

الإطار القانوني المنظم لسوق فلسطين للأوراق المالية

دراسة مقارنة في تشريعات:

البحرين، الأردن، مصر والولايات المتحدة الأمريكية

The Legal Framework of Palestine Stock Exchange
A comparative Study in Bahrainian, Jordanian, Egyptian and
American Laws

إشراف: الدكتور كميل منصور

أعضاء اللجنة المشرفة والمناقشة:

الدكتور كميل منصور

الدكتور عثمان التكروري

الدكتور غسان فرمند



Q09706

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في القانون التجاري من كلية

الدراسات العليا في جامعة بيرزيت - فلسطين

15.7.2000

إشراف: منصور

Ths
K
1114
J6
2000

THS
K
1114
J6
2000

الإطار القانوني المنظم لسوق فلسطين للأوراق المالية

دراسة مقارنة في تشريعات:

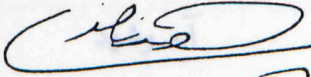
البحرين، الأردن، مصر والولايات المتحدة الأمريكية

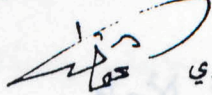
رسالة ماجستير مقدمة من:

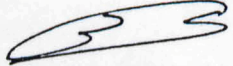
رائيه سهام جوزع

تاريخ المناقشة: ٨ حزيران ٢٠٠٠

توقيع أعضاء اللجنة المشرفة والمناقشة:

 الدكتور كميل منصور

 الدكتور عثمان التكروري

 الدكتور غسان فرمند

الإهداء

إلى والدي الحبيين

حبا، شكراً، وتضرعاً إلى الله أن يمد في عمرهما

إلى نروحي الغالي نزياد

مرعاه الله ووقفه

إلى فلذتا كبدي

آيه وشهد

إلى أخي وأخواتي الأحباء

إيهاب ، إيتاس ، مرنا ومرنده

أهدي جهدي هذا

الشكر والتقدير

لا يسعني وأنا أقدم هذه الرسالة إلا أن أحمد الله وأشكره على إنجازها.

كما أسجل جزيل الشكر والعرفان لأستاذي المشرف الدكتور كميل منصور الذي

كان له عظيم الفضل في إتمام هذه الرسالة لما بذله من صبر ووقت وجهد وحسن تعاون خلال

إعدادها ومراجعتها.

وأسجل كذلك شكري إلى أعضاء اللجنة المشرفة والمناقشة، كما أشكر جميع أعضاء

أسرة معهد الحقوق، جامعة بيرزيت لما قدموه لي من عون وتشجيع.

ولا أنسى جهد جميع أفراد أسرتي خاصة نزوجي - ومساعدتهم لي أثناء الدراسة.

| الصفحة | الموضوع |
|--------|------------------------------------------------------------------|
| ب | قرار اللجنة المشرفة والمناقشة |
| ت | الإهداء |
| ث | الشكر والتقدير |
| ج | قائمة المحتويات |
| ر | ملخص الدراسة بالعربية |
| ش | ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية |
| ١ | مقدمة |
| ١٩ | الفصل الأول: التعريف بسوق الأوراق المالية |
| ١٠ | المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية، نشأتها، وأهميتها |
| ١٠ | أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية |
| ١١ | ١- تعريف الأوراق المالية |
| ٢٠ | ٢- أنواع الأسواق المالية |
| ٢٣ | ثانياً: نشأة أسواق الأوراق المالية وتطورها |
| ٢٣ | ١- نشأة أسواق الأوراق المالية |
| ٢٥ | ٢- نشأة أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية وتطورها |
| ٢٦ | ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية |
| ٢٧ | ١- أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر |
| ٢٧ | ٢- أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد القومي |

٢٩ المبحث الثاني: النصوص التشريعية التي تحكم أسواق الأوراق المالية

٣٠ أولا: مصادر القواعد القانونية التي تحكم سوق الأوراق المالية

٣٢ ثانيا: هل عمليات سوق الأوراق المالية مدنية أم تجارية؟

٣٦ الفصل الثاني: الإطار القانوني المقارن المنظم لبنية أسواق الأوراق المالية

٣٧ المبحث الأول: النموذج الموحد

٣٧ أولا: تعريف النموذج الموحد

٣٨ ثانيا: طريقة تأسيس سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

٣٨ ثالثا: الطبيعة القانونية لسوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

٤٠ رابعا: إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

٤٧ خامسا: الرقابة على سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

٥٠ المبحث الثاني: النموذج الثنائي

٥٠ أولا: تعريف النموذج الثنائي

٥١ ثانيا: طريقة تأسيس سوق الأوراق المالية في النموذج الثنائي

٥٢ ثالثا: الطبيعة القانونية لسوق الأوراق المالية في النموذج الثنائي

٥٢ رابعا: إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج الثنائي

٥٨ خامسا: الرقابة على سوق الأوراق المالية في النموذج الثنائي

المبحث الثالث: النموذج المختلط

٦٥

أولاً: تعريف للنموذج المختلط

٦٥

ثانياً: طريقة تأسيس سوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

٦٥

ثالثاً: الطبيعة القانونية لسوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

٦٦

رابعاً: إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

٦٦

خامساً: الرقابة على سوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

٦٩

المبحث الثالث: إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية والرقابة عليها

٧٥

خلاصة: العوامل التي تؤثر في اتباع نموذج بنية سوق الأوراق المالية

٧٥

٨٠ الفصل الثالث: الإطار القانوني المنظم لبنية سوق فلسطين للأوراق المالية

٨١

المبحث الأول: أهمية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

أولاً: أهمية تأسيس سوق للأوراق المالية في ظل خصوصية الوضع الفلسطيني

٨١

ثانياً: استبيان يوضح رأي الشركات المعنية بالسوق

٨٧

١- استبيان الشركات المساهمة العامة المحلية

٨٨

٢- استبيان شركات الوساطة المالية

١١٨

١٢٣

المبحث الثاني: قانونية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

١٢٦

أولاً: هل سوق الأوراق المالية في فلسطين مرفق عام؟

١٢٦

١- مفهوم المرفق العام وعناصره

١٣٢

٢- مفهوم المرفق العام في فلسطين

ثانيا: مدى اتباع أسلوب القانون العام في تنظيم العقد عن طريق تضمينه
بالشروط الاستثنائية

١- للشروط المرتبطة بامتيازات السلطة العامة

٢- للشروط التي تحمل طابع القانون العام

المبحث الثالث: إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية والرقابة عليها

أولا: إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية

ثانيا: الرقابة على سوق فلسطين للأوراق المالية

الفصل الرابع: تنظيم عمل سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: إدراج الأوراق المالية في السوق

أولا: شروط إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية

١- إدراج أوراق الشركات المحلية

٢- إدراج الأوراق الحكومية

٣- إدراج أوراق الشركات الأجنبية

ثانيا: شطب الإدراج

المبحث الثاني: عضوية السوق وتسوية منازعاتها

أولا: عضوية السوق

١- الوسطاء الماليون (السماسرة)

١٨١ ٢-التجار

١٨٢ ٣-الشركات المصدرة للأوراق المالية

١٨٤ ثانيا: تسوية منازعات السوق

١-المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية

٢-المنازعات مع جهة الإدارة

١٩٣ الخاتمة

١٩٥ المراجع

٢٠٨ ملاحق الدراسة

٢٠٩ ملحق رقم ١: استبيان سوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المساهمة العامة

٢١٤ ملحق رقم ٢: استبيان شركات الوساطة المالية وسوق فلسطين للأوراق المالية

٢١٦ ملحق رقم ٣: الاتفاقية المبرمة بين السلطة الفلسطينية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية

ملاحظة، تعني الرموز التالية ما يلي:

د.م: دون مكان نشر

د ن: دون ناشر

التاريخ بين قوسين []: لم يذكر صراحة تاريخ للكتاب والتاريخ المذكور بين قواس هو اجتهاد.

ملخص الدراسة بالعربية

لو نظرنا إلى جميع بلدان العالم لوجدنا أن كلا منها لا يكاد يخلو من وجود سوق واحد للأوراق المالية على الأقل. هذه الدول تقوم جاهدة بتنظيم وتطوير وتنشيط أسواقها، لتحسين الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد القومي، ذلك أنها توفر السيولة اللازمة لتأسيس المشاريع الوطنية التي تدعم البنية الاقتصادية.

تم تأسيس سوق للأوراق المالية - لأول مرة في التاريخ الفلسطيني - بموجب اتفاقية أبرمت بين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية للمساهمة لخصوصية المحدودة والسلطة الوطنية الفلسطينية، لم يرفقها إلى اليوم صدور قانون للأوراق المالية، ولا قانون الهيئة المشرفة على السوق. ومن هنا، تركزت إشكالية هذه الدراسة على المركز القانوني للسوق، وطرحنا الأسئلة التالية:

هل فلسطين بحاجة إلى سوق أوراق مالية؟ وهل تعد الطريقة التي تم بها تأسيس السوق (بموجب اتفاقية) قانونية وفقاً للنظام القانوني السائد في فلسطين؟ هل يجوز إسناد تأسيس السوق وإدارتها لشركة مساهمة خصوصية محدودة؟

وللإجابة عن هذه التساؤلات اتبعت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي المقارن. وقد تمت عملية المقارنة مع كل من الأردن، ومصر، والبحرين، والولايات المتحدة الأمريكية. كما استعاننا بالدراسة بأسلوب الاستبيان العلمي لاستطلاع رأي الشركات المساهمة العامة المحلية، وشركات الوساطة المالية في عمل السوق.

هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي إلى دراسة الإطار القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية لما ينطوي عليه من أهمية كبيرة، إذ تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في دعم الاقتصاد القومي، شريطة وجود الإطار القانوني المناسب، فإن لم تجده، أو ساء تنظيمه، قد يؤدي ذلك إلى زلزلة الاقتصاد القومي، وشده إلى الخلف. وفلسطين باعتبارها دولة فتية، لا تحتمل أي نوع من هذه الهزات الاقتصادية.

ز

تتكون هذه الدراسة من أربعة فصول. يعرّف الفصل الأول مفهوم سوق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني فيوضح الإطار القانوني المقارن للمنظم لبنية أسواق الأوراق المالية، مستخلصاً وجود ثلاثة نماذج، النموذج الموحد والنموذج الثنائي والنموذج المختلط. ويتناول الفصل الثالث الإطار القانوني للمنظم لبنية سوق فلسطين للأوراق المالية. واختتمت الدراسة بالفصل الرابع الذي عالج موضوع تنظيم عمل السوق.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة:

- حاجة فلسطين لسوق أوراق مالية لا يبرر مطلقاً تأسيسها دون إطار قانوني مناسب.
- أرادت السلطة الوطنية الفلسطينية لسوق فلسطين للأوراق المالية أن تتبع للنموذج الثنائي في تنظيم بنيتها، وقد كانت موفقة في هذا الاختيار.
- اعترى تأسيس السوق ثغرات قانونية متعددة، تمثل أهمها في الأساس القانوني المنشئ لها (الاتفاقية). فوفقاً للنظام القانوني السائد في الضفة الغربية، وبما أن شركة السوق مسجلة في الضفة الغربية، يعتبر الأساس القانوني المنشئ للسوق باطلاً، ذلك أن الاتفاقية المذكورة هي في مضمونها عقد امتياز، وكان يجب أن تصدر بقانون من السلطة التشريعية وفقاً للمادة ١١٧ من الدستور الأردني. هذا إضافة إلى أن من المفروض أن يكون الشكل القانوني لشركة السوق هو شركة مساهمة عامة وليس مساهمة خصوصية محدودة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الذي تم تسجيل الشركة بموجبه. كما شاب الاتفاقية عيب الاختصاص بالتوقيع.
- وعلى الرغم من بطلان الأساس القانوني للسوق تعد المعاملات المبرمة في السوق صحيحة لأنها تمت بموافقة مجلس الإدارة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤، لكن تعتبر صلاحيات السوق في مواجهة الشركات المدرجة وشركات الوساطة المالية باطلة.
- توصي الدراسة لتصحيح وضع السوق القانوني ضرورة تحويل شركة السوق للمساهمة الخصوصية المحدودة إلى شركة مساهمة عامة، ومن ثم تتقدم بطلب جديد للحصول على امتياز تأسيس وإدارة سوق

الأوراق المالية وفقاً للإجراءات القانونية. يجب أن يصدر قرار كتابي من مجلس الوزراء يفوض الوزير

المختص بالتوقيع، كما يجب أن يصادق على عقد الامتياز المجلس التشريعي.

لو تم تجهيز الإطار القانوني اللازم لتنظيم كل ما يتعلق بعمل السوق، قبل شروعها بالعمل ك: تحديد طبيعة السوق، ومالكها، وحقوقهم وواجباتهم وغير ذلك، وإصدار قانون شركات ينظم عملية إصدار

الأوراق المالية، وخضوعها للجهاز الرقابي، وسن قانوني الأوراق المالية وقانون الجهاز الرقابي، لتم

تلافي هذه الثغرات القانونية. وفي النهاية توصي هذه الدراسة بضرورة الإسراع في سن قانون السوق

والقوانين المتعلقة بها وتصحيح الوضع القانوني للسوق.

-Does Palestine need a Securities Exchange?

-Is the method according to which the Securities Exchange established legal pursuant to the prevailing legal system in Palestine?

-Is it allowed to authorize a private company to establish and manage the Securities Exchange?

To answer these questions, this study has followed the comparative analytical descriptive method. The study comparison has been made with Jordan, Bahrain, Egypt and United States of America. Questionnaire also has been applied to evaluate the opinion of Palestinian Public Companies in the Securities Exchange.

ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية

If we have a look at all countries all over the world, we will find that each country has its own Securities Exchange. These countries do its best to organize, develop and activate its Securities Exchange to improve the roles of these Securities Exchanges in the national economy as they provide the required liquidity to establish the national schemes that supports the economical frame.

Pursuant to this policy, Securities Exchange has been established for the first time in Palestine according to an agreement held between Palestine Securities Exchange Limited Private Company and Palestinian National Authority. The establishment of this Securities Exchange has not been accompanied with Securities Law or supervising body Law. The problem of this study has been concentrated on the legal status of the Palestine Securities Exchange. This study has endeavored to answer the following questions:

- Does Palestine need a Securities Exchange?
- Is the method according to which the Securities Exchange established legal pursuant to the prevailing legal system in Palestine?
- Is it allowed to authorize a private company to establish and manage the Securities Exchange?

To answer these questions, this study has followed the comparative analytical descriptive method. The study comparison has been made with Jordan, Bahrain, Egypt and United States of America. Questionnaire also has been applied to evaluate the opinion of Palestinian Public Companies in the Securities Exchange.

-The This study aimed basically to study the legal framework of Palestine Securities Exchange as of its great importance. The Securities Exchanges have its role in supporting the national economy in case it has the suitable legal framework but if it is not existed or disorganized, it will spoil the national economy, and Palestine can not endure any economic shock of any kind.

defin This study is composed of four chapters:

- The first chapter defines the Securities Exchange.
- The second chapter clarifies the systematic legal framework for structuring comparative Securities Exchanges indicating to two models: the unified model, the dual model, and the mixed model.
- The third chapter clarifies the systematic legal framework for structuring Palestine Securities Exchange.
- The fourth chapter approached the organization of the Securities Exchange.

The most important results of the study:

- The establishment of the Securities Exchange in Palestine is not justified without adequate legal framework.
- The is no legal violation in authorizing the Securities Exchange to a private company.
- Although the majority of countries following the second model authorize the brokers the right to own and manage the Securities Exchange, it has been found few of them who authorized private companies.
- Palestinian National Authority wanted the Palestine Securities Exchange to follow the second model to organize its structure which has been found the best.

-The legal base according to which the Securities Exchange based on is illegal. The agreement held between the Palestinian National Authority and Palestine Securities Exchange Company is a concession contract which must issue pursuant to a law according to article no.117 of Jordan Constitution.

-It has been better to prepare the required legal framework as defining the nature of the Securities Exchange, its owners, their rights, duties, issuance of Companies law which organizes the issuance of the securities and the issuance of the Securities law and the supervising body before the Palestine Securities Exchange starts its work.

-The study recommends fast issuance of the Securities Exchange Law the supervising body law.

مقدمة

من المهام الملقة على عاتق السلطة الوطنية الفلسطينية النهوض بالاقتصاد الوطني وتحريره من الاعتماد الخارجي، ليتسنى لها وضع أسس دولة فتيّة قوية، لها تأثير على المجتمع الدولي. وفي محاولة لدعم الاقتصاد الفلسطيني سمحت السلطة الوطنية -ولأول مرة في التاريخ الفلسطيني- بتأسيس سوق لتداول الأوراق المالية، تم افتتاحها في شباط ١٩٩٧. إذ لا يخفى الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في دعم البنية التحتية الاقتصادية، باعتبارها العامل الأكبر في تنمية الإذخارات الوطنية، وذلك عن طريق توفير السيولة باجذاب الناس لشراء الأسهم والسندات، مما يساعد على تمويل المشاريع الاستثمارية، وتوجيهها الوجهة السليمة وزيادة مشاريع التنمية. كما أنها تعد رمزاً من رموز السيادة، ذلك أنها تعد من أهم المؤسسات الاقتصادية التي تنشأ في الدول المستقلة.

وخلالها لأسلوب تأسيس وتنظيم أسواق الأوراق المالية في الدول العربية المجاورة، لم تُؤسس سوق فلسطين للأوراق المالية بموجب تشريع معين، كقانون أو قرار رئاسي منشور في الوقائع الفلسطينية، إنما أسست بموجب اتفاقية أبرمت بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة خاصة (شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة) التي أخذت على عاتقها تأسيس أول سوق فلسطينية لتداول الأوراق المالية وتنظيمها وإدارتها. وكانت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) هي المبادرة إلى تأسيسها، إذ قدمت دراسة شاملة حول السوق، وحصلت على موافقة السلطة الوطنية في ١٩ تموز (يوليو) ١٩٩٥ للبدء بتنفيذ المشروع، وفي ٧ تشرين الثاني (نوفمبر) ١٩٩٦ تم توقيع اتفاقية تشغيل السوق. وقد قام وزير المالية بالتوقيع على الاتفاقية ممثلاً للسلطة الوطنية الفلسطينية. تخول هذه الاتفاقية الشركة إدارة أول سوق فلسطينية للأوراق المالية، واعتمدها سوقاً وحيدة وحصريّة في فلسطين، تقوم بتنظيم وإجراء عمليات تداول الأوراق المالية، وإدارة عمليات التسوية، ونقل ملكية الأوراق المالية، وإقامة مركز لإيداع الأوراق المالية وتحويلها.

وعلى الرغم من عدم صدور قانون الأوراق المالية الفلسطيني إلى اليوم (لا يزال تحت الإعداد في وزارة التجارة)، رسمت الاتفاقية المذكورة بعض المبادئ الهامة. مثلاً، لوزارة المالية - باعتبارها الجهة المسؤولة عن قطاع الأوراق المالية - حق الإشراف الرقابي على السوق بما يتفق مع أحكام القانون، ولها أن تفوض مندوباً من الوزارة لحضور اجتماعات مجلس الإدارة مراقباً. كما عليها إلزام جميع الشركات التي تستوفي شروط الإدراج بتقديم طلب للتسجيل بالسوق، وتزويد السوق بالمعلومات والسجلات اللازمة، وتنفيذ قرارات السوق. ومن ناحية أخرى خولت الاتفاقية السوق حق إصدار أنظمة وتعليمات تتخذ من خلالها نشاطاتها المختلفة، كما أعطتها حق فرض العقوبات على الأعضاء المخالفين للقوانين والأنظمة والتعليمات التي تضعها السوق.

أما رأسمال السوق فيبلغ (٧٠٠ مليون دولار). المساهم الأكبر فيها هو شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو)، إذ إنها تساهم بحوالي ٧٠% من رأس المال تقريباً.

استخدمت السوق أجهزة وأنظمة إلكترونية غاية في التطور والتعقيد، تتظم التداول والرقابة والتسوية وتحويل الأوراق المالية، متلقية المساعدات القانونية والفنية من البنك الدولي والوكالة الأمريكية للتنمية الدولية (USAID). ابتدأت السوق بعقد جلسة تداول واحدة في الأسبوع، رفعت إلى اثنتين، ثم إلى ثلاث، وحالياً تعقد خمس جلسات أسبوعية. وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق اثنتين وعشرين.

* أهمية الدراسة وأهدافها

وقد ارتأيت أن أتناول في دراستي هذه الإطار القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية للأسباب

التالية:

-يعد تأسيس سوق أوراق مالية في فلسطين حدثاً هاماً، نظراً لما يقدمه وجود السوق -إن حسن تنظيمها- من دعم للاقتصاد القومي، تحتاج إليه فلسطين، باعتبارها دولة فتية، مما يغنيها عن اللجوء إلى الدعم للخارج، ويؤدي إلى استقطاب المستثمرين الفلسطينيين في الخارج.

-يعد تأسيس مثل هذه السوق رمزاً من رموز السيادة، وخطوة على طريق الدولة المستقلة، يجب أن نحافظ عليها، ونتمسك بها، وننظمها بالشكل السليم.

-كما تعد السوق ركناً إيجابياً في التنمية الاقتصادية، قد تكون العكس، وذلك في حالة عدم ضبطها بالإطار القانوني اللازم، لذلك يجب أن تتم معالجتها قانونياً، لمنع حدوث أزمة اقتصادية.

-تثير طريقة تأسيس السوق التساؤلات حول قانونيتها، فلم تؤسس السوق بقانون، ولا بقرار منشور في الجريدة الرسمية، إنما أسست بموجب اتفاقية أبرمت بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة مساهمة خصوصية محدودة.

-من المعروف أن تأسيس سوق الأوراق المالية -ولكي تؤدي الأهداف المتوخاة منها- يجب أن ترافقها بوثقة قانونية متكاملة، تنظم وتوضح طبيعة العمل فيها. ولم تدعم السوق إلى اليوم بأي نشاط تشريعي سوى الاتفاقية والمبادئ العامة التي رسمتها.

ومن هنا تهدف هذه الدراسة إلى معالجة الوضع القانوني الحالي لسوق الأوراق المالية الفلسطينية بشكل مقارن، ومن ثم الخروج بنتائج وتوصيات لتنظيم الوضع القانوني.

* إشكالية الدراسة وتساؤلاتها

يمثل المركز القانوني للسوق من حيث تأسيسها وتنظيمها إشكالية هذه الدراسة الرئيسية، مما يطرح العديد من الأسئلة أهمها:

• هل تحتاج فلسطين إلى سوق أوراق مالية؟ وإن كانت الإجابة نعم، هل تتلاءم الطريقة التي

تم بها تأسيس السوق مع ظروف بلدنا وحاجاته؟

- قانونية الطريقة التي تم بها تأسيس السوق وفقاً للنظام القانوني السائد في فلسطين؟
- هل رافق تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية تنظيم قانوني جيد، يضمن صحة الدور الذي يجب أن تلعبه السوق؟
- هل يجوز إسناد تأسيس وإدارة السوق لشركة مساهمة خصوصية محدودة؟
- ما التكيف القانوني للاتفاقية؟
- كيف تم تأسيس أسواق الأوراق المالية المقارنة؟؟
- وضعت السوق تعليمات وأنظمة لإدارة أعمالها، مثل النظام الداخلي للسوق، ونظام الإدراج، وتعليمات الرسوم والعمولات. ما التكيف القانوني لهذه التعليمات والأنظمة التي أصدرتها، وهل يجوز للسوق إصدار مثل هذه التعليمات؟

* طرق جمع المعلومات وكيفية معالجتها لحل المشكلة:

- دراسة للقوانين السارية في فلسطين التي يمكن أن تكون متعلقة بهذا الموضوع.
- دراسة لنظام سوق فلسطين للأوراق المالية وتعليماتها، وشروط إدراجها، وتقييم وضعها القانوني.
- الزيارات الميدانية لسوق فلسطين للأوراق المالية.
- مقابلات واتصالات مع خبراء في أسواق الأوراق المالية.
- دراسة تجارب دول سابقة في هذا المجال، ومحاولة استخراج العبر والنصائح.
- اتباع أسلوب الاستبيان العلمي لتحسس -بشكل حيوي- رأي الشركات المساهمة العامة بالسوق. وقد تم تحليل النتائج عبر برنامج الكمبيوتر SPSS.

*** مقارنة الدراسة بأبحاث أخرى عن الموضوع نفسه:**

عالج بعض الأبحاث موضوع سوق فلسطين للأوراق المالية من الناحية الاقتصادية، وعلى حد علمي، لم يسبق أن عولج هذا الموضوع من الناحية القانونية، وبذلك تعد هذه الرسالة أول بحث قانوني يعالجه.

*** منهجية الدراسة:**

سأتبع في هذه الدراسة النهج الوصفي التحليلي المقارن. وقد وقع اختياري على عدد من الدول لإجراء عملية المقارنة معها. من الدول التي تتبع النظام القانوني اللاتيني تمت المقارنة مع الأردن، والبحرين، ومصر. ومن دول النظام الأنجلوسكسوني تم اختيار الولايات المتحدة الأمريكية. وقد يبدو للقارئ أن تركيز المقارنة جاء لصالح الدول ذات النهج اللاتيني، وإن كان هذا القول صحيحاً، إلا أنه قد تم اختيار هذه الدول بالذات لسببين: السبب الأول، كان لا بد من تركيز المقارنة على دول النظام القانوني اللاتيني، نظراً لأنّ النظام القانوني لفلسطين أقرب إلى من النظام اللاتيني منه إلى النظام الأنجلوسكسوني. والسبب الثاني نتيجة لارتباط أسواق الأوراق المالية بالنظام الاقتصادي للبلد، تظهر ضرورة المقارنة مع عدد من الدول المجاورة التي تعكس النظم الاقتصادية المختلفة. إذ لا يمكن الاستغناء عن المقارنة مع الأردن. فمن ناحية، الأردن من أحسن الأمثلة على البلاد محدودة الموارد المالية والقدرات البشرية، علاوة على أهمية الصلات السياسية والتاريخية التي تربطنا مع شعبه. إضافة إلى أهمية دراسة التغيير الهام الذي أحدثت على سوق عمان المالية، بتحويلها إلى قطاع خاص بعد أن كانت مؤسسة عامة. وسيكون للنموذج الأردني نصيب وافر في هذه الدراسة، ذلك أنه ستتم معالجة أحكام كل من قانون سوق عمان المالية الملغي، وقانون الأوراق المالية الجديد رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، لنلمس الفرق بين التنظيمين. أما بالنسبة لمصر فهي من أهم الأمثلة على الدول العربية الغنية بمواردها البشرية والفقيرة بمواردها المالية. والتجربة المصرية جديرة بالدراسة، لكون سوقها من أقدم وأكفأ

الأسواق العربية. وتأتي للمقارنة مع البحرين مثلاً على الدول العربية الغنية بمواردها والفقيرة بكفاءاتها البشرية.

وإن كانت تبدو المقارنة مع التجربة الأمريكية مقارنة ظالمة، نظراً لضخامة وعراقة أسواقها، إلا أنها ضرورية كمثال هام على التنظيم الأنجلوسكسوني لأسواق الأوراق المالية، وبخاصة لأن دراسة النموذج الأمريكي سيساعدنا على فهم نظام سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) (بعد عام ١٩٩٧) لاتباع المشرع الأردني البوتقة القانونية الأمريكية في تنظيمها. كما سيسهل علينا فهم تنظيم سوق فلسطين للأوراق المالية، بخاصة لأنها قد تلقت المساعدات القانونية من الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية و البنك الدولي.

كما لجأت إلى لتباع أسلوب الاستبيان العلمي لاستطلاع رأي الشركات المساهمة العامة المحلية وشركات الوساطة المالية وتقييمها لعمل السوق.

* نطاق الدراسة

سوق فلسطين للأوراق المالية هي سوق ثانوية، أي يقتصر عملها على تداول الأوراق المالية، ولا تتولى أي دور في عملية إصدارها، لذلك سيخرج عن نطاق هذه الدراسة مفهوم السوق الأولية، والدور الذي تلعبه في إصدار الأسهم والسندات.

كما ستركز هذه الدراسة على الإطار القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية، من حيث تأسيسها، وإدارتها، والرقابة عليها، وتنظيمها. لن نتطرق إلى العمليات التي تتم داخل السوق وتكيفها.

* تقييم المراجع

المراجع القانونية التي عالجت موضوع الأسواق المالية شحيحة جداً، وما وجدته من مراجع تتحدث عن هذا الموضوع مكتوبة عادة بيد رجال المصارف والبنوك. وقد اضطررت أحياناً إلى اللجوء

إلى كتب التجارة والاقتصاد لمعرفة المزيد عن أسواق رأس المال. وكان كتاب الدكتور عاشور عبد الحميد/ جامعة القاهرة " بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال " من أهم الكتب القانونية التي اعتمدت عليها. كما لجأتُ إلى مراجع أخرى في القانون الإداري لتوضيح فكرة العقد الإداري ومفهوم المرافق العامة.

* صعوبات الدراسة

- واجهت هذه الدراسة صعوبات جمة، أهمها:
- قلة المراجع التي عالجت موضوع تنظيم أسواق الأوراق المالية، ليس من الناحية القانونية فقط، بل من الناحية الاقتصادية كذلك.
- قلة الخبرة والخبراء الاقتصاديين والقانونيين في هذا المجال.
- تخوف أعضاء السوق من الإفصاح عن أية معلومات تهم البحث.
- صعوبة الحصول على مراجع تتحدث عن التنظيم الأنجلوسكسوني لأسواق الأوراق المالية.
- ندرة الأحكام القضائية في القانون الإداري في فلسطين، التي قد تساعدنا في تحليل الاتفاقية. وعدم وضوح فكرة المرفق العام.
- صعوبة الحصول على مشروع قانون الأوراق المالية الفلسطيني، رغم محاولات الباحثة المتكررة التي قوبلت بالرفض المتواصل.
- صعوبة الاتصال مع الخبراء الذين ساهموا في إعداد مشروع قانون الأوراق المالية، باعتبار أن أسماءهم وعناوينهم هي من الأسرار الخاصة كما أدعي.
- صعوبة الاتصال مع الأسواق المقارنة، ومواجهة عقبات أخرى في تلقي الرد على الأسئلة المثارة.
- صعوبات الاستبيان: واجهت الباحثة صعوبات عديدة خلال إعداد الاستبيان. تمثل أهمها في عملية حصر الشركات المساهمة العامة المحلية المسجلة في الضفة الغربية، فقد تبين أن هناك عدداً من

الشركات المسجلة في وزارة التجارة والصناعة لم تقم بمزولة عملها إلى اليوم، إضافة إلى شركات توقفت عن ممارسة أعمالها، وأخرى تحت التصفية.

هذا علاوة على صعوبة توزيع الاستبيان على الشركات المساهمة العامة وشركات الوساطة المالية لاختلاف مقراتها الجغرافية، وما واجهته الباحثة من رفض التعاون، إضافة إلى التأخير.

* خطة الدراسة:

وقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول. يتناول الفصل الأول تعريف سوق الأوراق المالية، في حين يعالج الفصل الثاني الإطار القانوني المقارن للمنظم لبنية أسواق الأوراق المالية. أما الفصل الثالث فيتعرض للإطار القانوني المنظم لبنية سوق فلسطين للأوراق المالية، ويوضح الفصل الرابع تنظيم عمل سوق الأوراق المالية.

بعد انهيار سوق الأوراق المالية في بلد ما من قوى الأحداث التي تسبب لظلاله
 الاقتصادي، وغیرہ. بی قوراء، تلكا المسئلة لربطه لقر تربط بین لسوق الأوراق المالية وقصد لبرلة.
 فما لسوق الأوراق المالية؟ وهل كانت لتسبب بوضع الإطار لقلولي لمتكلم لها؟ هذا ما سنستقلوه
 فی هذا الفصل.

شاهینر هذا الفصل فی سبختین بملک لنبیت الأول مفهوم سوق الأوراق المالية، وتشانها

واعتبارها ببدأ لنبیت لقلولي لمتكلم لها.

الفصل الأول

المبحث الأول

إذا أردنا شراء لطن مثلا، أينا ذهب إلى سوق لتان، وإذا أردنا شراء ملتين أينا ذهبنا
 إلى سوق للملین، وبذلك إذا ما أردنا شراء أوراق مالية أينا منقوهم إلى سوق الأوراق المالية.

التعريف بسوق الأوراق المالية

بموجب هذا التعريف، سوق الأوراق المالية هي سوق الأوراق المالية. ولسوق هي موضع لحي
 المدن وغیرها لتابع لقره البضائع والأمتعة. وقد سمیت لسوق سوقا لسوق لتان لبرها. لتكسر وتولدت.

لولا مفهوم سوق الأوراق المالية

يعد انهيار سوق أو أسواق الأوراق المالية في بلد ما من أقوى الأحداث التي تهز نظامه الاقتصادي، وتجره إلى الوراء، ذلك للصلة الوثيقة التي تربط بين أسواق الأوراق المالية واقتصاد الدولة. فما أسواق الأوراق المالية؟ وهل قامت التشريعات بوضع الإطار القانوني المنظم لها؟ هذا ما سنتناوله في هذا الفصل.

تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين. يعالج المبحث الأول مفهوم سوق الأوراق المالية، ونشأتها وأهميتها، بينما يبين المبحث الثاني النصوص التشريعية التي تحكمها.

