيما يتعلق بالإشراف و يجب الإفصاح عن هذه السياسة علناً". فيلاحظ

^(١) يراد بالمصلحة الأساسية في فرضنا هي حماية حقوق أصحاب رأس المال، والثانوية تحقيق تقدم مهني للمستثمر المؤسسي ضمن البيئة التجارية.

^(٢) Ryan Sklar، " HEDGES OR THICKETS: PROTECTION INVESTORS FROM HEDGE FUND MANAGER'S CONFLICTS OF INTEREST"، 2009 (77)، review Fordham law، pp (3251-3323)، available at : <https://ir.Lawnet.Fordham.edu/flr/vol77/iss619> . visit 21/8/2023 at 01:07 am.



ان التشريع البريطاني من التشريعات التي احتاطت لمسألة تضارب المصالح و هو ما يدل على إن للمستثمر المؤسسي في المملكة سلطة تقديرية في إتخاذ القرار الإستثماري مع مراعاة ضوابط حماية مصالح أصحاب رأس المال.

اما المشرع الصيني و لما كانت الدولة تفرض سيطرتها على المستثمر المؤسسي سواء العام او الخاص منه، لذا فأن تنظيم المشرع لتلك الإستثمارات تبنى أساساً على فكرة التوفيق بين المصالح، مع الاخذ بنظر الاعتبار توجه المشرع ضمن النظام القانوني السائد^(١). و على اية حال، اوجد المشرع الصيني ثلاث طرق لحماية تلك المصالح الأول هو قانون الشركات الذي نص في المادة (٢٠) منه على " يلتزم مساهموا الشركة بالقوانين و اللوائح الإدارية و يمارسون حقوق المساهمين بموجب القانون و لا يجوز لاي منهم الاضرار بأي من مصالح الشركة او المساهمين الآخرين عن طريق إساءة استخدام حقوق المساهمين او الاضرار بمصالح دائني الشركة من خلال إساءة استخدام الوضع المستقل للشخص الاعتباري او المسؤوليات المحدودة للمساهم، اذا تسبب أي من مساهمي شركة بأي خسارة للشركة و المساهمين الآخرين عن طريق إساءة استخدام حقوق المساهمين فستكون هي مسؤولة عن التعويض^(٢).

اما عامل الحماية الثاني، فهو ما بينته المادة (١٨٢) من قانون الشركات و هو اللجوء الى القضاء لاستيفاء الحقوق، حيث نصت على : " عندما تواجه أي شركة صعوبة خطيرة في عملياتها و ادارتها بحيث تتعرض مصالح المساهمين لخسارة فادحة اذا استمرت الشركة في الوجود و لا يمكن حل هذه الصعوبة بأي وسيلة أخرى فأن للمساهمين الذين يملكون ١٠% عشرة من المائة او اكثر من حقوق التصويت لجميع المساهمين في الشركة يجوز لهم الترافع امام محكمة الشعب لحل الشركة"^(٣). فيلاحظ من النص الاشارة الى التعارض الي من المحتمل اثارته بين المساهمين.

(1) John Giles، Op.Cit، p30.

(2) Article 20 The shareholders of a company shall abide by the laws، administrative regulations and bylaw and shall exercise the shareholder's rights under the law. None of them may injure any of the interests of the company or of other shareholders by abusing the shareholder's rights، or injure the interests of any creditor of the company by abusing the independent status of legal person or the shareholder's limited liabilities..

(3) Article 182 Where any company meets any serious difficulty in its operations or management so that the interests of the shareholders will face heavy loss if the



اما في التشريعين الاردني و العراقي، فلا بد من الاشارة أولاً الى ان المستثمر المؤسسي في تشريعاتنا يعمل ضمن مؤسسات حكومية سواء ضمن صناديق التقاعد او القاصرين و غيرها، و من ثم يؤدي اعضاء مجالس الإستثمار مهامهم الوظيفية ضمن حدود القانون، و هم في الغالب ليسوا من اصحاب الخبرة للدخول كمستثمرين ضمن البيئة التجارية، فيكون هدفهم الأكبر هو الحفاظ على الأموال التي هي بأمانتهم حيث يتعاملون معها كمالٍ عام ينبغي ان لا يهدر، و يشير الواقع العملي الى ان المستثمرين المؤسسين في هذا الفرض يذهبون الى حفظ تلك الأموال كودائع في المصارف و اخذ الفوائد، و من ثم لا تظهر فكرة تعارض المصالح و اضحة كما هو الحال بالنسبة للقانون البريطاني مثلاً.

مع ذلك تحرص التشريعات المنظمة للإستثمار المؤسسي على افراد نصوص خاصة تلزم تلك المؤسسات بالمحافظة على الأموال المراد إستثمارها، و هي نصوص تتضمن اشارة الى ادارة المصالح (للمستفيدين و اهداف المؤسسة المهنية) على نحو يمنع تضاربها، مثال ذلك الاشارة التي جاء بها المشرع العراقي ضمن قانون التقاعد التي وضحت ان من مهام الصندوق التي يتولاها هي إستثمار أمواله أن: " رابعاً- يتولى الصندوق المهام الاتية: ج- إستثمار أموال الصندوق و تتميتها و المحافظة عليها." (١). كما و ان مجلس إدارة الصندوق يتولى المحافظة على أموال الصندوق إستثمارها بالقول: "ثالثاً- يتولى مجلس إدارة الصندوق ما يأتي: د- المحافظة على أموال الصندوق و ادارتها و إستثمارها وفقاً للقانون." (٢).

كما ان العراق قد انضم الى اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد و تضارب المصالح لعام ٢٠٠٤ بموجب قانون رقم (٣٥) لسنة ٢٠٠٧ (٣)، التي دعت الى الشفافية و وضع تدابير منظمة تجبر الموظفين بالافصاح عن كل نشاط تجاري يؤدي الى تضارب مصالح محتمل، و بينت قواعد السلوك المهني التي يجب ان يلتزم بها الموظف تجاه عمله و ان يفصل مصلحته الشخصية عن مصلحة عمله، و اضافت الى هذه المصالح مصلحة المساهمين الكبار و كيف يمكن ان تتعارض مع مصلحة الإدارة و تعارض مصالح مجلس الإدارة نفسه و تعارض الإدارة

company continues to exist and the difficulty cannot be solved by any other means, the shareholders who hold ten percent or more of the voting rights of all the shareholders of the company may plead the people's court to dissolve the company. Lbid .

(١) ينظر المادة (٧/ رابعاً/ج) من قانون التقاعد الموحد العراقي.

(٢) ينظر المادة (٨/ثالثاً/د) من قانون التقاعد الموحد العراقي.

(٣) منشور في الجريدة الرسمية (الوقائع العراقية) بالعدد (٤٠٤٧) بتاريخ ٢٠٠٧/٨/٣٠.



التنفيذية و الموظفين ، المراقب الخارجي و الداخلي و المستشارين و بعد كل هذا اشارت الى أصحاب المصالح الاخرين، و اقترحت حلول لكل تعارض من هذه التعارضات^(١)، الا ان ما نريد الإشارة إليه ان هذه الاتفاقية هي لنظام المصارف، لكن لا نجد ما يمنع بأن يستعين بها المشرع العراقي في وضع حلول لتضارب المصالح بين اشخاص الإستثمار.

بذلك فان مهمة المستثمر المؤسسي هي تنمية نشاط المؤسسة الإستثمارية من جهة، و حماية مصالح الافراد من جهة أخرى، و ان احتمالية التعارض يمكن حلها عبر الافصاح للجهات المسؤولة لغرض التحقق من صحة القرارات الإستثمارية المتخذة، فلو كان هناك مديراً للأصول مثلاً يقدم التقرير الى مالك الأصول ، فان ذلك يمكن الاخير من الإطلاع بما يحدث من اعمال و كيف يمكن حماية مصالح الافراد في حال تعارضها مع القرار الإستثماري^(٢)، و هي مسألة بحاجة الى تهيئة المنظومة التشريعية المنظمة للإستثمار المؤسسي على نحو يمنح المستثمر المؤسسي بعد التأكد من قدرته سلطة تقديرية واسعة في اتخاذ القرار الإستثماري الملائم للبيئة التجارية المستثمر فيها، وتبني آلية حماية حقوق اصحاب رأس المال في مواجهة النشاط الإستثماري.

اما المشرع الأردني، فقد نظم المصالح المتعارضة بأسلوب الرقابة من قبل الجهات المنوط بها تلك المهمة كمجلس الاشراف ضمن قانون الضمان الاجتماعي، فقد نصت المادة (١١/س) من القانون المذكور على أن: "يتولى المجلس الاشراف على شؤون المؤسسة و اعمالها و تتاط به لهذا الغرض جميع الصلاحيات و المهام اللازمة بما في ذلك...: س: إقرار أسس الحوكمة الرشيدة و معاييرها في المؤسسة بما في ذلك سياسات منع تضارب المصالح المحتملة و وضع إجراءات للحد من هذه التضاربات"^(٣). فيلاحظ من النص انه رسم سياسات إدارة تضارب المصالح و حدد الجهات المسؤولة عن سن أسس الحد من التضارب.

(١) مصرف العربية الإسلامي، "سياسات تضارب المصالح و الإفصاح"، نسخة رقم (١) ، ٢٠٢٠.

(٢) Davies ,Op.Cit، n3 p 44.

(٣) اما المادة (١٧) من نفس القانون فقد نصت على أن: "أ- يشكل المجلس لجنة تسمى (لجنة الحوكمة الرشيدة) برئاسة احد أعضائه وعضوية اثنين من مجلس التأمينات واثنين من مجلس الإستثمار وتكون مدة العضوية في هذه اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة. ب- تتولى لجنة الحوكمة الرشيدة المهام والصلاحيات التالية: ٢- وضع سياسات منع تضارب المصالح والقرارات المطلوبة من أعضاء المجلس ومجلس التأمينات ومجلس الإستثمار والتأكد من مدى الالتزام بتلك السياسات".



ف نجد ان المشرع الأردني تبنى سبل تنظيم الإستثمار المؤسسي بما يخص تضارب المصالح و ان تفعيل تلك الأسس يسهم دون شك بحل مشاكل التعارض إن وجدت.

بعد ان استعرضنا المواد القانونية التي اشارت الى تضارب المصالح و وجوب حماية هذه المصالح المتضاربة نرى ان المشرع لم يتطرق الى الحل و انما وفر الحماية فقط بأستثناء قانون تنظيم اعمال التأمين الذي أشار فيه الى إيقاف الاعمال مرة و الحق باللجوء الى المحكمة المختصة مرة أخرى، و لا يفوتنا القول ان قانون المصارف ايضاً أشار الى بعض الإجراءات كعدم الموافقة على الاكتتاب او ابطال الإجراءات الا انها لا تصبوا الى ما يجب ان تكون عليه الحلول الواجب اتباعها لحماية مصالح الافراد.

المطلب الثاني

حقوق اصحاب رأس المال في مواجهة المستثمر المؤسسي

تكفل القوانين المنظمة لجميع اشكال الإستثمار المؤسسي حقوق اصحاب رأس المال، التي تتلخص بالعوائد المستحقة بموجب الاتفاق أو بموجب النص، وينعكس تنظيم التشريعات للإستثمار المؤسسي على مدى ارتباط التزام المستثمر المؤسسي بدفع تلك المستحقات، لا سيما و ان عمليات الإستثمار تواجه مخاطر تشهدها البيئة التجارية، مما يعني ان دفع المستحقات المقررة قانوناً لاصحاب رأس المال (الفرع الاول) تستلزم توفير ضمانات تعزز دفعها لهم نبحثها في (الفرع الثاني).

الفرع الاول

دفع المستحقات المقررة قانوناً

من حيث المبدأ، تتجسد حقوق اصحاب رأس المال بمبالغ مالية يتم استحصالتها استناداً للنصوص القانونية المقررة، فبالنسبة لحقوق اصحاب رأس المال من المتقاعدين يكونوا مؤهلين لبدء تلقي المزايا التقاعدية و بنسب تقرر لاعتبارات عدة متعلقة بسنوات الخدمة، الشهادة، و غيرها، هي تمنح للموظفين بنسبة محددة من متوسط رواتبهم النهائية أو المهنية عند التقاعد. و الأهم من ذلك، أن المبلغ الذي وعد به الموظف لايتماد على عوائد الإستثمارات التي يقوم بها المستثمر المؤسسي في اغلب الانظمة القانونية و منها القانون العراقي. فمثلاً وفقاً للقانون



العراقي ان دفع الموظف اثناء خدمته لمساهمات أو ما يعرف بالاشتراكات التقاعدية^(١)، التي يتم إستثمارها بعد ذلك لتحقيق عوائد ان واجهت عمليات إستثمارها اي مشاكل، لا يؤثر على مستحقات أصحاب رأس المال بدليل النصوص التي اقرت المستحقات دون ان يكون لها صلة بنتائج العملية الإستثمارية، بينما قد يكون في أنظمة اخرى حق لأصحاب رأس المال دور في اختيار الطريقة التي يرغبون في إستثمار معاشاتهم التقاعدية بها. و مع ذلك، يجد معظم الافراد أن القرارات المتعلقة بالمعاشات التقاعدية معقدة و صعبة و غير سارة و تستغرق وقتاً طويلاً. فالممارسة العملية، لايقوم معظم الأعضاء بالاختيار و يتم وضعهم في "الصندوق الافتراضي"^(٢)، لعل التساؤل الذي يُثار بهذا الصدد، هل ان فوائد الإستثمار المؤسسي تعود لاصحاب رأس المال؟

بالعودة الى القوانين المقارنة فأن وجود اي فوائد من عمليات الإستثمار المؤسسي كأصل عام لا يستفاد منها اصحاب رأس المال بدلالة النصوص التي نظمت استحقاقات اصحاب رأس المال و التي تكون على شكل مبالغ مستقطعة تحدد لاعتبارات بحسب النظام السائد، فبالنسبة لآنظمة التقاعد تحدد وفقاً لسنوات الخدمة و الشهادة و غيرها، الا ان القانون البريطاني كما اشرنا في علاقته مع أصحاب رأس المال فأن الموظفين يكون لهم عوائد من الاستثمار وفق النسبة التي يسمح بها الموظف لهيئة التقاعد بأستثمارها، كما و اشار الى ان فوائد او ما اطلق عليها مزايا الإستثمار يستفاد منها اعضاء مجلس الإستثمار بحسب نصوص قانون التقاعد البريطاني، حيث جاءت المادة (١٣٨) بعنوان (دفع الفوائد) و نصت الفقرة (٢) من المادة المذكورة على أن: " المزايا المستحقة لأي عضو أو فيما يتعلق به بموجب قواعد النظام خلال فترة التقييم يجب تخفيضها إلى الحد اللازم لضمان ذلك أنها لا تتجاوز التعويض الذي سيتم دفعه إلى أو فيما يتعلق عضواً وفقاً لهذا الفصل"، كما نصت الفقرة (أ) من النص ذاته على ان: " يجوز دفع المزايا على شكل مبلغ مقطوع إلى العضو أو فيما يتعلق به بموجب قواعد النظام خلال فترة التقييم فقط في الظروف السائدة..."، و يلاحظ ان دفع مزايا الإستثمار لآعضاء مجالس الإستثمار امر منطقي على اعتبار من جانب امر تحفيزي لآعضاء مجلس الإستثمار بأداء عملهم على اتم وجه، و من جهة اخرى دام ان اصحاب رأس المال لا يتحملون الخسائر كاملة

(١) عرف المشرع العراقي الاشتراك ضمن الفقرة (سادساً) من المادة (١) من قانون التقاعد النافذ بأنه: "... المبلغ الواجب دفعه من الجهات التي يحددها هذا القانون لقاء أي من الخدمات أو التعويضات أو المكافآت أو الأجور أو الرواتب التي تقدمها الدائرة وفقاً لأحكام هذا القانون".