المبحث الأول

مفهوم سوق الأوراق المالية، نشأتها، وأهميتها

إذا أردنا شراء قطن مثلاً، فإننا نذهب إلى سوق القطن، وإذا أردنا شراء ملابس فإننا نذهب إلى سوق الملابس، وبالتأكيد إذا ما أردنا شراء أوراق مالية فإننا سنتوجه إلى سوق الأوراق المالية. فما المقصود بسوق الأوراق المالية؟ وكيف نشأت وتطورت؟ وما أهميتها؟ هذه الأسئلة هي محور هذا المبحث.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

يجري تداول الأوراق المالية طويلة الأجل في سوق الأوراق المالية. والسوق هي موضع في المدن وغيرها تباع فيه البضائع والأمتعة. وقد سميت السوق سوقاً لسوق الناس إليها. تذكر وتؤنث،

والأصل فيها التأنيث^١. أما التداول لغة فيعني انتقال الشيء من يد لأخرى، وقانوناً يعني انتقال الأموال والحقوق الواردة على الشيء من يد لأخرى، بالبيع أو بالشراء، أو بكافة التصرفات القانونية الأخرى، كالرهن، والهبة، والإرث، والوصاية، والضمان^٢.

وللوصول إلى مفهوم سوق الأوراق المالية سنتناوله من شقين. يوضح الشق الأول مفهوم الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق، بينما يميز الشق الثاني الأسواق المالية ويوضح، موقع سوق الأوراق المالية فيها.

١- تعريف الأوراق المالية

أعطت التشريعات المختلفة للشركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم^٣ الحق بإصدار صكوك تقبل التداول بالطرق التجارية^٤ تزيد من قدرتها على تجميع رؤوس الأموال للقيام بتمويل

^١ انظر مادة سوق في قاموس لسان العرب لابن منظور العلامة أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم بن منظور الإفريقي المصري. الطبعة الأولى، المجلد العاشر. بيروت: دار بيروت، ١٩٩٠، ص ١٦٧، وكذلك في معجم محيط المحيط قاموس مطول للغة العربية. لبطرس البستاني. بيروت: مكتبة لبنان، ١٩٧٧، ص ٤٤٢

^٢ أنيس فوزي قاسم، القوانين المتعلقة بإصدار وتداول الأوراق المالية. عمان: د. ن، تشرين الثاني ١٩٩٢، ص ٢٠

^٣ تضم شركة التوصية بالأسهم طائفتين من الشركاء: شركاء متضامنون يسألون عن ديون الشركة مسؤولية تضامنية، يتولون إدارتها ويكتسبون وصف التاجر. شركاء موصون: يشتركون في رأس المال بأنصبة تحدد فيها مسؤوليتهم عن ديون الشركة ولا يجوز لهم المشاركة في إدارة الشركة. وشركة التوصية بالأسهم تقرب من الشركة المساهمة العامة نظراً لتقسيم رأسمالها إلى أسهم، وخضوع الشركاء الموصين لأحكام المساهمين في الشركات المساهمة العامة. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩١، ص ٢٢٥

^٤ يكون رأسمال شركات الأشخاص التجارية والشركات المدنية من حصص لا تقبل التداول بالطرق التجارية، وإن تم تداولها لا يتم ذلك إلا باتباع إجراءات الحوالة المدنية وذلك على عكس الحال في شركات المساهمة والتوصية بالأسهم. لمزيد من المعلومات عن شركات الأشخاص والشركات المدنية انظر عبد الحميد الشواربي، مرجع سابق ص ٢٢٥، وفوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري الأردني. الجزء الثالث. عمان: مكتبة دار الثقافة للنشر، ١٩٩٧، ص ٩٢

المشاريع الاقتصادية الضخمة، التي لا يستطيع الأفراد تنفيذها وحدهم. تسمى هذه الصكوك أوراقاً مالية، تشمل الأسهم والسندات.

الأسهم هي وحدات ذات قيمة اسمية واحدة، تكون في مجموعها رأسمال الشركة، قابلة للتداول، يتساوى حاملوها بالحقوق والواجبات، ولا يجوز لصاحب السهم استيفاء ثمنه من الشركة إلا عند حلها، فالسهم مرتبط ببقاء الشركة.

أما سندات القرض التي أجازت التشريعات للشركات المساهمة العامة، التوصية بالأسهم، والحكومات والهيئات العامة، بإصدارها فهي صكوك مديونية^٥، ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول، تصدرها الشركة، أو السلطة العامة في الدولة، بهدف الاقتراض من الجمهور، بعد أن تتعهد بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار، وغالباً ما يزيد أجل السندات عن ١٠ سنوات^٦.

ومن أهم التطورات الحديثة التي نتجت عن المعاملات في أسواق الأوراق المالية المتقدمة انتشار ما أطلق عليه الفقه اسم الأوراق المالية المشتقة **Derived Securities**، وهي في الأصل معاملات مالية محلها الأسهم والسندات، وتحولت مع الوقت إلى صكوك يتم تداولها في السوق. وقد نصت العديد من قوانين الدول المتقدمة على إدراجها في سوق الأوراق المالية، ويمكن تقسيمها إلى نوعين: عقود الخيار والعقود آجلة التسوية^٧.

^٥ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية. المنصورة: مكتبة الجلاء، [١٩٨٨]، ص ٢٦-٤٧.

^٦ عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥، ص ٣.

^٧ مستطرق إلى هذين المصطلحين في الصفحة ١٦ من هذه الدراسة.

يجب تمييز الأوراق المالية عن غيرها من الأوراق التجارية^٨، فعلى الرغم من قابلية كل من الأوراق المالية والتجارية للتداول، إلا أن الأوراق التجارية تصدر لأجل قصيرة، ونتيجة لسهولة تداولها بالتظهير أو بالمناولة اليدوية يكثر استخدامها في الأوساط التجارية، بينما تصدر الأوراق المالية لأجل طويلة (تصدر الأسهم إلى مدى حياة الشركة، وتصدر السندات أيضاً لسنوات عديدة) تتقلب خلالها قيمتها السوقية مما يجعل عملية خصمها في البنوك أمراً صعباً. كما تتطوي الأوراق التجارية كسند السحب أو سند لأمر أو الشيك^٩ على أمر، أو تعهد بدفع مبلغ معين في وقت معين، أو قابل للتعيين، أو لدى الإطلاع، بينما الأسهم والسندات وإن كان كل منهما يحمل قيمة اسمية واحدة، إلا أن لها قيمة سوقية، قد تكون أقل، أو أكثر من القيمة الاسمية، تعتمد على ميزان العرض والطلب في السوق. تستحق الأوراق التجارية الدفع في ميعاد معين أو قابل للتعيين أو عند الإطلاع، بينما الأوراق المالية (الأسهم

^٨ نصت المادة ٤ من قانون الأوراق المالية الأردني قانون مؤقت رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ على أن الأوراق المالية لا تعتبر أوراقاً تجارية.

الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٤٢٠٤، تاريخ النشر: ١٥ أيار ١٩٩٧ ص ٢١٨٧

^٩ عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٦، ص ١٨ الهامش

^{١٠} عرف قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦ الذي لا يزال سارياً في الضفة الغربية والأردن سند السحب (يعرف أيضاً باسم البوليصة أو السفينة) بأنه ورقة تجارية يجب أن تكون مكتوبة وفقاً للشروط التي يحددها القانون، تتضمن أمراً صادراً من شخص (الساحب) إلى آخر (المسحوب عليه) بأن يدفع لأمر شخص ثالث (المستفيد أو حامل السند) مبلغاً معيناً بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معين أو قابل للتعيين. أما سند لأمر ويعرف أيضاً باسم السند الأذني أو الكميالة فهو ورقة تجارية مكتوبة بتعهد محررها بدفع مبلغ معين لشخص آخر (المستفيد) بمجرد الإطلاع. أو في ميعاد معين أو قابل للتعيين. ويتضمن الشيك أمراً صادراً من شخص (الساحب) إلى شخص آخر (المسحوب عليه) بأن يدفع لشخص ثالث أو لحامل الشيك مبلغاً معيناً بمجرد الإطلاع على الشيك.

انظر المادة ١٢٣ من قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٢٩٢٥، تاريخ النشر: ١٦ نيسان ١٩٨٠، ص ٦٧٧. وتجدر هنا الإشارة إلى أن المقصود بالكميالة يختلف في القانون المصري عنه في القانون الأردني، فقد أطلق

القانون المصري لفظ الكميالة على سند السحب.

دون السندات) لا تستحق الدفع إلا عند التصفية. اعتبر القانون ساحبي ومظهري للورقة التجارية مسئولين مسئولية تضامنية تجاه حامل الورقة، كما حدد مواعيد قصيرة للتقادم. هذه الأحكام غير موجودة في حامل الورقة المالية، فحامل سند القرض مثلاً وإن قام ببيعه لا يستطيع الرجوع إلا على للمدين الأصلي.^{١١}

وقد قام بعض التشريعات المنظمة للأوراق المالية بتعريفها، بينما اكتفت أخرى بتحديد أنواعها. فمثلاً، لم يعرف قانون سوق رأس المال المصري ولا قانون الشركات الأوراق المالية، وإن كانا قد حددا أنواعها بالأسهم والسندات وحصص التأسيس^{١٢}. أما قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ الملغى فقد عرفها بأنها: "الأسهم والسندات والأنونات التي تصدرها في الأردن الحكومة أو المؤسسات الحكومية أو البلديات أو الشركات المساهمة الأردنية العامة والخاصة، وأية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول وفق أحكام القانون"^{١٣}. وجاء تعريف الأوراق المالية في قانون سوق البحرين للأوراق المالية مشابهاً لقانون سوق عمان المالية لسنة ١٩٩٠.^{١٤}

^{١١} أنيس فوزي قاسم، مرجع سابق، ص ٣-٤

^{١٢} حصص التأسيس هي صكوك تصدرها الشركة لا تعتبر جزءاً من رأسمال الشركة، فهي لا تحمل قيمة اسمية، تقبل التداول بالطرق التجارية، تخول صاحبها الحق في الحصول على نصيب في أرباح الشركة دون أن يعتبر شريكاً. المادة ١٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨٢، موسوعة التشريع والقضاء المصري، إعداد عبد المنعم حسني، الجزء السادس عشر، الطبعة الأولى، ص ٧٣٢

^{١٣} انظر المادة ١ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٣٦٧٨، تاريخ النشر: ١٧ شباط ١٩٩٠.

^{١٤} انظر المادة ٢ من مرسوم بقانون رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ قانون سوق البحرين للأوراق المالية. النامة: سوق البحرين للأوراق المالية،

لأما قانون الأوراق المالية الأردني الجديد لسنة ١٩٩٧ فقد أدخل أنواعاً جديدة من الأوراق المالية على السوق الأردنية وحددها^{١٥} بما يلي:

- أ- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- ب- سندات القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
- ج- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية^{١٦}.
- د- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار^{١٧}.

^{١٥} المادة ٣ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٨٧.

^{١٦} وهي الشهادات التي تصدرها شركات الخدمات المالية، تنطوي على التزام من الشركة برد الوديعة، يضاف إليها فائدة تستحق في تاريخ معين قابلة للتداول، لصاحبها حق بيعها أو التنازل عنها أو الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق. انظر أنيس فوزي قاسم، مرجع سابق، ص ٦-٧.

^{١٧} شركات الاستثمار وتسمى أيضاً صناديق الاستثمار أو أمانات الاستثمار هي "شركات مالية تحصل على الأموال من أعداد كبيرة من المستثمرين عن طريق بيعهم الأسهم التي تصدرها، ووضع حصيلة بيع هذه الأسهم تحت إدارة متخصصة ليتم استثمارها في أوراق مالية. فالمساهمون فيها هم أنفسهم المستثمرون فيها". انظر هشام جبر، المؤسسات المالية. القدس: منشورات جامعة القدس المفتوحة، ١٩٩٨ ص ٣١٥. صناديق الاستثمار لها أهمية كبيرة خاصة بالنسبة لصغار المستثمرين الذين يصعب عليهم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الصادرة عن عدد كبير من المنشآت ليلتلافوا مخاطر انخفاض أسعار بعضها. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، سلسلة الأسواق المالية (١). عمان: منشورات الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، بدون تاريخ، ص ٩٣-٩٧.

هـ-سندات خيار المساهمة: هي سندات القرض القابلة للتحويل إلى أسهم وفقاً لأحكام القانون^{١٨}.

و- للعقود آنية التسوية وللعقود آجلة التسوية^{١٩}.

ز- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع^{٢٠}.

ح- أية أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف على أنها أوراق مالية، ويتم اعتبارها كذلك من قبل

مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، وهي جهاز حكومي متخصص يعمل على رقابة السوق.

^{١٨} هذا ما أفادني به الدكتور شهاب الدين أموي، أستاذ المالية، كلية التجارة، جامعة بيرزيت.

^{١٩} العقود الآتية التسوية هي تلك الصفقات التي تعقد وتنفذ فوراً، بتسليم الأوراق المالية ودفع الثمن. أما العقود الآجلة التسوية Future Contracts فهي أوراق مالية مشتقة تتداول بالتظهير أو بإصدار عقد جديد (مقابلة مع الدكتور هشام جبر، أستاذ المالية العامة في كلية التجارة، جامعة بيرزيت). وتتم عمليات إبرامها في وقت، وتنفذ في وقت لاحق لإبرامها يسمى بيوم التصفية. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٧٧. تأخذ سوق البحرين للأوراق المالية بهذا النوع من الأوراق المالية ولا تأخذ بها مصر.

^{٢٠} تعد عقود الخيار أيضاً أوراقاً مالية مشتقة، تعطي لمكسب الخيار الحق في أن يشتري أو يبيع الأوراق المالية محل العقد، أو أن يتراجع عن عقده أو يعيد تداوله في السوق. ويتم تداولها بنفس الطريقة التي يتم بها تداول العقود آجلة التسوية. (مقابلة مع الدكتور هشام جبر)، وهي نوعين، عقود خيار البيع Put Option وهي العقود التي تعطي المستثمر حق بيع عدد من الأسهم والسندات بسعر محدد سلفاً، على أن يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، أو خلال مدة محددة. عقود خيار الشراء (Call Option): هي العقود التي تتحول المستثمر حق شراء عدد محدود من الأسهم أو السندات بسعر معروف سلفاً، على أن يتم التنفيذ في ميعاد لاحق. الهدف من وجود هذه الأدوات الاستثمارية الجديدة هو الحماية من تقلب أسعار الأوراق المالية، على أن البعض يهدف من ورائها إلى تحقيق الربح. يوجد في الولايات المتحدة ست أسواق اختيار، أهمها سوق شيكاغو المتخصصة في الاختيار. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٣، ص ٧١٣ ومن الجدير بالذكر أن قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٩٧ يعد أول قانون يدخل عقود الخيار في أسواق الدول العربية المقارنة.

وعلى الرغم من قيام المشرع الأردني بتعداد أنواع الأوراق المالية تنص المادة الخامسة على أن تحديد أنواع الأوراق المالية والأحكام المتعلقة بها يتم بموجب أنظمة. يمكن التوفيق بين النصين السابقين وذلك بأن تحدد الأنظمة نفس أنواع الأوراق المالية بشرط عدم إضافة أنواع جديدة غير مذكورة بالقانون، ويكون فقط لمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية اعتماد أية أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية وفقاً للفقرة ح.

على الرغم من مبدأ حرية تداول الأوراق المالية التي تكفلها التشريعات، يضع المشرع أحياناً قيوداً مؤقتة على حرية التداول بغية حماية المساهمين وحماية الاقتصاد القومي من غش المؤسسين والمساهمين، تسمى هذه القيود (القيود القانونية)، وغالباً ما تشمل: أسهم التأسيس، الأسهم العينية، أسهم العضوية، الأسهم المرهونة والمحجوزة والمفقودة، وحالات الحظر القانوني. سنأخذ قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ كمثال لدراسة هذه القيود.

-أسهم التأسيس: تحظر القوانين عادة على المؤسسين التصرف بأسهمهم لمدة معينة من تاريخ حصولهم على حق الشروع بالعمل، وذلك حتى تضمن جدية المشروع، وتحمي المكتسبين من قيام المؤسسين ببيع الأسهم بعد تأسيس الشركة بمبالغ عالية لا تتناسب مع قيمتها الحقيقية. مثلاً حدد المشرع المصري مدة الحظر بسنتين ماليتين كاملتين^{١١}. على أن هناك حالات يسمح فيها المشرع لنقل السهم بطريق الحوالة المدنية استثناء من هذه القاعدة، هذه الحالات هي: انتقال الأسهم بين المؤسسين أنفسهم، أو لنقل الأسهم إلى الغير في حالة وفاة أحد المؤسسين. والحقيقة أن انتقال أسهم المؤسسين في هذه الحالات لا تعد

^{١١} المادة ٣/٤٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. موسوعة مصر للتشريع والقضاء. الجزء السادس عشر. الطبعة

لستثناء على قاعدة حظر تداول أسهم المؤسسين، لأن من تنتقل إليه الأسهم يجب عليه أن يلتزم بمدة القيد، كما أن انتقالها في هذه الحالات لا يسمح بتداولها بحرية في السوق.

بالنسبة لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الساري حالياً في الضفة الغربية، وعلى

الرغم من أهمية هذا القيد، لم ينص عليه.

- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تُعطى للمؤسسين مقابل المقدمات العينية التي يساهمون بها. نتيجة لخشية المشرع تقدير المؤسسين للمقدمات العينية بأكثر من قيمتها الحقيقية، تحظر القوانين تداول الأسهم العينية قبل مرور مدة تحددها. أخذ قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ بهذا القيد وحدد مدته بستين^{٢٢}.

- أسهم ضمان العضوية في مجلس الإدارة: يحدد نظام الشركة عدد الأسهم التي ترشح مالكيها لعضوية مجلس الإدارة لضمان المسؤوليات المترتبة على مجلس الإدارة. ويتولى صاحبها العضوية، تصبح هذه الأسهم محجوزة، لا يجوز أن يتصرف بها بأي شكل من الأشكال إلا بمرور مدة محددة بعد انتهاء عضويته، وذلك ضماناً لحسن إدارة العضو للشركة. نص قانون الشركات الأردني على هذا القيد، وحدد المدة التي يتم خلالها حجز الأسهم بعد انتهاء العضوية بستة أشهر^{٢٣}.

- الأسهم المرهونة والمحجوزة والمفقودة: لقد حظرت القوانين تداول الأسهم المؤشر عليها في سجلات الشركة بأنها مرهونة، أو محجوزة، أو ممنوع التصرف فيها بناء على أمر قضائي^{٢٤}. كما لا يجوز تداول الأسهم إذا كانت شهادتها مفقودة، إذ لا بد من اتباع إجراءات معينة ليتمكن للشركة إصدار شهادات جديدة. بالنسبة لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ تم الأخذ بهذا القيد^{٢٥}.

^{٢٢} قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤، الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٧٥٧، تاريخ النشر: ٣ أيار ١٩٦٤، ص ٥١٣

^{٢٣} المادة ١/١٠٧ من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤، مرجع سابق.

^{٢٤} أنيس فوزي قاسم، مرجع سابق، ص ٢٥. وكذلك أنظر فوزي محمد سامي، الجزء الرابع، مرجع سابق، ص ١٦٥-١٧٠.

^{٢٥} المادة ٢/٦٧ من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤، مرجع سابق.

في الحالات التي تحظر فيها القوانين والأنظمة تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق. مثلاً
 سمح نظام تشجيع استثمارات غير الأردنيين رقم ١ لسنة ١٩٩٦ للمستثمر غير الأردني بشراء الأوراق
 المالية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، بشرط ألا تزيد الملكية غير الأردنية في أي شركة
 مساهمة عامة على ٥٠% من أسهمها^{٢٦}.

وبجانب القيود القانونية كانت قوانين الشركات تسمح بمرور قيود لتفافية. تعني (القيود الاتفاقية)
 أن للمؤسسين في نظام الشركة فرض قيود تحد من حرية التداول، بشرط ألا تخل بروح المبادئ التي
 تنص على حرية التداول، كأن يُعطى المؤسسون حق الأولوية في شراء الأسهم المعروضة للبيع، عندما
 لا ترغب الشركة في تصريف أسهمها إلى الأجانب، أو دخول مساهمين غير مرغوب فيهم.

ولكن مع وجود سوق للأوراق المالية تقضي بحرية تداول الأوراق المالية لم يعد لمثل هذه
 القيود وجود في الوقت الحاضر^{٢٧}، واختفت مثل هذه النصوص من غالبية قوانين الشركات.

ومما سبق يمكن تعريف الأوراق المالية بأنها مجموعة من اللصوك، تصدر لأجل طويلة عن
 الشركات المساهمة العامة، وشركات التوصية بالأسهم، والهيئات العامة في الدولة، الأصل فيها قابليتها
 للتداول، وقد ترد على حرية تداول بعضها قيود مؤقتة. وهي ليست بالأوراق التجارية، يكون لها قيمة
 سوقية تعتمد على ميزان العرض والطلب. الهدف منها تجميع رؤوس الأموال الضخمة للقيام بأعباء

^{٢٦} المادة ٦ من نظام تشجيع استثمارات غير الأردنيين رقم ١ لسنة ١٩٩٦، الجريدة الرسمية، عدد ٤٠٩٥، تاريخ النشر: ١٦ كانون
 الثاني ١٩٩٦، ومن الجدير بالذكر أن هذا النص قد ألغي وأصبح للمستثمر غير الأردني الحق في أن يمتلك كامل المشروع، وذلك
 بموجب نظام تشجيع استثمارات غير الأردنيين رقم ٣٩ لسنة ١٩٩٦، الجريدة الرسمية، عدد ٤٢٢٦، تاريخ النشر: ١ أيلول ١٩٩٧.

^{٢٧} فوزي محمد سامي، الجزء الرابع، مرجع سابق، ص ١٦٥

المشاريع الاقتصادية. وهي إما أوراق مالية تقليدية تشمل حق مديونية (السندات)، أو حق ملكية (الأسهم)، أو أوراق مالية مشتقة تشمل العقود آجلة للتسوية، وعقود الخيار.

وبعد أن تعرفنا إلى مفهوم الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق، لا بد من تمييز سوق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق المالية.

٢- أنواع الأسواق المالية

يقسم الفقه الأسواق المالية إلى أسواق رأس المال، وأسواق النقد. أسواق النقد هي أسواق غير منظمة تشمل بيوت الوساطة المالية (السمسرة)، والمصارف التجارية المخصصة للإقراض والاقتراض قصير الأجل (سوق مديونية). تتداول فيها الأوراق التجارية والأوراق المالية قصيرة الأجل التي غالباً لا يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة، ولها فرعان رئيسان: سوق الخصم، وسوق القروض قصيرة الأجل. في سوق الخصم يتم خصم الأوراق التجارية والمالية كسندات السحب وسندات لأمر، وأذونات الخزينة^{٢٨}، لدى البنوك التجارية مقابل نسبة للخصم. وسوق القروض قصيرة الأجل، أطرافها الأفراد من جهة، والبنوك التجارية من جهة أخرى^{٢٩}.

أما أسواق رأس المال فتتألف من الشركات والأفراد الذين يتعاملون بالأوراق المالية طويلة الأجل^{٣٠} كالأسهم وسندات القرض، وتقسم بدورها إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية. السوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها عرض الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية على الجمهور لأول مرة

^{٢٨} أذونات الخزينة هي أوراق مالية قصيرة الأجل، غالباً لا يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة، وسند إذن الخزينة عادة ما يباع بمبلغ أقل من قيمته الاسمية على أن ترد الحكومة في تاريخ الاستحقاق كامل القيمة الاسمية. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٥٦-٥٧

^{٢٩} عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، ص ٢١

يهدف بيعها. فمثلاً عند تأسيس شركة جديدة، أو عند زيادة رأسمالها وذلك بطرح أسهم جديدة للاكتتاب العام فإنها تباع فيما يسمى بالسوق الأولية، لذلك فهي تمثل اكتتاباً بين طرفين: الجهة المصدرة للأوراق المالية (الشركات للمساهمة العامة أو الحكومة) والمستثمر. وهي دائماً سوق منظمة، تنظمها السلطات بقوانين وأنظمة تبين فيها شروط إصدار الأوراق المالية، وإجراءاتها، والجهات المخولة لها بذلك^{٣١}. وتلعب هذه السوق دوراً هاماً في تزويد المشاريع الاستثمارية الكبيرة بالأموال اللازمة. على سبيل المثال عالجت المواد (٥٠-٥٦) من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ أحكام السوق الأولية (لا مجال لذكرها هنا) في حالة تأسيس الشركة المساهمة العامة، وقد نصت على أن يتم الاكتتاب بأسهم الشركة المساهمة العامة عن طريق مصرف أو أكثر من المصارف المرخصة.

أما السوق الثانوية فهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين أنفسهم، بعد أن يتم إصدارها وتداولها في السوق الأولية^{٣٢}، وقد تكون سوقاً منظمة أو سوقاً غير منظمة^{٣٣}. تعرف السوق المنظمة عادة بالبورصة، أو سوق الأوراق المالية، ولها مكان محدد (قاعة للتداول) لتبادل عمليات البيع والشراء. تحكمها قواعد وأنظمة معينة تنظم أعمالها، وتشرف عليها هيئات متخصصة. يجب أن تسجل الأوراق المالية التي يتم تداولها فيها بعد استيفائها لشروط معينة في جداول السوق^{٣٤}. ولا يتم تداول الأوراق المالية المسجلة في جداولها إلا عن طريق وسطاء ماليين.

^{٣٠} محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية. د م: د ن، ١٩٩٤، ص ٣٠

^{٣١} عبد الفغار حنفي، البورصات. د م: المكب العربي الحديث، ١٩٩٥، ص ٣. وكذلك انظر محمد الشحات الجندي، معاملات

البورصة في الشريعة الإسلامية. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٨٨، ص ١٠-١١

^{٣٢} عبد الفغار حنفي، مرجع سابق، ص ٤٣

^{٣٣} Alvin D. Hall. *Getting started in stocks*. Third edition. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1997

^{٣٤} مثلاً يتم التسجيل في سوق الأوراق المالية المصرية إما في الجدول الرسمي أو الجدول غير الرسمي، وفي الأردن يوجد قسمان للسوق: السوق الموازية والسوق النظامية. كما يوجد جدولان في سوق البحرين للأوراق المالية: جدول للشركات المدرجة وجدول للشركات غير المدرجة ولكن أوراقها المالية مقبول تداولها في السوق. لمزيد من المعلومات راجع ص ١٦١ من هذه الدراسة.

أما الأسواق غير المنظمة التي تعرف بأسواق فوق الحاجز أو أسواق خارج التسجيل (Over the Counter) فهي أسواق عرفية، فرضها الواقع العملي، يقع التداول فيها على أوراق مالية غير مسجلة في السوق المنظمة. ليس لها مكان مادي محدد (قاعة للتداول) تعقد فيه الصفقات، إذ يتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصالات (تليفونات، فاكسات، أجهزة كمبيوتر، ...). كما لا يحكمها نظام محدد ولا تراقبها جهات معينة^{٣٥}. يشترط بعض القوانين أن يتم التداول فيها من قبل وسطاء ماليين، ففي حين لا يشترط ذلك البعض الآخر. ولها أهمية واضحة في الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها بلداً رأسمالياً، في حين ليس لها تلك الأهمية في الدول العربية، خاصة أنها تأخذ بنظام تعدد الجداول الذي يسمح لعدد كبير من الشركات بإدراج أوراقها المالية في السوق.

نخلص مما سبق إلى أن سوق الأوراق المالية هي سوق ثانوية منظمة، تعد من مكونات سوق رأس المال، وهي ذلك المكان المادي (قاعة خاصة للتداول) الذي يلتقي فيه المستثمرون لتداول الأوراق المالية التي سبق أن تم الاكتتاب بها من الجمهور، وذلك تحت إشراف السلطات العامة وعن طريق وسطاء. ينظم العمل فيها قوانين وأنظمة تضعها السلطة العامة في الدولة. تعرف كذلك باسم البورصة.

وبعد أن تعرفنا إلى مفهوم سوق الأوراق المالية من المجدي أن نتطرق إلى بدايات نشأتها في العالم، فالنظر إلى الخلفية التاريخية لها سيساعدنا على فهمها.

^{٣٥} منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سابق، ص ٥-٦ وعاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع

من السور... والقائمة... الأوراق المالية... إن يلتقي... في أماكن... في
 لتأسيس... والقائي... عن طريق... وسطاء... ربحيين... تطورت... فيما بعد... لتصبح... أسواقاً... يتم... فيها... تداول
 ثانياً: نشأة أسواق الأوراق المالية وتطورها

ترجع نشأة أسواق الأوراق المالية (البورصات)^{٣٦} في كافة دول العالم إلى الحاجة العملية، فهي كأي سوق كان ظهورها ظهوراً عرفياً، ولكن نظراً لأهميتها وخطورتها تدخلت السلطة العامة في الدولة إما لفتح أسواق منظمة تديرها بنفسها، أو لتضع الإطار القانوني الذي يحكمها.

١- نشأة أسواق الأوراق المالية

عرفت أسواق الأوراق المالية أول ما عرفت في العصر الروماني، عندما عهد الإمبراطور الروماني إلى رجال أعمال ذوي كفاءة مالية بالحق في جباية الضرائب وتعمير روما وبنائها وفتح الطرق وتجهيز الجيوش، وقد قاموا تحقيقاً لهذه الغاية بتأسيس شركات أشبه بشركات التوصية بالأسهم. وكان يتم تداول حصص هذه الشركات في مكان محدد^{٣٧}. تكون في منتصف روما في مدينة... وتطور
 كانت أوروبا من أوائل المناطق التي نشأت فيها أسواق الأوراق المالية، وذلك نتيجة لتطور التجارة وانتشار استخدام أدوات الائتمان كسند السحب وسند لأمر. فمثلاً، كان في فرنسا مكان محدد يلتقي فيه التجار لتسوية صفقاتهم، يساعدهم الصيارفة للقيام بعملياتهم على النقود وسندات لأمر^{٣٨}. ومع تطور وجود أسواق منظمة (بورصات البضائع) للتجار في البضائع، ومع زيادة تأسيس الشركات المساهمة للعامة، نتيجة لانتشار الرأسمالية في القرن السادس عشر، زاد حجم الأوراق المالية الصادرة

^{٣٦} يقال إن لفظة بورصة مستمدة من اسم تاجر غني يدعى (Van de Boorse) عاش في القرن السادس عشر في مدينة بروخ في بلجيكا، وكان التجار يجتمعون في قصره. انظر عبد الفلاح مراد، المعجم القانوني رباعي اللغة، فرنسي، إنجليزي، إيطالي، عربي.

دم: دن، بدون تاريخ، ص ١٠٢

^{٣٧} عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، ص ٥

من أسهم وسندات، واقتضت حاجة تداول الأوراق المالية أن يلتقي المهتمون في أماكن محددة في المقاصف والمقاهي عن طريق وسطاء رسميين، تطورت فيما بعد لتصبح أسواقاً يتم فيها تداول الأسهم والسندات. ومع تطور الحياة الاقتصادية نتيجة للثورة الصناعية والعلمية زاد استثمار الأموال في شركات المساهمة العامة الضخمة، كالبنوك، وشركات الملاحة والطيران، كما ازداد لجوء الحكومات إلى إصدار سندات قرض عامة مما أدى إلى ازدهار أسواق الأوراق المالية، وأصبحت ركناً من أركان الاقتصاد الرأسمالي. فمن ناحية زودت الدولة والمشروعات الخاصة بالسيولة اللازمة للقيام بالمشاريع الضخمة محققة النمو الاقتصادي، كما ساهمت في تزويد مستثمري الأوراق المالية بالسيولة اللازمة عن طريق بيعها في السوق في أي وقت يشاءون^{٣٩}.

لم تعرف سوق باريس للأوراق المالية سوقاً منظمة رسمية إلا عام ١٧٢٤ وذلك عندما أسست بقرار من البلاط الملكي. أما سوق لندن للأوراق المالية فترجع نشأتها إلى القرن الرابع عشر، مع زيادة قيام الحكومة والشركات ببيع الأسهم والسندات لتجميع الأموال، مما أدى إلى ظهور فئة من الأفراد يقومون بعملية الوساطة بين البائعين والمستثمرين، كانوا يلتقون في مقاصف ومقاهي معينة. وبتطور سوق الأوراق المالية انتقل تجار الأوراق المالية في لندن إلى مبنى خاص بهم عام ١٧٧٣. وفي عام ١٩٧٢ اندمجت الأسواق الإنجليزية الإحدى والعشرون في سوق واحدة حتى تقوم بمنافسة أسواق نيويورك وطوكيو.

نشأت سوق نيويورك للأوراق المالية أيضاً نشأة عرفية، عندما اتفق أربعة وعشرون شخصاً ممن يتاجرون في الأسهم والسندات على تنظيم اجتماعاتهم في ساعات محددة، كانوا يلتقون خلالها

^{٣٨} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٢

^{٣٩} عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، ص ١٢

بجانب الحائظ الذي بناه المستوردون الهولنديون لحماية أبقارهم، وعرف هذا المكان فيما بعد ب وول ستريت. كان ذلك عام ١٧٩٢^{٤٠}.