(2) Fiduciary Duties of Investment Intermediaries. **The Law Commission** (LAW COM No 350)، FIDUCIARY DUTIES OF INVESTMENT INTERMEDIARIES، p.14.



وان استحقاقاتهم التقاعدية في نسب الرواتب غير المستثمرة مستمرة فليس من المنطق ان يأخذوا من الفوائد وحدهم.

اما بالنسبة للأشخاص الذين انضموا الى النظام التقاعدي و هم ليسوا بموظفين، فأنهم و بحسب القانون البريطاني لهم الحق بسحب مدخراتهم التقاعدية مع مراعاة المعدل الهامشي لضريبة الدخل و قواعد المخطط، بغض النظر عن حجم مدخراتهم التقاعدية، و تحدد الحكومة نظام خاص لتوجيه كل شخص يقترب من التقاعد لفهم خياراته المتاحة لأخذ مستحقاته^(١).

اما التشريع الصيني، فقد اشار الى حقوق اصحاب الحق ضمن انظمة التقاعد و هي مرتبات يدفع بموجبها المعاش الأساسي ١% من متوسط الأجر الفردي المفهرس، و متوسط الدخل على مستوى المقاطعة لكل سنة من التغطية، مع مراعاة ما لا يقل عن ١٥ سنة من الاشتراكات.^(٢) و لا يوجد أي إشارة الى ان هناك حصة لأصحاب رأس المال من منافع الإستثمار.

اما بالنسبة للقانون الاردني، فقد نظم مستحقات اصحاب الحق كرواتب التقاعدية^(٣) ضمن قانون الضمان الاجتماعي النافذ، حيث نصت المادة (٢٠) و التي جاءت بعنوان (احتساب الاشتراكات في مؤسسة الضمان الاجتماعي) على ان: " يتم احتساب الاشتراكات التي تؤديها المنشأة أو التي تقتطع من أجور المؤمن عليهم وفقا للأنظمة الصادرة بمقتضى أحكام هذا القانون على أن تتم مراعاة الأحكام و الأسس و الحدود التالية :- أ- يكون الحد الأعلى للأجر الذي تحتسب الاشتراكات على أساسه ثلاثة آلاف دينار ب- يتم ربط الحد الأعلى للأجور الوارد في الفقرة (أ) من هذه المادة بالتضخم كما تم تعريفه في البند (١) من الفقرة (أ) من المادة (٩٠) من هذا القانون و ذلك في شهر كانون الثاني من كل عام...".

اما بالنسبة للتشريع العراقي، فان حقوق اصحاب رأس المال و هم فئة المتقاعدين كفلها قانون التقاعد النافذ، و يكون احتساب الحق تبعاً لاعتبارات عدة متعلقة بسنوات الخدمة و الشهادة و غيرها، مع تحديد الحد الأدنى للراتب التعاقدية، فقد اشارت الفقرة الرابعة من المادة (٢١) من قانون التعديل الاول لقانون التقاعد لعام ٢٠١٩ الى ان: " أ- يكون الحد الأدنى

(1) **Overview of the UK pension system**, December 2014, p.3.

(2) Pension system in 2020.

(٣) الراتب التقاعدي وبحسب المادة (٢) من قانون الضمان الاجتماعي الاردني هو: " راتب تقاعد الشيخوخة أو راتب تقاعد الشيخوخة الوجوبي أو راتب التقاعد المبكر أو راتب تقاعد الوفاة الطبيعية أو راتب تقاعد الوفاة الناشئة عن إصابة العمل".



للراتب التقاعدي للمتقاعد (٤٠٠,٠٠٠) دينار (اربعمائة الف دينار) شهرياً. ب- يمنح المتقاعد عن خدماته مخصصات تحسين معيشة ليصبح مجموع ما يتقاضاه من راتب تقاعدي و المخصصات (الشهادة، تحسين المعيشة) لا يقل عن (٥٠٠,٠٠٠) دينار (خمسمائة الف دينار) شهرياً. اما قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي للعمال لعام ٢٠٢٣ فقد حدد الحد الادنى ضمن المادة (٣٦) التي نصت على ان: " لا يجوز أن يقل الراتب التقاعدي للعامل المشمول بأحكام هذا القانون، عن الحد الادنى لأجر العامل و لا يزيد الراتب التقاعدي عن (٨٠%) ثمانين من المائة من متوسط الاجر الشهري للعامل، و يستثنى من ذلك الراتب التقاعدي عن العجز الجزئي."

اما عن اصحاب الحق في صناديق الرعاية و القاصرين و غيرها، فقد نصت المادة (٢٥) من قانون رعاية القاصرين العراقي على ان: أولاً: تخصص من صندوق العناية بالقاصرين نفقة شهرية للصغير الذي تتولى دائرة رعاية القاصرين رعايته و نفد ماله، او اصبح ما عنده من مال لا يفي بحاجته و لا يوجد من يتولى الانفاق عليه، و ذلك لحين بلوغه سن الرشد. ثانياً: يجوز دفع اعانة مقطوعة للصغير المشمول بأحكام الفقرة (اولاً) من هذه المادة لسد حاجة ضرورية طارئة. ثالثاً: لا تصرف النفقات والاعانات المنوه بها في الفقرتين (اولاً وثانياً) من هذه المادة الا بعد موافقة مجلس رعاية القاصرين عليها، و يجوز للمجلس، ان يخول المدير العام صلاحيته في ذلك بالحدود التي يعينها المجلس في قرار التحويل^(١)، فالملاحظ من النص ان دائرة رعاية القاصرين تتولى حفظ اموال القاصر و تنميته -على شكل ودائع في المصارف- واعطاء القاصر مقابل ذلك، فوائد سنوية و ادارة العقارات العائدة للقاصر او الاشراف و الرقابة على من يديرها و الانفاق من صندوق العناية بالقاصر على الصغير عند نفاد ماله، أو عند عدم كفاية المال الموجود عنده لحاجته و لا يوجد من يتولى الانفاق عليها و تخصيص نفقة مستمرة للقاصر من ماله اذا لم يكن له راتب تقاعدي او كان هذا الراتب لا يفي بمتطلباته.

عليه تنظم القوانين تلك الاستحقاقات بنسب محددة وفقاً للمعايير المتبني، الا ان ما يلاحظ على تلك الحقوق انها تُستحق بصرف النظر عن نجاح المستثمر المؤسسي في استثماره و لعل ذلك هو الضمانة الابرز من ضمانات حقوق اصحاب رأس المال التي ستكون محلاً لبحثنا في الفرع القادم.

(١) وأشارت المادة (٢٦) من القانون ذاته الى ان: " لمجلس رعاية القاصرين وفي ضوء السياسة العامة للدولة التعاون مع الجهات التي تعنى بالقاصرين في القطر وفي خارجه، والصرف من اموال صندوق العناية بالقاصرين بما يؤمن ذلك التعاون."



الفرع الثاني

ضمانات حقوق اصحاب رأس المال

نظراً للدور الأساسي الذي يلعبه الإستثمار المؤسسي، فإن المشرع عمل على توفير حماية لمصالح اصحاب رأس المال في العلاقة التي تنشأ بينه وبين المستثمر المؤسسي من خلال حماية تشريعية و مؤسساتية قد اشرنا الى اماراتها في مواضع عدة من هذه الدراسة تحديداً في موضوع الرقابة (الداخلية و الخارجية)، من خلال النصوص القانونية المنظمة لعمل المستثمر المؤسسي، و التي تنصب في الغالب بمصلحة اصحاب رأس المال.

لعل ابرز الضمانات التي تكفل حقوق أصحاب رأس المال هو وجود إدارة رشيدة للإستثمار، حيث تدار المؤسسات بهدف حماية المصالح المشتركة و تحقيق الشفافية في التعامل و ذلك يؤدي الى الاستقرار المالي و الاقتصادي^(١). فيسعى المستثمر المؤسسي في تنويع إستثماراته من خلال مجموعة كاملة من الأصول البديلة و التي يقصد بها الإستثمار في العقارات و البنية التحتية و السلع على نحو مختلف عما يرد ضمن القوانين المنظمة . ذلك بعيداً عن الإستثمار في الأسهم التي تلاقي إقبالاً من المستثمرين الذين يعترفون بالمخاطر المرتبطة بها و لاسيما في ضوء عدم الاستقرار الاقتصادي المستمر لكنهم يعتمدون على مهارات مديري الإستثمار العالية على التكيف مع ظروف السوق لتحقيق أداء جيد . يوفر المستثمر المؤسسي في جميع الحالات شكلاً من أشكال جميع المخاطر لصغار المستثمرين، بالتالي توفير مقايضة أفضل بين المخاطر و العائد مما هو ممكن عن طريق الحيازات المباشرة. و ان إدارة الأموال ضمن محفظة إستثمارية نيابة عن العميل يؤدي الى نشوء علاقة ائتمانية أساسية مع المستثمر النهائي، و هو ما يستلزم في كثير من الأحيان درجة من الحذر في استراتيجية إدارة المحفظة و الرغبة في الحد من المخاطر المتكبدة. و من ناحية أخرى، يثير مثل هذا التفويض مشاكل بين الوكيل الرئيسي، لأنه ما لم يتم مراقبة مدير الصندوق بشكل كامل و/أو صياغة عقد مضمون، فقد يتصرف بما يحقق مصالحه الخاصة، و ان توفير ضمانات للمستثمر النهائي يعني ضرورة تبني استراتيجيات التحصين المرتبطة بالتوريق و ابرام العقود الآجلة.^(٢)

(١) خليفة محدي، " مصدر سابق .

(2) E. Philip Davis، **The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour**، ،P.78.



كذلك يظهر الدور الرقابي للجهات المختصة بوصفها ضماناً ثانية من ضمانات اصحاب رأس المال، و لا نجد هذا الدور واضحاً و جلياً في الإستثمار الداخلي مقارنةً بالإستثمار الخارجي، على اعتبار ان احتمالات تضارب المصالح قليل ضمن النظام الواحد، لكن في الإستثمار الخارجي حيث تستثمر المؤسسة مع شركات او مصارف او جهات دولية أخرى يكون لزاماً عليها الاشراف و الرقابة المستمرة لنظام العمل للشركات المستثمر فيها، و ذلك لان الإهمال في هذا الجانب قد يؤدي الى الاضرار بالمستفيدين سواء كانت مصلحة المؤسسة ذاتها او المستفيدين من الإستثمار معها^(١).

وتؤكد المبادئ الخاصة بقانون حوكمة الشركات في المملكة المتحدة على ان المستثمرين المؤسسيين ينبغي عليهم أن يسعوا في مرحلة مبكرة إلى تحديد المشكلات التي قد تؤدي إلى خسارة كبيرة في قيمة الإستثمار. إذا كانت لديهم مخاوف، فيجب عليهم التأكد من أن الأعضاء المناسبين في مجلس إدارة الشركة المستثمر فيها أو إدارتها على علم بذلك، كما و ينبغي للمستثمرين المؤسسيين أن يضعوا مبادئ توجيهية واضحة بشأن متى و كيف سيصعدون أنشطتهم الإشرافية على تلك الشركات^(٢).

كما عزز المشرع البريطاني من ضمانات حقوق اصحاب رأس المال عبر الزام المستثمر المؤسسي بالإفصاح وهو ما اشار له المشرع البريطاني في مقدمة قانون الاشراف لمساعدة الشركات و مساهميتها على فهم توقعات المخاطر، و كذلك مساعدة من يفوضون مدراء الإدارة على اتخاذ الخيارات الإستثمارية الجيدة، حيث جاء المبدأ الأول منه يوضح ما يجب ان يتم الإفصاح عنه فأشار الى انه: "يجب على المستثمرين المؤسسيين الإفصاح عن سياسة القيام بمسؤولياتهم و الاشراف، و التصويت و كيفية مراقبة الشركات المستثمر فيها"^(٣)، ونود الإشارة الى ان الإفصاح في هذه الحالة هو من المؤسسات لمن يرغب الإستثمار معها، و هذا الامر مقتصر على المشرع البريطاني باعتبار ان المستثمر المؤسسي في تشريع هذه الدولة يمكنه ان يفتح ابوابه لمن يرغب بالإستثمار من خلاله و بهذا يقترب من شركات الإستثمار المالي و بالتالي يطالب بالإفصاح وفقاً لذلك.

(1) Iris H-Y Chiu, "INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS AS STEWARDS: TOWARDA NEW CONCEPTION OF CORPORATE GOVERNANCE", (2012) 6 (2), Brooklyn journal of corporate, financial & commercial law, pp(386-432).

(2) The UK Stewardship Code, (September 2012), p.11.

(3) Principle 1 Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities. Lbid.



من جانب آخر، فقد أشار الى ان من واجب المستثمرين المؤسسيين هو حماية جميع الأطراف عند دخولهم في إستثمارات تشمل التصويت على اتخاذ القرارات هنا يظهر تضارب المصالح، فأوجب المشرع البريطاني الى ان الإفصاح يتضمن السياسة الخاصة بأدارة تضارب المصالح و ان تكون واضحة^(١).

و نجد انه ايضاً قد أشار الى ان الإفصاح ليس مطلقاً حيث وجه بانه يمكن للمستثمر المؤسسي ان يتمتع عن الإفصاح عن معلومات لو ابدت للغير لأضرت بالمصلحة المنشودة، كما واعتبر الإفصاح من السياسات المهمة لانه يمنح منظمو الأسواق تأكيداً على ان المؤسسات من هذا القطاع لن تخرج عن المعايير الموجودة في هذا السوق من جهة، و يمنح باقي المستثمرين صورة عن طبيعة عمل هذه المؤسسات و نظمها من جهة أخرى^(٢).

اما المشرع الصيني فقد حرص على ضمانات أخرى وردت ضمن قانون الأوراق المالية المعدل في العام ٢٠١٩، حيث أشار في المادة ٢١ الى ضرورة الإفصاح عن المعلومات التي تؤثر بشكل كبير على أسعار التداول في سوق الأوراق ، كما انه قد وسع في الجهات التي تقدم الإفصاح من جهات اصدار الأوراق المالية الى جهات أخرى ملزمة بالإفصاح تنص عليها القوانين الخاصة و اللوائح الإدارية في المادة ٧٨ منه، كما اوجب ان تكون المعلومات المفصح عنها صحيحة و دقيقة و كاملة و لا تحتوي على أي معلومات خاطئة و اغفالات كبيرة، و بما انه قد منح الحق بالإفصاح الى جهات تابعة الى المؤسسات مثل مجلس الإدارة و المشرفين و موظفي الإدارة العليا في المادة ٦٣، فمنحهم في الوقت نفسه حق الاعتراض على ما يحتوي الإفصاح من معلومات كما اوجب الحماية للمستثمرين في المواد (٨٤ و ٨٥) حيث حمل من اعطى المعلومات غير الصحيحة واجب التعويض في المادة ١٩٧^(٣).

و مما تجدر الإشارة له، ان حقوق اصحاب رأس المال محفوظة في اطار الإستثمار المؤسسي لان الحكومة مهيمنة عبر الحزب الحاكم على كافة القطاعات الحكومية و الخاصة، كما و تجدر الإشارة الى ان الحماية في التشريع الصيني متوفرة لكل الأشخاص، واهم مصاديقها

(1) Principle 2 Institutional investors should have a robust policy on managing conflicts of interest in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed. Lbid.

(2) Lbid, p 30.

(3) Tiecheng Yang, Yang Chen, Zhao Zhang Virginia Qiao, Zhenyu Wano, Shuozhu Zheng, " **LEGAL COMMENTARY**" January 16, 2020.



هو عدم سماحها للمؤسسات الصغيرة المملوكة للدولة التي تم اهمالها بالتلاشي من الوجود، و
انما عملت على جمع المؤسسات ذات الغرض الواحد مع بعضها البعض لخلق مؤسسة جديدة
كبيرة قادرة على الدخول الى السوق^(١).

كما يجدر الإشارة الى ان كل الجهات المستثمرة تخضع للرقابة الداخلية و الخارجية منها و
التي تصب جميعها في نهاية الامر بيد السلطة^(٢). بذلك تبقى الرقابة مفروضة عليها مما يعني
ان الحقوق محافظ عليها ضمن النظام المتبع.

اما المشرع الاردني، فان ضمانات حماية حقوق اصحاب عُززت بالنصوص التي خصصت
لتحديد تلك الحقوق في مواجهة المستثمر المؤسسي، علاوة على الرقابة التي تمارسها تلك
الجهات على العمليات الإستثمارية التي تقوم بها، فعلى سبيل المثال تكون الرقابة على العمليات
الإستثمارية التي يقوم بها الصندوق التابع لنظام الضمان الاجتماعي من صلاحية المجلس اذ
سبق و اشرنا الى ذلك الضمانات المفروضة على الاستثمار المؤسسي .

اضافة الى الضمانات المباشرة عزز المشرع الاردني ضمانات الإستثمار ضمن قانون
الاوراق المالية لعام ٢٠١٧، حيث اشارت المادة (٤٣) من القانون المذكور الى " أ-على كل
مصدر أن يقدم إلى الهيئة، ووفقاً للتعليمات التي يصدرها المجلس التقارير الدورية المبينة أدناه
وأن يقوم بنشرها: ١- تقريراً سنوياً يتضمن البيانات المالية مدققة من مدقق حسابات قانوني
خلال تسعين يوماً من تاريخ انتهاء سنته المالية ٢- تقرير ربع سنوي يقدم خلال ثلاثين يوماً من
تاريخ انتهاء الربع المعني مراجعاً من مدقق حسابات قانوني ٣- تقريراً عن نتائج أعماله الأولية
بعد قيام مدقق حسابات قانوني بإجراء عملية المراجعة الأولية لها، و ذلك خلال خمسة و أربعين
يوماً من انتهاء سنته المالية حداً أعلى ٤- تقريراً يتعلق بانتخاب مجلس الإدارة و أي تغيير في
تشكيلة أو هوية أي من أعضائه"^(٣).

و حدد قانون الشركات المؤقت رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ عدداً من متطلبات الإفصاح الواجب
على الشركات المساهمة العامة مراعاتها والالتزام بها. وأهمها. ما بينته المادة (١٤٠): "يترتب

(1) Wendy Leutert, "CHALLENGES AHEAD IN CHINA'S REFORM OF STATE-
OWNED ENTERPRISES", 2016(21), the national bureau of Asian research, pp(83-
99).

(2) Oecd ,Op.Cit.n2 p 67.

(٣) خليفة مجدي، " مصدر سابق .



على مجلس ادارة الشركة المساهمة العامة ان يعد خلال مدة لا تزيد عن ثلاثة اشهر من انتهاء السنة المالية للشركة الحسابات والبيانات لعرضها على الهيئة العامة^(١).

اما قانون البنوك رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٠ فقد بين بيانات الإفصاح في المادة (٦٣) والتي تنص على " يلتزم مجلس إدارة البنك بتقديم حساباته الختامية المصدقة من المدقق القانوني لحساباته إلى البنك المركزي خلال مدة لا تتجاوز الشهرين من نهاية السنة المالية، كما يلتزم مجلس الإدارة تحت طائلة المسؤولية القانونية بالحصول على موافقة خطية مسبقة من البنك المركزي على أي مما يلي أ. الحسابات الختامية مصدق عليها من مدقق حساباته القانوني وذلك قبل عرضها على الهيئة العامة للمساهمين ب. إعلان هذه الحسابات ونشرها بأي وسيلة كانت.

إضافة الى ما تقدم من القوانين، نجد قانون البنك المركزي الاردني رقم (٢٣) لسنة ١٩٧١ وتعديلاته اللاحقة اشتمل على البيانات المتعلقة بالافصاح و بسلامة المراكز المالية للبنوك المرخصة و ضمان حقوق مودعيها و مساهميتها ففي المادة رقم (٤٤) نص على ان " للبنك المركزي ان يطلب من أي بنك مرخص عدم نشر حساباته الختامية السنوية و ان لا يتخذ أي اجراء يتعلق بتوزيع أرباحه قبل ان يوافق عليها البنك المركزي.

اما المشرع العراقي، و علاوة على النصوص التي تقر بحقوق اصحاب رأس المال التي لا تترك مجالاً لتجاوزها، فأن قرارات الإستثمار التي تؤخذ من قبل المستثمر المؤسسي خاضعة للرقابة، فعلى سبيل المثال القرارات التي يتخذها مجلس إدارة صندوق التقاعد والضمان الاجتماعي بخصوص عمليات الإستثمار تستلزم موافقة الوزير المختص، حيث نصت الفقرة (ثالثاً/أ) من المادة (٧) من قانون التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال على أن: " تخضع قرارات المجلس إلى مصادقة الوزير خلال (١٥) خمسة عشر يوماً من تأريخ تسجيلها في مكتبه، و تُعد مصادقاً عليها بمضي المدة المذكور"^(٢).

(١) ونصت المادة (١٤١): "على مجلس ادارة الشركة المساهمة العامة ان ينشر الميزانية العامة للشركة وحساب ارباحها وخسائرها و خلاصة وافية عن التقرير السنوي للمجلس وتقرير مدقي حسابات الشركة خلال مدة لا تزيد عن ثلاثين يوماً من تاريخ انعقاد الهيئة العامة.

(٢) كذلك الحال بالنسبة لقرارات مجلس رعاية القاصرين تخضع لمصادقة وزير العدل بموجب المادة (٦) من قانون رعاية القاصرين حيث نصت الفقرة الثانية منها على ان: " لا تنفذ قرارات المجلس الصادرة بغياب وزير العدل الا بعد مصادفته، وتعتبر المصادقة تامة ما لم يعترض عليها خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تسجيلها في مركز الوزارة".



وتعزيزاً لتلك الضمانات لا سيما ان الواقع العملي يشير الى ان غالبية الإستثمارات المؤسسية تكون بواسطة الغير لا سيما من خلال المصارف، فأن هناك معلومات تفصح عنها الشركات و المؤسسات اثناء عملها اشارت إلية تعليمات الإفصاح رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ في المادة (١) منها "على كل شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية تزويد الهيئة بالتقرير السنوي خلال (١٥٠) يوم من انتهاء سنتها المالية و نشره بوسائل الاعلام المتاحة، و للهيئة امهال شركات القطاع المختلط مدة إضافية لا تتجاوز السنة في كل الأحوال لتقديم بياناتها المالية تحتسب من المدة المذكورة..... و يتضمن تقرير مجلس الإدارة /أ/ سابعاً- و صفاً للمخاطر التي تتعرض لها الشركة ان وجدت. ثامناً- الإنجازات التي حققتها الشركة مدعمة بالأرقام و وصف للاحداث الهامة التي مرت على الشركة خلال السنة المالية. عاشراً- تحليلاً للمركز المالي للشركة و نتائج اعمالها خلال السنة المالية"، فنجد هذه المادة احتوت على معلومات تكشف عنها الشركات اثناء عملها.

اما في قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧، فنجد المشرع في المادة (٣٩/ ثالثاً) قد نص "تطرح الاسهم الباقية على الجمهور خلال ثلاثين يوما من تاريخ الموافقة على تأسيس الشركة ببيان يصدره و ينشره المؤسسون في النشرة و في صحيفتين يوميتين في الاقل بعد موافقة المسجل عليه، و يتضمن ما يأتي: ١- نص عقد الشركة. ٢ -عدد الاسهم المطروحة للاكتتاب و قيمة السهم و المبلغ الواجب دفعه عن كل سهم ٣- الحدين الأدنى و الأعلى لعدد الاسهم التي يجوز الاكتتاب بها. ٤-مكان الاكتتاب و مدته. ٥- نفقات تأسيس الشركة. ٦- العقود و الاتفاقات. ٧- اية معلومات اخرى يضيفها المؤسسون. ٨- تقرير اللجنة المشكلة بموجب البند ثانيا من المادة (٢٩) من هذا القانون، عند وجود حصة عينية. " .

بهذا نرى ان المشرع قد بين المعلومات التي يجب ادراجها في بيان الاكتتاب و هذا يعد افصاحاً عما يجب ان يعرفه المستثمرون عن الشركة، و نجد ان المشرع العراقي قد جعل الباب مفتوحاً للمؤسسون بإضافة أي معلومات الى بيان الاكتتاب ان وجدت و تعتبر هذه من الامتيازات التي تحتسب للمشرع العراقي^(١).

كما أشار في قانون سوق الأوراق المالية الى ان من مهام هيئة الأوراق الإفصاح حيث أشار في القسم (١٢) منه الفقرة (١٢/د) الى ان تخول الهيئة "اصدار قوانين للكشف عن المعلومات و التقارير التي يتطلب نشرها للجمهور و المتوفرة لدى الشركات المعروضة سندات لها للاكتتاب او التوزيع او التبادل بها في سوق الأوراق المالية، و تتغير كافة المعلومات و التقارير اذ انها

(١) رائد فيصل غازي الربيعي، إبراهيم إسماعيل إبراهيم، " مصدر سابق .



تتطلب مراجعة في حالة عرضها بشكلٍ خاطيء او غير متكامل او كاذب او مظلل او مخالف لاي حكم من احكام قانون الشركات^(١).

اما قانون المصارف رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤ نجده ذكر الإفصاح في المادة (٣٥) التي نصت على " يكون الافصاح كالاتي: يعتمد المصرف أنظمة معلوماتية و بيانات و سجلات وافية تمكنه من الافصاح بشفافية عن وضع السيولة الحقيقية لديه بجميع العملات الرئيسة التي يتعامل بها".

و لعل الضمانة الاهم و الابرز لحماية حقوق اصحاب رأس المال هو تفعيل دور الجهات الرقابية لكل مستثمر مؤسسي، فيجب على هيئات الرقابة على صناديق التقاعد او شركات التأمين او صناديق الرعاية و غيرها حماية حقوق مساهمي تلك المؤسسات في ظل ارتفاع مخاطر الإستثمار في السوق سواء من خلال تحديد الأسواق التي تتوافر فيها فرص إستثمارية مناسبة و تحديد القطاعات و أسهم الشركات المناسبة للإستثمار فيها و عدم التركيز على نوع واحد من الأصول من أجل خفض المخاطر .

^(١) ممكن ان نعتبر ان الإفصاح المطلوب في المادة (١٢) القسم ١٢ من قانون سوق الأوراق المالية هو افصاح اولي تقوم به الشركات والمؤسسات قبل ان تباشر عملها.

الخاتمة



الخاتمة

في ختام دراستنا الموسومة بعنوان (التنظيم القانوني للإستثمار المؤسسي-دراسة مقارنة-) هناك عدد من النتائج التي تم التوصل اليها و التي أعطت إجابات لما كان يدور في اذهاننا من أسئلة و هناك بعض الاقتراحات التي نتقدم بها في نهاية هذه الرسالة.

أولاً: النتائج

١- ان الإستثمار المؤسسي مصطلح حديث بالنسبة للتشريعات العربية، الا انه معروف في التشريعات المقارنة (البريطاني، الصيني) و كان السبيل الى معرفته هو دراسة محدثاته من اشخاص و أموال ، فكانت النتيجة تشير الى مجموعة المؤسسات الحكومية التي تمتلك أموالاً مدخرة مختلطة من أموال الإدارة و الأشخاص في آن واحد ، و تعنى هذه المؤسسات في إستثمار هذه الأموال، و ان كان في بعض التشريعات يمكن ان يكون من القطاع الخاص كما في التشريع البريطاني ، الا ان النتائج اعتمدت على التشريع العراقي.

٢- تبين ان المستثمر المؤسسي مؤسسة حكومية غير استثمارية لها أموال مدخرة تمثل رؤوس أموال ضخمة اذا ما تم إستثمارها بالصورة الصحيحة في التشريعات العربية ، اما في التشريعات المقارنة ممكن ان تكون استثمارية او غيرها و قد كلفت هذه المؤسسات بحفظ الأموال و تعظيمها بموجب نصوص القانون و أنظمتها الداخلية.

٣- يلعب المستثمر المؤسسي دور مهم في البيئة التجارية، حيث يعمل على تزويد هذه البيئة بالسيولة المالية التي تحتاجها، كما ان له أهمية للمؤسسات كون ان المؤسسات التي تشارك في هذا النوع من الإستثمار دائماً ما تبحث عن سبلاً لتطوير اداراتها و اعمالها المكلفة بها.

٤- للاستثمار المؤسسي أنواع مختلفة يمكن تقسيمها من حيث الأشخاص و النطاق و لكل نوع منها شروط و طرق ، فمن حيث الأشخاص هو إستثمار مباشر و غير مباشر ، فالمباشر هو ما تقوم به إدارة المؤسسات بصورة مباشرة بنفسها دون الاعتماد على غيرها و ربما بالاستعانة بالاستشارة الإستثمارية من متخصصين، اما غير المباشر فهو الذي تقوم به بالاستعانة بغيرها فيكون اما عن طريق شركات أخرى مثل شركات الإستثمار المالي في التشريع العراقي و المؤسسات المالية في التشريع البريطاني او عن طريق وسطاء أسواق المال.



٥- عملت التشريعات ما يمكنها من اجل الموائمة بين الإستثمار المؤسسي و البيئة التجارية لان ادخال مثل هذه المؤسسات لا تملك خبرة في العمل التجاري في بيئة خطيرة كالبيئة التجارية تشتمل على مخاطر عدة يحتاج الى تشريعات خاصة و قادرة في سبيل تحقيق الدعم و القوة لهذه المؤسسات حتى تتخطى المنافسة غير المشروعة و الإغراق التجاري و كذلك الالتزام بالمعايير البيئية و الاجتماعية .

٦- عملت التشريعات المقارنة البريطاني و الصيني على إعادة اصلاح مؤسساتها الداخلة في الإستثمار المؤسسي من الناحية الادارية و القانونية لتوفير الحماية اللازمة لهذه المؤسسات للعمل بحرية اكبر فنجد المشرع البريطاني قد منح الإدارة حرية في اختيار وجهة الإستثمار و آلياته اما المشرع الصيني رغم إعطائه الحرية الا انها كانت مقيدة من الحزب الحاكم ، الا ان هذا الاتجاه لم نجده في التشريعين الأردني و العراقي فكان المشرع هو الموجه .