٢- نشأة أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية وتطورها

موضوع الاستثمار في الأوراق المالية بالنسبة للبلاد العربية هو موضوع جديد، ذلك أنها في بدايات القرن الماضي كانت تعاني من ضعف في نموها الاقتصادي، بخاصة لأن الكثير منها كان تحت الاستعمار. وشهد النصف الثاني من القرن العشرين تطوراً ملموساً في اقتصاديات الدول العربية. فمن ناحية أصبحت هناك دول منتجة للنفط، ومن ناحية أخرى قدمت هذه الدول تدريجياً فرص عمل ومساعدات حكومية للدول غير المنتجة للنفط، وقد انعكس ذلك كله على دخل الحكومات العربية والأفراد. وبدأ الأفراد يتجهون نحو تأسيس الشركات المساهمة العامة لتجميع المدخرات واستثمارها عوضاً عن إيداعها في البنوك، وظهرت الحاجة إلى وجود أسواق أوراق مالية مما أدى إلى تطورها. كانت مصر السبقة بين الدول العربية في الاهتمام بأسواق الأوراق المالية. ظهرت سوق الأوراق المالية المصرية في بداياتها وليدة لحاجات تداول الأوراق المالية. وتمثلت المحاولات الأولى لتأسيس سوق مصرية عندما اتفق رجال الأعمال على تحديد مكان محدد لتداول الأوراق المالية عوضاً عن المقاهي التي كانوا يلتقون بها. وفي عام ١٨٩٠ اجتمع الوسطاء الماليون واستأجروا مكاناً (خلف حديقة الأزبكية) لمباشرة نشاطهم منه، غير أنها باءت بالفشل، لقلّة العمليات المبرمة فيها. وتمت المحاولة مرة أخرى عام ١٨٩٨ وفشلت مرة أخرى. وفي سنة ١٩٠٩ تأسست أول سوق للأوراق المالية وذلك على أثر صدور اللائحة العامة للبورصات، وابتدأ عمل السوق بشكل جدي، وانتقل مقرها إلى مقهى في شارع للمغربي. وبعد الحرب العالمية الثانية استقرت أحوال السوق، وانتقلت إلى مقرها الحالي في شارع الشرفيين.

^{٤٠} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٧٦-٧٧

أما في الأردن، فكانت تتم تجارة الأسهم عن طريق مكاتب الوسطاء. وأُقلت هذه المكاتب بعد أن افتتحت للحكومة سوق عمان المالية عام ١٩٧٦^{٤١}. كانت في تلك حيازة الشركات المدرجة، وخاصةً رأسمالاً مالية، بمضامنها يسجلون على من أرفقها، مما يشجع المستثمرين على توفير نخلص مما سبق إلى ما يلي:

- ١- لزيادة انتشار استخدام أدوات الائتمان، ونضوج فكرة سوق البضائع المنظمة (بورصات البضائع).
- ٢- لانتشار الرأسمالية في القرن السادس عشر وتزايد تأسيس الشركات المساهمة العامة.
- ٣- قيام الحكومات بالاقتراض الداخلي عن طريق إصدار صكوك قروض طويلة الأجل.

ما سبق ولد الحاجة إلى وجود أماكن محددة يلتقي من خلالها المهتمون للقيام بعملياتهم على الأوراق المالية بدلا من التقائهم في المقاصف والمطاعم.

لا يمكن أن تغير أهمية سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية) دون أن يتم دور سوق الأولية وأهميتها، لتكمل دورها، وتلعب كل منهما في الأخرى، ويقتصر دورها في الاقتصاد القومي، خاصةً في سوق الأولية دوراً هاماً في الاقتصاد القومي، لأنها توفر سهولة للائحة المشاريع

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية

يعد النظام المالي لأي دولة أساس اقتصادها، ويتربك من عدد من المكونات تعمل بصورة متكاملة، ينعكس خلال أي جزء منها على النظام المالي ككل، هذه المكونات هي: الجهاز المصرفي، وأسواق رأس المال^{٤٢}، فكيف تؤثر أسواق الأوراق المالية على المستثمر والنظام الاقتصادي للدولة؟

لا يمكن أن يتغير سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية) بحالة دور سوق الأولية، وذلك بالاعتماد على استثمار في إمكانية بيع الأوراق المالية في أوقات شراء وبسرعة عند الحاجة لسوق، فيقبل على

^{٤١} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٢-٢١

^{٤٢} نصر عبد الكريم، سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة). نابلس: مركز البحوث والدراسات الفلسطينية، مجلة السياسة

الفلسطينية، السنة الثانية، العدد السادس، ربيع ١٩٩٥ ص ٦٣

١- أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر

توفر سوق الأوراق المالية للمستثمر جميع الضمانات التي تكفل جديّة الشركات المدرجة، وشفافية أوضاعها المالية، بخضوعها لمستوى عالٍ من الرقابة، مما يشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم والاكنتاب بما يستجد من إصدارات. فيقبلون على شراء الأوراق المالية لضمان حد معين من الأرباح والخسائر وهم مطمئنون إلى أن مسؤوليتهم محدودة بمقدار حصصهم في رأس المال، أو أنهم سيستردون قرضهم مع الفائدة في المدة المحددة.

كما تتيح سوق الأوراق المالية لهم الحصول على سيولة نقدية بتمكين المستثمرين من بيع أوراقهم المالية في السوق في أي وقت يشاءون^{٤٣}.

٢- أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد القومي

لا يمكن أن نفهم أهمية سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية) دون أن نفهم دور السوق الأولية وأهميتها، لتكامل دورهما، وتأثير كل منهما في الأخرى، وبالتالي تأثيرهما في الاقتصاد القومي. تلعب السوق الأولية دوراً هاماً في الاقتصاد القومي، لأنها توفر السيولة اللازمة للمشاريع الاستثمارية التي تدعم البنية الاقتصادية، فهي حلقة الوصل بين المدخرين من جهة، وبين الشركات والمشاريع التي تحتاج إلى تمويل من جهة أخرى. إذ تسعى شركات المساهمة العامة لتجميع رؤوس الأموال الكبيرة للقيام بالمشاريع الضخمة التي يعجز الأفراد عن القيام بها، بتقسيم رأسمالها، أو بتقسيم المبلغ المنوي اقتراضه إلى أقسام صغيرة ذات قيمة منخفضة، يقبل المدخرون عليها لتوظيف أموالهم.

وتأتي سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية) مكتملة لدور السوق الأولية، وذلك باطمئنان المستثمر إلى إمكانية بيع الأوراق المالية في أي وقت يشاء وبسعر عادل تحدده آليات السوق، فيقبل على

^{٤٣} أنيس فوزي قاسم، مرجع سابق، ص ٢

شراء الأوراق المالية دون تردد^{٤٤}. ويمكن أن نتخيل أن الاستثمار في الأوراق المالية سيكون شبه معدوم بدون وجود سوق يتمكن المستثمر من بيع أوراقه فيها في أي وقت يحتاج إلى ذلك وبسعر معروف. وإن كان بيع الأوراق المالية في السوق لا يضيف مصادر تمويلية جديدة، إلا أنه يكفل للمستثمر سهولة التخلص من الأوراق المالية بإقناع مستثمر آخر بالحلول محله.

كما تلعب أسواق رأس المال دوراً هاماً في دعم الدولة، وتوفير الأموال اللازمة للقيام بأعبائها، وذلك بإمكانية طرحها سندات عامة للاكتتاب العام^{٤٥}، فبتوافر سوق للأوراق المالية يمكن للدولة اللجوء إلى الاقتراض الداخلي من أسواق رأس المال عوضاً عن اللجوء إلى الاقتراض الخارجي.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً في حث الشركات على زيادة كفاءتها، لأن الشركات التي تتداول أسهمها بالسوق تلتزم بالإفصاح عن تقاريرها المالية وميزانياتها السنوية، مما يحفز الشركة على أن تبدو أمام المساهمين في أفضل حال حتى يقدم الجمهور على الاكتتاب بأسهمها^{٤٦}.

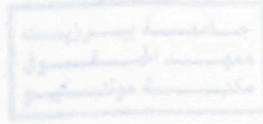
نستنتج مما سبق أن لأسواق الأوراق المالية أهمية واضحة بالنسبة للمستثمر والاقتصاد القومي. فوجود سوق للأوراق المالية يطمئن المستثمر إلى إمكانية التخلص من أوراقه المالية في أي وقت يشاء، كما توفر له إمكانية الإطلاع والتأكد من جدية الشركات وصحة أوضاعها المالية.

كما تلعب أسواق رأس المال (السوق الأولية والثانوية) دوراً متكاملاً في دعم التقدم والازدهار الاقتصادي، لأنها توفر السيولة اللازمة لتحقيق التنمية والمساهمة في عمليات الاستثمار، إذ إنها تمد المشروعات بالأموال اللازمة عن طريق تمكين الشركات والدولة والهيئات العامة من طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام وضمان استمرارية تداولها بين الناس.

^{٤٤} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٥-٧

^{٤٥} محمد الشحات الجندي، مرجع سابق، ص ١١

^{٤٦} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٨



وبعد أن تعرفنا على مفهوم سوق الأوراق المالية، تأسيسها، وأهميتها، يدور في الذهن التساؤل عن موقف المشرع منها، فهل تناولها المشرع بالتتظيم؟ هذا ما سنعالجه في المبحث الثاني، ولتوضيحه قمت بتقسيمه إلى فرعين، الأول يحدد مصادر قانون سوق الأوراق المالية، والثاني يوضح تكييف عمليات السوق مدنية أم تجارية.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ينظم سوق الأوراق المالية قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ (Securities Act)، يعني هذا القانون بتطبيق عملية إصدار (تسويق الأوراق المالية). أما السوق المالية في بريطانيا فتنظمها قانون سوق الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ (Securities and Exchange Act) وسبق القانون Malony Act لسنة ١٨٦٦. أما في مصر فالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ (National Securities and Exchange Law) ينظم سوق الأوراق المالية ويضع الإطار القانوني للنصوص التشريعية التي تحكم أسواق الأوراق المالية.

ويعتبر القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ (National Securities and Exchange Law) ينظم سوق الأوراق المالية ويضع الإطار القانوني للنصوص التشريعية التي تحكم أسواق الأوراق المالية. وغالباً ما يرافق تأسيس أسواق الأوراق المالية تدخل من جانب المشرع لوضع الإطار القانوني المناسب لضمان كفاءة السوق وشفافيتها.

ففي مصر مثلاً، تم أول تنظيم قانوني لسوق الأوراق المالية بصدور اللائحة العامة للبورصات عام ١٩٠٩، واللائحة الداخلية لبورصة القاهرة عام ١٩١٠، اللتين أغييتا بصدور اللائحة العامة واللائحة الداخلية عام ١٩٣٣، ثم صدرت اللائحة العامة للبورصات بموجب القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ لتمصير الأسواق المصرية. وبتبني سياسة الانفتاح الاقتصادي ظهرت الحاجة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية، وتم تعديل اللائحة السابقة بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ إلى أن تم إلغاؤها بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣^{١٧}.

^{١٧} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٧٥

في الأردن وقبل صدور قانون سوق عمان المالية كان وسطاء الأوراق المالية يخضعون للقانون التجاري، وقانون الشركات، وأعراف السوق، إلى أن تم صدور قانون سوق عمان المالية رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦^{٤٨} الذي ألغى بالقانون رقم ١ لسنة ١٩٩٠، ثم ألغى الأخير بدوره بقانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧. أما في البحرين فينظم المرسوم بالقانون رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ سوق البحرين للأوراق المالية.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ينظم السوق الأولية قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ (*Securities Act*)، 'يعنى هذا القانون بتنظيم عملية إصدار وتسجيل الأوراق المالية. أما السوق الثانوية فقد نظمها قانون سوق الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ (*Securities and Exchange Act*). وصدر قانون *Malony Act* لسنة ١٩٣٦، الذي أنشأ اتحاداً لتجار الأوراق المالية ووسطائها في الأسواق غير المنظمة (*Nasd National Association of Security Dealers*).

ويطرح السؤال، في حالة وجود نقص في التشريعات الخاصة بأسواق الأوراق المالية، هل يتم الرجوع إلى القواعد العامة (التقنين المدني)، أم يتم الرجوع إلى الأعراف السائدة في الأسواق؟

أولاً: مصادر القواعد القانونية التي تحكم سوق الأوراق المالية

ترى الغالبية من الفقه أنه إذا لم تكف أحكام التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية وأحكام القانون التجاري يتعين الرجوع إلى الأعراف السائدة في السوق والأعراف السائدة بين الوسطاء الماليين. وللعرف أهمية كبيرة كمصدر من مصادر القانون، خاصة بالنسبة للمعاملات التجارية. وهذا ما ينطبق تماماً على القواعد المنظمة لأسواق الأوراق المالية التي هي بالأصل قواعد عرفية، موجودة حتى قبل تدخل المشرع، تم تقنينها استجابة للحاجات العملية^{٤٩}.

^{٤٨} عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٤٢-٤٤

^{٤٩} عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٤٣-٤٤

ماذا لو خالف العرف السائد في السوق نصا تجاريا أو نصا مدنيا، فهل من الواجب تطبيق

العرف، أم النص؟

إذا حصل التعارض بين العرف التجاري وبين النص التجاري الأمر يطبق النص الأمر، لأنه يعكس رغبة المشرع في عدم الخروج على هذه القاعدة. أما إذا كان النص مكملا يطبق العرف، لأنه أقرب إلى قصد المتعاقدين كونه قد نشأ من العادات التي اعتاد الناس على اتباعها^{٥٠}.

أما إذا خالف العرف السائد في السوق نصا مدنيا، وكان النص قاعدة قانونية مكملة، من الواجب في هذه الحالة تطبيق العرف. لكن إذا كان النص أمرا، فالرأي فيه خلاف. يرى البعض أن الغلبة يجب أن تكون للنص المدني الأمر، لأنه يتعلق بالنظام العام، فالنصوص الأمرة تعبر عن القيم العليا وضعها المشرع بغية تنظيم الروابط بين الأفراد، بالتالي لا يمكن استبعادها لمجرد قيام عرف يخالفها^{٥١}. بينما يرى البعض الآخر أن الغلبة يجب أن تكون للعرف التجاري، لأن وجود عرف يعني وجود قاعدة قانونية تجارية (القاعدة القانونية تشمل النص والعرف)، ولا يتم تطبيق القانون المدني الأمر في حالة وجود حكم خاص في القانون التجاري^{٥٢}.

ويبدو أن المشرع الأردني قد أخذ بالرأي الأول، فقد نصت المادة الثانية من قانون للتجارة رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦ على أنه إذا انتفى النص في هذا القانون تطبيق على المواد التجارية أحكام القانون المدني، وإذا لم يوجد نص قانوني يمكن تطبيقه، للقاضي أن يسترشد بالسوابق القضائية واجتهاد الفقهاء

^{٥٠} عثمان الكوروي. الوجيز في شرح القانون التجاري الأردني. الجزء الأول. الطبعة الأولى. دم: دن، ١٩٨٦، ص ٢٢

^{٥١} يرى الدكتور عثمان الكوروي أستاذ القانون التجاري- جامعة القدس، عدم وجود عرف تجاري يخالف نص مدني أمر من الناحية العملية، ذلك أن النصوص المدنية الأمرة قليلة، لا يجوز مخالفتها حتى من قبل التجار.

^{٥٢} عثمان الكوروي، مرجع سابق، ص ٢٢. وانظر كذلك عزيز المكييلي. القانون التجاري. عمان: مكتبة دار الثقافة للنشر

وبمقتضيات الانصاف والعرف التجاري^{٥٣}. لقد اعتبر المشرع العرف مصدراً استثنائياً يسترشد به المشرع إن لم يجد نصاً مدنياً، مما يترتب على ذلك أنه لا يجوز للعرف التجاري أن يلغي قاعدة مدنية أمره^{٥٤}. هذا إضافة إلى نص المادة الرابعة التي لا تجيز للقاضي أن يطبق العرف التجاري إذا كان متعارضاً مع النصوص القانونية الإلزامية.

كما قد تختلف النصوص التشريعية المطبقة على المتعاملين في السوق في حالة حدوث نزاع باختلاف تكييف العمليات المبرمة من جانبهم بالمدنية أو التجارية، وهذا ما سنعالجه في القسم التالي.

ثانياً: هل عمليات سوق الأوراق المالية مدنية أم تجارية؟

تظهر أهمية تحديد الطبيعة التجارية أو المدنية لعمليات سوق الأوراق المالية بالنسبة للوسيط المالي والعميل في الدول التي تأخذ بالنظام القانوني اللاتيني^{٥٥}، نظراً لاختلاف النظام القانوني المطبق على الأعمال التجارية عنه المطبق على الأعمال المدنية. ومن أهم أوجه الاختلاف بين النظامين السابقين إثبات المعاملات، فالمعاملات التجارية تثبت بجميع طرق الإثبات، في حين يتم إثبات الالتزام المدني بالكتابة فقط إذا كانت قيمة الالتزام تزيد على قدر معين.

^{٥٣} المادة ٣ من قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦.

^{٥٤} عثمان التكروري، مرجع سابق، ص ٢٣.

^{٥٥} يبدو أن دول النظام القانوني الأنجلوسكسوني لا تفرق بين الأعمال التجارية والمدنية بالشكل الذي تأخذ به دول النظام القانوني

المركز القانوني للوسيط المالي هو وكيل بالعمولة^{٥٦}، والوكيل بالعمولة تاجر، لذلك تعد عمليات سوق الأوراق المالية بالنسبة إليه دائماً عملاً تجارياً.

لما بالنسبة للمستثمر، فلا يعد شراء الأوراق المالية بقصد إعادة البيع عملاً تجارياً بالنسبة إليه وفقاً للقانون الأردني. فقد نصت المادة ١/٦/أ من قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦ على أن شراء للبضائع والمنقولات المادية لأجل بيعها بربح يعد عملاً تجارياً. اشترط النص أن يكون المنقول مادياً، والأوراق المالية ليست من المنقولات المادية فلا يشملها النص^{٥٧}. لكن تعد عمليات السوق بالنسبة للمستثمر عملاً تجارياً وفقاً للقانون المصري، ذلك أن قانون التجارة شمل شراء المنقولات غير المادية بقصد إعادة البيع من الأعمال التجارية^{٥٨}. وعلى الرغم من أن شراء المنقول بقصد إعادة البيع يعد عملاً تجارياً حتى لو وقع لمرة واحدة فقط ولا يشترط فيه التكرار، اشترط للقضاء المصري لاعتبار عمليات السوق تجارية بالنسبة للعميل توافر ركن الاعتقاد لديه، أو على الأقل قيامه بعمليات ذات أهمية وقيمة كبيرة حتى لو كانت قليلة. ويترتب على ذلك أن قيام الشخص بعملية منفردة في السوق لا تعتبر تجارية، حتى لو توافر قصد تحقيق الربح. كما لا يتوافر قصد تحقيق الربح عند المستثمر الذي يقوم بتوظيف

مركز الشريعة الإسلامية منها، بل فيها لم ترممها، وتحتاج دولة شرعية لسوق الأوراق المالية في دولة مستقلة، إلا أنه يمكن الإشارة بالتمسك إلى ما يلي:

٥٦ يعد الوسيط المالي وكيلاً بالعمولة، ذلك أنه من المبادئ التجارية التي غالباً ما ينص عليها القانون التجاري أن الوسيط (السمسار) الذي يقوم بإبرام الصفقات دون ذكر اسم عميله، يعد وكيلاً بالعمولة، ويكون مسؤولاً عن الوفاء بذلك العمل. وهذا ما ينطبق على الوسيط المالي، انظر عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي وبعض القوانين العربية. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥، ص ٣-٥. وكذلك انظر المادة ٨٧ من قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦، مرجع سابق.

^{٥٧} فوزي محمد سامي، مرجع سابق، الجزء الرابع، ص ٩٣

^{٥٨} أحمد محمد محرز. القانون التجاري. القاهرة: دن، ١٩٩٤، ص ٦٥

أمواله عن طريق شراء أوراق مالية، دون أن يتوافر عنده قصد إعادة بيعها، بل قصد تحقيق العائد المتوخى من الأسهم والسندات^{٥٩}.

لأن عملية شراء الأوراق المالية تجزئاً بحدود تلك الأوراق أو شرائها أو تداولها

وننتبين مما سبق أنه نظراً للدور الخطير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية تتدخل الدولة لتنظيمها ووضع الإطار القانوني المناسب لضمان كفاءة عملها. أما الأحكام المنظمة للسوق وعملياتها فهي في الأصل قواعد عرفية قام المشرع بتقنينها، لذلك يعتبر العرف من أهم مصادر قانون سوق الأوراق المالية بعد التشريع.

وفي حين تعد عمليات سوق الأوراق المالية تجارية بالنسبة للوسيط المالي لكونه يعتبر وكيلًا بالعمولة، يختلف تحديد الطبيعة المدنية أو التجارية للعمل باختلاف نص القانون التجاري، وهي لا تعد عملاً تجارياً في القانون التجاري الأردني في حين تعد كذلك في القانون المصري.

وبعد أن تعرضنا للنصوص التي تحكم أسواق الأوراق المالية في القانون الوضعي نتساءل عن موقف الشريعة الإسلامية منها، هل تبيحها أم تحرمها؟ وتحتاج دراسة شرعية أسواق الأوراق المالية إلى دراسة مستقلة، إلا أنه يمكن الإشارة باختصار إلى ما يلي:

نظراً لما قد يصاحب أعمال أسواق الأوراق المالية من أعمال غير مشروعة يحرمها القانون نفسه، من بيع وهمي، والشراء بقصد الاحتكار، واستغلال ثقة العملاء وغير ذلك، مما قد يؤدي إلى حدوث أزمات اقتصادية، يقف غالبية فقهاء الشريعة الإسلامية منها موقفاً حذراً.

وذهب غالبية الفقهاء إلى مشروعية إصدار الأسهم في السوق وتداولها، ذلك أن نصيب الأسهم يعتمد على كفاءة الشركة وربحياتها، فإن حققت ربحاً أو خسارة، فللسهم نصيب منها. ومع إياحة تداول

عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٣٧-٣٩.

الأسم، يرى غالبية الفقهاء أن غرض الشركة يجب أن يكون غرضاً مشروعاً، فلا يجوز أن تنتج المحرمات، ولا أن تتاجر فيها، ولا أن تتعامل بالربا:

لكن غالبية فقهاء الشريعة الإسلامية حرموا إصدار سندات القرض أو شراءها، أو تدولها. والسندات المحرمة هي تلك التي يتوجب دفع قيمتها في ميعاد معين، مضافاً إليها فائدة ثابتة، سواء حقت أرباحاً أم لم تحقق. هذه السندات محرمة، سواء أكانت المصدرة لها الحكومة أم شركات خاصة، وسواء استعمل لفظ عائد أو ربح أو ريع بدل لفظ الفائدة، لأنها قروض ربوية يحرمها الشرع. يخرج من نطاق التحريم هذا السندات ذات العائد المتغير المرتبطة بنشاط الشركة ومحصلاتها^{٦٠}.

الفصل الثاني

^{٦٠} لمزيد من المعلومات انظر عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٢٣-٢٧. محمد الشحات الجندي، مرجع سابق،

لا يمكن دراسة الإطار القانوني لتنظيم أسواق الأوراق المالية دون أن نسرد كوكبة

التي تم إعدادها بنية أسواق الأوراق المالية في دول أخرى.

بعد دراسة أسواق الأوراق المالية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان

والمملكة العربية السعودية، يمكن استنتاج أن: النموذج الموحد وفقاً لما سبق

مما يلي في البحث الأول والنموذج الثاني مستعرض له في البحث الثاني من هذا الفصل ويتناول

البحث الثالث نموذج التنظيم القانوني لتنظيم أسواق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.

الفصل الثاني

البحث الأول

النموذج الموحد

أولاً تعريف النموذج الموحد

يكون النموذج الموحد بنية أسواق الأوراق المالية من سوق نقد وتكون السوق هي هذا

النموذج مؤسسة الإطار القانوني المقارن المنظم لبنية أسواق الأوراق المالية

لها، لذلك تقوم السوق في هذا النموذج بجميع أعمال التنظيم والإشراف والرقابة على تعاملات المؤسسة

لها وعلى أعضاء السوق (كالمساهمين)، وتضع جميع القواعد اللازمة لتنظيم عملها، كإصدار

الأنظمة المالية المشددة، وتنظيمات الإخراج، كما تنظم جميع أعمالها الفنية والإدارية المطلوبة في

لا يمكن دراسة الإطار القانوني المنظم لسوق فلسطين للأوراق المالية دون أن ندرك للكيفية التي تم بها تنظيم بنية أسواق الأوراق المالية في دول أخرى.

وبعد دراسة لأسواق الأوراق المالية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والبحرين والأردن ومصر، يمكن أن نصنف بنية أسواق الأوراق المالية المقارنة إلى: النموذج الموحد وهذا ما سنقوم بمعالجته في المبحث الأول، والنموذج الثنائي سنتعرض له في المبحث الثاني من هذا الفصل. ويتناول المبحث الثالث النموذج المختلط.

المبحث الأول

النموذج الموحد

أولاً: تعريف النموذج الموحد

يتكون النموذج الموحد لبنية سوق الأوراق المالية من السوق فقط، وتكون السوق في هذا النموذج مؤسسة عامة. ولا يوجد جهاز متخصص مستقل يعمل على رقابة السوق والعمليات المبرمة فيها، لذلك تقوم السوق في هذا النموذج بجميع أعمال التنظيم والإشراف والرقابة على العمليات المبرمة فيها وعلى أعضاء السوق (كالموسطاء الماليين)، وتضع جميع القواعد اللازمة لتنظيم عملها، كاعتماد الأدوات المالية المتداولة، ومتطلبات الإدراج. كما تتولى القيام بجميع المهام الفنية والإدارية المطلوبة لقياد

وتداول الأوراق المالية، ونقل الملكية. البحرين والأردن (قبل عام ١٩٩٧) من الدول التي تبنت هذا النموذج^١.

ثانياً: طريقة تأسيس سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

تتأسس أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتبنى النموذج الموحد بتشريع من السلطة المختصة (كأن تتأسس بقانون أو بنظام أو مرسوم رئاسي)، أي تتأسس بقانون أو بناء على قانون. مثلاً، تأسست سوق عمان المالية في الأردن عام ١٩٧٦ بموجب قانون سوق عمان المالية رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦^٢ وتأسست سوق البحرين للأوراق المالية بموجب مرسوم أميري بقانون رقم ٤ لسنة ١٩٨٧^٣.

ثالثاً: الطبيعة القانونية لسوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

تحديد الطبيعة القانونية للسوق لها أهمية، خاصة فيما يتعلق بالاختصاص القضائي والإثبات والمرجعية التشريعية في حالة وجود نقص في التشريع القائم.

نظراً لأن سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد تتأسس بتشريع (بقانون أو بنظام أو بمرسوم رئاسي) تعتبر مرفقا عاما^٤، يدار بأسلوب المؤسسة العامة، وهي من طرق الإدارة العامة

^١ سامي سمير، تنظيم البورصة وأنصاف الحلول. القاهرة: مجلة الأهرام الاقتصادي، عدد ١٤٠١، تاريخ النشر: ١٣ نوفمبر ١٩٩٥،

^٢ تأسست سوق عمان المالية عام ١٩٧٦، وبدأ العمل فيها في الأول من كانون الثاني لسنة ١٩٧٨، انظر:

Amman Financial Market (AFM). Amman: Amman Financial Market (AFM)[cited 13 Oct. 1999]. Available from Internet: <http://accessme.com/AFM/aboutbod.1>.

^٣ *Bahrain Stock Exchange, Fact Book*. Al Manaamah: Bahrain Stock Exchange, annual series of publication, Research and Development Department, June 1998, p.3

^٤ سنتحدث عن مفهوم المرافق العامة في الفصل الثالث، البحث الثاني من هذه الدراسة، ص ١٢٦

للمرفق العام. المؤسسة العامة هي شخص معنوي عام، تكون على شكل منظمة متخصصة، تمتلكها الحكومة بكاملها، أو تملك أكثر من خمسين بالمائة من رأسمالها، وتهيمن على إدارتها من خلال نص قانوني، وتعد قراراتها إدارية وموظفوها موظفين عامين -يجوز أن توضع لهم أنظمة خاصة مستقلة عن أنظمة موظفي الدولة- وأموالها أموالا عامة، وتخضع لوسائل القانون العام^٥. ويوفر اتباع أسلوب المؤسسة العامة في إدارة المرفق العام قدرا من الاستقلال عن السلطة المركزية، مع إبقاء رابطة التبعية للدولة. وتتمثل هذه الرابطة بالوصاية الإدارية المفروضة عليها. ويعتبر قيد الوصاية ركنا من أركان اللامركزية، تتمكن من خلالها الإدارة المركزية من توفيق سير المرفق العام مع السياسة للعامة للدولة في مختلف المجالات، ومراقبة مدى التزام إدارة المؤسسة العامة بالقوانين والأنظمة وسند تأسيسها. ويتفق للفقهاء على أن حجم الوصاية يتحدد بنص يوجد عادة في سند إنشاء المؤسسة العامة، يعطي الإدارة سلطة الإشراف والرقابة وحق التوجيه^٦.

ويتألف مجلس إدارة المؤسسة العامة من أعضاء إداريين كالسلطة الحكومية الوصية على المؤسسة، للوزارات الأخرى التي يتصل نشاطها بالمؤسسة، وإذا ما كان طابع المؤسسة اجتماعيا، أو صناعيا، أو اقتصاديا فإنه يضم كذلك ممثلين عن العاملين والمنتهجين من الخدمات^٧.
يلاحظ وجود هذا النموذج -إن تم اتباعه- في الدول المتبعة للنظام القانوني اللاتيني، التي تأخذ بفكرة القانون الإداري بالمفهوم الفرنسي. مثلا، تعتبر سوق عمان المالية قبل عام ١٩٩٧ مرفقا عاما

^٥ عساف فالج مصطفى الدعجة، الطبيعة القانونية لمعد امتياز المرافق العامة. عمان: المعهد القضائي الأردني، بحث مقدم لغايات استكمال متطلبات نيل درجة الدبلوم في العلوم القانونية من المعهد القضائي الأردني، ١٩٩٦، ص ٣٣-٣٧

^٦ عدنان عمرو، المرافق العامة دراسة تحليلية لتنظيم المرافق العامة في المغرب، أزمة القطاع العام المغربي. دم: دن، ١٩٩٥، ص

يدار بأسلوب المؤسسة العامة، نص على ذلك صراحة قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠.^٤ أما قانون سوق البحرين للأوراق المالية فلم ينص صراحة على كون السوق مؤسسة عامة، لكن يستدل على ذلك من نصوص القانون، فالسوق منظمة متخصصة تتبع وزارة التجارة والزراعة وتخضع لوسائل القانون العام. كما يتشكل مجلس إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء، ويضم أعضاء يمثلون الإدارة العامة كما سنرى في الفرع التالي.

رابعاً: إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

تدار سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد من قبل مجلس إدارة يعين أعضاؤه من الجهة الإدارية، كما يتولى مدير السوق مهام الإدارة اليومية وتنفيذ قرارات مجلس الإدارة.

المثال الأول: سوق البحرين للأوراق المالية

يدير سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة يضم أعضاء ممثلين عن الحكومة والقطاع الخاص، يتولى تنظيم عمل السوق والإشراف عليها، ويضع جميع القواعد والتعليمات اللازمة لتنفيذ أعمالها والقيام بجميع المهام الإدارية والفنية، ونقل الملكية والتسوية. كما أن هناك مديراً للسوق وهيئات فنية متخصصة. أما بالنسبة لأدائها فهي من أفضل الأسواق العربية، ويبدو أنه لا يسبقها بالأداء إلا سوق المغرب^٥.

^٤ انظر المادة ٣/ج من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق. كما نص قرار محكمة المدل العليا الأردنية على ذلك: "يعتبر سوق عمان المالي مؤسسة عامة استناداً إلى النصوص القانونية الواردة في قانونه رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦..."، القرار رقم ٨٧/٤٥، انظر مجلة نقابة المحامين الأردنية لسنة ١٩٨٨-١٩٩٢، المبادئ القانونية لمحكمة المدل العليا، ص ٣٠٧

^٥ بورصة البحرين ثاني أفضل البورصات عربياً. النامة: مجلة أسواق البحرين، العدد ١٩، السنة الثانية، نوفمبر ١٩٩٨، ص ٢٥

مجلس إدارة السوق، يتشكل بقرار من مجلس الوزراء بناء على تسيب وزير التجارة والزراعة، مدته ثلاث سنوات قابلة للتجديد. ويتألف من وزير التجارة والزراعة رئيساً، وثمانية أعضاء هم على النحو التالي^{١٠}:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائباً للرئيس.
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.
- عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.

- ثلاثة أعضاء، تختارهم غرفة تجارة وصناعة البحرين من نوي الخبرة والكفاءة.

- عضوان عن البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.

أهم صلاحيات مجلس إدارة السوق: يمكن تصنيف صلاحيات مجلس الإدارة إلى ثلاثة أصناف: صلاحيات أشبه ما تكون بالصلاحيات التشريعية، وصلاحيات تنظيمية وصلاحيات رقابية. صلاحيات شبه تشريعية: وتشمل وضع مشاريع القوانين والأنظمة التي لها علاقة بالسوق التي تعكس السياسة العامة لها، وتحديد القواعد الخاصة بتنظيم التداول في الأوراق المالية، ووضع قواعد الإدراج، وتحديد الرسوم المقررة، وإقرار التعليمات التي يضعها المدير لتنظيم أعمال السوق^{١١}.

صلاحيات تنظيمية: أهمها الموافقة على الميزانية السنوية للسوق، وتعيين مراقبي الحسابات، وتنظيم عمل السوق من حيث للنظر في طلبات قيد الدلائل وقيد أسهم الشركات للمساهمة البحرينية، أو أية أوراق مالية أخرى، تشكيل اللجان المتخصصة، تعيين المستشارين للعمل في السوق، وتحديد أيام ومواعيد للتداول^{١٢}.