٧- أصدرت التشريع البريطاني العديد من القوانين في سبيل تخطي التحديات التي يتعرض لها البيئة التجارية بصورة عامة من اغراق و منافسة غير مشروعة و الالتزام بالمعايير البيئية و الاجتماعية و كذلك المشرع الصيني حتى نرى ان اثار هذه المخاطر معدومة تقريباً في بيئتها التجارية ، عكس التشريع العراقي حتى و ان كان قد اصر تشريعات لمواجهة الا ان هذه التشريعات لا تزال قاصرة عن توفير الحماية اللازمة .

٨- للإفصاح دوراً مهماً في مساعدة المؤسسات على اختيار وجهة الإستثمار الصحيحة سواء ماكان منها للمؤسسات التي سمحت للشركات و المصارف بالإستثمار معها كما في التشريع البريطاني و هذا اتجاه خاص به، او في باقي التشريعات التي نظمت الإفصاح بصورة جدية عاملة على توفير كل البيانات المطلوبة ، الا ان المشرع العراقي نجده قد نظم الإفصاح في مواد متفرقة من تشريعات متفرقة.

٩- ان اهم ما ساعد على تطور الإستثمار المؤسسي في التشريعات محل المقارنة انها قد عملت على اجراء الدراسات و التجارب لفترات زمنية طويلة حتى وصلت الى ما تجاوز العشر سنوات في بعض الدول ، الا ان المشرع العراقي نجده قد اقحم المؤسسات في هذا الإستثمار دون تدقيق و تخطيط مسبق مما أدى الى تلوؤ في عملها.

١٠- تبين ان المشرع العراقي قد اخذ خطوة كبيرة في سبيل تطوير الإستثمار المؤسسي في تعديل قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي لعام ٢٠٢٣ ، فنجده قد حدد جهة الإستثمار و أشار الى إمكانية الاستعانة بالخبراء و المستشارين الاختصاصيين في مجال الإستثمار، كما ان إضافة أعضاء الى مجلس إدارة الصندوق من خارج المؤسسة

- ذاتها و من المتمرسين في العمل بالبيئة التجارية مثل الممثل عن اتحاد المقاولين و اتحاد الصناعات العراقية و اتحاد الغرف التجارية يعد خطوة و تطورا كبيرا لهذا المشرع.
- ١١- ان الرقابة تلعب دورا مهما في توسيع عمل المؤسسات الإستثمارية و الشركات فكلما كانت رقابة صحيحة و متقنة كان لها الأثر الأكبر في تقدم هذه الإستثمارات دون مصالح شخصية و توفير الحماية للأشخاص المتعاملين مع هذه الجهات بما يوفر الاطمئنان و الثقة.
- ١٢- ان طبيعة العلاقة بين المستثمر المؤسسي و الأشخاص المتعاملين معه مرة تكون ذات طابع قانوني تحكمها القوانين و النظم الداخلية للمؤسسات ، و مرة تكون ذات طابع نيابي يحكمها العقد .
- ١٣- ان نجاح هذا الإستثمار يعتمد في الأساس على الإدارة المؤسسية و مدى قدرتها على إدارة الإستثمار ، سواء كان بصورة مباشرة او عن طريق الوسيط ففي الحالتين يجب ان يكون لها القدرة على معرفة ماهي الإستثمارات الأنسب لأموالها.
- ١٤- ان العديد من الجهات التي تتص عليها القوانين في التشريع العراقي و الأردني في كونها تدير صناديق المؤسسات المسؤولة عن الإستثمار ليس لها خبرة في الإستثمار و لا في ادارته لذلك نجد انها غير قادرة على اتخاذ القرارات الإستثمارية الصحيحة و لا تحديد وجهتها مما يؤدي الى تأخير العمل و العزوف عنه .
- ١٥- ان من اهم الأسباب التي تؤثر على الإستثمار المؤسسي في المؤسسات العراقية بالإضافة الى ما اشرنا من ضعف الإدارة و التنظيم القانوني ، كذلك عدم توفير الحماية الكافية للعاملين في هذه المؤسسات، و كذلك عدم وجود الحافز سواء المادي او المعنوي لدفع هؤلاء العاملين للإستثمار و البحث عن الإستثمارات الأفضل، حيث تبينا من الزيارات الميدانية ان هناك بعض الحوافز و المكافآت التشجيعية كانت تصرف في الماضي الا انها تم ايقافها في الوقت الحاضر ، و هذا سبب عزوف لدى القائمين على الإستثمار من تحمل المشقة و التعب بلا مقابل، كما نجده هذا واضحا في التشريعات محل المقارنة.

ثانياً: المقترحات

- ١- دعوة المشرع العراقي الى اتخاذ خطوة جريئة و كبيرة في سبيل تعديل قوانين المؤسسات التي لديها أموال مدخرة مختلطة مستثمرة، و تحديد جهات الإستثمار و آليات العمل و



ما يتحمل كل طرف من اطراف هذا الإستثمار من التزامات، اسوة بقانون التقاعد و الضمان الاجتماعي لسنة ٢٠٢٣ .

٢- دعوة المشرع العراقي الى العمل على تطوير الإدارات المؤسساتية في المؤسسات التي لديها أموال مختلطة و تستثمر هذه الأموال من ناحية القدرة الإستثمارية فيجب ان يكون مدراء هذه المؤسسات ذوي خبرة في إدارة العمل التجاري مما يساعد على قدرة هذه المؤسسات في تعظيم عوائدها بصورة تحقق الفائدة المرجوة من هذا الإستثمار .

٣- دعوة المشرع العراقي الى افراد نصوص خاصة بهذا الإستثمار ، تساعد القائمين عليه بالعمل في طريق واضح و من دون خوف او قلق او تردد ، أي توفير الحماية الكافية لهذه الجهات في كل مخاطر الإستثمار التي من الممكن ان تواجهها .

٤- دعوة المشرع العراقي الى السماح للمستثمر المؤسسي بتأسيس شركات فيما بينها لها القدرة على التعامل في سوق الأوراق المالية ، او توفير حصصاً لها في شركات عامة قائمة كي تعمل على تعزيز عمل هذه الشركات كما توفر العائد الجيد لمؤسساتها، حيث ان المشرع منعها ابتداءً من تأسيس الشركات و كذلك ان الشركات العامة لا تطرح اسهماً للاكتتاب فعند رغبة احدى المؤسسات للإستثمار فأنها تضطر للإستثمار مع اشخاص من خارج نطاق الدولة .

٥- الدعوة الى تعديل نص المادة ٨ / ثالثاً من قانون التقاعد العراقي الموحد و تضاف له الفقرات بالشكل الاتي "ثالثاً/ يتولى مجلس إدارة الصندوق ما يأتي: هـ- تحديد أوجه إستثمار أموال الصندوق و ايراداته داخل العراق .

و- التعاقد مع الاختصاصيين و الخبراء العراقيين .

ز- الاستعانة بالمستشارين و الخبراء و الاختصاصيين العراقيين في أداء بعض المهام المتعلقة في شؤون الصندوق و تحديد اجورهم وفقاً للقانون .

و يعاد ترقيم ما بعدها بالتسلسل (ح ، ط ، ي ، ك)

٦- الدعوة الى تعديل المادة ٦ / اولاً من قانون رعاية القاصرين و تضاف لها الفقرات التالية لتصبح: " يتولى مجلس رعاية القاصرين الاختصاصات التالية: هـ- تحديد أوجه إستثمار أموال الصندوق و ايراداته داخل العراق .
و- التعاقد مع الاختصاصيين و الخبراء العراقيين .



ز- الاستعانة بالمستشارين و الخبراء و الاختصاصيين العراقيين في أداء بعض المهام المتعلقة في شؤون الصندوق و تحديد اجورهم وفقاً للقانون. و يعاد ترقيم ما بعدها بالترتيب ح.

٧- الدعوة الى تعديل المادة ٥ من قانون رعاية القاصرين بأضافة الفقرة ثالثاً لها و بالشكل التالي " ثالثاً: يجتمع المجلس اجتماع غير اعتيادي عند توفر عروض لمشروعات استثمار مربحة لدائرة رعاية القاصرين" ، و ذلك للخروج من الروتين الإداري الذي يؤدي الى ضياع العديد من الفرص الإستثمارية .

٨- الدعوة الى السماح لدائرة رعاية القاصرين ان توسع من إستثماراتها في الودائع و ان لا يقصرها على مصرف الرافدين كما اشارت المادة (١٨) من تعليمات الإجراءات القانونية و المحاسبية لمديرية رعاية القاصرين العراقي رقم (١) لسنة ٢٠١١.

المصادر

المصادر

- القرآن الكريم
- المصادر باللغة العربية:

أولاً: الكتب القانونية

١. إبراهيم محمد الفار، "اتفاقيات منظمة التجارة العالمية"، دار النهضة العربية، ١٩٩٩.
٢. عادل علي المقدادي، القانون التجاري، ج ١، ط ١، دار الثقافة والدار العلمية الأولى، عمان، ٢٠٠٣.
٣. عمار حبيب جهلول، "النظام القانوني لحوكمة الشركات"، دار نيبور للنشر و الطباعة، العراق، الطبعة الأولى ٢٠١١.
٤. عمر محمد دره، "مدخل الى الإدارة" دار الباسل - حلب، ٢٠٠٩.
٥. غسان فلاح المطارنه، تدقيق الحسابات المعاصرة، دار مسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، ٢٠٠٦.
٦. محمد سعيد السعداوي، "النظام القانوني للاغراق التجاري - دراسة مقارنة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، ٢٠٢٠.
٧. جمال عبد العزيز العثمان، "الإفصاح و الشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة (دراسة مقارنة)"، دار النهضة العربية، ٣٢ شارع عبد الخالق ثروت، القاهرة، ٢٠١٠.

ثانياً: الاطاريح و الرسائل

١. احمد حمزة رزوقي الموسوي، "الاسم التجاري و المنافسة غير المشروعة - دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية في لبنان، كلية الحقوق، ٢٠٢٠.
٢. بوسي احمد جمال الدين، " دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية - دراسة الحالة المصرية" رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠١٤.
٣. خليدة محيي، " دور الحوكمة المصرفية في تعزيز الأداء المالي في البنوك التجارية - دراسة عينة من البنوك التجارية لولاية ورقلة"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ٢٠١٩.

٤. رواء عبد هارون ناصر، التزام الشركة بالافصاح عن البيانات غير المالية (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير، جامعة القادسية، ٢٠٢٣.
٥. سمية بالطيب، هند بريطل، " النظام القانوني للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ٢٠١٩.
٦. عبد الله إسماعيل محمود، " رقابة ديوان المحاسبة و اثرها في ترشيد النفقات العامة في القطاع الصحي في الأردن"، رسالة ماجستير، جامعة فيلادلفيا، ٢٠٢٣.
٧. عبد الرحمن مرعي، " دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا"، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٠.
٨. فارس مازن الرشيدات، العلاقة بين الملكية المؤسسية و السياسات المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة و المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية الاعمال، ٢٠١٢.
٩. فضيلة عكاش، "تطور نظام الضمان الاجتماعي في الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، في العلوم السياسية والعلاقات الدولية، فرع التنظيم السياسي والإداري، ٢٠٠١.
١٠. قادري لطفي محمد الصالح، "ليات حماية المنافسة في التجارة الدولية"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية الحقوق و العلوم السياسية، بدون ذكر سنة.
١١. كمال بغداد، " النظام القانوني للمؤسسة العامة المهنية في الجزائر"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق جامعة الجزائر، ٢٠١١.
١٢. كايد عبد الله محمود العطار، "الإفصاح عن تكاليف المسؤولية الاجتماعية في القوائم المالية و اثره على القطاع الصناعي الارني"، أطروحة دكتوراه، جامعة ام درمان الإسلامية، السودان، ٢٠١٣.
١٣. مورايد شعبان و كنزة نساك، " تمييز المنافسة غير المشروعة عن جريمة التقليد"، رسالة ماجستير، جامعة عبدالرحمن ميره، كلية الحقوق و العلوم السياسية، ٢٠١٩.

ثالثاً: : البحوث و التقارير

أ- البحوث

- ١- أسامة مجدي فؤاد محمد أبو العلا، "اثر هيكل الملكية و هيكل التمويل على إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية"، مجلة الفكر المحاسبي، مجلد ٢٣، عدد ٤، ٢٠١٩.
- ١٠- سميرة محمد علام أبو زيد، "اثر هيكل الملكية على أداء الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية"، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، العدد ٢، ٢٠١٣.
- ١١- صلاح الدين محمد و صادق راشد الشمري، "تفعيل أنظمة الرقابة المصرفية و تطويرها وفق المعايير الدولية نظام CRAFT)،مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد ٩٠، ٢٠١١.
- ١٢- صلاح صاحب شاكر و محمد خميس حسن، " دور الرقابة الاشرافية للبنك المركزي في تعزيز الوعي الرقابي المصرفي" مجلة المعهد العالي للدراسات المحاسبية و المالية، المجلد ٩، العدد ٢٨، ٢٠١٤.
- ١٣- علي فوزي إبراهيم، " حماية الأقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي"، مجلة صوت القانون، المجلد ٣، عدد ٥، ٢٠١٦.
- ١٤- عماد محمود عبيد، " عقد الامانة بين الدعوى الجزائية والدعوى المدنية"، مجلة الجامعة الاردنية، مجلد ٤٣، عدد ٢، دون سنة نشر.
- ١٥- غالب عبد حسين و رمزي احمد ماضي، " اختلاف الالتزامات الإدارية للمساهمين في الشركة المساهمة العامة تبعاً للاسهم"، مجلة البحوث القانونية و الاقتصادية، جامعة المنصورة ، العدد ٤٥، ٢٠١٣.
- ١٦- مدادي عبد القادر، " دراسة تحليلية لمحددات الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع إشارة خاصة الى البلدان العربية"، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد ٧، ٢٠١٢.
- ١٧- مزمل عوض و صالح حامد، " الآليات الداخلية للرقابة المصرفية و دورها في تحقيق الجودة في الأرباح المحاسبية"، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد ٢٧، العدد ٢، ٢٠٢٣.

- ١٨- ملاك عواد إسماعيل، "حق المساهم في الرقابة على إدارة الشركة المساهمة العامة، دراسة قانونية في ضوء احكام قانون الشركات الأردني و مبادئ حوكمة الشركات التجارية"، مجلة جامعة الزيتونة للدراسات القانونية، مجلد ٣ عدد ٢، ٢٠٢٢.
- ١٩- منير الهمش، القطاع العام واقتصاد السوق الاجتماعي، مجلة جمعية العلوم الاقتصادية السورية، ص ١٧. بحث منشور على الرابط: https://www.mafhoum.com/syr/articles_06/hemesh.pdf.
- ٢- ايمان حسن غصب، " دور الأجهزة الرقابية الخارجية في الحد من الفساد الإداري و المالي"، المجلة العربية للنشر العلمي، المجلد ٢ ، العدد ٤٨ ، ٢٠٢٢.
- ٢٠- نعيم جميل صالح سلامة، " الاطار القانوني للمنافسة و منع المنافسات الاحتكارية - دراسة تحليلية في ظل التشريعات السارية في فلسطين-" مجلة العلوم القانونية ، كلية القانون - جامعة بغداد، ٢٠١٩.
- ٢١- نغم حسين نعمة، " سياسة الإغراق و سبل دعم و حماية المنتج المحلي"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، السنة العاشرة، مجلد ٧، عدد ٣٠، ٢٠١٤.
- ٢٢- ياسر إبراهيم بن محمد الخضير، " الإغراق التجاري دراسة فقهية مقارنة"، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، عدد ٢١، ٢٠١٥.
- ٢٣- ياسر عبد الكريم الحوراني، " أدوات الإستثمار المالي حقيقتها و حكمها الشرعي" علوم الشريعة و القانون، مجلد ٤٢، عدد ٢، ٢٠١٥.
- ٢٤- يوسف فوزي ضاري و ايسر ياسين قهد، " دور الرقابة المصرفية للبنك المركزي في الاشراف على نشاط العمل في المصارف العراقية"، مجلة كلية دجلة الجامعة ، الدراسات المالية و المصرفية، المجلد ٥، العدد ٤، ٢٠٢٢.
- ٢٥- مصطفى سلام عبد الرضا و هبة الله مصطفى، "اثر الوعي البيئي لدى المصارف الاهلية العراقية في تحقيق التنمية المستدامة (دراسة استطلاع لعينة من العاملين في مصرف بغداد التجاري)"، مجلة بابل للعلوم الصرفة و التطبيقية، العدد ١، مجلد ٢٥، ٢٠١٧.

- ٢٦- عبد الرحمن عادل خليل و حسين علي محمد صغير، " اثر الإفصاح عن عناصر التنمية المستدامة في ترشيد قرارات الاستثمار (دراسة ميدانية على عينة من الشركات الصناعية السودانية)"، مجلة العلوم الإنسانية و الطبيعية ، المجلد ٣، العدد ٨، ٢٠٢٢
- ٣- جعفر كاظم جبر، "الحماية القانونية لأقلية المساهمين في الشركة القابضة (دراسة مقارنة)"، مجلة أبحاث ميسان مجلد ١٧، عدد ٣٤، ٢٠٢١.
- ٤- حسن احمد إبراهيم، " نظام الرقابة التقليدية و المستحدثة على مجالس الإدارات في الشركات المساهمة"، مجلة حقوق طمياط، كلية الحقوق، العدد ٧، ٢٠٢٣.
- ٥- خالد علي احمد الذيبات، " اثر الإستثمار المؤسسي في زيادة التحفظ المحاسبي: دليل من الأردن"، مجلد ٢٨ عدد ٢، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية و الإدارية، ٢٠٢٠.
- ٦- د. عمار حبيب جهلول، الاغراق التجاري، مجلة القادسية للقانون والعلوم السياسية، العدد الثاني، مجلد ٤، ٢٠١١.
- ٧- د. منير الهمش، القطاع العام واقتصاد السوق الاجتماعي، بحث منشور في مجلة جمعية العلوم الاقتصادية السورية، ص ١٧. منشور على الرابط: https://www.mafhoum.com/syr/articles_06/hemesh.pdf
- ٨- رائد فيصل غازي الربيعي، إبراهيم إسماعيل إبراهيم، " تنفيذ التزامات الشركات المساهمة بالإفصاح في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)" ، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية و السياسية، مجلد ٩، عدد ١.
- ٩- سامي حسن نجم، " تعدد الأجهزة الرقابية في العراق و اثره على فاعليتها"، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية و السياسية ، جامعة كركوك، المجلد ٣، ٢٠١٤.
- ب-التقارير
- ١- OECD ، جدول الاعمال (تحسين مناخ الاعمال و الإستثمار في العراق) الاجتماع الثاني لمجموعة العمل المعنية بالمشروع ، الاجتماع السابع لمجموعة العمل المعنية بالمناطق الإستثمارية في العراق، ٢٠١٥.
- ٢- التقرير السنوي لمجلس إستثمار أموال الضمان الاجتماعي الاردني لعام ٢٠١٨.

- ٣- تقرير دور الهيئة العامة للمنافسة و منع الاحتكار في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، الجمهورية العربية السورية، وزارة التجارة الداخلية و حماية المستهلك، بيروت ٢٠٢٠..
- ٤- تقرير لجنة معيار القيادة الاردني، دائرة مراقبة الشركات، الخطة الاستراتيجية للاعوام ٢٠١٦-٢٠١٩.
- ٥- تقرير مجلس البيانات الاقتصادية، خطة تحفيز النمو الاقتصادي الأردني (٢٠١٨-٢٠٢٢) طبعة محدثة ١/٦/٢٠١٨.
- ٦- تقرير منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية، " الرقابة الداخلية إدارة المخاطر من اجل النزاهة العامة في منطقة الشرق الأوسط و شمال افريقيا"، ٢٠١٩.
- ٧- مصرف العربية الإسلامي، "سياسات تضارب المصالح و الإفصاح"، نسخة رقم (١) ، ٢٠٢٠.

رابعاً: التشريعات:

- أ- الدساتير و متون القوانين
- ١- قانون العلامات و البيانات التجارية العراقي النافذ رقم (٢١) لسنة ١٩٥٧.
- ٢- قانون البنك المركزي الأردني النافذ رقم (٢٣) لسنة ١٩٧١ وتعديلاته
- ٣- قانون براءة الاختراع و النماذج الصناعية العراقي النافذ رقم (٦٥) لسنة ١٩٧٠.
- ٤- القانون المدني الأردني النافذ رقم (٤٣) لسنة ١٩٧٦
- ٥- قانون رعاية القاصرين العراقي النافذ رقم (٧٨) لسنة ١٩٨٠ المعدل.
- ٦- قانون التجارة العراقي النافذ رقم (٣٠) لسنة ١٩٨٤.
- ٧- قانون سوق بغداد للأوراق المالية الملغي رقم (٢٤) لسنة ١٩٩١،
- ٨- قانون الشركات الأردني النافذ رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧.
- ٩- قانون الشركات العامة العراقي النافذ رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧.
- ١٠- قانون الشركات العراقي النافذ رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته.
- ١١- قانون تنظيم اعمال التأمين الأردني الملغي رقم (٣٣) لسنة ١٩٩٩.
- ١٢- قانون المنافسة غير المشروعة والاسرار التجارية الأردني النافذ رقم (١٥) لسنة ٢٠٠٠.
- ١٣- قانون الإغراق و الدعم الأردني رقم (٢٦) لسنة ٢٠٠٣.

- ١٤- القانون المؤقت لاسواق الأوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤
- ١٥- قانون المصارف العراقي رقم (٩٤) لسنة ٢٠٠٤.
- ١٦- الدستور العراقي لسنة ٢٠٠٥.
- ١٧- قانون تنظيم اعمال التأمين العراقي النافذ رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٥.
- ١٨- قانون انظام العراق الى اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد لعام ٢٠٠٤ رقم (٣٥) لسنة ٢٠٠٧.
- ١٩- قانون وزارة البيئة العراقية النافذ رقم (٣٧) لسنة ٢٠٠٨.
- ٢٠- قانون حماية و تحسين البيئة العراقي النافذ رقم (٢٧) لسنة ٢٠٠٩.
- ٢١- قانون حماية المنتجات العراقية النافذ رقم (١١) لسنة ٢٠١٠.
- ٢٢- قانون المنافسة و منع الاحتكار العراقي النافذ رقم (١٤) لعام ٢٠١٠.
- ٢٣- قانون الضمان الاجتماعي الأردني النافذ رقم (١) لسنة ٢٠١٤ وتعديلاته.
- ٢٤- قانون التقاعد العراقي الموحد النافذ رقم (٩) لسنة ٢٠١٤.
- ٢٥- قانون المصارف الإسلامية العراقي النافذ رقم (٢٣) لسنة ٢٠١٥.
- ٢٦- قانون الأوراق المالية الأردني النافذ رقم (١٨) لسنة ٢٠١٧ و تعديلاته .
- ٢٧- قانون تنظيم اعمال التأمين الأردني النافذ رقم (١٢) لسنة ٢٠٢١.
- ٢٨- قانون التقاعد و الضمان الاجتماعي العراقي النافذ رقم (١٨) لسنة ٢٠٢٣.

ب- الأنظمة و التعليمات

١. تعليمات الإجراءات القانونية و المحاسبية لمديرية رعاية القاصرين العراقية رقم (١) لسنة ٢٠١١.
٢. تعليمات البنك المركزي الأردني بخصوص الحاكمية المؤسسية رقم (٢) لسنة ٢٠٢٣.
٣. تعليمات تداول الأوراق المالية العراقية ٢٠١٥.
٤. تعليمات شروط و متطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق العراقية رقم (١٥).
٥. تعليمات الإفصاح المالي لشركات الوساطة المالية رقم (٩).
٦. تعليمات أسس استثمار أموال المؤمنين العراقيين رقم (٦) لسنة ٢٠٠٦.
٧. تعليمات افصاح الشركات المسجلة العراقية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠.
٨. دليل استرشادي لوحدات التدقيق الداخلي في الوزارات العراقية، ديوان الرقابة المالية، دائرة الشؤون الفنية و الدراسات، قسم الدراسات الفنية و البحوث، بدون سنة اصدار.

BOOKS

- 1– Beijing Review، " **DECISION ON REFORMING ECONOMIC STRUTURE**"، 1984.
- 2– Chris Evans ،R Thon Mark Harper،"UK PENSION SCHEMES AND ALTERNATIVE INVESTMENTS" ،appg ،2019.
- 3– Don Mayer ،Daniel M. Warner ،George J. Sidel ،"THE LEGAL ENVIRONMENT AND BUSINESS LAW ،Publisher saylor foundation،1.0 ،2012.
- 4– Ephilip Davis ،Been Stell ،"INVESTMENT BEHAVIOR AND PERFORMANCE OF INSTITUTIONAL INVESTORS"، INSTITUTIONAL INVESTORS،(MIT PRESS ،2001).
- 5– Jeffrey F.Beatty ،Susan S.Samuelson ،Patricia Sanchez Abirl ، "STAND ARD EDITION BUSINESS LAW AND THE LEGAL ENVIRONMENT" ،standard edition 8th ،cengage learning ، inc.2019.
- 6– Paul Dickson ،"THE ASSET MANAGEMENT REVIEW" ،eighth edition, (publisher: TOM BARNES،2019) ،published in the united kingdom by law business research Ltd, London.
- 7– Poul Ly Kkesfeld& Laurits Louis Kgaergaard ،2022،" UNDER STANDING THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS:" springer books ،in: investor relations and ESG reporting in a regulatory perspective ،chapter 8.

Thesis and treatise

- 1– Yaqi Ding ،THE ROLE OF INSTITUTIONAL SHAREHOLDER ACTIVISM IN CORPORATE GOVERNANCE :A COMPARATIVE STUDY OF THE UK AND US AND CHINA.

- School of law ,college of social sciences ,university of Glasgow ,PHD (2017).
- 2- Jin Zhu Y ANG , " REFORMING THE CHINESE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM: ACOMPARATIVE LAW AND ECONOMIC ANALYSIS" ,PH theses ,Bournemouth university ,2006.
- 3- Aliya Bushra , "THE DETERMINANTS OF CORPORATE DIVIDEND POLICY IN PAKISTAN" ,thesis of master ,Lahore school of economics,2012.

Research

- 1- Jose Antonio Alonso and Carlos Garci-Martin ,2009 , " THE DETERMINANTS OF INSTITUTIONAL QUALITY: MORE ON THE DEBATE" ,discussion papers 09/04 ,university of Nottingham ,CREDIT.
- 2- Mukesh Kumar Jakhar ,R.K.Motwami , " A CONCEPTUAL FRAMEWORK FOR RESEARCH ON INVESTMENT DETERMINANTS AMONG NON-INSTITUTIONAL INVESTORS" ,(2019) 6 (2) ,jourhal of management (jom).
- 3- Alexander P. Groh ,Heinrich Liechtenstein ,Miguel A. Canela , " INTERNATION ALLOCATION DETERMINANTS OF INSTITUTIONAL INVESTMENT IN VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY LIMITED PARTNERSHIPS" ,working paper no726 ,2008,IESE Business school- university of Navarra.
- 4- Samza Fatima ,Tom Mortimer ,Muhammad Bilal , "CORPORATE GOVERNANCE FAILURES AND THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN PAKISTAN ,LESSONS TO BE LEARNT FROM UK"(2018) 60 (2) International journal of law and management.

- 5- Bobby V .Reddy ،THE EMPEROR'S NEW CODE? TIME TO RE_EVALUATE THE NATURE OF STEWARDSHIP ENGAGEMENT UNDER THE UK'S STEWARDSHIP CODE ،
The modern law review
- 6- S.Frazzani ،K.Noti ،MP. Schinkel ،J.Seldeslachts ،A.Banal Estanol ،N.Boot،C.Angelici،" BARRIERS TO COMPETITION THROUGH JOINT OWNERSHIP BY INSTITUTIONAL INVESTORS" ،study for the committee on economic and monetary affairs ،policy department for economic ،scientific and quality of life policies ،European parliament ،Luxembourg ،
2020.
- 7- Uncitral legislative guide on public_ private partnerships ،(b)
financing sources for PPP projects (iv) institutional investors ،
2020
- 8- Yannick Timmer،"CYCLICAL INVESTMENT BEHAVIOR
ACROSS FINANCIAL INSTITUTIONS" ،working paper series
NO18/july 2016،ESRB Europe systemic risk board .
- 9- Lin Lin ،Dan W.Puchniak،" INSTITUTIONAL INVESTORS IN
CHINA: CORPORATE COVARIANCE AND POLICY
CHANNELING IM THE MARKET WITH IN THE STATE" ،2022
(35)،Columbia journal of Asian law.
- 10- Pangyue Cheng ،"INSTITUTIONAL INVESTORS IN CHINA
: PROBLEMS AND PROSPECTS" ،2022(2)،columbia business
law review ،pp (664-731) <https://doi.org/10.52214/cblr.v2>.
- 11- FRC ،"THE INFLUENCE OF THE UK STEWARDSHIP
CODE 2020 ON PRACTICE AND REPORTING" ،research
study ،2022

- 12- Chun Lu , "DOES COMPLIANCE WITH THE UK STEWARDSHIP CODE BY INSTITUTIONAL INVESTORS ENHANCE INVESTEC EARNINGS QUALITY" ,master thesis , bond university ,2016.
- 13- Y. Nancy Ni , "CHINA'S CAPITAL FLOW REGULATIONS THE QUALIFIED FOREIGN INSTITUTIONAL INVESTORS AND THE QUALIFIED DOMESTIC INSTITUTIONAL INVESTOR PROGRAMS" ,review of banking & financial law , 2009 (28).
- 14- E.Philip Davis , "THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE EVOLUTION OF FINANCIAL STRUCTURE AND BEHAVIOUR",1996 ,FMG special papers , financial markets group.
- 15- Paul L.Davies , " THE UK STEWARDSHIP COD 2010-2020 ,FROM SAVING THE COMPANY TO SAVING THE PLANT." ,university of oxford and ecgi ,2020.
- 16- Serdar Celik AND Mats Isaksson "INSTITUTIONAL INVESTORS AND OWNERSHIP ENGAGEMENT " (2013)2 , OECD journal: firancial market trends.
- 17- Kasper Meisner Nielsen "INSTITUTIONAL INVESTORS AND PRIVATE EQUITY" (2008) 12 journal of review of finance.
- 18- Iris H-Y Chiu , "INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS AS STEWARDS: TOWARDA NEW CONCEPTION OF CORPORATE GOVERNANCE" ,(2012) 6 (2) ,Brooklyn journal of corporate ,financial & commercial law.
- 19- Ajayi, adeloa, " impact of external business environment on organizational performance of small and medium scale