^{١٠} المادة ٥ من مرسوم بقانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧، مرجع سابق، ص ٢

^{١١} المادة ٥ من مرسوم بقانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧، مرجع سابق، ص ٢

^{١٢} المادة ٥ من مرسوم بقانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧، مرجع سابق، ص ٢

صلاحيات رقابية: يملك مجلس إدارة السوق حق وقف العمل بالسوق مؤقتاً أو في أسهم شركة أو أكثر في الظروف الاستثنائية التي تهدد سلامة التعامل^{١٣}. كما يجوز للمجلس في حالات الظروف الاستثنائية أن يقرر بأغلبية ثلثي أعضائه على الأقل وضع حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار للقفل باليوم السابق على القرار. ويحدد وزير التجارة والزراعة مصير هذا القرار، إما بإلغائه، أو وقف تنفيذه، أو إصدار القرار المناسب بهذا الشأن^{١٤}. وفي هذا النص تناقض واضح، فهو يفترض عدم علم الوزير بالقرار، فقد استعمل النص "ويبلغ القرار يوم اتخاذه إلى وزير التجارة والزراعة" على الرغم من أنه رئيس المجلس^{١٥}.

أما مدير السوق فيعين بمرسوم أميري لمدة ثلاث سنوات^{١٦}، ويتولى القيام بإدارة السوق اليومية، وينفذ قرارات مجلس الإدارة، ويتولى الإشراف على كافة أجهزة السوق الفنية والإدارية، يعاونه عدد من الموظفين والإداريين والفنيين.

الأجهزة الفنية والإدارية المتخصصة:

١- جهاز العمليات: يتولى تطبيق القواعد الخاصة بالتسويات، والمقاصة، ونقل الملكية، ومراقبة أسعار التداول، ومتابعة عمليات البيع بالأجل، واقتراح الأسس الخاصة بتطويرها.

^{١٣} المادة ٥ / ٨ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨. المناطة: سوق البحرين للأوراق المالية، ١٩٨٨، ص ٣

^{١٤} المادة ٨ من مرسوم بقانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧، مرجع سابق، ص ٣

^{١٥} تنص المادة ٧ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية على أنه يتم انعقاد جلسات مجلس الإدارة إذا حضره غالبية أعضاء المجلس، على أن يكون من بينهم الرئيس، وتصدر القرارات بأغلبية أصوات الحاضرين، وعند تساوي الأصوات يرجح الجانب الذي صوت فيه الرئيس.

"-Bahrain Stock Exchange. Al Manaamah: Bahrain Stock Exchange, 1997 [cited 13 Oct. 1999] Available from Internet : < <http://www.bahrainstock.com/broad.1> >.

-جهاز الشئون المالية والإدارية: يتولى القيام بجميع الشئون المالية للسوق من الإيرادات والمصروفات، وما يحتاجه من مشتريات، ومتابعة شئون الموظفين وتدريبهم.

٣-جهاز الدراسات والبحوث والتطوير: يقوم بجميع الدراسات والتحليلات والبحوث الخاصة بالوضع المالي للشركات ورسم للتوقعات بخصوص التداول واتجاهاته وأثره على الاقتصاد الوطني، كما يقوم بنشر المعلومات الخاصة بالسوق والأوراق المالية، وإعداد الدراسات والنشرات الخاصة بذلك.

٤- جهاز المراقبة والتحقق، يقوم بإعداد مشروعات القوانين والأنظمة ذات العلاقة بالسوق، ويتولى التفتيش على الأعضاء، والتأكد من سلامة المعلومات الصادرة عن الشركات والأعضاء، والتحقق في المنازعات المعروضة على لجنة التحكيم ومجلس التأديب^{١٧}.

المثال الثاني: سوق عمان المالية (قبل عام ١٩٩٧)

سنورد أحكام قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ وتنظيماته على الرغم من إلغائه، وتحول السوق إلى مؤسسة قطاع خاص بموجب قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، لنلمس الفرق بين التنظيمين، وبخاصة لأن كلا منهما ينتمي إلى نموذج مختلف.

نلاحظ بداية أن المشرع الأردني لم يوفق في التسمية التي اختارها، فكان من المفروض أن يسميها "سوق الأوراق المالية"، لأنه -كما أسلفنا- يختلف مفهوم السوق المالية عن سوق الأوراق المالية. يتولى إدارة السوق لجنة السوق والمدير العام، وهناك أيضاً الهيئة العامة للسوق (بمفهوم الجمعية العامة).

تتشكل لجنة السوق من ثمانية أعضاء، يعينهم مجلس الوزراء بناء على تنسيب وزير المالية لمدة ثلاث سنوات غير قابلة للتجديد إلا لمرة واحدة^{١٨} على النحو التالي:

^{١٧} المادة ١٤ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣٦

^{١٨} انظر المواد ٢٦، ٢٧، ٢٨ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

- مدير عام السوق
- مراقب الشركات في وزارة الصناعة والتجارة .
- ممثل عن البنك المركزي الأردني
- ممثل عن البنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة
- ممثل عن الشركات المساهمة الأعضاء حكماً في السوق
- ممثل عن غرفة صناعة عمان
- ممثل عن اتحاد الغرف التجارية
- ممثل عن جمعية الوسطاء في السوق
- صلاحيات اللجنة : خول قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ اللجنة -كقاعدة عامة- نفس الصلاحيات التي يعطيها قانون الشركات لمجلس إدارة الشركات المساهمة العامة^{١٩}، إضافة إلى الصلاحيات التي نص عليها قانون سوق عمان المالية والنظام الداخلي، ويمكن تصنيفها إلى صلاحيات شبه تشريعية، وتنظيمية، ورقابية.
- الصلاحيات شبه التشريعية: للجنة وضع مشاريع القوانين والأنظمة اللازمة لتنظيم شئون السوق وإدارتها وسيرها، كما لها إقرار التعليمات التي يضعها المدير العام لتنظيم السوق وإدارة شئونها، ووضع التعليمات الخاصة بالتنظيم الهيكلي والإداري للسوق، كما تضع شروط إخراج الأوراق المالية وشروط قبول للوسطاء الماليين، وتحديد عمولات السوق، وأجور الوسطاء، وكل ما يتعلق بتنظيم التعامل بالسوق^{٢٠}.

^{١٩} المادة ٣ من نظام الداخلي لسوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠. الجريدة الرسمية عدد ٢٩٢٥، تاريخ النشر: ١٦ نيسان ١٩٨٠.

^{٢٠} المادة ٣ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

^{٢١} المادة ٣ من النظام الداخلي لقانون سوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٢٩٢٥، تاريخ

النشر: ١٦ نيسان ١٩٨٠.

الصلاحيات التنظيمية: وتشمل تحديد أيام وساعات التداول بالسوق، والاطلاع على إجازات المدير العام للمرضية، وتحديد علاوات الانتقال والسفر لأعضاء اللجنة، والمصادقة على ميزانيتها السنوية، وغير ذلك.^{٢١}

الصلاحيات الرقابية: تمارس اللجنة رقابة على عمليات التداول، لها إيقاف التداول على ورقة مالية معينة، أو أوراق مالية لفترة لا تتجاوز أسبوع، ولها تفويض المدير العام بذلك. كما للجنة حق إيقاف العمل بالسوق لمدة محددة يحظر خلالها التعامل بالأوراق المالية. إذا لم تتجاوز هذه المدة ثلاثة أيام يشترط موافقة وزير المالية، أما إذا زادت عن ذلك فيلزم موافقة مجلس الوزراء.^{٢٢} كما تمارس اللجنة رقابة على عملية انتقال الأسهم، إذ لها أن تصدر قراراً مبرراً بوقف هذه العمليات في حالة تجاوز نسبة الأسهم المنقولة لشخص واحد ١٠% من أسهم شركة معينة إذا رأيت في هذا الانتقال ما يتعارض مع مصلحة الاقتصاد الوطني، ويمكن الطعن في هذا القرار أمام وزير للصناعة والتجارة، الذي يجب أن يصدر قراره خلال ثلاثة أيام من تاريخ الطعن، وقرارات اللجنة والوزير يجوز الطعن فيها أمام محكمة العدل العليا خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تبليغها لذوي الشأن.^{٢٣}

وبما أن مجلس الوزراء هو المختص بتشكيل اللجنة له كذلك سلطة حلها، أو إعادة تشكيلها، أو إعفاء أحد أعضائها بناء على اقتراح من وزير المالية. ويفصل العضو من اللجنة حكماً إذا ما حكم عليه بجناية، أو بجرم شائن، أو أعلن إفلاسه، أو استقال، ويعد العضو مستقياً إذا ما تغيب عن حضور جلسات اللجنة ثلاث مرات متتالية.^{٢٤}

^{٢١} المادة ٣ من النظام الداخلي لسوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠، الجريدة الرسمية، عدد ٢٩٢٥، تاريخ النشر: ١٦ نيسان

١٩٨٠.

^{٢٢} المادة ٣٢ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

^{٢٣} المادة ٣٨ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

^{٢٤} المادة ٢٩ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق، ص ١٣٣.

رئيس لجنة السوق: يمثل السوق لدى الغير، ويعبر توقيعه عن توقيع كامل اللجنة ما لم ينص للقانون على خلاف ذلك. يقوم الرئيس بتنفيذ قرارات اللجنة وتوصياتها، ويمثل الرئيس السوق أمام الحكومة، وأمام القضاء، وجميع المؤسسات الأخرى.^{٢٥}

المدير العام للسوق: يُعيّن المدير العام ويحدد راتبه وتعويضاته بقرار من مجلس الوزراء بناء على تنسيب الوزير، ولا يجوز الجمع بين منصبى المدير العام ورئيس اللجنة. ويتولى مدير عام السوق تنفيذ سياسة السوق وإدارة أعمالها اليومية. فمن ناحية يقوم بتوقيع العقود التي تبرم مع السوق، ويمثل السوق أمام وسائل الإعلام ويعين ويقترح تعيين ممثلين من موظفي السوق لدى الجهات الأخرى التي يكون السوق ممثلاً فيها، ويوقع التقارير والبيانات الحسابية والكشوف المالية والمراسلات والوثائق الخاصة بالسوق. ويحافظ مدير عام السوق على النظام أثناء جلسة التداول، وله إخراج أي شخص أو أشخاص يخلون بالنظام العام، كما يحق له وقف أو إلغاء أية عملية تداول يرى أنها جرت مخالفة للقانون والأنظمة.^{٢٦}

الهيئة العامة للسوق: وهي هنا بمفهوم الجمعية العمومية، تتألف الهيئة العامة للسوق من أعضاء السوق^{٢٧}، وهم: البنك المركزي الأردني، والبنوك المرخصة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة، وكل شركة مساهمة عامة أردنية يبلغ رأسمالها المدفوع مائة ألف دينار أو أكثر، ووسطاء السوق المعتمدون^{٢٨}. إضافة إلى إقرار الحسابات الختامية والتقارير السنوي للسوق، للهيئة العامة دور استشاري فحسب، تتابع من خلاله أوضاع السوق وتضع الاقتراحات والتوصيات.

^{٢٥} المادة ١٠ من النظام الداخلي لسوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠

^{٢٦} راجع المواد من ١٤-١٨ من النظام الداخلي لسوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠، مرجع سابق.

^{٢٧} سنطرق إلى مفهوم أعضاء السوق في الصفحة ١٧٨ من هذه الدراسة.

^{٢٨} المادة ٢٦ من النظام الداخلي لقانون سوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠، مرجع سابق، ص ١٥١

خامساً: الرقابة على سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد

كون السوق عبارة عن مرفق عام يُدار بأسلوب المؤسسة العامة في النموذج الموحد، يخولها ابتداءً حق مباشرة اختصاصاتها بشكل مستقل نسبياً عن السلطة المركزية، مع الخضوع للوصاية الإدارية المقررة بموجب القانون وفي الحدود التي يسمح بها المشرع. وتتمثل الوصاية الإدارية على المؤسسات العامة ووفقاً للمبادئ العامة في القانون الإداري بسلطة إلغاء القرار وليس تعديله، فلا يجوز للسلطة التنفيذية توجيه أوامر أو تعليمات إلى السوق^{٢٩} إلا إذا وجد تشريع خاص.

المثال الأول: سوق البحرين للأوراق المالية
وفقاً لنص القانون تتمثل الوصاية الإدارية -كما ذكرنا- في رقابة وزير التجارة والزراعة على قرار مجلس الإدارة بتعيين حد أعلى وحد أدنى للأسعار، فله إلغاء هذا القرار، أو وقف تنفيذه، أو تعديله. وهنا نلاحظ أن المشرع أعطى الجهة الإدارية حق تعديل القرار، غير مراعاة لمبادئ القانون الإداري، ومبادئ القانون الإداري غير ملزمة للمشرع عند وضع قانون معين. كما يلتزم رئيس مجلس الإدارة بتقديم تقرير مفصل كل ستة أشهر عن أعمال السوق، وأوضاع المستثمرين، وما تم إنجازه في ضوء السياسة العامة للدولة إلى مجلس الوزراء^{٣٠}.

المثال الثاني: سوق عمان المالية (قبل عام ١٩٩٧)

تتمثل أوجه الرقابة على سوق عمان المالية أولاً برقابة مندوب الحكومة، وثانياً بالوصاية الإدارية المفروضة على بعض القرارات واتخاذ المناسب بشأنها، بالإضافة إلى الرقابة القضائية.

^{٢٩} رمضان محمد بطيخ، الرقابة على أداء الجهاز الإداري، دراسة عملية وعلمية في النظم الوضعية والإسلامية. الطبعة الأولى.

القاهرة: دار النهضة، ١٩٩٤، ص ٢٢٦-٢٢٩

^{٣٠} المادة ٩ من قانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧. مرجع سابق، ص ٤

ويعين وزير المالية مندوباً للحكومة لدى السوق لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، يقوم بمراقبة صحة العمليات التي تجري في السوق، وتطبيق القوانين والأنظمة، وله أن يحضر اجتماعات لجنة السوق، رغم أنه لا يملك حق التصويت لكنه يملك حق الاعتراض على قرارات اللجنة التي تبدو له غير قانونية إذا وافق على هذا الاعتراض أغلبية ثلثي اللجنة الحاضرين. كما يقع عليه تقديم تقرير ربع سنوي لوزير المالية عن نشاط السوق واقتراحاته بخصوص ذلك^{٣١}.

كما تتمثل أوجه الوصاية الإدارية بالسلطات التي يمارسها مجلس الوزراء ووزير المالية بالنسبة لبعض القرارات التي تتخذها اللجنة، كاشتراط موافقة الوزير على قرار إيقاف العمل بالسوق لمدة لا تتجاوز ثلاثة أيام. كما لمجلس الوزراء الكلمة الأولى في إيقاف عمل السوق لمدة تزيد على ثلاثة أيام. كما ينظر وزير الصناعة والتجارة بالطعن بقرارات لجنة السوق القاضية بوقف عملية انتقال الأسهم إذا تجاوزت نسبة الأسهم المنقولة لشخص واحد ١٠% من أسهم شركة معينة - كما أسلفنا -.

وهناك كذلك رقابة قضائية على قرارات اللجنة والوزير، إذ يجوز الطعن فيها أمام محكمة العدل العليا خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تبليغها لذوي الشأن^{٣٢}.

نخلص مما سبق إلى ما يلي:

- تتأسس سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد بمبادرة السلطات المختصة في الدولة بموجب تشريع من السلطة المختصة، وتعتبر مؤسسة عامة، تمنح الشخصية الاعتبارية العامة، وتخضع للوصاية الإدارية.

^{٣١} المواد ٣٥، ٣٦، ٣٧، ٣٨/أ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

^{٣٢} انظر المادة ٤٦ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

- يُعهد إلى سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد القيام بجميع المهام التنظيمية والتنفيذية، بالإضافة إلى بسط رقابتها على عمليات التداول وأعضاء السوق، ووضع القواعد المنظمة للسوق، وكل ما يتعلق بنقل ملكية الأوراق المالية والتسوية.

- لا يمكن أن نجد النموذج الموحد في تنظيم أسواق الأوراق المالية إلا في دول النظام القانوني اللاتيني، لأنها تطبق فكرة القانون الإداري بالمفهوم الفرنسي.

- من أهم خصائص إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج الموحد:

- بالنسبة لأعضاء مجلس إدارة السوق يلاحظ أن النموذج الموحد يتبع أسلوب التعيين وليس الانتخاب.

- على الأغلب يتم تعيين أعضاء مجلس الإدارة من أشخاص يمثلون الجهة الإدارية، أما تمثيل الوسطاء الماليين (سماسرة الأوراق المالية) فهو قليل.

- تتشابه التنظيمات الإدارية والوظائفية لأسواق الأوراق المالية في النموذج الموحد إلى حد كبير، ويمكن تصنيف الجهات القائمة على الإدارة إلى: جهاز إداري أعلى، وجهاز إداري يومي. الجهاز الإداري الأعلى تختلف تسميته من تشريع إلى آخر، يسمى مجلس إدارة في القانون البحريني، ولجنة السوق في قانون سوق عمان المالية. وغالباً ما يمارس صلاحيات شبه تشريعية كوضع مشاريع القوانين والأنظمة والقواعد الخاصة، وصلاحيات تنظيمية كالموافقة على مشروع الموازنة السنوية، وقبول قيد الوسطاء الماليين وأسهم الشركات المساهمة العامة، إضافة إلى صلاحيات رقابية. جهاز الإدارة اليومي: القائم عليه هو مدير السوق، ومدير السوق في قانون سوق عمان المالية يعين بقرار من مجلس الوزراء بناء على تنسيب وزير المالية لمدة ثلاث سنوات، أما مدير السوق في سوق البحرين فيعين بمرسوم أميري لمدة ثلاث سنوات.

-الرقابة على السوق: لا يوجد جهاز متخصص يُعهد إليه بمهمة مراقبة أعمال السوق وأعضائها والعمليات المبرمة فيها، إنما يقع عبء ذلك كله على السوق نفسها، ممثلة في مجلس الإدارة، والمدير العام، ومنتوب الحكومة -إن وجد-. كما يجب أن لا ننسى الوصاية الإدارية المفروضة على السوق باعتبارها مؤسسة عامة، إذ إنها تتبع وزير التجارة والزراعة في القانون البحريني الذي له سلطة إلغاء أو تعديل للقرار الذي يتخذه مجلس الإدارة بتعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية في الحالات الاستثنائية، بينما تتبع السوق وزارة المالية في قانون سوق عمان المالية، إذ يشترط موافقة الوزير في حالة وقف العمل بالسوق لمدة تقل عن ثلاثة أيام، وموافقة مجلس الوزراء إذا زادت عن ذلك.

المبحث الثاني

النموذج الثنائي

أولاً: تعريف النموذج الثنائي

يتكون النموذج الثنائي لبنية سوق الأوراق المالية من مستويين. يتمثل المستوى الأول في إدارة سوق الأوراق المالية نفسها، التي يترك لها توفير سلامة التعامل بالسوق، إضافة إلى توفير الوسائل اللازمة لتسهيل عمل الوسطاء، والمقاصة، والتسوية، ونقل الملكية، وتأهيل الوسطاء، ووضع ضوابط قبولهم، ومراقبة أعمالهم. أما للمستوى الثاني فيتمثل في وجود جهاز متخصص يقوم بعمليات الإشراف، والرقابة، والتنظيم، يُسمى (هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية *Securities and Exchange Commission* أو *SEC*) في القانون الأمريكي و(هيئة الأوراق المالية) في القانون

الأردني بعد عام ١٩٩٧. على أن حرية أعمال إدارة أسواق الأوراق المالية في هذا النموذج ليست مطلقة، إنما يجب أن تكون ضمن الإطار التشريعي الذي تضعه الجهة الإشرافية^{٣٣}.
الولايات المتحدة الأمريكية من الدول التي تبنت هذا النموذج. أما بالنسبة للأردن فيمكن القول بأنه قد تتبع هذا النموذج على أثر تحويل سوق الأوراق المالية من مؤسسة عامة إلى مؤسسة خاصة غير ربحية، وإنشاء جهاز رقابي متخصص يعمل على مراقبة السوق وذلك بموجب قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧.

ثانياً: طريقة تأسيس سوق الأوراق المالية في النموذج الثنائي

يرجع الأصل التاريخي للنموذج الثنائي في تنظيم أسواق الأوراق المالية إلى البلاد التي تأخذ بالنظام القانوني الأنجلوسكسوني. إذ نشأت الأسواق فيها نشأة عرفية، وليس بقرار من الحاكم أو السلطات العامة، أي امتلك الأسواق أفراد عاديون، قاموا بإدارتها وتنظيمها. وعندما رأَت السلطة العامة أن تتدخل، تركت هذا التنظيم على حاله، واكتفت بوضع القوانين التي ترسم العلاقات القانونية المنظمة بين السلطات العامة ومديري تلك الأسواق، كما أنها قامت بإنشاء جهاز متخصص لمراقبة الأسواق وصحة العمليات المبرمة فيها. ومن هنا يمكن القول إن "أسواق الأوراق المالية في البلاد الأنجلوسكسونية لا تنشأ بقانون، بل باتفاقيات وعقود بين المؤسسين، ولكن في إطار الضوابط القانونية التي تضعها السلطات المختصة"^{٣٤}.

مثلاً، تأسست سوق نيويورك للأوراق المالية عام ١٧٩٢، وذلك عندما اتفق أربعة وعشرون شخصاً من الذين يتاجرون في الأسهم والسندات على تنظيم اجتماعاتهم في مكان معين هو وول ستريت

^{٣٣} سامي سمير، مرجع سابق، ص ٤٥

^{٣٤} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٧٧

للقيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية. كما تأسست سوق لندن للأوراق المالية عندما نظم تجار

الأوراق المالية عملهم في مبنى خاص عام ١٧٧٣. ^{٣٥}

أما بالنسبة لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان بعد عام ١٩٩٧)، ونظراً لأن الأردن

كان يتبنى النموذج الموحد فقد تم تأسيسها بموجب قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧. ^{٣٦}

Self Regulatory Organizations

ثالثاً: الطبيعة القانونية لسوق الأوراق المالية في النموذج الثاني

بما أن أسواق الأوراق المالية في البلاد الأنجلوسكسونية نشأت نشأة عرفية، بحيث لم تتدخل

السلطة العامة إلا بوضع الإطار القانوني، فإنها تعد مؤسسات خاصة، وغالباً ما تكون مؤسسات غير

ربحية^{٣٥}. فمثلاً سوق نيويورك للأوراق المالية تتألف من ١٣٦٦ عضواً، وتتم العضوية بشراء مقاعد

في السوق^{٣٦}.

رابعاً: إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج الثاني

يدير سوق الأوراق المالية في النموذج الثاني مجلس إدارة، يتألف من نوعين من الأعضاء،

أعضاء منتخبين وأعضاء معينين.

المثال الأول: أسواق الأوراق المالية الأمريكية

تعد أسواق الأوراق المالية في القانون الأمريكي هيئات ذاتية التنظيم Self Regulatory

Organizations ، ما المقصود بذلك؟

^{٣٥} هذا ما أشار إليه د. نفال صبري أستاذ المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بيرزيت.

^{٣٦} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٨٠-٨١

كانت أسواق الأوراق المالية قبل إنشاء هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية (SEC) عام ١٩٣٤ عبارة عن تنظيمات خاصة (جمعيات أو مؤسسات أنشأها عدد من الوسطاء الماليين) قامت ببلورة نفسها ووضعت الأنظمة والقواعد. وما كان من الكونجرس إلا أن ترك هذا التنظيم على حاله، ولكنه أضاف الهيئة كمستوى رقابة إضافية، مفضلاً بذلك تحميل الأسواق مسؤوليات تنظيم نفسها وفقاً لما تضعه من شروط، لذلك سميت أسواق الأوراق المالية Self Regulatory Organizations (SRO's)^{٣٧}.

ويجب على كل سوق أن تسجل نفسها لدى الهيئة (SEC) كسوق أوراق مالية محاربة وفقاً للشروط التي يحددها القانون^{٣٨}. أما بالنسبة لإدارة أسواق الأوراق المالية الأمريكية، ولتأخذ على سبيل المثال سوق نيويورك للأوراق المالية، فإنها تدار بواسطة مجلس محافظين، يتألف من ممثلين عن الشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق وبيوت الوساطة المالية وكل فريق ينتخب ممثليه، إضافة إلى ممثلين عن الحكومة. ويمكن تصنيفها إلى صلاحيات شبيهة تشريعية وصلاحيات تنظيمية وصلاحيات رقابية. الصلاحيات شبيهة التشريعية: أهمها رسم القواعد المنظمة لعمليات السوق، ووضع الهيكل الإداري للسوق، ووضع شروط إدراج الأوراق المالية وشروط قبول عضوية الوسطاء الماليين.

^{٣٧} من المهم أن نلاحظ أن ال SRO's في أمريكا تألف من أسواق الأوراق المالية واتحاد المتعاملين بالأوراق المالية المسمى NASD ويفترض في كل سمسار أي يكون عضواً في واحد منها. انظر عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٥١-١٥٢.

^{٣٨} المادة ٦ من قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤، انظر :

-Securities Exchange Act of 1934. Published for the Center for Corporate law by the Center of Electronic text in law [cited 6 July 1999]. Available from Internet:

<<http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec6.htm>>

الصلاحيات التنظيمية: أهمها الموافقة على طلبات العضوية ومشروع الموازنة المقترحة للسوق. الصلاحيات الرقابية: يقوم مجلس الإدارة بمراقبة العمليات الجارية في السوق، مراقبة صحة العمليات المبرمة بين الوسطاء الماليين والعملاء، المراجعة المستمرة على الشركات المصدرة للأوراق المالية من حيث رأسمالها وأوضاعها المالية، والقيام بالإجراءات القانونية ضدها عند خرقها للقوانين وقواعد هيئة الأوراق المالية. كما له الحق في طرد أي وسيط مالي عند قيامه بخرق قواعد أو تعليمات السوق أو الهيئة³⁹. ويتولى مدير السوق مهام الإدارة اليومية وتنفيذ قرارات مجلس المحافظين.

المثال الثاني: سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان بعد عام ١٩٩٧) صدر قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ مُحدثاً تغييرات هامة على سوق عمان المالية، فقد صوب تسميتها، مُطلقاً عليها اسم سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان)، كما حولها من مؤسسة عامة إلى مؤسسة قطاع خاص غير هادفة إلى الربح، يملكها الوسطاء الماليون. وتولت السوق مهامها في الحادي عشر من آذار لعام ١٩٩٩⁴⁰. كما نص القانون على إنشاء هيئة الأوراق المالية جهة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال، ومركزاً لإيداع الأوراق المالية يدار من قبل القطاع الخاص، ويتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة مالياً وإدارياً، ولا يهدف إلى الربح، يقوم بإجراء عمليات التسوية والمقاصة ونقل ملكية الأوراق المالية التي يتم تداولها بالسوق⁴¹.

وقد ساهم في وضع الإطار القانوني لسوق عمان للأوراق المالية خبراء أجنبية كالبنك الدولي وغيره، وقد تمت الاستعانة بالقانون الأمريكي عند إعداد قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧،

³⁹Paul Gonson. Securities Regulation in the United States. Washington D. C: U.S. Securities and Exchange Commission, 1998, p. 2-3

⁴⁰ طرف، جليل. بيان حول تأسيس بورصة عمان سوق عمان للأوراق المالية. عمان: سوق الأوراق المالية، ١٩٩٩

⁴¹ مكالة هاتية مع الحامي مقال عبيدات أمين سر مجلس إدارة سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان).

في حين أُتبعت القوانين البريطانية في أنظمة وتعليمات السوق، أما التقنيات لفنية للسوق فهي فرنسية^{٢٢}. ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة، إضافة إلى وجود المدير التنفيذي والهيئة العامة للسوق.

مجلس إدارة سوق عمان للأوراق المالية

يدير سوق عمان للأوراق المالية مجلس إدارة يتألف من سبعة أعضاء، منهم المنتخبون، ومنهم المعينون:

الأعضاء المنتخبون خمسة، منهم عضوان يمثلان البنوك المرخص لها بممارسة أعمال الخدمات المالية كوسطاء ماليين، وشركات الوساطة المالية التي تملكها البنوك أو التابعة لها، وثلاثة أعضاء يمثلون شركات الخدمات المالية المرخص لها بالعمل كوسطاء ماليين.

أما الأعضاء المعينون فعددهم اثنان، يختاران من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والاقتصادية والمالية، يعينهما مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

مدة مجلس الإدارة ثلاث سنوات، ولا يجوز تعيين أو انتخاب أعضائه لأكثر من دورتين، ويقوم المجلس بانتخاب رئيس ونائب للرئيس في أول جلسة يعقدها^{٢٣}.

ويشترط فيمن يختار عضو مجلس إدارة السوق تمتعه بالأهلية الكاملة، وأن يكون قد أتم الثلاثين من عمره، حاصلاً على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى، لم يسبق أن صدر بحقه حكم بجناية

^{٢٢} مكالمة هاتفية مع الحامي مقال عبيدات.

^{٢٣} المادة ١٠ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩. عمان: سوق عمان للأوراق المالية،

أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة، أو عقوبة تأديبية، لأسباب تمس الشرف والثقة، وأن لا يكون تركه لعمل سابق بسبب ارتكابه ما يخل بالشرف والثقة^{٤٤}.

صلاحيات مجلس الإدارة:

صلاحيات شبه تشريعية: يضع مجلس الإدارة بموافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية كل ما يلزم من أنظمة داخلية وتعليمات لإدارة شئون السوق، مثل: قواعد إدراج وتداول الأوراق المالية، والتنظيم الهيكلي والإداري للسوق، والنظام المالي، ونظام الموظفين، وتبني معايير تعالج السلوك المهني للخاصة بأعضاء السوق وأعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي والموظفين، ووضع العقوبات اللازمة لمخالفاتها، ووضع للقواعد الخاصة بعمولات السوق بموافقة مجلس مفوضي الهيئة، وتبيان المعلومات والبيانات التي تعتبر سرية والأشخاص المخولين بالإطلاع عليها، والبيانات التي يتوجب على السوق الإفصاح عنها، والأحكام المنظمة لصندوق ضمان الوسطاء الماليين، وتبني وسائل حل النزاعات التي تنشأ بين أعضاء السوق وبينهم وبين عملائهم^{٤٥}.

صلاحيات تنظيمية: تشمل توفير المعلومات ونشرها بالسرعة اللازمة عن تداول الأوراق المالية، والتأكد من سلامتها ودقتها، إعداد الموازنة والحسابات الختامية، وتزويد الهيئة بها، وإقرار الميزانية التقديرية للسوق، والإشراف على تنفيذها بعد إقرارها، وتحديد أيام وساعات التداول في السوق، وعقد دورات تدريبية للعاملين في السوق، والموافقة على الاقتراض وتعيين محامي السوق، وتلقي الشكاوى المتعلقة بالعمليات المبرمة في السوق، وتحديد بدلات الانتقال وعلاوات السفر لأعضاء مجلس الإدارة والمدير والموظفين، وتحديد رواتب كل من رئيس مجلس الإدارة وأعضائه.

^{٤٤} لمزيد من المعلومات عن شروط اختيار عضو مجلس الإدارة وشروط انتهاء العضوية يرجى الرجوع إلى المادتين ١١ و١٥ من النظام

الداخلي للسوق لسنة ١٩٩٩. عمان: سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان)، ١٩٩٩.

^{٤٥} المادة ٢٦ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٩٧.

صلاحيات رقابية: لكنفى قانون الأوراق المالية الأردني لسنة ١٩٩٧ بالنص على صلاحية مجلس الإدارة بمراقبة عمليات السوق بهدف حماية المستثمرين، والتأكد من صحة عمليات السوق^{٤٦}. كما لم يعالج النظام الداخلي للسوق أوجه رقابة السوق على الشركات المدرجة كضرورة التأكد من سلامة أوضاعها المالية مثلاً. ولم يتطرق كذلك إلى رقابتها على الوسطاء الماليين كمرقبة مدى التزامهم بالقوانين والتعليمات التي تضعها، وإن كان قد نص على واجب مجلس إدارة السوق القيام بالإجراءات اللازمة لضمان تنفيذ أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه.

التزامات رئيس وأعضاء مجلس الإدارة: يلتزم رئيس مجلس إدارة السوق وأعضاؤه بالمحافظة على مصلحة السوق، مما يترتب عليهم بشكل خاص الإفصاح عن ملكيتهم لأية أوراق مالية خاصة بالشركات المساهمة العامة، والمحافظة على المعلومات السرية الخاصة بالسوق، وعدم نقلها لشركته، والإعلان عن وجود أية مصلحة شخصية لأي منهم في المواضيع المطروحة على المجلس للنقاش، وفي هذه الحالة يتوجب على العضو المعني ترك الجلسة وعدم المشاركة في التصويت. كما عليهم عدم استغلال المعلومات التي يطلعون عليها بحكم عملهم بشكل مباشر أو غير مباشر. ويسأل رئيس مجلس الإدارة وأعضاؤه عن أية مخالفة للقوانين والأنظمة يرتكبونها تجاه السوق والأعضاء والغير^{٤٧}.

المدير التنفيذي: يعين مجلس الإدارة مديراً تنفيذياً للسوق بعد الاستئناس برأي مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية (وهو المجلس الذي يدير الهيئة). ويجب أن يكون المدير متمتعاً بالأهلية، أردني الجنسية، حاصلأ على الدرجة الجامعية الأولى كحد أدنى، لديه خبرة خمس عشرة سنة في المجالات الاقتصادية والمالية، لم يسبق أن صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة لأسباب مخلّة بالشرف والثقة أو

^{٤٦} المادة ١٧ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩، مرجع سابق.

^{٤٧} المادة ١٤ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩، مرجع سابق.

بعقوبة تأديبية لأسباب تخل بالشرف والثقة وأن لا يكون تركه لعمل سابق لأسباب تخل بالشرف والثقة^{٤٨}.

صلاحياته: يتولى المدير التنفيذي متابعة جميع الشئون الإدارية والمالية والفنية للسوق، خاصة متابعة تنفيذ القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه.