- enterprises in osun stat, Nigeria", (2016)3(10),school ledge international journal of business policy & covariance,
- 20- Minkang Gu, Robert C. " CHINA INCORPORATED: THE FIRST CORPORATION LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA", Yale journal of international law, (1995) 20.
- 21- Megumi Suto ,Lukas Menkhoff ,Daniela Beckmann , "BEHAVIOURAL BIASES OF INSTITUTIONAL INVESTORS UNDER PRESSURE FROM CUSTOMERS" ,working paper series waseda university institute of finance ,2005.
- 22- Nida Abdioglu , "INVESTIMANT PREFERENCES OF INSTITUTIONAL INVESTORS ,11(2013)19,journal of management and economics research
- 23- Xuanxuan Zhang ,Dennis Tayior ,Wen Qu , " INSTITUTIONAL OWNERSHIP ,AUDIT COMMITTEE AND RISK DISCLOSURE EVIDENCE FROM AUSTRALASIAN STOCK MARKET" ,corporate board : role ,duties and composition ,3(2013) 9..
- 24- Jill F.Solomon ,Aris Solomon ,And Simon D. Norton , " A CONCEPTUAL FRAMEWORK FOR CORPORATE RISK DISCLOSURE EMERGING FROM THE AGENDA FOR CORPORATE GOVERNANCE REFORM" ,british accounting , (2000)32, available on line at <http://www.idealibrary. Com> on ideal.
- 25- David Currie, Alex Chisholm and Tim Jarvis,"institutional design and decision-making in the competition and markets authority", competition policy international, 10(2014),
- 26- Meirong Jin and Qian Li," China'n anti-monopoly merger contrl and national security: interactions with foreign investment

- law and beyond",journal of national security law and policy,13(2023).
- 27- Agatha Kratz , "REFORMING CHINA'S STATE-OWNED ENTERPRISES" ,2013(1) ، ،open edition journal
- 28- Wendy Leutert , "CHALLENGES AHEAD IN CHINA'S REFORM OF STATE-OWNED ENTERPRISES" ،2016(21) ، the national bureau of Asian research.
- 29- P.Myners," the Myners review and subsequent issues", the faculty of actuaries,B.A.J.8(2001)1.
- 30- Wendy Leutert, " Firm control: governing the state- owned economy under xij Jinping " , open edition journals, 1 (2018)2.
- 31- Sophie Wang, Hamish Anderson, and Jing Chi," venture capital performanagement in china", (November 20,2013) available at SSRN <https://ssrn.com/abstract=2357728> or <http://dx.doi.org/>
- 32- Huiyun Feng, Kai He,"China's listitutional challenges to the international order" , Imprint: University of Michigan Press, Hardcover : 9780472131761, January 2020, Ebook : 9780472126453, January 2020
- 33- Iris-H-Y Chiu," an institutional theory of corporate regulation", North Western journal of international law & business,2 (2019) 39.
- 34- Iris H-Ychiu,"anew milestonin corporate regulation: procedural legalization, standards of transnational corporate behavior and lessons from financial regulation and anti-bribery regulation", (Marrch 17, 2016),available at ssrn:[httpsLLssrn.com/abstract=2949257](https://ssrn.com/abstract=2949257).

- 35- Linlin Dan W.Puchniak,"institutional investors in china :corporate covernance and policy channeling in the market with in the state "35(2022),Columbia journal of Asian law.
- 36- Janet Williamson, Ciaran Driver, Peter Kenway , " Beyond shareholder value, the reasons and choices for corporate governancer reform" soas university of London , 2014.
- 37- Ojo Marianne , " the rol of the external auditor in the regulation and super vision of the uk banking system", center of european law politics, university of bremen, 2007, online at [https://mpira.ub.uni-muenchen.de/84112/mpira paper no. 84112](https://mpira.ub.uni-muenchen.de/84112/mpira_paper_no.84112), posted 2017.
- 38- Demetra Arsalidou ,Institutional investors ,behavioural economics and the concept of stewardship ,law and financial markets review ,November 2012 ,available at: [https://www.tandfonline.com/loi/vlfm 20](https://www.tandfonline.com/loi/vlfm.20).
- 39- Ryan Sklar , " HEDGES OR THICKETS: PROTECTION INVESTORS FROM HEDGE FUND MANAGER'S CONFLICTS OF INTEREST" ,2009 (77) ,review Fordham law ,pp (3251- 3323) ,available at : [https://ir. Lawnet. Fordham.edu/flr/vol 77/ iss619](https://ir.Lawnet.Fordham.edu/flr/vol77/iss619) .
- 40- Katja Juvonen ,Arun Kumar ,Hassen Ben Aued and Antonio Ocana "UNLEASHING THE POTENTIAL OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN AFRICA" working paper series n 325,2019 , African development bank group.
- 41- Cary H. Jefferson , " STATE- OWNED ENTERPRISE IN CHINA= REFORM ,PERFORMANCE AND PROSPECTS" , working paper series ,2017.

42- Li, F.D."internal control of commercial banks- basedon case study of shanghai pudong development bank", modern economy ,(2020),11.

43- China competition bullentin, apuplication of the competition law and economics network at melbourne law cshool, university of Melbourne, 2016,.

Reports

- 1- OECD ،"MOBILISING INSTITUTIONAL INVESTORS FOR FINANCING SUSTAINABLE DEVELOPMENT IN DEVELOPING COUNTRIES ،EMERGING EVIDENCE OF OPPORTUNIYIES AND CHALLENGES" ،OECDpublishing،Paris
- 2- OECD (2011) ،" THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN PROMOTING GOOD CORPORATE COVARIANCE ، CORPORATE COVARIANCE" ،OECD publishing. Doi: 10.1787/9789264128750-en.
- 3- Oliver Burgle." UK VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY AS AN ASSET CLASS FOR INSTITUTIONAL INVESTORS" ،RE SEARCH REPORT ،2000.
- 4- FTSE ،"CHINA'S CAPITAL MARKETS ،THE CHANGING LANDSCAPE" ،firancial services ،2011.
- 5- Hong Mi ،Huilin Miag ،Rong Yan And Zigi Yu ،" COORDINATION AND IMPLEMENTATION OF SOCIAL PROTECTION SYSTEMS IN CHINA" ،UNDESA ،2023.
- 6- John Giles ،Xiao Yan Lei ،Gewel Wang ،"ONE COUNTRY ،TWO SYSTEMS: EVIDENCE ON RETIREMENT PATTERNS IN CHINA" ،iza institute of labor economics ،discussion paper series ، 2021.

- 7- THE ROLE OF BANKS, EQUITY MARKETS AND INSTITUTIONAL INVESTORS IN LONG-TERM FINANCING FOR GROWTH AND DEVELOPMENT, Report for G20 Leaders, February 2013 .
- 8- E Philip Davis, 1996. "The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour," RBA Annual Conference Volume (Discontinued), in: Malcom Edey (ed.), The Future of the Financial System, Reserve Bank of Australia.
- 9- Xavier Gabaix ,Vasiliki Plerou ,H.Eugene Stanley , "INSTITUTIONAL INVESTORS AND STOCK MARKET VOLATILITY" ,2005 ,mit department of economics working paper no. 03-30 ,available at ssrn: [https:// ssrn.com/ abstract= 442940](https://ssrn.com/abstract=442940) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.442940> .
- 10- BRITISH BUSINESS BANK , "ANALYSIS OF UK VC FINANCIAL RETURNS" ,2019.
- 11- BRITISH BUSINESS BANK , UK VENTURE CAPITAL FINANCIAL RETURNS ,2021
- 12- 2020 UK STEWARDSHIP CODE SUBMISSION ,reporting period: 1 January- 31 December ,submission: October 2021.
- 13- CFA , "CHINA CORPORATE GOVERNANCE SURVEY" ,2001
- 14- REPORT ON THE FIFTH INVESTORS FORUM" ,forum of investors Japan may 25 ,2016.
- 15- ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION OF CHINA" ,China private securities investment fund annual industry development report,2016
- 16- PRI , " UNDER STANDING ALIGNING WITH BENEFICIARIES SUSTAINABILITY PREFEREVENCES" ,2021.
- 17- International monetary fund , "INSTITUTIONAL INVESTORS IN EMERGING MARKET" ,chapter IV,2004.

-
-
- 18- IMF committee on balance of payments statistics , "D.3 TREATMENT OF COLLECTIVE INVESTMENT INSTITUTIONS" , update direct investment task team (ditt).
 - 19- Wef prepare ding collaboration with oliver wyman," direct investing by institutional investors: implications for investors and policy-makers" 2014.
 - 20- Lerong He ,Liying Huang ,Liting Fang , "INSTITUTIONAL CONDITIONS ,ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY AND FOREIGN INSTITUTIONAL INVESTEMENT IN CHINA" ,(2022) 50 ,emerging markets review.
 - 21- European bank for reconstruction and development , "ENVIRONMENTAL AND SOCIAL POLICY" ,2019.
 - 22- Managing corporate environmental risk: a review of guidance and selected industry practices ,R&D technical Keyport e2-056/tr,2003
 - 23- Carlos Joly ,Vincent Zeller , "A LEGAL FRAMEWORK FOR THE INTEGRATION OF ENVIRONMENTAL ,SOCIAL AND GOVERNANCE ISSUES INTO INSTITUTIONAL INVESTMENT" , produced for the asset management working group of the unep finance initiative ,2005.
 - 24- SBA ,RISK MANAGEMENT FOR A SMALL BUSINESS , FINANCIAL EDUCATION CURRICULUM ,www-sba-gov.translate. Goog/partners/instructional- materials- trainers/money- small- business-?x-tr-si= ,p13.
 - 25- European Central Bank , "GUIDE ON CLIMATE- RELATED AND ENVIRONMENTAL RISKS" ,supervisory expectations relating to risk managementand disclosure ,2020.

-
-
- 26- Sacha Chai ,Marcos Tarnowski ,Jonathan Tetrault , "THE BEST OF TIMES AND THE WORST OF TIMES FOR INSTITUTIONAL INVESTORS" ,mc Kinsey & company ,august 2011.
 - 27- Tiecheng Yang ,Yang Chen ,Zhao Zhang Virginia Qiao ,Zhenyu Wano ,Shuozhu Zheng , " LEGAL COMMENTARY" han kun law offices, January 16 ,2020
 - 28- CMA,"competition assessment guidelines", part 1: overview, 2023.
 - 29- OFT,"Aquick guide to competition and consumer protection laws that affect your business".
 - 30- FT,"competing fair" anintroduction to the laws on anti-competitive behavior, law 2005.
 - 31- Quickguides,"overview of uk competition law" ashurst 2021.
 - 32- Timothy Melver and Anne-Mette Heemsoth,Deb evoiseo and plimpoton llp,"competition law in the united kingdom: overview law, stated as at 1-sep-3023/united kingdom
 - 33- THE UK INVESTMENT MANAGEMENT STRATEGY II ,2017 , available at [www. Gov. uk/ government / publications](http://www.Gov.uk/government/publications).
 - 34- OECD working group on privatization and corporate governance if state owned assets , " STATE OWNED ENTERPRISES IN CHINA: REVIEWING THE EVIDENCE ,2009.
 - 35- FAD. Policy on enterprise risk management, executive boardninety-fourth session rom 10-11 September 2008.
 - 36- The investment association, investment management survey 2022-23. UK investiment management industry:clobal centre
 - 37- Ping (Evan) Zhang and James Yong Wang, " venture capital investiment in China : market and regulatory overview" , reproduced on 26 September 2013 from PLC China with the permission of the publishers. For the maintined versioin of this resource visit [www.practocallaw. Com](http://www.practocallaw.Com).

-
-
- 38- Alexander Peter Groh, Heinrich Vonliechten Stein,"the first step of capital flow from institution to entrepreneurs: the criteria for sorting venture capital found", working paper-wp-795, May 2009 /ese, business school, university of Navarra.
 - 39- British business bank, "enterpris capital funds, guidance for prospective managers", April 2014,.
 - 40- Pension trustees' duties when setting an investment strategy: Guidance from the Law Commission, 2014
 - 41- Rachel Kent,"Uk-investement research review".10 July 2023.
 - 42- Juan J.Cortina, Maria Soledad Martinez Peria, Sergio L.Schmukler, and Jasmine Xiao,"the internationalization of China's equity markets" IMF working paper, kesrarch department, authorized for distribution by Giovanni dell'ariccia , 2023.
 - 43- Annval report, 2022, China investment corporation.
 - 44- Submission for the G-7 heads of government at the 1998 Birmingham summit, promoting financial stability,recent initiatives of the basle committee on banking supervision,March 1998.
 - 45- Pension fund committee, 2017,"Brunel pension partnership",report by the director of finance
 - 46- Kern Alexander," UKcorporate governance and banking regulation: the regulation's role as stakeholder", Stetson law review, xxx111(2004)
 - 47- Implementing ICFR in the UK ,"protecting stakeholders" 2020.
 - 48- Department for work and pensions ," automatic enrolment into a work place pension",key facts, publised by the department for work and pensions, 2014, www.dwp.gov.uk.
 - 49- Department for work and pensions." Independent review of the pensions regulator (TPR)",2023.
 - 50- Lloyds banking group " external sector statwments.

-
-
- 51- Garol Sergeant," the super vision of banks: the United Kingdom's experience and challenges in China,1999.
 - 52- The PBOOC," document super vision and regulation", document at <https://wwwl.hkexnews.hk>.
 - 53- Overview of the UK pension system, December 2014.

Laws

- 1- Anti-unfair competition law of the people's republic of China.
- 2- British Institutional and Regulatory Reform Act 2013.
- 3- Chinese foreign investment law 2019.
- 4- COMPANY LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA ، 2018 .
- 5- Law of the People's Republic of China on Protection of the Rights and Interests of the Elderly 1996.
- 6- Malaysian code for institutional investors ز
- 7- National Security Law of the People's Republic of China2015.
- 8- Securities Law of the People's Republic of China (2005).
- 9- THE OCCUPATIONAL PENSION SCHEMES (INVESTMENT) REGULATIONS 2005.
- 10- The UK Corporate Governance Code 2016
- 11- THE UK STEWARDSHIP Code ،2010.

Regulations

- 1- **THE OCCUPATIONAL PENSION SCHEMES (INVESTMENT) REGULATIONS 2005.**
- 2- ⁽¹⁾“**IS IT ALWAYS ABOUT THE MONEY?**” Pension trustees’ duties when setting an investment strategy: Guidance from the Law Commission" <http://iri.hks.harvard.edu/files/iri/files/law-commission-guidance-for-trustees-is-it-all-about-the-money>.

-
-
- 3- **Disclosure guidance and transparency rules sourcebook**, DTR, www.handbook.fca.org.uk, release 42, 2024.
 - 4- China securities regulatory commission, " **PROVISIONS ON THE SUPERVISION AND ADMINISTRATION OF DEPOSITORY RECEIPTS UNDER THE STOCK CONNECT SCHEME BETWEEN DOMESTIC AND OVERSEAS STOCK EXCHANGE ARE PROMULGATED**", February 11, 2022.
 - 5- **The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005**, No. 3378 PENSIONS.
 - 6- ICGN, "**ICGN corporate risk oversight guidelines**", published by the international corporate governance network, 2010.
 - 7- Policy statement, "brunel pension partnership ltd responsible stewardship", 2020, authorized and regulated by the financial conduct authority.
 - 8- "compliance and enforcement policy" the pensions regulator, 2016.
 - 9- Pension system in 2020.

المرفقات

إستمارة إستبيان

ارجو التفضل بالموافقة على ابداء رأيكم في الأسئلة المذكورة ادناه للمساعدة في استكمال متطلبات البحث لرسالة الماجستير الموسومة بعنوان ((التنظيم القانوني للاستثمار المؤسسي)) للباحثة (رؤى عامر يحيى) كلية القانون / جامعة القادسية .

مع التقدير

اسم الدائرة: شركة التأمين العامة الوزارة: المالية

اسم الموظف: مدير قسم الاستثمار التخصص: الوظيفي:

١- ما هو هدف الاستثمار و ما هي محافظ الاستثمار ؟

الهدف زيادة الديرادات / محافظ الاستثمار / ١- عقارات / ٢- ودائع / ٣- مروضها / ٤- السهميات

٢- كيف يتم اختيار محفظة الاستثمار ؟

وفق اعمال ادارتي

٣- ماهي استراتيجيات العمل ؟

٤- من هي الجهات التي تختار جهة الاستثمار ؟

مدير القسم / المدير العام / مكتب مجلس الادارة

٥- هل هي نفسها التي تتابع الاستثمار و تراقبه ؟

نعم الاستثمار يتبع بالتابع

٦- من هم اطراف عقد الاستثمار ؟

المقرض الاول
مدير الاستثمار الثاني والمراسل
المنافس لمرافقت

٧- ما هي عائدية أموال الاستثمار ؟

٨- ما هو نوع الاستثمار ؟

طويل الاجل / القرض
قصير الاجل / العدائ

٩- هل يمكن نقل الاستثمار من حفظة الى أخرى ؟ او من صندوق الى اخر ؟

سكن

١٠- ما هو الاطار الزمني للاستثمار و هل بالإمكان تصفية الاعمال الاستثمارية بسهولة ؟

التصفية السريعة هي للدائج كور مدلا قصيرة

١١- هل يمكن إبقاء رأس المال و سحب الأرباح فقط؟

١٢- ما هي القوانين التي تحكم العلاقة بين المؤسسة و المستفيد و المستفيد و جهة الاستثمار و المؤسسة و جهة الاستثمار ؟

النظام الداخلي للشركة
قانون تنظيم أعمال البنوك
قانون بيع وإيجار أموال الدولة رقم ١١ لسنة ٢٠١٢ الفصل ٢

١٣- اذا كان الاستثمار في شركات كيف يتم التصويت ؟ و من هم أصحاب القرار؟

١٤- هل يكون للأفراد أي اراء في القرارات المتخذة في مجلس الإدارة ؟

كل

١٥- هل هناك شروط يجب توفرها في القائمين على إدارة الاستثمار؟

موظف حكومي مكلما بالخدمة العامة

١٦- هل هناك تقارير تقدم عن الاستثمار و اجراءاته ؟ من هي الجهة التي تقدمه و لمن ؟

شؤون مالية / ديوان الرقابة المالية
وحسب الرقابة الداخلية

١٧- هل يختلف دور الاشراف و الرقابة عن دور الإدارة ؟ كيف يكون هذا الاختلاف؟

١٨- كيف يمكن للمستثمر ان يعرف مطالب الافراد الذين هم أصحاب المصلحة؟

١٩- كيف يتم معالجة عدم التوافق المحتمل بين اهداف الافراد و بين إجراءات المؤسسات التي تستثمر أموالهم ؟

٢٠- هل هناك أي حوافز أو تعويضات تقدم لهذه المؤسسات و القائمين باعمال الاستثمار ؟

٢١- الضرائب و تعاملها مع الاستثمار المؤسسي ؟

٢٢- هل بالإمكان التعامل في سوق الأوراق المالية ؟

٢٣- كيف يتم التعامل مع الربح و الخسارة و ما هي مسؤولية كل طرف من الأطراف (المؤسسة و الافراد و المستمر) ؟

٢٤- هل هناك احتياطات يتم اتخاذها للمحافظة على الأموال ؟

٢٥- هل هناك أي تلوؤ في أداء الاستثمار ؟ ما هي الأسباب ؟ ما هي الاقتراحات التي يمكن تقديمها لغرض تطوير هذا الاستثمار ؟

٢٦- ما هي القرارات او التعليمات الوزارية ؟ ان وجدت

إستمارة إستبيان

ارجو التفضل بالموافقة على ابداء رأيكم في الأسئلة المذكورة ادناه للمساعدة في استكمال متطلبات البحث لرسالة الماجستير الموسومة بعنوان ((التنظيم القانوني للاستثمار المؤسسي)) للباحثة (رؤى عامر يحيى) كلية القانون / جامعة القادسية .

مع التقدير

اسم الدائرة: دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للرجال الوزارة: العدل والشؤون الاجتماعية

اسم الموظف: كوييد اسرحيل ابراهيم التخصص الوظيفي: مدير
ماهيير اقتصاد

١- ما هو هدف الاستثمار و ما هي محافظ الاستثمار ؟

محفظة اوراق ، والاستثمار العقاري للعقار ، التزامات تجارية
الفئات المحفظة

٢- كيف يتم اختيار محفظة الاستثمار ؟

٣- ماهي استراتيجيات العمل ؟

٤- من هي الجهات التي تختار جهة الاستثمار ؟

مجلس ادارة الصندوق المادة (٩) فقرة (٢٠)

٥- هل هي نفسها التي تتابع الاستثمار و تراقبه ؟

٦- من هم اطراف عقد الاستثمار ؟

الدائرة والطرف الذي يتم التعاقد معه

٧- ما هي عائدة أموال الاستثمار ؟ صندوق العمل
من العائدات وأسهم الشركات فوائد ودائع

٨- ما هو نوع الاستثمار ؟

١٢

٩- هل يمكن نقل الاستثمار من حافظة الى أخرى ؟ او من صندوق الى اخر ؟

١٠- ما هو الاطار الزمني للاستثمار و هل بالإمكان تصفية الاعمال الاستثمارية بسهولة ؟

١١- هل يمكن إبقاء رأس المال و سحب الأرباح فقط؟

نعم بالاعمال

١٢- ما هي القوانين التي تحكم العلاقة بين المؤسسة و المستفيد و المستفيد و جهة الاستثمار و المؤسسة و جهة الاستثمار ؟

١٣- اذا كان الاستثمار في شركات كيف يتم التصويت ؟ و من هم أصحاب القرار؟

حسب نسبة مساهمة المساهمين في الشركة

١٤- هل يكون للأفراد أي آراء في القرارات المتخذة في مجلس الإدارة ؟

١٥- هل هناك شروط يجب توفرها في القائمين على إدارة الاستثمار؟

١٦- هل هناك تقارير تقدم عن الاستثمار و إجراءاته ؟ من هي الجهة التي تقدمه و لمن ؟

هناك تقارير تقدم من قبل مجلس إدارة الشركة
إلى مساهميها.

١٧- هل يختلف دور الإشراف و الرقابة عن دور الإدارة ؟ كيف يكون هذا الاختلاف؟

نعم

١٨- كيف يمكن للمستثمر ان يعرف مطالب الافراد الذين هم أصحاب المصلحة؟

١٩- كيف يتم معالجة عدم التوافق المحتمل بين أهداف الافراد و بين إجراءات المؤسسات التي تستثمر أموالهم ؟

٢٠- هل هناك أي حوافز أو تعويضات تقدم لهذه المؤسسات و القائمين باعمال الاستثمار ؟

لا يوجد

٢١- الضرائب و تعاملها مع الاستثمار المؤسسي ؟

٢٢- هل بالإمكان التعامل في سوق الأوراق المالية ؟

نعم، التعامل مع سوق الأوراق المالية، الشركات المساهمة فيها
الآثار المالية يتم التداول بها في سوق الأوراق المالية.

٢٣- كيف يتم التعامل مع الربح و الخسارة و ما هي مسؤولية كل طرف من الأطراف (المؤسسة و الافراد و المستمر) ؟

٢٤- هل هناك احتياطات يتم اتخاذها للمحافظة على الأموال ؟

نعم / من خلال شراء احوال الضمان

٢٥- هل هناك أي تلوؤ في أداء الاستثمار ؟ ما هي الأسباب ؟ ما هي الاقتراحات التي يمكن تقديمها لغرض تطوير هذا الاستثمار ؟

٢٦- ما هي القرارات او التعليمات الوزارية ؟ ان وجدت

Republic of Iraq
Ministry of Higher Education
& Scientific Research
University of AlQadisiyah
College of Law



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة القادسية

كلية القانون
مقرية الدراسات العليا

العدد:

التاريخ:

٢٠٢٣/١/٢٥



الى / وزارة المالية
وزارة العمل

م/ تسهيل مهمة

٥٢٩٢
٢/٥
خاتمة

تحية طيبة :

يرجى تفضلكم بتسهيل مهمة طالبة الدراسات العليا/ الماجستير (روى عامر يحيى)
في كليتنا والتي تعد رسالة ماجستير تحت عنوان (التنظيم القانوني للاستثمار
المؤسسي) في القانون التجاري .

... مع التقدير .

الاستاذ الدكتور

عدنان عاجل عبيد

معاون العميد للشؤون العلمية

ا.م.د محمد كاظم محمد

معاون العميد للشؤون الادارية

٢٠٢٣/١/٢٥

نسخة منه الى //

- مكتب السيد العميد ... للتفضل بالاطلاع ... مع التقدير.
- مكتب السيد معاون العميد للشؤون العلمية... للتفضل بالاطلاع ... مع التقدير.
- مكتب السيد معاون العميد للشؤون الادارية / هامش السيد معاون الاداري بتاريخ ٢٠٢٣/١/٢٥ . للتفضل بالاطلاع ... مع التقدير.
- الصادر .

Republic of Iraq
Ministry of Higher Education
& Scientific Research
University of Alqadisiyah
College of Law



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة القادسية
كلية القانون
مقرية الدراسات العليا
العدد: ٢٢١٠
التاريخ: ٢٠٢٢/١٢/٤

الى / دائرة الرعاية والضمان الاجتماعي

دائرة التقاعد

شركة التأمين العراقية

دائرة رعاية القاصرين

سوق العراق للأوراق المالية

م/ تسهيل مهمة



تحية طيبة:

يرجى تفضلكم بتسهيل مهمة طالبة الدراسات العليا / الماجستير (رؤى عامر يحيى) في كليتنا في اعداد رسالة الماجستير الموسومة (التنظيم القانوني للاستثمار المؤسسي) تخصص القانون التجاري .
شاكرين تعاونكم ..مع التقدير.

الإستاذ الدكتور
عدنان عاجل عبيد
معاون العميد للشؤون العلمية
٢٠٢٢/١٢ / ٤

الواردة
٢٠٢٢/١٢/٤

نسخة منه الى //

- مكتب السيد العميد ... للتفضل بالاطلاع ... مع التقدير.
- مكتب السيد معاون العميد للشؤون العلمية.. هامش السيد معاون العلمي في ٢٠٢٢/١٢/٤ للتفضل بالاطلاع ... مع التقدير.
- قسم القانون الخاص / هامشكم في ٢٠٢٢/١٢/٤ ... مع التقدير .
- السيد المشرف / للتفضل بالاطلاع ... مع التقدير.
- مقرية الدراسات العليا / مع الاوليات .
- المصادر .

	Iraq stock exchange depository center	سوق العراق للأوراق المالية مركز الإيداع
---	--	--

ت	رمز الشركة	الشركة المساهمة	رقم المساهمة	اسم المساهم	غير المودعة	المودعة	الرصيد الكلي
1	NDSA	دار السلام للتأمين	2	شركة التأمين العراقية	0	18,714,667	18,714,667
2	SBMC	بغداد خدمات الميولات	2	شركة التأمين العراقية	0	137,700,000	137,700,000
3	BIBI	مصرف الاستثمار	2	شركة التأمين العراقية	0	579,013,845	579,013,845
4	IFCM	فلوجة مواد تشيئة	3	شركة التأمين العراقية	18,296,992	75,302,963	93,599,955
5	IMIB	الصناعات المعدنية والدرجات	3	شركة التأمين العراقية	0	90,416,644	90,416,644
6	IKFP	كركوك مواد تشيئة	3	شركة التأمين العراقية	0	22,324,548	22,324,548
7	IICM	صناعات الكرتون	4	شركة التأمين العراقية	0	132,138,724	132,138,724
8	IBSD	شركة بغداد للمشروبات الغازية - شركة مساهمة	4	شركة التأمين العراقية العامة	0	1,866,170,880	1,866,170,880
9	IKHC	طريق الخازن لانتاج المواد الانشائية	4	شركة التأمين العراقية العامة	0	25,314,990	25,314,990
10	IMCM	صناعة المواد الانشائية الحديثة	4	شركة التأمين العراقية	0	209,260,746	209,260,746
11	IIEW	الشركة العراقية للأعمال الهندسية	5	شركة التأمين العراقية	35,862,091	5,517,245	41,379,336
12	IRMC	الابنية الجاهزة	5	شركة التأمين العراقية	0	44,021,638	44,021,638
13	HNTI	الوطنية للاستثمارات السياحية	5	شركة التأمين العراقية	0	93,015,987	93,015,987
14	IHFI	الوطنية لصناعة الاثاث المنزلي	6	شركة التأمين العراقية العامة	0	37,800,000	37,800,000
15	BNOI	المصرف الاهلي العراقي	8	شركة التأمين العراقية	0	32,418,552	32,418,552
16	BUND	المصرف المتحد للاستثمار	13	شركة التأمين العراقية العامة	0	51,652,625	51,652,625
17	NGIR	الخليج للتأمين واعادة التأمين	156	شركة التأمين العراقية العامة	9,216,868	0	9,216,868
18	IMPI	صناعة الاصباغ الحديثة	160	شركة التأمين العراقية العامة	0	290,321,236	290,321,236
19	IHLI	هلال صناعة	587	شركة التأمين العراقية العامة	0	110,614,751	110,614,751
20	SILT	العراقية للنقل البري	773	شركة التأمين العراقية	0	174,760,999	174,760,999
21	IEAB	البيرة الشرقية	907	شركة التأمين العراقية	123,544,158	0	123,544,158
22	INFF	الوطنية للصناعات الغذائية	1060	شركة التأمين العراقية العامة	33,154,844	0	33,154,844
23	INCP	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	3221	شركة التأمين العراقية	79,025,380	79,025,380	158,050,760
24	ITLI	الصناعات الخفيفة	3748	شركة التأمين العراقية العامة	290,668,570	145,334,285	436,002,855
25	AISP	العراقية لانتاج البذور	8275	شركة التأمين العراقية العامة	0	1,000,000,000	1,000,000,000



	Iraq stock exchange depository center	سوق العراق للأوراق المالية مركز الإيداع
---	--	--