ولضمان نزاهة موظفي السوق يمنع المدير التنفيذي وأي من الموظفين امتلاك أوراق مالية أو المساهمة في أي شركة وساطة مالية^{٤٩}.

الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية (بمفهوم الجمعية العامة): تتألف الهيئة العامة للسوق من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للسوق ورسوم الاشتراك السنوية (الوسطاء الماليين)، واكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة^{٥٠}. وتعتبر قرارات الهيئة العامة ملزمة لمجلس الإدارة ولجميع أعضاء الهيئة العامة^{٥١}.

خامساً: الرقابة على سوق الأوراق المالية في النموذج الثاني

تلعب أسواق رأس المال دوراً خطيراً في الاقتصاد القومي، لذلك تحرص الدول على مراقبة الأسواق الأولية والأسواق الثانوية على حد سواء. والرقابة على أسواق الأوراق المالية في النموذج الثاني يمارسها جهاز متخصص في الدولة.

^{٤٨} المادة ١٩ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩، مرجع سابق.

^{٤٩} المادة ٢١/ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٩٥

^{٥٠} المادة ٢٥ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٩٦-٢١٩٧

^{٥١} المادة ٨ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية، مرجع سابق.

المثال الأول: أسواق الأوراق المالية الأمريكية

تراقب هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية (SEC) نشاط أسواق الأوراق المالية الأمريكية، وقد أنشئت عام ١٩٣٤، وذلك على أثر انهيار أسواق الأوراق المالية الأمريكية عام ١٩٢٩. تتكون من خمسة أعضاء يعينون بقرار من الرئيس الأمريكي -يعتمده الكونجرس- . كما تقسم إلى خمسة أقسام، يشرف على كل منه عضو يساعده أشخاص مختصون. القسم الأول يختص بالإشراف على الشركات والهيئات المصدرة للأوراق المالية والبيانات التي يفترض إحاطة الجمهور بها. القسم الثاني يتولى شئون أسواق الأوراق المالية والوسطاء الماليين والتجار. القسم الثالث يتولى مهمة مراقبة تنفيذ القوانين والأنظمة والقيام بالتحقيقات. القسم الرابع يتابع التشريعات الخاصة بالشركات القابضة في مجال الخدمات كالكهرباء والمياه ويقدم المشورة للمحاكم في قضايا الإفلاس. القسم الخامس يراقب تنفيذ القوانين على شركات الاستثمار ومستشاري الاستثمار^{٥٢}.

وتعد هذه الهيئة جهازاً مستقلاً عن الحكومة الفيدرالية الأمريكية. وبالإضافة إلى أنها تمارس مهام إدارية وتشرف على تنفيذ القانون، تعد كذلك هيئة شبه تشريعية، وهيئة شبه قضائية^{٥٣}. يظهر استقلال الهيئة عن سلطات رئيس الولايات المتحدة بما يلي: لا يستطيع الرئيس عزل أعضاء الهيئة، إذ لا يعزل العضو إلا لسوء تصرفه. كما أن تعيين الأعضاء يتم بشكل تعاقبي. كل سنة تنتهي فترة عضوية أحد الأعضاء، مما يمنع الرئيس من تعيين جميع الأعضاء دفعة واحدة. وحتى لا يتمكن الرئيس

Paul Gousson, Securities Regulation in the United States, Washington D. C. U.S. Securities and Exchange Commission, 1998, p. 2-3

Securities Act of 1933. Published by the Center for Corporate Law by the Center of Electronic Text in Law (cited 6 July 1999). Available from Internet: <<http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec3.htm>>

^{٥٢} المادة ٤ / أ من قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي ١٩٣٤ انظر الموقع التالي على الإنترنت ، مرجع سابق.

<http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec4.htm>

^{٥٣} -The Work of the SEC. Washington, DC: SEC, 8 August, 1998 [cited 18 Nov., 1998]. Available , " from Internet: <<http://www.secgov/asec/wot.htm#1033>> p. 3

من تعيين جميع الأعضاء من حزبه، ينص القانون على عدم جواز أن يكون أكثر من ثلاثة أعضاء من حزب واحد^{٥٤}.

على أن استقلال الهيئة يضعفه ما يلي: ١- يُعين رئيس الولايات المتحدة رئيساً للهيئة، ورئيس الهيئة له تأثير واضح عليها، لأنه يعد ميزانية الهيئة. ٢- على الرغم من أن الرئيس لا يستطيع تعيين أكثر من ثلاثة أعضاء من حزبه، إلا أنه قد يعين العضويين الآخرين ممن هم مواليين لحزبه. ٣- كما أن قرارات الهيئة تتخذ بالأغلبية المطلقة (بموافقة ثلاثة من الأعضاء)^{٥٥}.

صلاحيات الهيئة: تراقب الهيئة السوق الأولية وعمليات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها^{٥٦}، كما تراقب الأسواق الثانوية، مثلاً تقوم بإعداد التشريعات الخاصة بالأوراق المالية وتقدمها للكونغرس^{٥٧}. كما عليها التأكد من أن كل SRO تملك الإمكانيات المادية والتقنيات الفنية التي تمكنها من القيام بدورها الجوهري في بناء الاقتصاد الوطني. كما يشترط أن توافق على جميع قواعد ال SRO وأنظمتها والتأكد من حصولها على نسخة منها، ومراجعة امتلاكها للإمكانيات والأهلية اللازمة التي تخولها القيام بمراقبة أعضائها والتحقق معهم وفرض العقوبات المناسبة عند حدوث المخالفات^{٥٨}. كما أن للهيئة حق التدخل

^{٥٤} المادة ٤/أ من قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي ١٩٣٤ <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec4.htm> مرجع سابق.

^{٥٥} Paul Gonson. Securities Regulation in the United States. Washigton D. C: U.S. Securities and Exchange Commission, 1998, p. 2-3

^{٥٦} عالجها قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣، انظر -Securities Act of 1933. Published for the Center for Corporate law by the Center of Electronic text in law [cited 6 July 1999]. Available from Internet: <<http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec1.htm> >

^{٥٧} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٩١-١٩٢

^{٥٨} المادة ١٩ من قانون سوق الأوراق المالية لعام ١٩٣٤: انظر الموقع التالي على الإنترنت:

<http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec19.htm>. مرجع سابق.

في ال SRO وطررد أي عضو مخالف، ولها أيضا حق إغلاقها. وتبقى الهيئة على اتصال يومي مع ال SRO's ترقيبهم وتشرف عليهم، وتقوم بالتفتيش وتزودهم بالنصائح والتوجيهات من خلال دوريات تقوم بإصدارها^{٥٩}.

كما ترأقب الهيئة تصرفات مديري الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق والعاملين فيها، إذ يمنع هؤلاء من استغلال المعلومات التي تصل إليهم بحكم عملهم وذلك تحت طائلة الغرامة والتعويض المدني لمن أصابه ضرر^{٦٠}، ويلزمون بتزويد السوق والهيئة بتقارير شهرية توضح أي تغيير قد يطرأ على الأوراق المالية التي يملكونها، وينشر هذا التقرير في الصحف المالية^{٦١}. كما ترأقب محاولات للتأثير على الأسعار بالطرق غير المشروعة كالبيع الصوري والتلاعب وترويج إشاعات غير صحيحة بغرض الاحتكار.

وترأقب الهيئة الوسطاء الماليين وتتأكد من قيامهم بمطابقة ما تشترطه من مواصفات فنية ومادية، وترأقب نشاطهم وأنهم في تعاملهم مع الجمهور يلتزمون بمعايير البيع والشراء^{٦٢}. كما تشرف على مكاتب مستشاري الاستثمار وشركات الاستثمار التي تعمل في مجال الأوراق المالية. ويجب على هذه المكاتب وعلى جميع الوسطاء الماليين التسجيل لدى الهيئة^{٦٣}.

أما بالنسبة للأسواق غير المنظمة فقد أنشئ بمقتضى قانون مالوني ١٩٣٦ اتحاد وطني لتجار الأوراق المالية NASD. تتألف عضويته من تجار وسماسرة الأسواق غير المنظمة. يهدف الاتحاد إلى تنظيم العلاقات بين الأعضاء، ووضع أسس منع للممارسات غير الأخلاقية محتفظاً بحق فرض

^{٥٩} Paul Gonson، مرجع سابق، ص ١٣

^{٦٠} Responsibilities of Corporate officers and directors under Federal Securities Laws. Federal Securities Law Reports, extra edition, number 1633. Chicago: CCH, October 27, 1994, p. 305

^{٦١} المادة ١٦ من قانون سوق الأوراق المالية لعام ١٩٣٤، <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/sec16.htm>، مرجع سابق.

^{٦٢} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٩٠-١٩١

^{٦٣} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٩١-١٩٢

عقوبات على المخالفين . يعمل هذا الاتحاد تحت إشراف هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية،
وعليه أن يسجل لديها ويزودها بنسخة من القواعد والأنظمة المتبعة. وللهيئة الحق في إلغاء الاتحاد إن لم
يلتزم بما وضعته من قواعد ومراجعة الأحكام الصادرة بحق المخالفين^{٦٤}.

وهكذا رأينا تشجيع الهيئة لتنظيم جهاز التعامل بالأوراق المالية عن طريق مفهوم SRO
وتمتعها بصلاحيات واسعة لمراقبة أسواق الأوراق المالية التي يجب عليها بدورها إصدار قواعد وأنظمة
تنفيذية داخلية. فالسوق بهذا المفهوم يمارس مهام شبه إدارية تحت عين الإدارة.

المثال الثاني: سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان)

أنشأ قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ هيئة الأوراق المالية، ترتبط برئيس
الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية، مستقلة مالياً وإدارياً^{٦٥}، وهي خلف قانوني لسوق عمان المالية،
إذ آلت إليها جميع حقوق السوق، والتزاماتها، وسجلاتها، وأموالها، وموظفوها^{٦٦}. مهمتها مراقبة كل من:
سوق الأوراق المالية، ومركز الإيداع، وشركات للخدمات المالية، والشركات للمساهمة العامة، وصناديق
الاستثمار ومعتمدي المهن المالية^{٦٧}. ويرأس الهيئة مجلس مفوضين يتألف من خمسة أعضاء يعينون
وتحدد رواتبهم وحقوقهم المالية بقرار من مجلس الوزراء مقترن بالإرادة الملكية السامية^{٦٨}. من أهم

^{٦٤} لمزيد من المعلومات أنظر:

Jeffery W. Smith, James P. Selway, D. Timothy McCormick. **The Nasdaq Stock Market, historical background and current operation.** Nasd working paper. Washington: Department of Economic Research, 1998.

^{٦٥} المادة ٦ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٨٨

^{٦٦} المادة ٧٨ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢٢٢٤

^{٦٧} المادة ٢٠ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٩٤-٢١٩٣

^{٦٨} المادة ٨ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٨٩

أهداف الهيئة: تنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال، وحماية المستثمرين وحملة الأوراق المالية من الغش والخداع مما يقع على عاتقها للقيام بعدة أمور أهمها: مراقبة السوق الأولية وذلك بتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية، وتنظيم الإعلان عن المعلومات الخاصة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها^{٦٩}. كما عليها تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها.

من أهم أوجه رقابة هيئة الأوراق المالية على السوق: تنظيم عمل السوق ووضع الإطار القانوني لللازم، كضرورة "الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالسوق ومركز الإيداع، وطلب إجراء التعديلات عليها. والنظر في الاعتراضات الصادرة على قرارات السوق ومركز الإيداع والأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بهما. وتعليق نشاط السوق لمدة يوم واحد وإذا زانت عن يوم التنسيب لمجلس الوزراء. والموافقة على إدراج أو إلغاء أو تعليق إدراج أية ورقة مالية أردنية لدى سوق للأوراق المالية خارج المملكة. ومنع إصدار أو تداول أية ورقة مالية في السوق. والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار. وتحديد العمولات بحديها الأعلى والأدنى التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء مركز الإيداع من عملائهم، والموافقة على الرسوم والعمولات التي تتقاضاها السوق والمركز من أعضائها. وتصنيف الأوراق المالية ووضع الشروط الخاصة بكل تصنيف"^{٧٠}.

كما للهيئة اتخاذ الإجراءات اللازمة لتنظيم عمل السوق، كحق الاطلاع على الأوراق والوثائق والسجلات الخاصة بالجهات التي تقع تحت إشرافها، ولها اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة في حالة وجود أي أخطاء، وعلى جميع الأشخاص والهيئات تزويدها بالأوراق المطلوبة تحت المساءلة التأديبية والجزائية^{٧١}.

^{٦٩} المادة ٧ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٨٨-٢١٨٩

^{٧٠} المادة ٩ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٨٩-٢١٩٠

^{٧١} المادة ٢٠ و ٢١ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٩٣-٢١٩٤

كما ترأب الهيئة مدير السوق وموظفيها، ووجوب قيامهم بموافقاتها خطياً عما يملكونه من أوراق مالية، أو ما يقع تحت تصرفهم فور استلامهم لأعمالهم في السوق، أو عند حدوث أي تغيير^{٢٢}.

نخلص مما سبق إلى ما يلي:

- ١- يتمثل النموذج الثنائي لتنظيم بنية أسواق الأوراق المالية بوجود مستويين، المستوى الأول جهة رقابية حكومية تقوم بمراقبة السوق وأعضائها، المستوى الثاني السوق نفسها وإدارتها التي يترك لها تنظيم أعمالها، وتسهيل عمل الوسطاء وتأهيلهم ضمن الإطار التشريعي الذي تضعه الجهة الإشرافية. ومن الأمثلة على أسواق النموذج الثنائي الأسواق الأمريكية وسوق عمان للأوراق المالية.
- ٢- نشأت أسواق الأوراق المالية في النموذج الثنائي أصلاً نشأة عرفية، واقتصر تدخل السلطات العامة على وضع الإطار القانوني المنظم. وتعتبر السوق في هذا النموذج مؤسسة خاصة غير هادفة للربح.
- ٣- من أهم خصائص إدارة أسواق الأوراق المالية في النموذج الثنائي: ١. يتولى إدارة السوق مجلس إدارة يضم في غالبيته أعضاء منتخبين يمثلون أعضاء السوق (الوسطاء الماليين). ٢. تتركز صلاحيات مجلس الإدارة بشكل أساسي في تنظيم العمل بالسوق، ووضع القواعد المنظمة لذلك، مما يضطرها إلى فرض نوع من الرقابة على الأعضاء وعلى العمليات المبرمة فيها.

ونظراً لنجاح الأسواق الأنجلوسكسونية التي اتبعت النموذج الثنائي، رأيت بعض دول النظام القانوني اللاتيني (مثل فرنسا ومصر)^{٢٣} التي كانت في ذلك الوقت تتبع النموذج الموحد أن تعتل في نظام أسواقها بإنشاء جهاز رقابي على السوق مقتبس من نموذج الدول الأنجلوسكسونية، مع استمرارية اعتبار

^{٢٢} المادة ٢١/أ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩، مرجع سابق، ص ١٤٩

ثالثاً: الطبيعة القانونية لسوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

تعد السوق في هذا النموذج مؤسسة عامة ترتبط برابطة التبعية للدولة. وقد نصت المادة ٢٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على استمرارية سوقى القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية في مباشرة نشاطهما بالشخصية المعنوية المقررة لهما في تاريخ العمل بهذا القانون. وبالرجوع إلى المادة الثالثة من نص القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ الصادر باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية نلاحظ أنها تنص على اعتبارهما أشخاصاً اعتبارية عامة. ومع ذلك فقد أجاز قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المصري تأسيس أسواق أوراق مالية تكون لها الشخصية المعنوية الخاصة، يقتصر التداول فيها على نوع أو أكثر من الأوراق المالية^{٧٤}، وذلك بترخيص من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، بناء على اقتراح مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وهي الجهاز الذي يقوم بمراقبة السوق في مصر. وقد حددت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال إجراءات تأسيس تلك الأسواق، إذ تطبق بشأنها أحكام تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي يفترض أن تتخذ شكل شركات مساهمة أو شركات التوصية بالأسهم. ويجب أن لا يقل عدد مؤسسيها عن عشرين عضواً، نصفهم على الأقل من البنوك أو شركات التأمين أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. كما يجب ألا يقل رأسمالها عن عشرة ملايين جنيه مصري، ويجب أن يكون أغلبه مملوكاً لمصريين. وتدار السوق بواسطة مجلس إدارة تنتخبه جمعيتها العمومية.

^{٧٤} المادة ٢٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. موسوعة مصر للتشريع والقضاء. الجزء الثالث والعشرون.

الطبعة الأولى. إعداد عبد المنعم حسني. القاهرة: مركز حسني للدراسات القانونية، ١٩٩٣، ص ٣٢١

رابعاً: إدارة سوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

حول قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ رئيس للجمهورية تنظيم إدارة أسواق الأوراق المالية المصرية بقرار. وتنفيذاً لنص القانون صدر القرار الرئاسي رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بالأحكام المنظمة لإدارة سوقي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية.

يعتبر سوقا القاهرة والإسكندرية سوقاً واحدة، لذلك يقوم بإدارتهما مجلس إدارة موحد وهو أعلى سلطة في إدارة السوق، يملك سلطة تأديب جميع أعضاء السوق والمندوبين والوسطاء، ويمارس عمله من خلال اجتماعات دورية يدعى إليها، ويتشكل من:

أولاً: أعضاء منتخبون، وهم ثمانية أعضاء. ستة منهم ينتخبون من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً للقواعد والإجراءات التي يصدر بها قرار من وزير الاقتصاد والتعاون الدولي، وممثلان عن البنوك ينتخبهم ممثلو البنوك المنضمون إلى عضوية السوق وفقاً للقواعد والإجراءات التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة اتحاد البنوك.

ثانياً: أعضاء معينون وهم ثلاثة، ممثل عن البنك المركزي المصري يختاره محافظ البنك، وممثل عن الهيئة العامة لسوق المال يختاره رئيسها، ورئيس مجلس الإدارة الذي يجب أن يختار من بين الشخصيات ذات الخبرة العالية في المجالات الاقتصادية والمالية ويصدر بتعيينه قرار من رئيس مجلس الوزراء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى^{١٥}.

^{١٥} المادة ٣ من القرار الرئاسي رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ صادر بالأحكام المنظمة لإدارة سوقي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية. منشور في الأهرام الاقتصادي، عدد ١٤٧١، ١٧ آذار "مارس" ١٩٩٧.

وأما الأعضاء لمنتخبون من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية فيشترط أن يكون من بينهم ممثلون عن شركات الوساطة المالية للمقيدة في كل من سوقي القاهرة والإسكندرية، وممثل آخر عن الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)^{٧٦}.

صلاحيات مجلس إدارة السوق:
صلاحيات شبه تشريعية: يضع مجلس الإدارة النظام الداخلي ويصدر القرارات والقواعد اللازمة لضمان حسن سير العمل واستقرار المعاملات. كما له إصدار الأنظمة والقرارات الإدارية والمالية للسوق والأحكام المنظمة لشئون العاملين فيها بما يتفق مع طبيعة العمل، وينظم كذلك القواعد الخاصة بالاستعانة بالخبراء لتحسين عمل السوق^{٧٧}.

صلاحيات تنظيمية: يقوم المجلس بتشكيل اللجان اللازمة لتقيد الأوراق المالية في الجداول ومراقبة أسعار الأوراق المالية والتأكد من صحتها. كما يوافق على مشروع الموازنة السنوية والقوائم المالية ويقبل المنح والقروض^{٧٨}.

صلاحيات رقابية: أعطى قانون سوق رأس المال للرئيس صلاحيات رقابية واسعة، إذ يقوم مجلس إدارة السوق ممثلاً برئيسه بما يلي: ١- وقف الصفقات التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار^{٧٩}، كسواء أسهم

^{٧٦} انظر المادة ٧ من القرار الوزاري لسنة ١٩٩٧ الصادر عن وزير الاقتصاد والتعاون الدولي بشأن القواعد والإجراءات المنظمة لانتخاب ممثلي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في مجلس إدارة السوق. منشورة في مجلة الأهرام الاقتصادي، عدد ١٤٧١، تاريخ النشر: ١٧ مارس ١٩٩٧. ولمزيد من المعلومات عن الشروط الواجب توافرها في الشركة التي ترشح نفسها لعضوية مجلس الإدارة أنظر نفس المرجع.

^{٧٧} المادة ٥ من القرار الرئاسي رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق.

^{٧٨} المادة ٥ من القرار الرئاسي رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق.

^{٧٩} المادة ٢١/١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣١٩.

شركة معينة بقصد احتكارها وإعادة بيعها بسعر عال، أو الإقدام على بيع الأوراق المالية الخاصة بشركة معينة بشكل كبير بقصد إيهام الجمهور بتردي وضعها للمادي وسعي حائزي الأسهم للتخلص منها.

٢- وقف التعامل للمدة التي يراها الرئيس مناسبة على ورقة مالية معينة إن كان استمرار التعامل بها من شأنه أن يضر بالمتعاملين وبالسوق. مثلاً، سادت إشاعة بأن الأحوال المادية لشركة معينة سيئة جداً فيخاف حائزو أسهمها، فيملؤون السوق بأوامر البيع، هنا لرئيس السوق أن يوقف التعامل بها إلى أن تظهر الحقيقة^{٨٠}.

خامساً: الرقابة على سوق الأوراق المالية في النموذج المختلط

الرقابة على السوق المصرية نوعان. أولاً، باعتبار السوق مؤسسة عامة هناك رقابة إدارية مفروضة على السوق تتمثل في مندوب الحكومة وبعض القرارات التي تحتاج إلى موافقة إدارية. ثانياً، الهيئة العامة لسوق المال وهي جهاز حكومي يعمل على مراقبة السوق.

مندوب الحكومة: يقوم مندوب الحكومة الذي يعين لدى كل سوق بمراقبة تنفيذ القوانين والأنظمة، فيتوجب عليه أن يحضر كافة اجتماعات الجمعية العامة وجلسات مجلس إدارة السوق وهيئة التحكيم^{٨١} واللجان الفرعية المختلفة. ويظهر الدور الجدي الذي يلعبه المندوب بما يلي: ١- القرارات التي تصدر خلال الاجتماعات التي لم يحضرها المندوب تعتبر باطلة، المندوب هنا لا يشترك في التصويت ويقتصر دوره على المراقبة وإيداء الرأي فحسب. ٢- للمندوب حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ومجلس إدارة السوق ولجانها الفرعية وأي إجراء يتخذ رغم اعتراض المندوب عليه يعتبر باطلاً^{٨٢}.

^{٨٠} المادة ٣/٢١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣١٩

^{٨١} سنتحدث عنها في الفصل الرابع وفي معرض الحديث عن تسوية منازعات السوق.

^{٨٢} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٦٨-١٧٢

الهيئة العامة لسوق المال: وعلى الرغم من أن سوق الأوراق المالية المصرية مؤسسة عامة^{٨٣} تخضع للوصاية الإدارية تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال المصرية كدرجة رقابية ثانية على السوق، بموجب القرار الجمهوري رقم ٥٢ لسنة ١٩٧٩ في كانون الأول ١٩٧٩، وذلك بعد دراسة عدد من أسواق الأوراق المالية المقارنة الفعالة. كان الهدف من إنشائها تنشيط سوق رأس المال، وتوجيه رعوس الأموال وجهة التنمية الاقتصادية، والمساهمة في مراقبة إنشاء الشركات المساهمة، وتداول أسهمها والرقابة على التعاملات^{٨٤}.

يتكون مجلس إدارتها من: رئيس ونائب رئيس يعينان بقرار جمهوري، ونائب محافظ البنك المركزي، وأربعة أعضاء من ذوي الخبرة يعينهم رئيس الوزراء.

يقوم مجلس إدارة الهيئة بوضع قواعد التفتيش والرقابة على السوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية^{٨٥}. كما لرئيس الهيئة أن يتخذ من تلقاء نفسه أيًا من الإجراءات التالية، وهي نفس صلاحيات رئيس مجلس إدارة السوق من وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار، وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين والأنظمة والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، أو التي تتم بسعر غير مبرر. له كذلك وقف العمل بأية ورقة مالية إذا كان من شأن العمل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيها. وأخيراً لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل باليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاملين في سوق الأوراق المالية^{٨٦}.

^{٨٣} يرى الدكتور سامح الترحمان رئيس مجلس إدارة السوق المصرية بأن السوق وعلى الرغم من أنها مؤسسة عامة فإنها تدار وكأنها مؤسسة خاصة، لذلك برزت الحاجة إلى وجود جهاز رقابي. هذا ما أفادني به من خلال اتصال هاتفي.

^{٨٤} الهيئة العامة لسوق المال. القاهرة: الأهرام الاقتصادي، عدد ١٥٥٤، ١٩ أكتوبر ١٩٩٨

^{٨٥} المادة ٢/٤٤ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٢٩

^{٨٦} المادة ٢١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣١٩

كما نلاحظ أن الهيئة العامة لسوق المال غير مستقلة، إذ تخضع قراراتها لمراقبة وزير الاقتصاد والتجارة. فيجب على رئيس الهيئة أن يبلغ قراره بتعيين حد أعلى وأدنى لأسعار الأوراق المالية فور اتخاذها في حالات الظروف الطارئة للوزير، وللوزير أن يوقف تنفيذه مبيناً طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال في السوق، وله من تلقاء نفسه أن يصدر قراراً بما يتخذ من إجراءات في هذه الظروف^{٨٧}.

أرى أن النموذج السابق نموذجاً غريباً، فالسوق المصرية مؤسسة عامة تخضع لوصاية وزير الاقتصاد والتجارة، وفي الوقت نفسه يتم إنشاء هيئة حكومية أخرى لمراقبتها هي الهيئة العامة لسوق المال التي تخضع بدورها لمراقبة الوزير نفسه.

كما أن الرقابة على السوق المصرية غير واضحة، لم يرسم القانون أوجه رقابة الهيئة العامة لسوق المال على السوق والعلاقة بينهما (مثلاً هل هناك ضرورة لموافقة الهيئة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالسوق؟)، مما سيثير العديد من التناقضات. لضمان نجاح دور الجهاز الرقابي، كان الأحرى في المشرع المصري أن يجعله مستقلاً لا يتبع أية وزارة.

ومن الجدير بالذكر أن للهيئة العامة لسوق المال مهام عديدة لا تقتصر على مراقبة السوق (التي هي مؤسسة عامة)، بل على العكس قد يكون السبب في إنشائها هو دورها الهام الآخر في الرقابة على إنشاء الشركات وإصدار الأوراق المالية وفرض الرقابة على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والرقابة على مركز الإيداع.

لو حاولنا تقييم أداء النموذج الموحد والنموذج الثنائي والنموذج المختلط لأسواق الأوراق المالية وأيهما أفضل، فإننا نرى ما يلي:

^{٨٧} المادة ٢٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٢٠

١- الرقابة على السوق: الرقابة في النموذج الثنائي أكفأ منها في النموذج الموحد، إذ يقع على السوق في النموذج الموحد القيام بكافة المهام التنفيذية والرقابية، مما يكون له الأثر الأكبر في إعاقة استيعاب السوق لكافة هذه المهام، ويضعف تقدمها وازدهارها، بينما يخصص النموذج الثنائي جهازاً كاملاً لمراقبة السوق وأعمالها وأنظمتها والشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الوساطة المالية، بالإضافة إلى قيامه بوضع الإطار القانوني المنظم لعمل السوق. والجهاز الرقابي المتخصص في النموذج الثنائي يتميز بالاستقلالية ولا يتبع وزارة معينة مما يزيد من كفاءته.

لاحظنا في معرض الحديث عن النموذج المختلط مدى غرابة الرقابة على سوق الأوراق المالية المصرية، كونها مؤسسة عامة يراقبها جهاز حكومي آخر. فمن ناحية تتبع وزارة التجارة ويراقبها بشكل دائم مندوب الحكومة، ومن ناحية أخرى تخضع للهيئة العامة لسوق المال. كما أن الرقابة في هذا القانون غير واضحة، إذ لم يحدد العلاقة بين الهيئة العامة لسوق رأس المال والسوق بشكل كاف.

٢- إدارة السوق: يتولى إدارة السوق في النموذج الموحد أشخاص يمثل غالبيتهم جهة الإدارة العامة، إضافة إلى آخرين يمثلون القطاع الخاص. بينما يتولى إدارة السوق في النموذج الثنائي مجلس إدارة منتخب في غالبيته من أعضاء السوق. ولا شك أن ترك إدارة السوق لأصحاب المصالح أنفسهم أجدى بكثير من تركها لأشخاص غير مختصين في هذا الموضوع.

يشبه مجلس إدارة السوق في النموذج المختلط في تكوينه النموذج الثنائي، فهو في غالبيته منتخب من أعضاء السوق على الرغم من أنه ملك للحكومة.

٣- تأسست أسواق الأوراق المالية في النموذج الموحد بمبادرة السلطات المختصة في الدولة، وهو عبء لا تتحمله السلطة العامة في الدول التي تتبع النموذج الثنائي. وصحيح أن الأخيرة تتحمل تكلفة الجهاز

الرقابي، لكن هذا الجهاز الرقابي يقوم بأعمال هامة وعديدة منها مراقبة السوق، والوسطاء الماليين، ومركز الإيداع والشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية.

أما الدول التي تتبنى النموذج المختلط فأرى أنها تتحمل تكلفة جمة، إضافة إلى تكلفة تأسيس السوق وتنظيمها، هناك أيضا تكلفة الجهاز الرقابي.

ويُلخص الجدول التالي مقارنة بين النماذج السابقة:

| النموذج المختلط | النموذج الائتماني |
|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| تكون هيئة سوق الأوراق المالية من البنوك ومصارف متخصصة بقرابة السوق. | تكون هيئة سوق الأوراق المالية من البنوك ومصارف متخصصة بقرابة السوق. |
| عدم قدرة البنوك على الخروج من أنشطة البنوك. | في الأصل يقوم الأشخاص الذين يرتبطون بالأوراق المالية باسم بنوكهم، ولكن تكفل الدولة بوضع الأنظمة القانونية، وإنشاء الجهاز الرقابي. |
| يوجد في دول النظام الائتماني. | يوجد في جميع الدول التي تنتمي لنظام الائتماني، ويساوي يمتد في دول النظام الائتماني. |
| السوق مؤسسة وطنية ترتبط بولاية الحكومة للدولة. | السوق مؤسسة وطنية لا ترتبط بولاية الحكومة، ويكون الائتماني في السيطرة، السوق يشارك في السوق، والائتماني في السيطرة الائتمانية. |
| هناك دعم رسمي للحكومة. | السوق لا يرتبط بولاية الحكومة، ويكون الائتماني في السيطرة، السوق يشارك في السوق، والائتماني في السيطرة الائتمانية. |
| يتم إدارتها بشكل جزئي، يكون في عهدهم بنوك الشركات. | يتم إدارتها بشكل جزئي، يكون في عهدهم بنوك الشركات. |
| الولاية المالية وفقاً ما يكون منظمها. | الولاية المالية وفقاً ما يكون منظمها. |

| النموذج المختلط | النموذج الثنائي | النموذج الموحد |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| تتكون بنية سوق الأوراق المالية من السوق وجهاز متخصص يقوم بمراقبة السوق. | تتكون بنية سوق الأوراق المالية من السوق وجهاز متخصص يقوم بمراقبة السوق. | تتكون بنية سوق الأوراق المالية من السوق فقط. |
| تقوم الدولة بتأسيس السوق بتشريخ من السلطة المختصة. | في الأصل يقوم الأشخاص الذين يرتبط عملهم بالأوراق المالية أنفسهم بتأسيس السوق، ولكن تتدخل الدولة بوضع الإطار القانوني، وإنشاء الجهاز الرقابي . | تقوم الدولة بتأسيس السوق بموجب تشريع من السلطة المختصة. |
| يوجد في دول النظام القانوني اللاتيني. | يوجد في جميع الدول التي تبني النظام الأنجلوسكسوني، وبداً ينتقل إلى دول النظام اللاتيني. | يوجد في دول النظام القانوني اللاتيني. |
| السوق مؤسسة عامة ترتبط برابطة التبعية للدولة. تملك الدولة السوق ويكون الانضمام إلى عضوية السوق عن طريق دفع رسوم اشتراك سنوية. | السوق مؤسسة خاصة لا ترتبط برابطة التبعية للدولة. ويكون الانضمام إلى عضوية السوق بشراء مقعد في السوق، بالإضافة إلى دفع رسوم اشتراك سنوية. | السوق مؤسسة عامة ترتبط برابطة التبعية للدولة. تملك الدولة السوق ويكون الانضمام إلى عضوية السوق بدفع رسوم اشتراك سنوية. |
| يقوم بإدارتها مجلس إدارة مكون في غالبيته من شركات الوساطة المالية وغالباً ما يكون منتخباً. | يدير السوق مجلس إدارة منتخب مكون في غالبيته من شركات الوساطة المالية. | يقوم بإدارتها مجلس إدارة مكون من أشخاص يمتدرون الإدارة العامة، والبعض الآخر من القطاع الخاص. ويلاحظ أن تمثيل الوسطاء الماليين قليل. |

لاحظنا أن هناك توجهاً نحو تبني النموذج الثاني، وسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان بعد عام ١٩٩٧) خير مثال على ذلك، وهذا ما يدعونا إلى استخلاص العوامل التي تؤثر في تبني الدولة لنموذج بنية السوق.