ت	رمز الشركة	الشركة المساهمة	رقم المساهمة	اسم المساهم	غير المودعة	المودعة	الرصيد الكلي
1	HNTI	الوطنية للاستثمارات السياحية	1	دائرة العمل والضمان الاجتماعي	0	4,134,055,650	4,134,055,650
2	IKHC	طريق الخازر لإنتاج المواد الإنشائية	2	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	24,000,000	24,000,000
3	IRMC	الإليسة الجاهزة	2	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي	0	280,788,480	280,788,480
4	IMCM	صناعة المواد الإنشائية الحديثة	2	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	433,373,859	433,373,859
5	IBSD	شركة بغداد للمشروبات الغازية - شركة مساهمة	2	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	3,351,600,000	3,351,600,000
6	IKFP	كركوك مواد انتشلية	2	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي	0	3,720,758	3,720,758
7	IIEW	الشركة العراقية للأعمال الهندسية	3	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	15,540,230	15,540,230
8	IHFI	الوطنية لصناعة الإثاث المنزلي	3	دائرة العمل والضمان الاجتماعي للعمال	0	72,000,000	72,000,000
9	IFCM	فلوجة مواد انتشلية	5	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	11,699,995	11,699,995
10	BUND	المصرف المتحد للاستثمار	9	دائرة العمل والضمان الاجتماعي	0	19,353,600	19,353,600
11	BNOI	المصرف الاهلي العراقي	12	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي	0	15,056,563	15,056,563
12	IHLI	هلال صناعية	35	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	249,369,927	249,369,927
13	HASH	فندق اشور	98	دائرة الضمان الاجتماعي	0	2,137,879	2,137,879
14	HMAN	فندق المنصور	104	دائرة العمل والضمان الاجتماعي	0	255,780,000	255,780,000
15	IMPI	صناعة الأصباغ الحديثة	157	دائرة العمل والضمان الاجتماعي	0	1,192,052,106	1,192,052,106
16	HTVM	المدنية السياحية في سد الموصل	267	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	12,000,000	12,000,000
17	HBAY	فندق بابل	268	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي	0	133,333,333	133,333,333
18	AMAP	الحديثة للإنتاج الحيواني	344	دائرة العمل والضمان الاجتم	0	1,546,012	1,546,012
19	HSAD	فندق السدير	372	دائرة العمل والضمان الاجتماعي	0	173,460,000	173,460,000
20	IELI	الصناعات الالكترونية	1523	دائرة العمل والضمان الاجتماعي	0	3,006,006,030	3,006,006,030
21	HBAG	فندق بغداد	2478	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي	0	384,480,000	384,480,000
22	BCOI	المصرف التجاري	3138	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	1,150,792,388	1,150,792,388
23	INCP	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	3224	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	1,029,755,252	1,029,755,252
24	AISP	العراقية لإنتاج البنزور	4838	دائرة العمل والضمان الاجتماعي للعمال	0	600,000,002	600,000,002
25	SMRI	المعمورة للاستثمارات العقارية	6012	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	4,329,898	4,329,898
26	AIPM	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	26504	دائرة التقاعد والضمان الاجتماعي للعمال	0	18,666,662	18,666,662



C.٢٢/٢/٥

تاريخ الطباعة : 5/2/2023 الساعة : 9:42

الصفحة : 1 من : 1

	Iraq stock exchange	سوق العراق للأوراق المالية
	depository center	مركز الإيداع

ت	رمز الشركة	الشركة المساهمة	رقم المساهمة	اسم المساهم	غير المودعة	المودعة	الرصيد الكلي
1	IELI	الصناعات الإلكترونية	2576	دائرة الرعاية الاجتماعية	40,800,510	0	40,800,510

خدمات المستثمرين
مركز الإيداع العراقي
IDC
Investors Services

٢٠٢٢/١٠/٥

	Iraq stock exchange depository center	سوق العراق للأوراق المالية مركز الإيداع
---	--	--

ت	رمز الشركة	الشركة المساهمة	رقم المساهمة	اسم المساهم	غير المودعة	المودعة	الرصيد الكلي
1	TASC	اسيسيل للاتصالات	229	دائرة رعاية القاصرين / الحساب المستقل	12,912	0	12,912


 خدمات المستثمرين
 مركز الإيداع العراقي
 IDC
 Investors Services
 [Signature]
 ٢٠٢٢/١٠/٥

الملحق ١

The Pensions Regulator

دار الاتصالات
125-135 طريق بريستون
برايستون
بي بي ٤ ١١ ١١

هاتف 08456001011

www.thepensionsregulator.gov.uk

عنوان
مسمى وظيفي
العنوان 1
العنوان 2
العنوان 3
العنوان 4
العنوان 5
شقة البريد

عزيزي [الاسم]

إشعار التفتيش على المباني التجارية

أنا مفتش تم تعييني من قبل هيئة تنظيم المعاشات التقاعدية بموجب أمر المعاشات التقاعدية (أيرلندا الشمالية) لعام 2005 (أمر 2005) وهذه الرسالة بمثابة إشعار يأتي ألوي إجزاء لغرض في المعنى التالي:

[اسم صاحب العمل وعنوانه]

تخضع هذه المباني للتفتيش بموجب المادة 69 من أمر 2005 الذي أُنشئ لمعالجة الاعتقاد بأن المستندات ذات الصلة بواجبات صاحب العمل وألوا الصماتات بموجب قانون المعاشات التقاعدية (رقم 2) (أيرلندا الشمالية) لعام 2008 "قانون 2008" يتم الاحتفاظ بها هناك.

سيتم إجراء الفحص في [التاريخ] في [الوقت]. سوف أكون برفقة [الاسم].

السبب وراء هذا التفتيش هو التحقق مما إذا كنت ملتزمًا وما زلت ملتزم بواجبات صاحب العمل وألوا الصماتات بموجب قانون 2008.

عربي جدول بالمستندات وألوا المعلومات التي سأحتاج إلى فحصها. بالإضافة إلى نشره توضيح عملية الفحص.

تشكل هذه الرسالة والجدول الزمني معًا إشعارًا رسميًا لتقديم هذه المستندات إلى في [التاريخ] على العنوان المذكور أعلاه. إذا كنت تعتقد أنه لا يمكنك الالتزام بهذا الإشعار لسبب معين، فيرجى الاتصال بي في أقرب وقت ممكن باستخدام تفاصيل الاتصال الخاصة بي الموضحة أدناه.

أي معلومات يتم الحصول عليها أثناء التفتيش والتي تتعلق بالشؤون التجارية لأي شخص ليست في المجال العام هي "معلومات مفيدة" بموجب المادة 77 من أمر 2005 وبالتالي لا يجوز لهيئة تنظيم المعاشات التقاعدية الكشف عن هذه المعلومات إلى طرف ثالث الطرف ما لم يكن مصرًا له بذلك بموجب أمر 2005.

يرجى ملاحظة أن عدم التعاون مع عملية التفتيش قد يشكل جريمة جنائية بموجب أحكام أمر 2005.

نصلاً بديل فلي الاتصال

[الاسم مفتش التسجيل التلقائي، وحدة التحقيق والتفتيش 01273 xxxxxx RT: البريد الإلكتروني:
name@thepensionsregulator.gov.uk]

Appendix A

**The Pensions
Regulator**

Telecom House
125-135 Preston Road
Brighton
BN1 6AF
T 0845 600 1011
www.thepensionsregulator.gov.uk

Title
Job Title
Address 1
Address 2
Address 3
Address 4
Address 5
Postcode

Dear [Name]

Notice of inspection of business premises

I am an inspector appointed by The Pensions Regulator under the Pensions (Northern Ireland) Order 2005 (the '2005 Order') and this letter is notification that I intend to carry out an inspection at the following premises:

[Employer name and address]

These premises are liable to an inspection under article 69 of the 2005 Order because I have reasonable grounds to believe that documents relevant to the duties of the employer and/or the safeguards under the Pensions (No.2) Act (Northern Ireland) 2008 (the '2008 Act') are kept there.

The inspection will take place on [date] at [time]. I will be accompanied by [name].

The reason for this inspection is to check whether you have and are continuing to comply with the employer duties and/or safeguards under the 2008 Act.

Attached is a schedule of the documents and/or information that I will need to examine, and a leaflet which explains the inspection process.

This letter and the schedule together constitute a formal notice to produce these documents to me on [date] at the above named address. If you think that you cannot comply with this notice for a particular reason, please contact me as soon as possible using my contact details shown below.

Any information obtained during the course of the inspection which relates to the business affairs of any person which is not in the public domain is 'restricted information' under article 77 of the 2005 Order, therefore The Pensions Regulator may not disclose this information to a third party unless authorised to do so under the 2005 Order.

Please note that failure to co-operate with an inspection may constitute a criminal offence under the provisions of the 2005 Order.

Yours sincerely

[Name]
Inspector
Automatic enrolment, investigation and enforcement unit
T: 01273 xxxxxx
E: name@thepensionsregulator.gov.uk

ملحق بـ

إشعار قانوني لإنتاج المستندات و/أو المعلومات

[اسم الموظف]

The Pensions Regulator

هذه الرسالة عبارة عن إشعار كتابي رسمي بموجب المادة (1) 72 من قانون المعاشات التقاعدية لعام 2004* قانون 2004*/ المادة 67 من أمر المعاشات التقاعدية (أيرلندا الشمالية) لعام 2005* (أمر 2005) (حذف عند الضرورة) عليك تقديم المعلومات إلى هيئة تنظيم المعاشات التقاعدية ("الهيئة التنظيمية")، إذا لم تمثل لهذا الإشعار، فستكون مسؤولاً عن دفع غرامة قدرها 400 جنيه إسترليني. استمرار عدم الامتثال يعني أنك ستكون عرضة لغرامة يومية تتراوح بين 50 جنيهًا إسترلينيًا و 00001 جنيه إسترليني عن كل يوم يستمر فيه الغش. يمكننا أيضًا النظر في الأمر للمحاكمة الجنائية.

يجب أن تصل المستندات و/أو المعلومات إلى مكتبنا في موعد أقصاه [الوقت والتاريخ]

يتعلق هذا الإشعار بتحقيق تجريه الهيئة التنظيمية فيما يتعلق بامتلاك لوائح صاحب العمل و/أو الضمانات بموجب قانون المعاشات التقاعدية لعام 2008/ قانون المعاشات التقاعدية (رقم 2) (أيرلندا الشمالية) لعام 2008) حذف عند الضرورة] والتشريعات المرتبطة به.

[سبب إصدار هذا الإشعار]

أكتب إليكم لأنني أفهم أنكم قادرين على تقديم المستندات و/أو المعلومات المذكورة أدناه، وكلها ذات صلة بممارسة وظائف الهيئة التنظيمية كما هو موضح أعلاه.

-
-
-

يمكن تسجيل المستندات و/أو المعلومات المطلوبة والاحتفاظ بها بأي شكل من الأشكال، بما في ذلك جميع المعلومات المكتوبة والإلكترونية (تشمل الأشرطة). على سبيل المثال لا الحصر، المستندات المسحوقة صوتيًا وصيغات الإنترنت وتقارير قاعدة البيانات ورسائل البريد الإلكتروني. تقع الوضيفة ضمن نطاق هذا الطلب إذا كانت تتعلق كليًا أو جزئيًا بأي من المشكلات المذكورة أعلاه.

ما لم نطلب النسخ الأصلية على وجه التحديد، يمكنك إرسال نسخ من أي مستندات طلبناها. ومع ذلك، إذا قممت بإرسال نسخ، فيجب عليك الاحتفاظ بالنسخ الأصلية حتى يتم الانتهاء من استفساراتنا وأي إجراءات ناشئة عنها. وبالمثل، بمجرد إعادة أي مستندات أصلية إليك، يجب عليك الاحتفاظ بها حتى يتم الانتهاء من استفساراتنا وأي إجراءات ناشئة عنها.

بالإضافة إلى ذلك، يمكنك إرسال نسخ مسحوقة صوتيًا من جميع المستندات و/أو المعلومات المطلوبة لي عبر البريد الإلكتروني على (أدخل عنوان البريد الإلكتروني). ومع ذلك، يرجى ملاحظة أنه إذا كان حجم الملف أكبر من 20 ميجابايت، فستحتاج إلى تقسيم المرفقات وإرسال رسائل بريد إلكتروني منفصلة.

يجب إرسال النسخ الورقية أو الأصلية إلى:

أن يفتح من قبل المرسل إليه فقط

[اسم]

التسجيل التقني

منظم المعاشات التقاعدية

دار الاتصالات

135-125 طريق بريستون

برايتون

بي ان 6 اف اف

Appendix B

Statutory notice to produce documents and/or information

[Employer name]

The Pensions Regulator

This letter is a formal written notice under section 72(1) of the Pensions Act 2004 (the '2004 Act')/ article 67 of The Pensions (Northern Ireland) Order 2005 (the '2005 Order') [delete as necessary] requiring you to supply information to The Pensions Regulator (the 'regulator'). If you do not comply with this notice you will be liable to pay a penalty of £400. Continued non-compliance means you will be liable to a daily penalty of between £50 and £10,000 for every day the failure continues. We may also consider the matter for criminal prosecution.

The documents and/or information must reach our office no later than [time and date]

This notice relates to an investigation by the regulator in relation to your compliance with the employer duties and/or safeguards under the Pensions Act 2008/the Pensions (No. 2) Act (Northern Ireland) 2008 [delete as necessary] and associated legislation.

[Reason for issuing this notice]

I am writing to you because I understand that you are able to provide the documents and/or information listed below, all of which are relevant to the exercise of the regulator's functions as described above.

-
-
-

The requested documents and/or information can be recorded and held in any form which includes all written and electronic information (the latter to include but is not limited to, scanned documents, intranet pages, database reports and emails). A document is within scope of this request if it relates in whole or in part to any of the issues set out above.

Unless we have specifically requested originals, you can send copies of any documents that we have requested. However, if you do send copies you must keep the originals until our enquiries and any proceedings arising from them are completed. Likewise, once we have returned any original documents to you, you must keep them until our enquiries and any proceedings arising from them are completed.

In addition, you can email scanned copies of all requested documents and/or information to me at (insert email address). However please note that if the file size is greater than 20MB, you will need to divide the attachments and send in separate emails.

Hard copies or originals should be sent to:

To be opened by the addressee only

[name]

Automatic enrolment
The Pensions Regulator
Telecom House
125-135 Preston Road
Brighton
BN1 6AF

ABSTRACT

This study examines the investment behavior of the institutions under study, which are institutions that usually have large sums of money that are prepared for long-term investments and may represent an important source of additional capital needed for partnerships between the public and private sectors and one of the main reasons that invite them to take the risk of providing capital to partnership projects. Between the public and private sectors, it is the aspiration to achieve lucrative profits and the keenness to diversify investments and the extent to which they respond to the risks present in the commercial environment, through alignment in a manner consistent with the economic cycle, as the behavior of the institutional investor plays an important role in making investment decisions, which is affected by many factors during the process. Making investment decisions. Investors now have many investment avenues with different features to meet their current and future needs. Although the reality in some systems indicates an inability to bear risks, in light of the low investment education and exposure to evaluating available information. While the institutional investor needs to analyze the various factors that must be studied before investing in it.

Institutional investment is considered one of the relatively new topics in Arab legislation, as there is a scarcity of legal studies that address it. Therefore, the study came to address the legal regulation of this investment by researching the legal texts that framed it within the legal systems under comparison, and knowing the quality of the Iraqi legal texts. Which dealt with the topic while emphasizing the idea that the development of institutional investors is a driving force that has been greatly neglected in Iraq, with the need to spread, protect and encourage the culture of institutional investment, taking into account the principles prevailing in the commercial environment and investigating information and practices that violate its rules in cooperation with the relevant authorities in accordance with the provisions of legislation, and working To conduct investigations into the practices it uncovers, or based on the returns resulting from existing investments, and prepare reports on their results with the aim of evaluating them.

Republic of Iraq

The Ministry of Higher Education

and scientific research

Al- Qadisiya University

Collage of Law



Legal regulation of institutional investment

-A Comparative study-

Master's thesis presented by the student

ROAA AMEIR YAHYA

To the Council of the College of Law - Al-Qadisiyah University

It is part of the requirements of obtaining a master's degree in
private law

Supervised by

assistant professor Dr

Mohammad Kadhum Mohammed

1446 AH

2024 AD