خلاصة: العوامل التي تؤثر في تبني الدولة لنموذج بنية سوق الأوراق المالية

-النظام القانوني للدولة-

من أهم العوامل التي أثرت على تبني الدولة لنموذج بنية سوق الأوراق المالية المدرسة القانونية التي تنتمي إليها الدولة. فكما رأينا في الدول ذات المنهج الأنجلوسكسوني نشأت أسواق الأوراق المالية نشأة عرقية، إذ نظم التجار والوسطاء الماليون أنفسهم بأنفسهم، واتخذوا مكاناً محدداً لإجراء عمليات تداول الأوراق المالية، بعدئذ تدخلت الدولة، ووضعت الإطار القانوني المناسب، وأنشأت جهازاً يعمل على مراقبة السوق.

أما الدول ذات المنهج اللاتيني التي تؤمن بمفهوم القانون الإداري الفرنسي وضرورة تدخل الدولة في تنظيم بعض المرافق فقد رأت أن تتدخل بنفسها، وتقوم بتأسيس السوق وتنظيمها وإدارتها، لذلك لم تظهر الحاجة إلى وجود جهاز متخصص لرقابتها، فبينت جميع أسواقها النموذج الموحد. وحالياً لم يعد هذا العامل فاصلاً للحكم على النموذج الذي تتبناه الدولة، لأن هناك عوامل أخرى أثرت على بعض الدول أهمها: نشوء اتجاه عالمي يقضي بسياسة الانفتاح الاقتصادي وتقليص دور الدولة في بناء وإدارة سوق الأوراق المالية، والضغط الأجنبية وسياسة البنك الدولي.

-نشوء اتجاه عالمي نحو تقليص دور الدولة في بناء أسواق الأوراق المالية والاكتفاء بوضع جهاز خاص للمراقبة.

تعد أسواق الأوراق المالية وليدة النظام الرأسمالي، لذلك نلاحظ أنها تكاد تكون معدومة في ظل النظام الاشتراكي، وإن وجدت كانت عقيمة، لممارسة الدولة فرض قيود شديدة عليها، وتدخلها في تحديد الأسعار، مما يتناقض مع مفهوم آليات السوق. مثلاً، في مصر عام ١٩٥٧ عندما بدأت مرحلة للتأميمات انتكست السوق المصرية ولم تمارس عملها.

ومع رسوخ التجربة العملية التي أثبتت فشل الدولة في التدخل في القطاع العام وتقليص دور القطاع الخاص^{٨٨}، لما أدى ذلك من ناحية إلى عجز الحكومات المالي، وانخفاض نسبة الاستثمار المحلي والأجنبي، ومن ناحية أخرى تخلفت مشروعات القطاع العام عن التنافس مع الأسواق العالمية المفتوحة، كان ذلك في الوقت الذي نما فيه اتجاه معاكس في الدول الصناعية وبعض الدول النامية، يقضي بإطلاق قوى السوق وترجيح اعتبارات المنافسة والمكافأة، كل ذلك ساهم في خلق توجه دولي وواضح يناهز بتقليص الدور الذي تلعبه الدولة في الاقتصاد، سواء في الدول المتقدمة أم النامية، وتبني سياسة الانفتاح الاقتصادي وفسح المجال للقطاع الخاص وخصخصة ملكية مشروعات القطاع العام^{٨٩}.

وبنشوء الاتجاه العالمي القاضي بتقليص دور الدولة في القطاع العام وتبني سياسة الانفتاح الاقتصادي، ونظراً للنجاح الذي حققته أسواق البلاد الأنجلوسكسونية ومدى نجاعة الجهاز الرقابي، استوحيت بعض دول النظام القانوني اللاتيني مثل مصر فكرة إنشاء جهاز رقابي من النموذج الأمريكي، لكنها لبقت على كون السوق مؤسسة عامة^{٩٠}. رأت دول أخرى أن تقوم بتحويل سوقها إلى مؤسسة خاصة.

^{٨٨} انظر سعد طه غلام، دور الدولة في ظل المستجدات المالية والمحلية. القاهرة: معهد التخطيط القومي، ١٩٩٨، ص ٢-٣

^{٨٩} إبراهيم شحاتة، البنك الدولي والعالم العربي تحديات وآفاق الاقتصاد المصري. القاهرة: دار الهلال، ١٩٩٠، ص ٥٩

^{٩٠} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٧٦

ونخلص من ذلك القول إلى أن هناك توجهاً دولياً يقضي بتقليص دور الدولة في إنشاء وإدارة أسواق الأوراق المالية، وقصر دورها على وضع الإطار القانوني والمراقبة.

- الضغوط الأجنبية وسياسة البنك الدولي

يؤمن البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بسياسة الانفتاح الاقتصادي وضرورة تشجيع القطاع الخاص على القيام بدور أكبر في الإنتاج، بهدف مساعدة الدول النامية على التخلص من المديونية الخارجية، وتقليص العجز في المدفوعات.

من أهم برامج الإصلاح الاقتصادي التي يركز عليها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي سياسة ربط ديون العالم الثالث بالنمو الاقتصادي، عن طريق تحرير التجارة الدولية، وتطبيق سياسة للخصخصة في هذه البلدان، وتعديل سعر صرف العملات عن طريق تخفيض الإنفاق العام^{١١}. مثلاً يرفض البنك الدولي تقديم مساعدات لبلد ما، ما لم يوقع هذا البلد "اتفاقية" مع صندوق النقد الدولي تتعهد فيه الحكومة بإجراء تغيير في النظام القانوني والإداري لإعادة هيكلة السياسة الاقتصادية، ليضمن الاستقرار الاقتصادي في هذه الدولة، ومن ثم قدرتها على سداد ديونها، وإتباعها لسياسة الاقتصاد الحر التي قام عليها البنك.

كما يساعد البنك الدولي الدول النامية على تنمية القطاع المالي والمصرفي، وتوفير نظم ومؤسسات مالية تعمل على تجميع المدخرات وتوظيفها في الاستثمار، مع القيام بتفعيل وتقوية سوق الأوراق المالية في إطار يحمي المستثمرين ويشجع المنافسة^{١٢}. مثلاً من برامج الإصلاح الاقتصادي التي اتفق عليها الأردن مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي لعام ١٩٩٦ تطوير سوق الأوراق المالية،

^{١١} عادل سمارة، أقطار العالم الثالث والبنك الدولي. القدس: مجلة شؤون تنموية، يصدرها الملتقى الفكري العربي، ١٩٩٥

^{١٢} إبراهيم شحاتة، مرجع سابق، ص ٥٨-٦٢

وسن تشريعات جديدة للأوراق المالية والسوق المالية^{٣٣}. وبالفعل ترجم ذلك على أرض الواقع بخصخصة سوق الأوراق المالية الأردنية، وسن قانون جديد للأوراق المالية

IFC مؤسسة مستقلة من مجموعة البنك الدولي، تم إنشاؤها عام ١٩٥٦، مهمتها الأساسية تمويل مشروعات القطاع الخاص في الدول الأعضاء دون الحصول على ضمان من الحكومة المعنية. وقد قامت الشركة المذكورة بتطوير وتشجيع العديد من الأسواق المالية عن طريق تأليف العديد من الصناديق القطرية التي تعد كل منها شركة مالية متخصصة، تعمل على تجميع الأموال بالعملة الأجنبية في الدول النامية، ويتم استثمارها في الأوراق المالية، بهدف جلب مصادر مالية جديدة للاستثمار فيها. كما قد يستخدم الصندوق القطري لتسهيل تحويل جزء من الديون الخارجية للدولة إلى أسهم في رعوس أموال المشروعات المحلية.

الفصل الثالث

ومن الجدير بالذكر أن ال IFC قد ساهمت في وضع دراسة علمية بينت أهمية بناء سوق البحرين للأوراق المالية^{٣٤}، كما ساهمت في وضع الإطار القانوني لسوق عمان للأوراق المالية^{٣٥}.

ونخلص مما سبق إلى أن هناك عدة عوامل تؤثر في تبني الدولة لنموذج بنية سوق الأوراق المالي، كان للنظام القانوني للدولة من أهمها، إذ تبنت الدول الأنجلوسكسونية للنموذج للتنائي في حين تبنت الدول اللاتينية للنموذج الموحد. ومع النتائج الحسنة التي حققها للنموذج التنائي ومع رسوخ التجربة

الإطار القانوني لنظام سوق الأوراق المالية

^{٣٣} محمد سعيد النابلسي، الصحيح المالي والتدني في المملكة الأردنية الهاشمية بين الحاضر والمستقبل. عمان: الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، السلسلة المصرفية (٢)، ١٩٩٧، ص ٣٤

^{٣٤} Bahrain Stock Exchange Fact Book 1998 p. 3 مرجع سابق

^{٣٥} مكالمة هاتفية مع الصحفي الاقتصادي الأردني فهد الفانك الذي يرى أن تحويل سوق عمان المالية إلى سوق عمان للأوراق المالية المؤسسة الخاصة ما هو إلا تطبيق لسياسة التخصص والسير نحو النظام العالمي الجديد المنادي بإطلاق الحرية للسوق وتقليص دور الدولة على وضع الإطار القانوني فحسب.

تدور أهم الإشكالات التي يثيرها تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية حول أهمية وجود
مثل هذه السوق في ظل خصوصية الوضع الفلسطيني، والقانونية المشروعة التي تم بها تأسيسها، وإرتفاعها
والأثر الإيجابي لها، وما يمكن أن يترتب عن إقامة هذا السوق.

الوحدة الأولى

أهمية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

لا يختلف على أهمية تأسيس سوق الأوراق المالية في فلسطين، كما سبق وأن استدلنا
على ذلك، بل إننا نرى أن أهمية تأسيس سوق الأوراق المالية في ظل خصوصية الوضع الفلسطيني
تستلزم منا البحث في أثره في ثلاث مجالات أساسية هي: أثره في التنمية الاقتصادية، وأثره في
الاستثمار، وأثره في توفير فرص العمل.

الفصل الثالث

الإطار القانوني المنظم لبنية سوق فلسطين للأوراق المالية

تأسيس سوق الأوراق المالية في فلسطين، شأنه شأن تأسيس أي سوق مالية أخرى، لا يمكن أن يتم
إلا في إطار قانوني منظم يحدد القواعد التي تحكم عمل السوق، ويضع الآليات التي تضمن
شفافية التعاملات، وحماية المستثمرين، وتأمين السيولة، وإعطاء الثقة للمستثمرين
والإستثمار (فيكون) وهي شركة مساهمة عامة مسجلة في السجل التجاري، وتحت إشراف
مجلس إدارة من قبل الحكومة، ويخضع على موافقة السلطة الوطنية في 19 كانون (أيلول) 1995 للمجلس

تدور أهم الأسئلة التي يثيرها تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية حول أهمية وجود مثل هذه السوق في ظل خصوصية الوضع الفلسطيني، وقانونية الطريقة التي تم بها تأسيسها، وإجراءاتها والرقابة عليها. هذا ما سنتعرض إليه في هذا الفصل.

المبحث الأول

أهمية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

لا اختلاف على أهمية تأسيس سوق الأوراق المالية من الناحية النظرية - كما سبق وأسلفنا-، لكن يطرح السؤال عن أهمية تأسيس سوق للأوراق المالية في ظل خصوصية الوضع الفلسطيني. لمعالجة هذا المبحث سنتعرض أولاً إلى تفاوت الآراء بشأن أهمية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية في العام ١٩٩٦، وثانياً إلى استبيان يوضح رأي الشركات المساهمة للعامّة المحلية وشركات الوساطة المالية الحالي بالسوق.

أولاً: أهمية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية في ظل خصوصية الوضع الفلسطيني

على عكس نشأة أسواق الأوراق المالية في العالم لم تنشأ سوق فلسطين نشأة عرقية، ولم تتأسس كذلك بتشريع صادر من السلطة المختصة (كقانون أو بنظام أو بمرسوم رئاسي)، إنما تأسست بعد الحصول على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية باتفاقية أبرمت بين السلطة وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة للخصوصية المحدودة (وهي شركة محلية). كانت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) وهي شركة مساهمة عامة محلية هي المبادرة بتأسيس شركة السوق، فقد قدمت دراسة شاملة حول الموضوع، وحصلت على موافقة السلطة الوطنية في ١٩ تموز (يوليو) ١٩٩٥ للبدء

بتنفيذ المشروع. وفي ٧ تشرين الثاني (نوفمبر) ١٩٩٦ تم توقيع اتفاقية تشغيل السوق. تخول هذه الاتفاقية الشركة إدارة أول سوق فلسطينية للأوراق المالية، واعتمدها سوقاً وحيدة وحصريّة في فلسطين، تقوم بتنظيم وإجراء عمليات تداول الأوراق المالية، وإدارة عمليات التسوية، ونقل ملكية الأوراق المالية، وإقامة مركز لإيداع وتحويل الأوراق المالية.

تملك شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) ما نسبته ٧٠% من رأسمال شركة السوق، كما تملك كل من شركتين مساهمة عامة تابعتين لشركة باديكو ٥%، ولشركة صامد وهي شركة مساهمة خصوصية محدودة حوالي نسبة ١٠%.

ويبلغ رأسمال السوق ٧٠٠ مليون دولار. وقد استخدمت السوق أجهزة وأنظمة إلكترونية غاية في التطور والتعقيد تنظم التداول والرقابة والتسوية وتحويل الأوراق المالية. كما تلقت السوق المساعدات الفنية والتقنية من البنك الدولي والوكالة الأمريكية للتنمية الدولية USAID^١.

وفي الوقت الذي تم فيه تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية كأول سوق منظمة في فلسطين تتولى إدارة عمليات تداول الأوراق المالية تفاوتت الآراء بين مؤيد ومعارض.

فقد رأى البعض في تأسيسها تهوراً وسرعة لا تتناسب مع خصوصية الاقتصاد الفلسطيني الهش، في حين أنكر البعض الآخر ضرورة تأجيل تأسيسها، وتساءلوا إلى متى ستؤجل؟ من أهم الأسباب التي اعتمد عليها من رأى ضرورة تأسيسها:

- من شأن وجود سوق للأوراق المالية في فلسطين أن يوفر تمويلاً طويلاً لكل من الشركات المساهمة العامة والقطاع العام^٢. وتوفير تمويل طويل الأجل من شأنه إنعاش الاقتصاد القومي^٣، لكون

^١ تم الحصول على هذه المعلومات من سوق فلسطين للأوراق المالية.

^٢ جدل حول أسلوب عمل سوق فلسطين للأوراق المالية. فلسطين: جريدة الأيام، تاريخ النشر: ١٠/٤/١٩٩٦

وجودها حافظاً على تأسيس الشركات المساهمة العامة، وتجميع رؤوس الأموال الصغيرة للقيام بمشاريع إنتاجية عوضاً عن تأسيس الشركات الصغيرة والوهمية. فكيف يمكن أن تقوم المشاريع الكبيرة دون وجود سوق أوراق مالية يجري فيها تداول الأوراق المالية، وتضمن إمكانية اطلاع المستثمر على الوضع المالي للشركات. لا يمكن أن نتصور أن المستثمر يخاطر بوضع أمواله في شركة دون أن يكون على دراية تامة بوضعها المالي، ودون وجود جهة تراقب الشركة، هذا ما يوفره وجود سوق للأوراق المالية تتم فيها عمليات البيع والشراء.

- لا يساهم الجهاز المصرفي للفلسطيني بشكل فعال في تمويل الاستثمارات المالية طويلة الأجل، ذلك أن مستوى الإقراض ضعيف وأقل بكثير من الدول الأخرى مما يظهر الحاجة إلى وجود سوق للأوراق المالية^٤.

- تعمل السوق على جذب الأموال الفلسطينية في الخارج، كما تجد الأموال المحلية بتأسيسها مجالاً للاستثمار في فلسطين عوضاً عن تصديرها للخارج.

- كما أن وجود سوق منظمة تحكمها القوانين والأنظمة تحمي صغار المستثمرين وللمنخرين من المضاربات والصفقات الوهمية^٥.

أما الجانب الذي رأى ضرورة تأجيل تأسيسها، لكون الاقتصاد الفلسطيني لا يملك مقومات تأسيسها فقد اعتمد على ما يلي:

^٢ عدنان داغر، المدير العام لسوق فلسطين للأوراق المالية لـ "الأيام": السوق سيعمل وفق أحدث الطرق التكنولوجية، لا اقتصاد متطور بدون سوق مالية متطور. فلسطين: جريدة الأيام، تاريخ النشر: الأربعاء ١٠/٧/١٩٩٧.

^٤ نصر عبد الكريم، مرجع سابق، ص ٦٣

^٥ زياد عطاورة، "السوق المالي الفلسطيني"، (القدس: مجلة الميلاد، العدد السادس، تموز ١٩٩٦)، ص ٦١

-الأوضاع السياسية غير المستقرة تؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية، وترتد من مخاطر الاستثمار، فكيف يمكن أن نتصور إقدام المستثمرين المحليين والأجانب على السوق في ظل وضع سياسي متقلب؟^١

-عدم سن التشريعات التي تشكل الإطار القانوني لتشغيل السوق، كقانون الشركات، وقانون السوق، وقانون الهيئة المشرفة على السوق، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمر بالسوق.

-تلعب تقارير المحاسبة دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية، إذ تشكل أهم شروط حرية السوق وضمنان الفرص المتكافئة للمتعاملين.^٢ ثم إن عدم تنظيم وتطوير مهنة المحاسبة في الضفة الغربية ومحافظات غزة يشكل عائقاً من عوائق إنشاء السوق، ويؤثر على دقة المعلومات التي تنشرها الشركات عن أوضاعها المالية، ويصعب عملية تحليلها وفهمها.^٣

-عدم إقبال أصحاب رؤوس الأموال في الخارج على الاستثمار في فلسطين بمستوى يخلق الحاجة إلى وجود سوق للأوراق المالية.^٤ معظم الأموال الفلسطينية في الخارج، وجذبها ليس بالأمر السهل لسببين، أولاً، الوضع السياسي الراهن، ثانياً عدم وجود إطار تشريعي مناسب يساعد على عملية جذب الأموال الفلسطينية في الخارج، ويتأكد المستثمر من خلاله أن أمواله المستثمرة محمية، ولا يوجد أي تلاعب في الأسعار الحقيقية لأسهمها، وعندما يفكر في بيع أسهمه سيتمكن من بيعها بالسعر الحقيقي.^٥

أرى أن فلسطين بحاجة إلى سوق للأوراق المالية، لأنها بحاجة إلى الدعم الاقتصادي الذي يقدمه وجودها، خاصة أنها لا تزال دولة فتية متعثرة الخطى، ومع ذلك أرى أنه قد غلّف تأسيسها استعجال غير مبرر، متمثل في تأسيس السوق بموجب اتفاقية، وتأخير إصدار القانون المناسب:

^١ نصر عبد الكريم، مرجع سابق، ص ٦٣

^٢ صادق محمد البسام، بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية. الكويت: مجلة الحقوق والشرعة الصادرة عن كلية الحقوق والشرعة في جامعة الكويت، السنة السادسة. العدد الثاني، يونيو ١٩٨٢، ص ٧٥

^٣ نصر عبد الكريم، مرجع سابق، ص ٦٢-٦٤

^٤ نصر عبد الكريم، مرجع سابق، ص ٦٢-٦٨

-لم تكن هناك حاجة طارئة تستدعي الإسراع في تأسيس سوق للأوراق المالية في فلسطين، فقد كان يتم تداول الأوراق المالية عن طريق الاتصالات الشخصية^{١١} ومكاتب الصيرافة. هذا الوضع استمر حتى بعد تأسيس السوق، إذ اقتصر التداول في السوق على عدد محدود من الشركات المساهمة العامة. كان من الممكن الانتظار على الأقل حتى الانتهاء من وضع البوتقة القانونية المتكاملة لعمل السوق والجهة الإشرافية عليها. وقد مارست السوق أعمالها منذ تاريخ شروعها بالعمل إلى اليوم -تقريباً ثلاث سنوات- دون وجود إطار قانوني ينظمها ويراقب صحة العمليات المبرمة فيها، إذ لم يستكمل بعد قانون السوق ولا قانون الشركات، ولا قانون الهيئة المراقبة على السوق.

- تنص المادة ١/٦٧ من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ على أنه "لا يتم بيع ونقل الأسهم بالنسبة إلى الشركة إلا بعد موافقة مجلس الإدارة وبأية طريقة أو صيغة -إن وجدت- يرسمها نظام الشركة". ويثور السؤال، هل يخالف عمل السوق هذا النص الأمر على اعتبار أن العمليات التي تبرم في السوق لا تتم بإذن من مجلس الإدارة؟ أرى أن الصفقات المبرمة في السوق لا تخالف نص المادة المذكورة، ذلك لأن إدراج الشركة في السوق لا يتم إلا بقرار من مجلس الإدارة، أي يوافق مجلس الإدارة ضمناً على جميع الصفقات التي تبرم في السوق.

-لإعطاء الفرصة لنجاح السوق المنظمة وحماية المستثمرين من العمليات غير المشروعة كالاحتيال والصفقات الوهمية كان من الضروري وقبل أي شيء وضع إطار قانوني متكامل لعمل السوق، يبدأ بسن قانون شركات جديد، ينظم السوق الأولية، وعملية إصدار الأوراق المالية، ويكتمل بتنظيم تداول الأوراق المالية، وسن قانوني الأوراق المالية والجهاز الرقابي. مثلاً، من أهم النتائج التي تترتب على عدم تنظيم إطار قانوني متكامل ملكية الأوراق المالية، إذ ليس هناك ما يمنع من انتقال ملكية الأوراق المالية

^{١١} عدنان داغر، مرجع سابق.

^{١٢} نصر عبد الكريم، مرجع سابق ص ٦٧

المدرجة في السوق إلى الأجنبي بالكامل^{١٢}، فقد ترك قانون تشجيع الاستثمار في فلسطين رقم ١ لسنة ١٩٩٨ ذلك لقانون الأوراق المالية^{١٣}.

- اتبعت السلطة الفلسطينية للنموذج الثنائي في تنظيمها للسوق. فالسوق مؤسسة خاصة، لا تملكها الدولة، تتكون بنيتها من السوق ومن جهاز رقابي حكومي ستعمل السلطة على إنشائه وفقا لتصريحاتها^{١٤}. وقد أحسنت السلطة الفلسطينية صنعا باختيارها النموذج الثنائي لمزاياه العديدة التي سبقت الإشارة إليها، كما أنه الأنسب مع وضعنا الاقتصادي الهش. لكن هنا نتساءل: في ظل غياب الجسم الرقابي إلى يومنا هذا - ولا ندري إلى متى سيتم غيابه - هل أصبح لدينا نموذج رابع؟

على الرغم من استنتاج رغبة السلطة الفلسطينية في اتباع النموذج الثنائي، إلا أنه يثور السؤال حول إسنادها مهمة تأسيس السوق وإدارتها لشركة خاصة وليس للوسطاء الماليين كما اعتدنا في هذا النموذج. للحقيقة أن هناك عددا قليلا جدا من الدول التي اتبعت هذا النموذج، حولت شركات خاصة حق تأسيس وإدارة السوق، مثل السويد^{١٥}. ويرى البعض أن قيام شركة خاصة في فلسطين بذلك هو ميزة خاصة، لأن شركات الوساطة المالية الفلسطينية لا تملك الخبرة والقدرة المالية التي تمكنها من القيام

^{١٢} عمليا تأخذ سوق فلسطين للأوراق المالية ملكية الأجنبي بعين الاعتبار في الحالة التي ينص عليها نظام الشركة فقط.

^{١٣} انظر نص المادة ١١/ب من قانون تشجيع الاستثمار في فلسطين رقم ١ لسنة ١٩٩٨. الواقع الفلسطينية، العدد الثالث والعشرون، يونيو ١٩٩٨، ص ١٠

^{١٤} هناك مشروع قانون في وزارة التجارة الفلسطينية يقضي بإنشاء جهاز رقابي على السوق. يساهم في إعداد البنك الدولي وخبراء أجنبي، ويبدو أنه قد تم اتباع القانون السويدي في تنظيمه. مقابلة مع مديرة مكتب وزير التجارة آمال طرزوي وورنا ناصر محامية في مكتب هبه الحسيني منسقة الاتصالات مع الجهات الأجنبية المشاركة في وضع المشروع.

^{١٥} هذا ما أفادني به فرانسوا بياني، وهو محام كندي، متخصص في تنظيم أسواق الأوراق المالية، وقد ساهم في وضع أنظمة وقواعد سوق فلسطين للأوراق المالية، كما يساهم مع البنك الدولي في إعداد مشروع قانون سوق الأوراق المالية الفلسطيني. تم الاتصال به عن طريق البريد الإلكتروني.

بذلك^{١٦}. لكن مع ذلك أرى أن من الخطورة تخويل شركة خاصة تهدف إلى تحقيق الربح حق تأسيس وإدارة السوق. فلو وجد الإطار القانوني المناسب قبل تأسيس السوق، لامتثلت تلك الهيئة وتسجيل شركات الوساطة المالية لدى الجهاز الذي يعمل على مراقبة السوق وفق مبادئ وأسس مالية، ولساهمت كثير من البنوك في القيام بأعمال الوساطة، مما سيمكن شركات الوساطة من امتلاك السوق.

كان عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق عندما باشرت أعمالها (١٢) شركة، وصلت اليوم (كانون الثاني "يناير") عام ٢٠٠٠ إلى (٢٢). وجميع الشركات المدرجة هي شركات محلية، كما أن هناك شركة واحدة فقط مسجلة في غزة. ابتدأت السوق ممارسة أعمالها بجلسة تداول واحدة أسبوعياً رفعت اليوم إلى خمس.

أما بالنسبة لحجم التداول فقد حقق تقمنا ملحوظاً، إذ بلغ عام ١٩٩٧ (٢٥,٢١١٧٥٢) مليون دولار تمت ب ١٩٥٧ صفقة. أما في عام ١٩٩٨ فقد بلغ حجم التداول (٨٦,٦٤٢٣٤٤) مليون دولار تمت ب ٧,٦٣٩ آلاف صفقة. وفي عام ١٩٩٩ ارتفع حجم التداول إلى (١٥٠,١٤٣٩١٩) مليون دولار وبلغ عدد الصفقات المبرمة ١٠,٦٢٥ آلاف^{١٧}.

وكان من الضروري وبعد مرور ثلاث سنوات على بدء شروع السوق بالعمل أن نستطلع تقييم الشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة وغير المدرجة وشركات الوساطة المالية لعمل السوق وهذا ما سنعالجه في الفرع التالي.

ثانياً: استبيان بوضوح رأي الشركات المعنية بالسوق

قامت سوق فلسطين للأوراق المالية منذ أن تم افتتاحها في شباط ١٩٩٧ إلى اليوم (كانون الثاني "يناير" ٢٠٠٠) بممارسة أعمالها دون وجود إطار قانوني يحكم عملها كقانون للأوراق المالية

^{١٦} مقابلة مع د. أسامة حامد. ومن مؤيدي هذا الوضع الخامي فرانسوا باني. تم الاتصال به عن طريق البريد الإلكتروني.

^{١٧} تم الحصول على هذه المعلومات من سوق فلسطين للأوراق المالية.

وقانون ينظم عمل الجهاز الرقابي. ولمعرفة وضع سوق فلسطين للأوراق المالية الحالي كما تراه الشركات المساهمة العامة وشركات الوساطة المالية وجدت أنه لا بد من اللجوء إلى أسلوب الاستبيان العلمي لاستقراء رأي هذه الشركات. ولتوضيح هذا الفرع سنتعرض أولاً إلى استبيان الشركات المساهمة العامة المحلية، وثانياً إلى استبيان شركات الوساطة المالية.

١- استبيان الشركات المساهمة العامة المحلية (الملحق رقم ١)

طبيعة الاستبيان: يتألف الاستبيان من ثلاثة أقسام، قسم مخصص للتعريف بهوية الشركة مثل: رأس مالها، وعدد مساهميها،... إلخ، وقسم آخر يوضح رأي الشركة بسوق فلسطين للأوراق المالية من حيث دعم تأسيسها، ودعم استمراريتها، وتقييم عملها، وطريقة تكوينها. أما القسم الثالث فهو مكون من فرعين، فرع موجه للشركات المدرجة وفرع آخر موجه للشركات غير المدرجة كما هو موضح في الملحق. عينة الاستبيان: قمت بإجراء الاستبيان مع الشركات المساهمة العامة المحلية المسجلة فقط في الضفة الغربية، بسبب الصعوبات الأمنية التي تشكل عائقاً في الوصول إلى محافظات غزة.

طريقة تحديد عينة الاستبيان: تم الحصول على قائمة بأسماء الشركات المساهمة العامة المحلية المسجلة في الضفة الغربية من وزارة التجارة والصناعة كما هي في بداية شهر تموز (يوليو) ١٩٩٩. بلغ عددها (٦٢) شركة. كان لا بد من تدقيق هذه القائمة، ذلك أن هناك بعض الشركات المسجلة لم تقم بمزاولة عملها فعلياً، بلغ عددها ١٧ شركة. في حين توقفت ٤ شركات أخرى عن مزاولة أعمالها لمواجهتها مشاكل مختلفة، رفضت هذه الشركات فكرة الاستبيان من أساسه. كما تبين أن هناك شركتين مسجلتين تحت إجراءات التصفية.

تم توزيع الاستبيان على ٣٩ شركة مناهمة عامة. رفضت شركتان تعبئة الاستبيان باعتبارها شركات عائلية تأسست بالاكنتاب المغلق لا تتوي إدراج أوراقها المالية في السوق، كما لدعت ثلاث شركات أخرى أن معلومات الاستبيان هي من الأسرار الخاصة. ويجدر بالذكر أن بعض الشركات التي وافقت

V04 Company's sector

V04 Company's capital

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1.000 | 5 | 14.7 | 14.7 | 14.7 |
| 1.500 | 2 | 5.9 | 5.9 | 20.6 |
| 2.500 | 1 | 2.9 | 2.9 | 23.5 |
| 3.000 | 2 | 5.9 | 5.9 | 29.4 |
| 3.500 | 1 | 2.9 | 2.9 | 32.4 |
| 3.600 | 1 | 2.9 | 2.9 | 35.3 |
| 3.850 | 1 | 2.9 | 2.9 | 38.2 |
| 4.000 | 1 | 2.9 | 2.9 | 41.2 |
| 5.000 | 1 | 2.9 | 2.9 | 44.1 |
| 6.000 | 2 | 5.9 | 5.9 | 50.0 |
| 6.500 | 1 | 2.9 | 2.9 | 52.9 |
| 7.000 | 3 | 8.8 | 8.8 | 61.8 |
| 10.000 | 3 | 8.8 | 8.8 | 70.6 |
| 10.692 | 1 | 2.9 | 2.9 | 73.5 |
| 12.000 | 1 | 2.9 | 2.9 | 76.5 |
| 14.400 | 3 | 8.8 | 8.8 | 85.3 |
| 15.000 | 2 | 5.9 | 5.9 | 91.2 |
| 15.120 | 1 | 2.9 | 2.9 | 94.1 |
| 18.000 | 1 | 2.9 | 2.9 | 97.1 |
| 45.000 | 1 | 2.9 | 2.9 | 100.0 |
| Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول الوارد أعلاه رأسمال الشركة بالدينار الأردني.

- يعبر الرقم المذكور في خانة Valid عن رأسمال الشركات، وهو بالملايين وبالدينار الأردني.

- توضح خانة ال Frequency عدد الشركات مربوطة برأس المال.

- وما يهمنا هنا خانة ال Valid Percent وتعني النسبة المئوية للمعلومات المتوفرة. مثلاً، عدد

الشركات التي يبلغ رأسمالها مليون دينار أردني خمس شركات بنسبة ١٤,٧%.

V05 Company's sector

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 industrial | 12 | 35.3 | 35.3 | 35.3 |
| 2 insurance | 4 | 11.8 | 11.8 | 47.1 |
| 3 banking | 5 | 14.7 | 14.7 | 61.8 |
| 4 services and commercial | 13 | 38.2 | 38.2 | 100.0 |
| Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه القطاعات التي ينتمي إليها نشاط الشركة.

قمت بتقسيم نشاط الشركات إلى أربع قطاعات هي: قطاع صناعي، تأمين، بنوك، خدمات

وأعمال تجارية.

V12 Percentage of foreign capital

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 0 | 22 | 64.7 | 71.0 | 71.0 |
| 1 | 1 | 2.9 | 3.2 | 74.2 |
| 5 | 2 | 5.9 | 6.5 | 80.6 |
| 10 | 3 | 8.8 | 9.7 | 90.3 |
| 15 | 1 | 2.9 | 3.2 | 93.5 |
| 20 | 1 | 2.9 | 3.2 | 96.8 |
| 47 | 1 | 2.9 | 3.2 | 100.0 |
| Total | 31 | 91.2 | 100.0 | |
| Missing 999 missing | 3 | 8.8 | | |
| Total | 3 | 8.8 | | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه نسبة رأس المال الأجنبي المساهم في رأس المال.

تعني كلمة missing ويرمز لها بـ ٩ أو ٩٩ أو ٩٩٩ أن هذه المعلومة مفقودة لم تقم الشركة أو الشركات بتعبئتها.

V08REC Recode number of shareholders

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|-------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 low (1-399) | 12 | 35.3 | 36.4 | 36.4 |
| | 2 middle(400-899) | 13 | 38.2 | 39.4 | 75.8 |
| | 3 high(>=900) | 8 | 23.5 | 24.2 | 100.0 |
| | Total | 33 | 97.1 | 100.0 | |
| Missing | System Missing | 1 | 2.9 | | |
| | Total | 1 | 2.9 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يشير الجدول إلى عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة وقت تعبئة الاستبيان آب

"أغسطس" ١٩٩٩.

V10 Date of establishing the company

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent | |
|-------|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|--|
| Valid | 1945 | 1 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | |
| | 1953 | 1 | 2.9 | 2.9 | 5.9 | |
| | 1964 | 1 | 2.9 | 2.9 | 8.8 | |
| | 1969 | 1 | 2.9 | 2.9 | 11.8 | |
| | 1974 | 1 | 2.9 | 2.9 | 14.7 | |
| | 1975 | 2 | 5.9 | 5.9 | 20.6 | |
| | 1986 | 1 | 2.9 | 2.9 | 23.5 | |
| | 1989 | 2 | 5.9 | 5.9 | 29.4 | |
| | 1992 | 4 | 11.8 | 11.8 | 41.2 | |
| | 1993 | 1 | 2.9 | 2.9 | 44.1 | |
| | 1994 | 5 | 14.7 | 14.7 | 58.8 | |
| | 1995 | 3 | 8.8 | 8.8 | 67.6 | |
| | 1996 | 3 | 8.8 | 8.8 | 76.5 | |
| | 1997 | 4 | 11.8 | 11.8 | 88.2 | |
| | 1998 | 1 | 2.9 | 2.9 | 91.2 | |
| | 1999 | 1 | 2.9 | 2.9 | 94.1 | |
| | 9999 | 2 | 5.9 | 5.9 | 100.0 | |
| | Total | | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| | Total | | 34 | 100.0 | | |

يشير الجدول أعلاه إلى تاريخ تأسيس الشركة.. ملاحظة: تغطي سنة ١٩٩٩ إلى شهر آب "أغسطس"

فقط وقت تعبئة الاستبيان.

V13 Number of companies which participate in the capital

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|-------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 0 | 5 | 14.7 | 16.1 | 16.1 |
| | 2 | 2 | 5.9 | 6.5 | 22.6 |
| | 3 | 1 | 2.9 | 3.2 | 25.8 |
| | 4 | 5 | 14.7 | 16.1 | 41.9 |
| | 5 | 1 | 2.9 | 3.2 | 45.2 |
| | 7 | 1 | 2.9 | 3.2 | 48.4 |
| | 8 | 1 | 2.9 | 3.2 | 51.6 |
| | 9 | 1 | 2.9 | 3.2 | 54.8 |
| | 10 | 3 | 8.8 | 9.7 | 64.5 |
| | 11 | 1 | 2.9 | 3.2 | 67.7 |
| | 13 | 2 | 5.9 | 6.5 | 74.2 |
| | 15 | 3 | 8.8 | 9.7 | 83.9 |
| | 16 | 1 | 2.9 | 3.2 | 87.1 |
| | 18 | 1 | 2.9 | 3.2 | 90.3 |
| Total | 20 | 2 | 5.9 | 6.5 | 96.8 |
| | 30 | 1 | 2.9 | 3.2 | 100.0 |
| Missing | Total | 31 | 91.2 | 100.0 | |
| | 999 missing | 3 | 8.8 | | |
| | Total | 3 | 8.8 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يشير هذا الجدول إلى عدد الشركات التي تساهم في رأس المال.

V14 Is the company dependent or independent?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 11 | 32.4 | 32.4 | 32.4 |
| | 2 no | 23 | 67.6 | 67.6 | 100.0 |
| Total | | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه كون الشركة تابعة لشركة أم (نعم) أو عدم تبعيتها (لا).

V16 Amount of minimum stocks to become member of the board of directors.

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | | | | |
| 7 | 5 | 14.7 | 15.2 | 15.2 |
| 9 | 5 | 14.7 | 15.2 | 30.3 |
| 11 | 21 | 61.8 | 63.6 | 93.9 |
| 12 | 2 | 5.9 | 6.1 | 100.0 |
| Total | 33 | 97.1 | 100.0 | |
| Missing | | | | |
| 99 missing | 1 | 2.9 | | |
| Total | 1 | 2.9 | | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه عدد أعضاء مجلس إدارة الشركات.

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | | | | |
| 1 | 28 | 82.4 | 100.0 | 100.0 |
| Missing | | | | |
| 99 missing | 6 | 17.6 | | |
| Total | 6 | 17.6 | | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه عدد الأسهم التي تملكها المساهم من قوائم لتسوية الأسهم.

V17 Did the company agree to establish Palestine Securities Exchange?

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | | | | |
| 1 yes | 31 | 91.2 | 91.2 | 91.2 |
| 2 no | 3 | 8.8 | 8.8 | 100.0 |
| Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه كون الشركة أيدت (نعم) أم لم تآيد (لا) تأسيس سوق لتسوية الأوراق المالية.

V16 Amount of minimum stocks to become member of the board of directors.

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|-----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 250 | 1 | 2.9 | 3.6 | 3.6 |
| | 720 | 1 | 2.9 | 3.6 | 7.1 |
| | 1000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 10.7 |
| | 2000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 14.3 |
| | 3000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 17.9 |
| | 5000 | 3 | 8.8 | 10.7 | 28.6 |
| | 7000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 32.1 |
| | 7500 | 1 | 2.9 | 3.6 | 35.7 |
| | 10000 | 6 | 17.6 | 21.4 | 57.1 |
| | 11000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 60.7 |
| | 20000 | 3 | 8.8 | 10.7 | 71.4 |
| | 25000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 75.0 |
| | 30000 | 2 | 5.9 | 7.1 | 82.1 |
| | 36000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 85.7 |
| | 60000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 89.3 |
| | 65000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 92.9 |
| | 100000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 96.4 |
| | 2250000 | 1 | 2.9 | 3.6 | 100.0 |
| | Total | 28 | 82.4 | 100.0 | |
| Missing | 9999999 missing | 6 | 17.6 | | |
| | Total | 6 | 17.6 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول عدد الأسهم التي تخول المساهم حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة.

V17 Did the company agree to establish Palestine Securities Exchange?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 31 | 91.2 | 91.2 | 91.2 |
| | 2 no | 3 | 8.8 | 8.8 | 100.0 |
| | Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه كون الشركة أبدت (نعم) أم لم تؤيد (لا) تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية.

V18 Does the company agree that P.S.E continue its work?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 30 | 88.2 | 88.2 | 88.2 |
| | 2 no | 4 | 11.8 | 11.8 | 100.0 |
| | Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يوضح هذا الجدول موافقة الشركة على استمرارية سوق فلسطين للأوراق المالية بالعمل (نعم) أو عدم موافقتها (لا).

V19 Evaluation of the S.E

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 active | 9 | 26.5 | 26.5 | 26.5 |
| | 2 acceptable | 15 | 44.1 | 44.1 | 70.6 |
| | 3 weak | 5 | 14.7 | 14.7 | 85.3 |
| | 4 very weak | 1 | 2.9 | 2.9 | 88.2 |
| | 5 don't know yet | 4 | 11.8 | 11.8 | 100.0 |
| | Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه تقييم الشركة لنجاح السوق (١ فعال، ٢ مقبول، ٣ ضعيف، ٤ ضعيف جدا، ٥ لم

تكون الشركة فكرة)

V20 Preference of company's opinion

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 government owns | 7 | 20.6 | 20.6 | 20.6 |
| 2 private | 19 | 55.9 | 55.9 | 76.5 |
| 3 brokers | 1 | 2.9 | 2.9 | 79.4 |
| 4 doesn't matter | 7 | 20.6 | 20.6 | 100.0 |
| Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

يعكس الجدول أعلاه الأفضلية في رأي الشركة لمن يملك السوق ويديرها (١ هل هي الحكومة، ٢

شركة خاصة، ٣ شركات الوساطة المالية، ٤ لا يهم من يملك السوق).

/21 Did the company before the establishment of the P.S.E require for buying or selling stocks the board of directors' agreement?

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 yes | 27 | 79.4 | 79.4 | 79.4 |
| 2 no | 7 | 20.6 | 20.6 | 100.0 |
| Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

هل كان يشترط لبيع أسهم الشركة وشراؤها قبل وجود السوق موافقة مجلس الإدارة؟

على الرغم من وجود نص المادة ٦٧ الأمر التي تمنع تداول الأسهم إلا بأن مجلس الإدارة نلاحظ أن

سبع شركات لم تسترط ذلك.

V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 17 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| | 2 no | 17 | 50.0 | 50.0 | 100.0 |
| | Total | 34 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

هل أسهم الشركة مدرجة في السوق؟

الأسئلة التالية موجهة للشركات المدرجة في السوق:

V23 When did the company list its stocks?

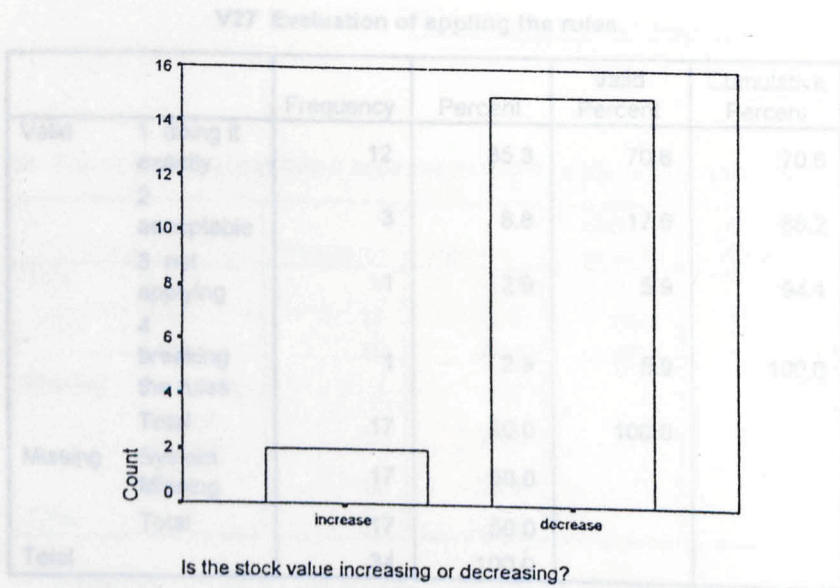
| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 97 | 14 | 41.2 | 93.3 | 93.3 |
| | 98 | 1 | 2.9 | 6.7 | 100.0 |
| | Total | 15 | 44.1 | 100.0 | |
| Missing | 999 | | | | |
| | missing | 2 | 5.9 | | |
| | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 19 | 55.9 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

متى أدرجت الأسهم في السوق؟

فيما يلي: انخفاض أو ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق (ممثلة بجدول ورسم بياني)

V50 Is the stock value increasing or decreasing?

| Valid | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| 1 increase | 2 | 5.9 | 11.8 | 11.8 |
| 2 decrease | 15 | 44.1 | 88.2 | 100.0 |
| Total | 17 | 50.0 | 100.0 | |
| Missing System Missing | 17 | 50.0 | | |
| Missing Total | 17 | 50.0 | | |
| Total | 34 | 100.0 | | |



يتم تحديد تقييم الشركات المدرجة للالتزام كسوق بالتطبيقات والقواعد القياسية في وضعية:
 (1) التزم بإبلاغ ٢ التزامها بالقواعد القياسية مقبول ٧ ٧ التزم بالقواعد ١ تفرق القواعد
 وارتكض وراء المحسوبة)

V26 Daily administration

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 very satisfy | 1 | 2.9 | 5.9 | 5.9 |
| | 2 satisfy | 14 | 41.2 | 82.4 | 88.2 |
| | 3 moderate | 2 | 5.9 | 11.8 | 100.0 |
| | Total | 17 | 50.0 | 100.0 | |
| Missing | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 17 | 50.0 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يعكس الجدول أعلاه تقييم الشركة للإدارة اليومية للسوق (١ مرضية جداً، ٢ مرضية، ٣ مقبولة).

V27 Evaluation of applying the rules.

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 doing it exactly | 12 | 35.3 | 70.6 | 70.6 |
| | 2 acceptable | 3 | 8.8 | 17.6 | 88.2 |
| | 3 not applying | 1 | 2.9 | 5.9 | 94.1 |
| | 4 breaking the rules | 1 | 2.9 | 5.9 | 100.0 |
| | Total | 17 | 50.0 | 100.0 | |
| Missing | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 17 | 50.0 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

يبين الجدول تقييم الشركات المدرجة لالتزام السوق بالتعليمات والقواعد القانونية التي وضعتها:

(١) تلتزم بها بدقة، ٢ التزامها بالقواعد القانونية مقبول، ٣ لا تلتزم بالقواعد، ٤ تخرق القواعد

وتركض وراء المحسوبة).

V28 Does the company regret listing its stocks?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 3 | 8.8 | 17.6 | 17.6 |
| Valid | 2 no | 14 | 41.2 | 82.4 | 100.0 |
| | Total | 17 | 50.0 | 100.0 | |
| Missing | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 17 | 50.0 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

هل الشركة نادمة على الإدراج بالسوق.

الجدول التالية توضح وضع الشركات غير المدرجة:

V29 The company is not listed because listing conditions are not fulfilled

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 5 | 14.7 | 31.3 | 31.3 |
| Valid | 2 no | 11 | 32.4 | 68.8 | 100.0 |
| | Total | 16 | 47.1 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| Missing | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 18 | 52.9 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

هل كان سبب عدم الإدراج عدم استيفاء شروط الإدراج التي حددتها السوق؟

V30 What is the condition keeping the company from listing?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 capital should be enough | 1 | 2.9 | 20.0 | 20.0 |
| | 6 payed 50% from the C | 4 | 11.8 | 80.0 | 100.0 |
| | Total | 5 | 14.7 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 26 | 62.4 | | |
| | Total | 29 | 85.3 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

إذا كان سبب عدم الإدراج هو عدم استيفاء شروط الإدراج ما هي الشروط التي لم تستوفها الشركة؟

كما نلاحظ فإن أربع شركات لم يتم فيها بعد دفع ٥٠% من القيمة الاسمية للسهم، ونشرت

شركة إلى أن رأسمالها غير كاف حسب تقدير السوق.

V31 Is the company not listed because of the board of directors' decision?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 9 | 26.5 | 56.3 | 56.3 |
| | 2 no | 7 | 20.6 | 43.8 | 100.0 |
| | Total | 16 | 47.1 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 18 | 52.9 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

هل كان عدم إدراج الشركة في السوق ناتجا عن قرار مجلس الإدارة؟

V32A The decision was made because there is no law regulating the working of the P.S.E

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 1 | 2.9 | 11.1 | 11.1 |
| | 2 no | 8 | 23.5 | 88.9 | 100.0 |
| | Total | 9 | 26.5 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 24 | 70.6 | | |
| | Total | 25 | 73.5 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

إذا كان عدم إدراج الشركة في السوق ناتجا عن قرار مجلس الإدارة، هل كان ذلك بسبب عدم صدور

قانون ينظم عمل السوق؟

V32B Risk that the stock value decreases.

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 3 | 8.8 | 33.3 | 33.3 |
| | 2 no | 6 | 17.6 | 66.7 | 100.0 |
| | Total | 9 | 26.5 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 24 | 70.6 | | |
| | Total | 25 | 73.5 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

إذا كان عدم إدراج الشركة في السوق ناتجا عن قرار مجلس الإدارة، هل كان ذلك بسبب تخوف

الشركة مما يرافق عمليات السوق من احتمال هبوط الأسعار؟

V32C Disbelive in the need of P.S.E.

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 2 | 5.9 | 22.2 | 22.2 |
| | 2 no | 7 | 20.6 | 77.8 | 100.0 |
| | Total | 9 | 26.5 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 24 | 70.6 | | |
| | Total | 25 | 73.5 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

إذا كان عدم إدراج الشركة في السوق ناتجا عن قرار مجلس الإدارة، هل كان ذلك بسبب عدم الاعتناء

بالحاجة إلى سوق للأوراق المالية في فلسطين؟

V32D To make sure first that P.S.E is successful.

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 3 | 8.8 | 33.3 | 33.3 |
| | 2 no | 6 | 17.6 | 66.7 | 100.0 |
| | Total | 9 | 26.5 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 24 | 70.6 | | |
| | Total | 25 | 73.5 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

إذا كان عدم إدراج الشركة في السوق ناتجا عن قرار مجلس الإدارة، هل كان ذلك رغبة في التأكد من

نجاح السوق أولا؟

سبب آخر وضعته الشركات كان سبب رفض قرار مجلس الإدارة إدراج أسهم الشركة في السوق خوف أعضاء مجلس الإدارة (عادة هم كبار المساهمين) من فقدان السيطرة على الإدارة.

V32** أشارت شركتان إلى أن عدم إدراج أسهمهما في السوق لم يكن بسبب عدم استيفائها شروط الإدراج، ولا بسبب قرار من مجلس الإدارة. حددت الشركة الأولى سبب عدم إدراجها هو بدء الشروع بالعمل، إذ لم يتم التفكير بعد بإدراج أسهمها في السوق، بينما أشارت الثانية إلى أنها كانت فرعا لشركة في الأردن مدرجة أسهمها في سوق عمان للأوراق المالية، وقد تم حديثا الفصل بينهما وتسجيلها شركة محلية.

V33 Does the company want to list its stocks in the P.S.E?

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 14 | 41.2 | 87.5 | 87.5 |
| | 2 no | 2 | 5.9 | 12.5 | 100.0 |
| | Total | 16 | 47.1 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 17 | 50.0 | | |
| | Total | 18 | 52.9 | | |
| Total | Total | 34 | 100.0 | | |

هل توجد نية لدى الشركة بإدراج أسهمها في السوق؟

| Valid | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| 1 yes | 5 | 14.7 | 35.7 | 35.7 |
| 2 no | 9 | 26.5 | 64.3 | 100.0 |
| Total | 14 | 41.2 | 100.0 | |

V34A The company will be listed when the conditions are fulfilled

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 yes | 5 | 14.7 | 35.7 | 35.7 |
| 2 no | 9 | 26.5 | 64.3 | 100.0 |
| Total | 14 | 41.2 | 100.0 | |
| Missing 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| System Missing | 19 | 55.9 | | |
| Total | 20 | 58.8 | | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

هل تربط الشركة إدراج أسهمها باستيفاء شروط الإخراج؟

V34B When there will be legal framework.

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|-------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 yes | 2 | 5.9 | 14.3 | 14.3 |
| 2 no | 12 | 35.3 | 85.7 | 100.0 |
| Total | 14 | 41.2 | 100.0 | |
| Missing 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| System Missing | 19 | 55.9 | | |
| Total | 20 | 58.8 | | |
| Total | 34 | 100.0 | | |

هل تربط الشركة إدراج أسهمها بصدور القوانين المنظمة للعمل في السوق؟

V34C When the P.S.E proves its success.

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | 1 yes | 3 | 8.8 | 21.4 | 21.4 |
| | 2 no | 11 | 32.4 | 78.6 | 100.0 |
| | Total | 14 | 41.2 | 100.0 | |
| Missing | 9 missing | 1 | 2.9 | | |
| | System Missing | 19 | 55.9 | | |
| | Total | 20 | 58.8 | | |
| Total | | 34 | 100.0 | | |

هل تربط الشركة إدراج أسهمها بالتأكد أولاً من نجاح السوق؟

أسباب أخرى وضعتها الشركات لإدراج أسهمها مستقبلاً : مثلاً، رأت شركة إدراج أسهمها عندما تتحسن ظروف الشركة، وشركة أخرى ربطت الإدراج بالوضع السياسي، وشركة ثالثة ربطته بمدى توافقه مع القيم الإسلامية كونها بنك إسلامي، ونكرت شركتان أنهما قيد الإدراج.

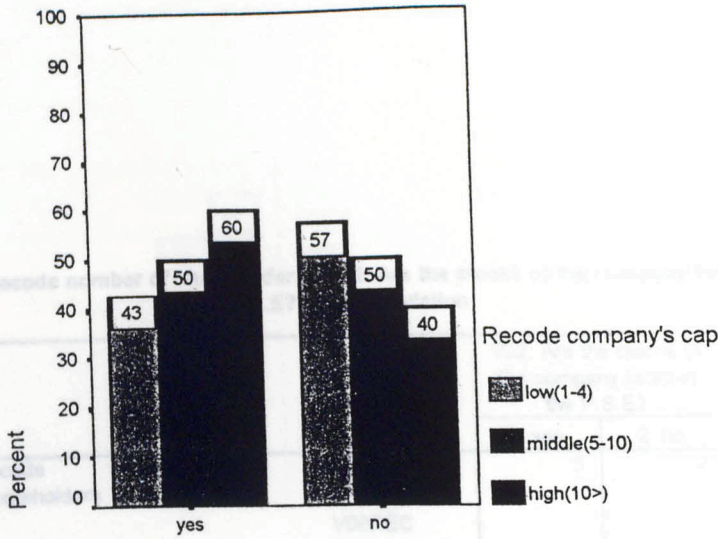
وقد حفز توافر هذه المعلومات عن الشركات التساؤل عن إمكانية وجود بعض للعلاقات بينها، وطرحنا للتساؤلات التالية: هل هناك علاقة بين رأسمال الشركات وإدراج أسهمها في السوق؟ وهل هناك علاقة بين عدد مساهمي الشركات والميل نحو إدراج أسهمها في السوق؟ وهل هناك علاقة بين الشركات التي تزيد فيها نسبة رأس المال الأجنبي وبين ميلها نحو الإدراج؟ هل هناك علاقة بين تاريخ تأسيس الشركة وإدراج أسهمها في السوق؟ هل هناك علاقة بين كون الشركة تابعة لشركة أم وبين ميلها نحو الإدراج؟

العلاقة بين رأسمال الشركة وبين إدراج أسهمها أو عدمه في السوق.

لتسهيل عملية دراسة المقارنة تم تقسيم الشركات من حيث رأس المال إلى ثلاثة أقسام، شركات ذات رأسمال منخفض (١-٤ مليون دينار أردني)، وشركات ذات رأسمال متوسط (٥-١٠ مليون دينار أردني) وشركات ذات رأسمال مرتفع (أكبر من ١٠ مليون). وحصلنا على النتائج التالية:

V04REC Recode company's capital * V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? Crosstabulation

| | | | V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? | | Total |
|---------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------|--------|
| | | | 1 yes | 2 no | |
| V04REC Recode company's capital | 1 low(1-4) | Count | 6 | 8 | 14 |
| | | % within V04REC Recode company's capital | 42.9% | 57.1% | 100.0% |
| | | % of Total | 17.6% | 23.5% | 41.2% |
| | 2 middle(5-10) | Count | 5 | 5 | 10 |
| | % within V04REC Recode company's capital | 50.0% | 50.0% | 100.0% | |
| | % of Total | 14.7% | 14.7% | 29.4% | |
| | 3 high(>10) | Count | 6 | 4 | 10 |
| | % within V04REC Recode company's capital | 60.0% | 40.0% | 100.0% | |
| | % of Total | 17.6% | 11.8% | 29.4% | |
| Total | | Count | 17 | 17 | 34 |
| | | % within V04REC Recode company's capital | 50.0% | 50.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 50.0% | 50.0% | 100.0% |



Are the stocks of the company listed in the P.S.E?

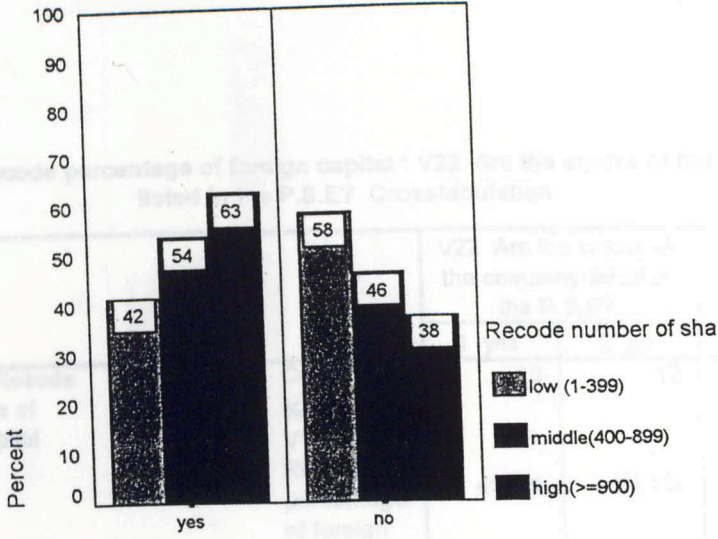
يبين لنا الجدول وجود علاقة بين رأس المال والميل نحو الإدراج، فكلما زاد رأس المال زاد الإدراج، وكلما قل رأس المال قل الميل نحو الإدراج. فمثلاً تمثل نسبة الشركات المدرجة من الشركات ذات الرأسمال المنخفض 42.9%، زادت هذه النسبة إلى 50% في الشركات ذات الرأسمال المتوسط، ثم وصلت إلى 60% من الشركات ذات رأس المال المرتفع. أما نسبة الشركات غير المدرجة من الشركات ذات رأس المال المنخفض فهي 57.1%، نقصت إلى 50% من الشركات المتوسطة رأس المال، ووصلت إلى 40% من الشركات ذات رأس المال المرتفع.

العلاقة بين عدد مساهمي الشركة والميل نحو إدراج أسهمها في السوق أو عدمه.

تم تقسيم الشركات بحسب عدد مساهميها إلى ثلاثة أقسام، شركات بعدد مساهمين منخفض (وتشمل 1-399 مساهماً)، شركات بعدد مساهمين متوسط (تشمل من 400-899 مساهماً)، شركات بعدد مساهمين مرتفع (تشمل أكثر من 900 مساهم).

V08REC Recode number of shareholders * V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? Crosstabulation

| | | | V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? | | Total |
|--------------------------------------|---------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------|--------|
| | | | 1 yes | 2 no | |
| V08REC Recode number of shareholders | 1 low (1-399) | Count | 5 | 7 | 12 |
| | | % within V08REC Recode number of shareholders | 41.7% | 58.3% | 100.0% |
| | | % of Total | 15.2% | 21.2% | 36.4% |
| 2 middle(400-899) | | Count | 7 | 6 | 13 |
| | | % within V08REC Recode number of shareholders | 53.8% | 46.2% | 100.0% |
| | | % of Total | 21.2% | 18.2% | 39.4% |
| 3 high(900>) | | Count | 5 | 3 | 8 |
| | | % within V08REC Recode number of shareholders | 62.5% | 37.5% | 100.0% |
| | | % of Total | 15.2% | 9.1% | 24.2% |
| Total | | Count | 17 | 16 | 33 |
| | | % within V08REC Recode number of shareholders | 51.5% | 48.5% | 100.0% |
| | | % of Total | 51.5% | 48.5% | 100.0% |



Are the stocks of the company listed in the P.S.E?

ومن الجدول والرسم البياني السابق نلاحظ وجود علاقة طردية بينهما، فكلما زاد عدد المساهمين زادت نسبة إدراج الشركة، وكلما قل عدد المساهمين قلت نسبة الإدراج. فمثلاً بلغت نسبة الشركات المدرجة من الشركات ذات عدد مساهمين منخفض 41.7%، زادت إلى 53.8% من الشركات ذات عدد مساهمين متوسط، ثم وصلت إلى 62.5% من الشركات ذات عدد مساهمين مرتفع.

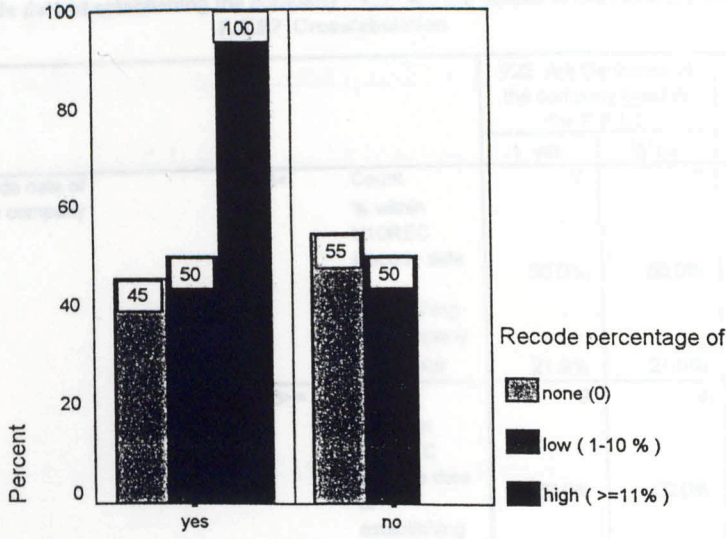
العلاقة بين نسبة رأس المال الأجنبي المساهم في رأسمال الشركة وميل الشركة نحو الإدراج.

بغية إيجاد العلاقة تم تقسيم نسبة رأس المال الأجنبي إلى ثلاثة أقسام: شركات لا يوجد فيها رأسمال أجنبي، وشركات تبلغ نسبة رأس المال الأجنبي فيها من (1-10%)، وأخرى تبلغ أكثر من

10%.

V12REC Recode percentage of foreign capital * V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? Crosstabulation

| | | | V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? | | Total |
|---------------------------------------------|----------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------|--------|
| | | | 1 yes | 2 no | |
| V12REC Recode percentage of foreign capital | 1 none (0) | Count | 10 | 12 | 22 |
| | | % within V12REC Recode percentage of foreign capital | 45.5% | 54.5% | 100.0% |
| | | % of Total | 32.3% | 38.7% | 71.0% |
| | 2 low (1-10 %) | Count | 3 | 3 | 6 |
| | | % within V12REC Recode percentage of foreign capital | 50.0% | 50.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 9.7% | 9.7% | 19.4% |
| | 3 high (>=11%) | Count | 3 | | 3 |
| | | % within V12REC Recode percentage of foreign capital | 100.0% | | 100.0% |
| | | % of Total | 9.7% | | 9.7% |
| Total | | Count | 16 | 15 | 31 |
| | | % within V12REC Recode percentage of foreign capital | 51.6% | 48.4% | 100.0% |
| | | % of Total | 51.6% | 48.4% | 100.0% |

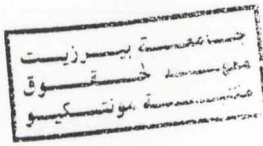


Are the stocks of the company listed in the P.S.E?

نلاحظ هنا من الجدول والرسم البياني وجود علاقة، فكلما زاد رأس المال الأجنبي زادت نسبة إدراج الشركات في السوق. وقد يكون ذلك مؤشراً على أن حرمان فلسطين من وجود سوق للأوراق المالية، وعدم وجود الخبرة والمعرفة الكافية بالسوق يبعد الشركات التي لا يوجد فيها رأسمال أجنبي عن السوق.

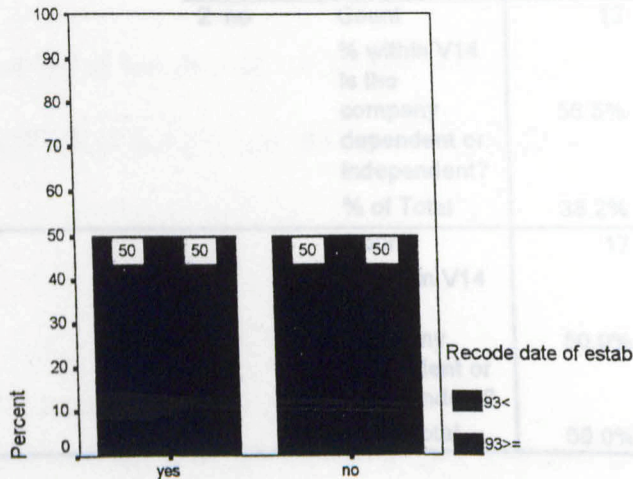
العلاقة بين تاريخ تأسيس الشركة وإدراج الشركة في السوق.

نتساءل هل هناك علاقة بين تاريخ تأسيس الشركة وإدراج أسهمها أو عدمه. لدراسة وجود هذه العلاقة أو عدمها كان لا بد من تقسيم الشركات إلى شركات حديثة التأسيس وشركات قديمة التأسيس. وقع اختياري على عام 1993، لأنه بناء على المعلومات المتوفرة عن تاريخ تأسيس الشركات نلاحظ زيادة تأسيس الشركات بعد اتفاق أوصلو عام 1993.



V10REC Recode date of establishing the company * V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? Crosstabulation

| | | | V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? | | Total |
|------------------------------------------------|-------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------|--------|
| | | | 1 yes | 2 no | |
| V10REC Recode date of establishing the company | 1 93< | Count | 7 | 7 | 14 |
| | | % within V10REC Recode date of establishing the company | 50.0% | 50.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 21.9% | 21.9% | 43.8% |
| 2 93>= | | Count | 9 | 9 | 18 |
| | | % within V10REC Recode date of establishing the company | 50.0% | 50.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 28.1% | 28.1% | 56.3% |
| Total | | Count | 16 | 16 | 32 |
| | | % within V10REC Recode date of establishing the company | 50.0% | 50.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 50.0% | 50.0% | 100.0% |



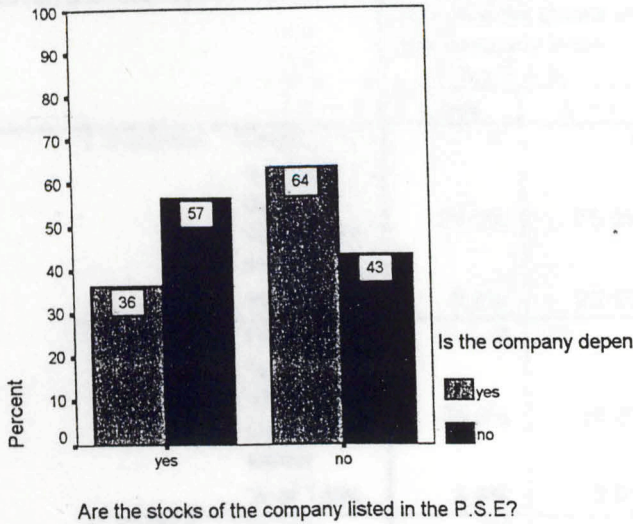
Are the stocks of the company listed in the P.S.E?

بدراسة الجدول والرسم البياني السابقين يتبين لنا عدم وجود علاقة بين تاريخ تأسيس الشركة وإدراج الشركة في السوق. فالشركات قديمة التأسيس شكلت المدرجة منها نسبة 50%، ونسبة الشركات غير المدرجة أيضا 50%. كما أن الشركات حديثة التأسيس كانت نسبة كل من المدرج منها وغير المدرج 50%.

العلاقة بين كون الشركة تابعة لشركة أم وبين ميلها نحو الإدراج

V14 Is the company dependent or independent? * V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? Crosstabulation

| | | | V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? | | Total |
|----------------------------------------------|-------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------|--------|
| | | | 1 yes | 2 no | |
| V14 Is the company dependent or independent? | 1 yes | Count | 4 | 7 | 11 |
| | | % within V14 Is the company dependent or independent? | 36.4% | 63.6% | 100.0% |
| | 2 no | % of Total | 11.8% | 20.6% | 32.4% |
| | | Count | 13 | 10 | 23 |
| Total | 1 yes | % within V14 Is the company dependent or independent? | 56.5% | 43.5% | 100.0% |
| | | % of Total | 38.2% | 29.4% | 67.6% |
| | 2 no | Count | 17 | 17 | 34 |
| | | % within V14 Is the company dependent or independent? | 50.0% | 50.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 50.0% | 50.0% | 100.0% |



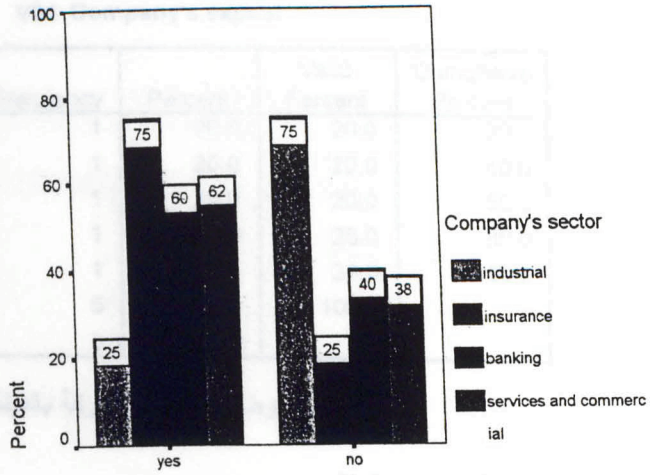
بدراسة كل من الجدول والرسم البياني السابقين نلاحظ وجود علاقة بين كون الشركة تابعة لشركة أم، وبين الميل نحو الإدراج. كما هو موضح تبليغ نسبة الشركات المدرجة من الشركات التابعة 36.4%، بينما تبليغ نسبة الشركات غير المدرجة 63.6%. أما الشركات غير التابعة فكانت نسبة المدرجة منها 56.5% يقابلها 43.5% غير مدرجة.

نستنتج مما سبق أن الشركات التابعة لشركات أخرى تقل نسبة إدراجها عن الشركات غير التابعة. وهذا منطقي، ربما لأن الشركة الأم تميل نحو عدم إدراج أسهم شركتها التابعة لضمان استمرارية سيطرتها.

وقد يدور في ذهن التساؤل عن أي القطاعات التي ينتمي إليها نشاط الشركة الأكثر إدراجاً في السوق وأياً أقل إدراجاً. يوضح الجدول والرسم البياني التالي أن شركات التأمين هي الأكثر إدراجاً في السوق، يليها البنوك. أما الشركات الصناعية فهي الأقل إدراجاً.

V05 Company's sector * V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E?
Crosstabulation

| | | | V22 Are the stocks of the company listed in the P.S.E? | | Total |
|----------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------|--------|--------|
| | | | 1 yes | 2 no | |
| V05 Company's sector | 1 industrial | Count | 3 | 9 | 12 |
| | | % within V05 Company's sector | 25.0% | 75.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 8.8% | 26.5% | 35.3% |
| | 2 insurance | Count | 3 | 1 | 4 |
| | | % within V05 Company's sector | 75.0% | 25.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 8.8% | 2.9% | 11.8% |
| | 3 banking | Count | 3 | 2 | 5 |
| | | % within V05 Company's sector | 60.0% | 40.0% | 100.0% |
| | | % of Total | 8.8% | 5.9% | 14.7% |
| | 4 services and commercial | Count | 8 | 5 | 13 |
| | | % within V05 Company's sector | 61.5% | 38.5% | 100.0% |
| | | % of Total | 23.5% | 14.7% | 38.2% |
| Total | Count | 17 | 17 | 34 | |
| | % within V05 Company's sector | 50.0% | 50.0% | 100.0% | |
| | % of Total | 50.0% | 50.0% | 100.0% | |



Are the stocks of the company listed in the P.S.E?

2- استبيان شركات الوساطة المالية

طبيعة الاستبيان: يقسم استبيان شركات الوساطة المالية إلى قسمين: قسم خاص بالتعريف بالشركة وقسم آخر يوضح رأي الشركة بعمل السوق.

عينة الاستبيان: يبلغ عدد شركات الوساطة المالية في فلسطين سبع شركات. تم توزيع الاستبيان عليها كلها. رفضت شركتان تعبئته بنسبة 29%، أي كانت نسبة الاستجابة 71%. مما يجدر ملاحظته أن عينة الاستبيان صغيرة جداً وذلك ربما قد يؤثر على دقة النتائج، وعلى أي حال تم الحصول على النتائج

التالية:

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1997 | 1 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 1998 | 1 | 20.0 | 20.0 | 80.0 |
| 1999 | 1 | 20.0 | 20.0 | 100.0 |
| Total | 3 | 100.0 | 100.0 | |

V04 Company's capital

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid .420 | 1 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| .700 | 1 | 20.0 | 20.0 | 40.0 |
| .720 | 1 | 20.0 | 20.0 | 60.0 |
| .750 | 1 | 20.0 | 20.0 | 80.0 |
| 1.000 | 1 | 20.0 | 20.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

تجدول أعلاه يوضح رأسمال الشركة بتأديتار الأزدني.

ملاحظة: الرقم المذكور هو بالملايين.

V08 Number of shareholders

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 2 | 2 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 4 | 1 | 20.0 | 20.0 | 60.0 |
| 5 | 1 | 20.0 | 20.0 | 80.0 |
| 7 | 1 | 20.0 | 20.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

يوضح الجدول أعلاه عدد مساهمي شركة الوساطة المالية.

ملاحظة: شركات الوساطة المالية في فلسطين هي شركات مساهمة خصوصية محدودة.

V10 Date of establishing of the company

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1997 | 3 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 1998 | 1 | 20.0 | 20.0 | 80.0 |
| 1999 | 1 | 20.0 | 20.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

تاريخ تأسيس شركات الوساطة المالية في فلسطين.

V19 Evaluation of the S.E

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|----------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 active | 1 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 2 acceptable | 4 | 80.0 | 80.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

تقييم شركات الوساطة لنجاح السوق (تركزت الإجابات على أنها فعالة ومقبولة فقط كما هو موضح

بالتجدول).

V20 Preference of company's opinion

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 2 private | 2 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 3 brokers | 2 | 40.0 | 40.0 | 80.0 |
| 4 doesn't matter | 1 | 20.0 | 20.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

الأفضلية في رأي شركات الوساطة فيمن يملك السوق ويديرها (تركزت الإجابات على قيام شركة

خاصة بذلك، الوسطاء الماليون، ولا يهم من يملك السوق).

V26 Daily administration

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|----------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 very satisfy | 1 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 2 satisfy | 3 | 60.0 | 60.0 | 80.0 |
| 3 moderate | 1 | 20.0 | 20.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

تقييم شركات الوساطة للإدارة اليومية للسوق.

V27 Evaluation of applying the rules.

| | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|--------------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 1 doing it exactly | 2 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 2 acceptable | 3 | 60.0 | 60.0 | 100.0 |
| Total | 5 | 100.0 | 100.0 | |
| Total | 5 | 100.0 | | |

تقييم شركات الوساطة المالية لمدى التزام السوق بتطبيق القواعد والتعليمات التي وضعتها.

بالنسبة لعوائق تقدم السوق أشارت أربع شركات وساطة (٨٠%) إلى أن عدم وجود قانون

للسوق يعتبر عائقاً أمام تقدم السوق، في حين ترى شركة واحدة فقط (٢٠%) أن العائق يكمن في عدم

خبرة السوق. ولا ترى أية شركة وساطة وجود عائق قيام السوق بتجاوزات قانونية.

أسباب أخرى ذكرتها شركات الوساطة تحدد فيها أهم العوائق أمام تقدم السوق: الأوضاع السياسية

والحركة الاقتصادية الضعيفة ونقص السيولة، سوء إدارة الشركات المساهمة العامة، ضعف أداء مهنة

تدقيق للحسابات، عدم العمق في السوق إذ لا تنتشر المعلومة التي تؤثر على السوق بسرعة، الإجراءات التي تواجهها شركات الوساطة مع بنك التسوية.

نخلص مما سبق على أنه على عكس نشأة أسواق الأوراق المالية في العالم لم تنشأ السوق الفلسطينية نشأة عرقية، ولم تتأسس كذلك بتشريع صادر من السلطة المختصة. إنما تأسست وبعد الحصول على موافقة السلطة الوطنية باتفاقية أبرمت بين السلطة الوطنية للفلسطينية وشركة السوق، لم يستتبعها إلى اليوم (كانون الثاني "يناير" عام ٢٠٠٠) صدور قانون.

كان من الأولى وقبل تأسيس السوق تجهيز الإطار القانوني المتكامل لها لضمان حسن أدائها لعملها وحماية صغار المستثمرين وزيادة ثقتهم بالسوق.

نلاحظ ومن خلال الاستبيان أن نظرة الشركات المدرجة وغير المدرجة للسوق على الأغلب هي نظرة إيجابية من حيث الموافقة على استمراريتها (٨٨%) وتقييم نجاحها (٧١%) وحتى في تخويل تأسيسها وإدارتها لشركة خاصة (٥٦%). كما كان تقييم الشركات المدرجة للإدارة اليومية للسوق والتزامها بالقواعد والتعليمات التي وضعتها تقييماً إيجابياً. وكما لاحظنا أن هناك قبولاً متزايداً نحو الإدراج في السوق.

المبحث الثاني

قانونية تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية

تمثل الأساس القانوني المنشئ لسوق فلسطين للأوراق المالية باتفاقية أبرمت بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة السوق في تشرين الثاني (نوفمبر) ١٩٩٦، رسمت الإطار القانوني المنظم لعمل السوق إلى حين صدور قانون السوق.

لم تنتشر الاتفاقية في الوقائع الفلسطينية، ولم يرافقها أو يلحقها صدور تشريع معين كقانون أو مرسوم أو قرار رئاسي بتأسيس السوق. وي طرح السؤال ما هو تكييفها القانوني؟

أول ما يخطر على البال أن الاتفاقية عقد من العقود الإدارية باعتبار الإدارة طرفاً من أطرافها، فما هو العقد الإداري، وهل تمثل الاتفاقية عقداً من العقود الإدارية؟

العقد الإداري^١ هو العقد الذي تبرمه الإدارة بهدف إدارة مرفق عام أو تسييره وتنظيمه، وتظهر فيه نية الإدارة الأخذ بأسلوب القانون العام، وذلك بتضمينه شروطاً استثنائية يستحيل تواجدها في عقود القانون الخاص، أو غير مألوفة الوجود فيها^٢. وأهم ما يميز العقود الإدارية عن عقود القانون الخاص أن للعقد المدني يبرم بين طرفين متساوين، يهدف كل منهما إلى تحقيق مصالح شخصية. أما العقد الإداري فيبرم بين طرفين غير متكافئين، يهدفان إلى تحقيق مصالح غير متكافئة، فهناك من جهة الإدارة تتعاقد بصفتها صاحبة السلطة والسيادة وتهدف إلى تحقيق المصلحة العامة، أما المتعاقد فيهدف إلى تحقيق

^١ تمت مراجعة قرارات محكمة العدل العليا في غزة والضفة الغربية ولم نجد فيها أي قرار متعلق بمفهوم العقد الإداري.

^٢ سعاد الشراوي، العقود الإدارية. القاهرة: دار النهضة العربية. ١٩٩٥، ص ١٥. وكذلك أنظر خميس السيد إسماعيل، الأصول العامة والتطبيقات العملية للعقود الإدارية والتعويضات مع القواعد القانونية وأحكام المحكمة الإدارية العليا وقضايا الجمعية العمومية لتسمي التوى والتشريع بمجلس الدولة والأحكام الحديثة لمحكمة النقض. الطبعة الأولى. دم: دار الطباعة الحديثة، ١٩٩٤، ص ٢٦

مصلحة شخصية^٢، لذلك تتمتع السلطات العامة في العقد بامتيازات وسلطات واسعة النطاق لا مقابل لها في عقود القانون الخاص. كما أن المنازعات الناشئة عنها يحكمها نظام استثنائي خاص بها، وهو نظام القانون العام، يفصل فيها القضاء الإداري وليس القضاء العادي^٣.

وقبل أن نبدأ الحديث عن العقد الإداري لا بد من أن نتذكر دائما أن القانون الإداري ما هو إلا فقه واجتهادات قابلة للتطور والتغير، وما نعالجه اليوم قد تتغير النظرة إليه غدا. ونظرا لعدم وجود فقه إداري وأحكام قضائية في فلسطين تساعدنا على تحليل الاتفاقية المبرمة بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية، سنأخذ بمعيار ما ثبت وما استقر عليه الفقه الإداري في الدول المجاورة. كما يجب أن ننتبه إلى أن الفقه الإداري هو في الأصل نظرية فرنسية انتقلت إلى دول النظام اللاتيني ولم تنتقل إلى دول النظام القانوني الأنجلوسكسوني^٤.

استقرت أحكام القضاء المصرية والأردنية على ضرورة توفر الشروط التالية مع لوجود العقد الإداري، أن يكون أحد أطراف العقد شخصا معنويا عاما، وأن يهدف العقد إلى تسيير مرفق عام، وأن تتبع الإدارة أسلوب القانون العام في تنظيمه، وذلك بتضمينه شروطا استثنائية غير مألوفة بالقانون الخاص. ومما تجدر ملاحظته أن القضاء الفرنسي قد توسع في إضفاء الصفة الإدارية على العقد، إذ قد اكتفى بتوافر الشخص المعنوي العام - إما بارتباط العقد بنشاط مرفق عام، أو باحتوائه على شروط استثنائية^٥.

^٢ عساف فالخ مصطفي، الدعجة، مرجع سابق، ص ٨

^٣ خميس السيد إسماعيل، مرجع سابق، ص ١٠-١٢

^٤ لا تعرف البلاد الأنجلوسكسونية القانون الإداري كما هو معروف في فرنسا والبلاد التي نقلت عنها. إذ يخضع رجال الإدارة لأحكام القانون العادي ولحاكم القضاء العادي، وليس لهم تنفيذ أوامرهم أو قراراتهم ضد الأفراد إلا عن طريق القضاء. ماجد راغب الحلو،

مرجع سابق، ص ٤٩-٥١

^٥ محمد عبد الواحد الجميلي، ماهية العقد الإداري. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥، ص ٩١

ويثور السؤال، هل تتوفر هذه الشروط في الاتفاقية لتكييفها بأنها عقد إداري؟ وبالرجوع إلى الاتفاقية نجد أن الشرط الأول من شروط العقد الإداري وهو وجود الشخص المعنوي العام قد تحقق. فحتى يمكن وصف العقد بأنه إداري، يجب أن يكون أحد أطرافه على الأقل شخصا معنويا عاما، سواء أكان دولة أو إحدى المؤسسات المحلية أو الإقليمية. لكن وجود الشخص العام في العقد غير كاف لوصفه بأنه عقد إداري، إذ يمكن للإدارة أن تختار بين نوعين من العقود، العقود الإدارية وعقود القانون الخاص.^٧

ففي تسيير المرفق العام، للإدارة كامل الحرية في اختيار نوع التعاقد الذي يناسبها، فقد تبرم عقدا إداريا يخضع لأحكام القانون العام كما قد تبرم عقدا مدنيا^٨ يخضع لأحكام القانون الخاص ينظر فيه للقضاء العادي. يجب أن تظهر بكل وضوح نية الإدارة بتطبيق القانون العام أو القانون الخاص^٩. وهذا ما يستدعي دراسة توفر الشرطين الآخرين: الشرط الأول أن يكون الهدف من العقد تسيير مرفق عام، وبما أن هدف الاتفاقية المبرمة بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة السوق هو تسيير سوق الأوراق المالية يطرح السؤال: هل سوق الأوراق المالية في فلسطين مرفق عام؟ هذا ما سنعالجه في أولاً. أما الشرط الثاني الذي يجب توفره في الاتفاقية أيضا فهو احتواؤها على شروط استثنائية تعكس رغبة الإدارة باتباع أسلوب القانون العام، وسيتم معالجته في ثانيا.

^٧ مصطفى عبد المقصود سليم، معيار العقد الإداري وأثره على اختصاص مجلس الدولة. دم: دن، ١٩٩٥، ص ١٢٤ محمد فؤاد منها، القانون الإداري العربي الديمقراطي. المجلد الثاني. دم: دن، ١٩٦٧، ص ١١٢٧

^٨ حمدي ياسين عكاشة، العقود الإدارية في التطبيق العملي والأسس العامة، موسوعة العقود الإدارية والعملية. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٨، ص ٣. عبد الله طلبة، الرقابة الإدارية على أعمال الإدارة. الطبعة الخامسة. دمشق: منشورات جامعة دمشق، ١٩٩٦، ص ٩٢. محمد صلاح عبد البديع السيد، سلطة الإدارة في إنهاء العقد الإداري دراسة مقارنة. الزقازيق: رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق من جامعة الزقازيق كلية الحقوق، ١٩٩٣، ص ٢

^٩ محمد عبد الواحد الجميلي، مرجع سابق، ص ٨٥-٨٦

أولاً: هل سوق الأوراق المالية في فلسطين مرفق عام؟

تقتضي دراسة كون سوق الأوراق المالية في فلسطين مرفقاً عاماً معرفة مفهوم المرفق العام وعناصره من ناحية، ومدى وجود هذا المفهوم في فلسطين من ناحية أخرى. تعتبر فكرة المرفق العام من أكثر أفكار القانون الإداري غموضاً وأصعبها تحديداً، حتى إن استعمال القضاء لها عشرات السنين لم يساهم في وضع معنى واضح لها. فما هو المرفق العام وفقاً للرأي الراجح في الفقه وما هي عناصره؟

١- مفهوم المرفق العام وعناصره

لم يتناقش التشريعات مفهوم المرافق العامة، لذلك لا بد من الاسترشاد بما استقر عليه الفقه الإداري في تعريف المرفق العام. بعض الفقهاء ينظر إلى المرفق العام وفقاً للمعيار الشكلي الذي يأخذ بالجهاز الإداري للقائم بأداء النشاط. فالمرفق العام بالمعنى الشكلي هو الهيئة أو الجهاز الذي يقوم بإشباع الحاجات العامة. والبعض الآخر ينظر إلى المرفق العام من معيار موضوعي يأخذ بطبيعة النشاط الذي تمارسه الإدارة. المرفق العام بالمعيار الموضوعي هو النشاط النفعي العام الذي تقوم به الإدارة تحقيقاً للمصالح العام^١. الرأي الراجح في الفقه يذهب إلى الجمع بين المعيارين السابقين لتعريف المرفق العام، فيعرف المرفق العام وفقاً لذلك بأنه "المشروع الذي تقوم به الإدارة بنفسها أو بواسطة أفراد عابدين، يعمل بانتظام واطراد تحت إشرافها وتوجيهها، وبأسلوب السلطة العامة لإشباع الحاجات العامة

^١ توف كمان، القانون الإداري الأردني. الطبعة الأولى. عمان: دن، ١٩٩٣، ص ٣١٦. خميس السيد إسماعيل، مرجع سابق،

للجمهور"^{١١}. أو هو مشروع يهدف إلى تحقيق النفع العام، تحتفظ الحكومة بالكلمة العليا في إنشائه وإدارته وإلغائه.^{١٢}

عرفت محكمة العدل العليا الأردنية المرفق العام بأنه "حاجة جماعية بلغت من الأهمية مبلغاً يقتضي تدخل الحكومة لكي توفرها للأفراد باستخدام وسائل القانون العام، سواء أكان الأفراد يستطيعون بوسائلهم الخاصة إشباع تلك الحاجة أم لا. أي أن العنصر الأساسي في المرفق العام هو ضرورة وجود خدمة عامة يهدف المشرع إلى إدارتها من الحكومة مباشرة أو بواسطة ملتزم تحت إشرافها، لا فارق بين أن تتعلق تلك الخدمة بنشاطات تجارية أو صناعية أو خلافها.

- إن اعتبار أي مشروع مرفقاً عاماً هو من الأمور التقديرية التي تدخل في اختصاص السلطتين التنفيذية والتشريعية بلا معقب عليهما من القضاء.

- إن المرفق العام يجوز أن يكون محل امتياز طبقاً لأحكام المادة ١١٧ من الدستور.^{١٣}

ومن هنا نستنتج أن هناك عنصرين لمفهوم المرفق العام هما عنصر السلطة العامة وعنصر الحاجة العامة.

- عنصر السلطة العامة: أي أن إنشاء المرفق العام، وتنظيمه، وإلغاءه يكون بمبادرة السلطة العامة في الدولة، وليس من عمل القضاء أو الفقهاء^{١٤}. فالإدارة هي التي تقرر اعتبار نشاط ما مرفقاً عاماً سواء

^{١١} نواف كمان، مرجع سابق، ص ٣١٦-٣١٩

^{١٢} ماجد راغب الحلو، المركز القانوني للبنك المركزي دراسة مقارنة في البلاد العربية. الكويت: مجلة الحقوق، تصدرها كلية الحقوق والشرعية بجامعة الكويت، السنة الثالثة، العدد الأول، مارس ١٩٧٩، ص ١٦٨. وكذلك انظر السيد خليل ميكل، القانون الإداري السعودي. جامعة الملك سعود: عمادة شؤون المكتبات، بدون تاريخ، ص ٧٤

^{١٣} عدل علياً أردنية، قرار ٦٧/٧٤، مجلة نقابة المحامين، المدة ٦، سنة ١٩٦٩ ص ٣٢١

^{١٤} سليمان محمد الطماوي، مبادئ القانون الإداري دراسة مقارنة، الكتاب الثاني نظرية المرفق العام وعمال الإدارة العامة. دم: دار

أكانت الهيئة التي تتولاه عامة أم خاصة، ولا يستطيع أحد إجبارها أو مطالبتها بإنشائه إلا إذا كان القانون يستلزم ذلك.^{١٥}

وتعالج المساتير غالباً الكيفية التي يتم بها إنشاء المرافق العامة. مثلاً لم يدرج الدستور الفرنسي إنشاء المرافق العامة من بين صلاحيات المجلس التشريعي التي حددها حصراً، وبذلك أصبح للسلطة التنفيذية صلاحية إنشاء المرافق العامة بأنظمة مستقلة^{١٦}. لكن يستثنى من هذه القاعدة الحالات التالية استناداً إلى نص المادة ٣٤ من الدستور: عندما ينطوي إنشاء المرفق العام على المساس بالحريات العامة بأن يضع قيوداً على حقوق الأفراد وحرياتهم أو يلقي التزامات عليهم، كإنشاء احتكار يقيد حرية التجارة والصناعة. عندما يحتوي إنشاء المرفق العام على إنشاء طائفة جديدة من المرافق العامة وعندما ينطوي إنشاء المرفق العام على تأميم أو نقل ملكية خاصة إلى ملكية عامة^{١٧}.

وفي الأردن ووفقاً لأحكام الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢ يتم إنشاء المرافق العامة بقانون، أو بناء على قانون يخول إحدى سلطات الدولة إنشاءه، إذ إن إنشاء الوزارات والدوائر الحكومية وتنظيمها يتم بموجب أنظمة يصدرها مجلس الوزراء، وذلك استناداً إلى المادة ١٢٠ من الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢ التي تنص على ما يلي: "التقسيمات الإدارية في المملكة الأردنية الهاشمية وتشكيلات دوائر الحكومة ودرجاتها وأسمائها ومنهاج إدارتها وكيفية تعيين الموظفين وعزلهم والإشراف عليهم وحدود صلاحياتهم واختصاصاتهم تعين بأنظمة يصدرها مجلس الوزراء بموافقة الملك"^{١٨}. أما إنشاء المرافق

^{١٥} تنص محكمة العدل العليا الأردنية في قرارها رقم ٩٥/١٢ المنشور في مجلة النقابة لسنة ١٩٩٧ ص ٥٣٣ على أن من المتوق عليه وجود سلطة تقديرية للإدارة في إنشاء المرفق العام وتنظيمه شرعياً عدم المساس بحقوق الأفراد والموظفين.

^{١٦} سامي جمال الدين، اللوائح الإدارية وضمانة الرقابة الإدارية. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٨٢، ص ٣٦٤-٣٦٧.

^{١٧} سامي جمال الدين، مرجع سابق، ص ٣٧٦-٣٧٧.

^{١٨} الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢، الجريدة الرسمية. عدد ١٠٣٩، تاريخ النشر: ١٩٥٢/١/٨.

للمصلحة المتخصصة التي تدار بأسلوب المؤسسة العامة، فيتم إنشاؤها وتنظيمها بقوانين^{١٦}. أما الدستور المصري فقد خول بكل صراحة رئيس الجمهورية حق إصدار القرارات اللازمة لإنشاء وتنظيم المرافق والمصالح العامة^{١٧}.

ويجب كذلك لاعتبار المشروع مرفقا عاما أن يخضع للسلطة العامة. يقصد بالخضوع للسلطة العامة بالإضافة إلى ما تقوم به السلطة العامة من عمليتي الإشراف والرقابة، حقها بتوجيه عمل وسير المرفق العام^{١٨}. وبما أن السلطة العامة هي الجهة المخولة بإنشاء المرفق العام يكون لها سلطة إلغائه^{١٩}. - يهدف المرفق العام إلى إشباع حاجة عامة: أي ضرورة وجود خدمة عامة يسعى المشرع إلى القيام بها، تقوم بها الحكومة بنفسها، أو يعهد بها إلى ملتزم تحت إشراف السلطة الإدارية سواء أكانت هذه الخدمة مادية، كتوفير سلعة معينة أو معنوية كاللتعليم^{٢٠}. مفهوم الحاجة العامة يختلف من دولة لأخرى ومن زمان لآخر. ويترتب على فكرة الحاجة العامة فكرة المساواة أمام المرفق العام^{٢١}. ولكي يكون

^{١٦} نواف كعنان، مرجع سابق، ص ٣١٩-٣٢٠. ومن قرارات محكمة العدل العليا المتعلقة بهذا الموضوع ما يلي: "لا تدخل الجمعية العلمية الملكية في مفهوم الدوائر والمؤسسات العامة الإدارية أو أشخاص القانون العام نظرا لعدم تأسيسها بمقتضى نظام صادر بالاستناد إلى المادة ١٢٠ من الدستور أو بمقتضى قانون خاص بها". قرار رقم ٨٣/١٨٢ منشور في مجلة نقابة المحامين لسنة ١٩٨٤ ص ٦٤٩. "لا يعتبر فندق عالية مؤسسة عامة لأنه لم ينشأ بأداة تشريعية منحت له شخصية مستقلة تقوم على إدارة مرفق عام، ولا يعتبر موظفوه موظفين عامين". قرار رقم ٨٨/٨٨، مجلة نقابة المحامين الأردنية لسنة ١٩٨٩ ص ٢٣٨٣. "تعتبر أكاديمية الطيران الملكية الأردنية مؤسسة عامة تدير مرفقا عاما أنشئ بقانون وله شخصية معنوية واستقلال مالي وإداري، له أن يقاضي ويقاضى بهذه الصفة ويعتبر موظفوه موظفين عامين". قرار رقم ٩٤/٤٥ مجلة النقابة لسنة ١٩٩٤ ص ٧٧٥

^{١٧} سليمان محمد الطماوي، مرجع سابق، ص ٣١-٣٣. ومحمد فؤاد مهنا، مرجع سابق، ص ١٨٧

^{١٨} نواف كعنان، مرجع سابق، ص ٣١٩-٣٢٤

^{١٩} السيد خليل هيكل، مرجع سابق، ص ٨١-٨٢

^{٢٠} مصطفى عبد المقصود سليم، مرجع سابق، ص ٥٣

^{٢١} السيد خليل هيكل، مرجع سابق، ص ٧٩

المرفق العام محققاً للنفع العام يجب ألا يستهدف تحقيق الربح، وهذا لا يعني أن يقدم المرفق العام خدماته مجاناً للجمهور، إنما قد يفرض رسوماً على المنتفعين ليستطيع القيام بأعبائه.

وتقسم المرافق العامة من حيث طبيعة النشاط الذي تزاوله إلى مرافق عامة إدارية، ومرافق

عامة اقتصادية (تجارية أو صناعية)، ومرافق التوجيه المهني:

-المرفق الإداري: يتولى نشاطاً لا يمارسه الأفراد عادة، نتيجة لانعدام مصلحتهم فيه، أو لعجزهم عن القيام به، مثل مرفق الصحة والدفاع وإعداد الطرق. وتخضع المرافق العامة الإدارية للقانون الإداري، ويتمتع الدولة في ممارستها لنشاطها بامتيازات ووسائل القانون العام.

-المرفق الاقتصادي: يباشر نشاطاً ذا صبغة اقتصادية، تجارية أو صناعية، يمكن أن يمارسه الأفراد، إذ يعمل المرفق في ظروف مشابهة لظروف المشروعات الخاصة. وتخضع المرافق الاقتصادية للقانونين العام والخاص. يخضع للقانون العام كونه مرفقاً عاماً، وتطبق عليه المبادئ الأساسية للمرافق العامة وهي دولام سير المرفق العام بانتظام واطراد، المساواة بين المنتفعين ومبدأ قابلية المرفق العام للتغيير والتعديل في كل وقت. كما يتمتع بوسائل القانون العام كحق إصدار القرارات الإدارية، ونزع الملكية للمنفعة العامة. أما خضوعه للقانون الخاص فيأتي من طبيعته الاقتصادية المشابهة لمشروعات الأفراد التي تستدعي للخضوع للقانون الذي يتلاءم مع طبيعته. وعلى ذلك القانون الذي يحكم علاقة المرفق بعملائه والعقود التي يبرمها معهم ما لم تتضمن شروطاً غير مألوفة في القانون الخاص تخضع للقانون الخاص ويختص القضاء العادي بنظر المنازعات المتعلقة بهذه الدعاوى.

-مرافق للتوجيه المهني: ينحصر عمل هذه المرافق برقابة وتوجيه النشاط المهني، إذ يعهد بإدارتها إلى هيئات مهنية أو نقابية تتمتع ببعض امتيازات السلطة العامة. أمثلة عليها الغرف التجارية والصناعية، نقابة المحامين ونقابة عمال البناء وغير ذلك^{٢٥}.

تعد الأولى فقط من أشخاص القانون العام، بينما تدرج الثانية والثالثة ضمن أشخاص القانون الخاص حتى لو تولت الدولة إدارتها بالطريق المباشر^{٢٦}.

وبما أن السلطة العامة هي صاحبة الاختصاص في إنشاء المرفق العام، يكون لها كذلك حرية اختيار الطريقة الملائمة لإدارته، آخذة بعين الاعتبار نوع المرفق العام، وطبيعة نشاطه، وأهمية هذا المرفق العام للدولة. وهناك خمس طرق لإدارة المرافق العامة، هي: الإدارة المباشرة، والامتياز وسنأتي على ذكره لاحقاً، والمؤسسة العامة^{٢٧}، وشركات الاقتصاد المختلط، والاستغلال غير المباشر. فإذا ما قامت الدولة مباشرة بإنشاء المرفق العام وإدارته بأموالها وموظفيها مستعينة بوسائل القانون العام تكون قد اتبعت طريقة الإدارة المباشرة. وهذه الطريقة تدار بها جميع المرافق الإدارية. كما قد تساهم الدولة أو أحد الأشخاص العامة في شركات مع أشخاص القانون الخاص بهدف إدارة مرفق عام، وفي هذه الحالة تكون قد اتبعت طريقة شركات الاقتصاد المختلط. أما الاستغلال غير المباشر فتعهد فيه الدولة إلى شخص من أشخاص القانون الخاص إدارة مرفق عام اقتصادي بأموالها وتحت مسؤوليتها، مقابل عوض

^{٢٥} وضاح الحمود، المرفق العام كميّار لتحديد القانون الإداري. عمان: رسالة ماجستير كلية الحقوق، الجامعة الأردنية ١٩٩٢، ص

^{٢٦} فاكس من الدكتور علي خطار دكتور القانون الإداري في الجامعة الأردنية.

^{٢٧} مفهوم المؤسسة العامة سبق أن تعرضنا له في الصفحة ٣٨-٣٩ من هذه الدراسة.

٢- مفهوم المرفق العام في فلسطين

بعد أن تعرضنا إلى مفهوم المرفق العام، يثور السؤال الآتي: هل مفهوم المرفق العام موجود

في فلسطين، وهل تعد سوق الأوراق المالية مرفقاً عاماً في فلسطين؟

الفترة الانتدابية على فلسطين: نص مرسوم دستور فلسطين لسنة ١٩٢٢ في المادتين ١٢ و ١٣ على ما

يلي: المادة ١٢ (١): تتناط بالمندوب السامي أنئذ جميع الحقوق في الأراضي العمومية أو الحقوق

المتعلقة بها، وله أن يمارس تلك الحقوق بصفته أميناً عن حكومة فلسطين.

(٢) تتناط بالمندوب السامي كافة المناجم والمعادن على اختلاف أنواعها وأوصافها، سواء أكانت فوق

اليابسة أو المياه أم تحتها، وسواء أكانت تلك للمياه أنهرأ داخلية أم بحيرات أم مياهأ ساحلية، على أن

يراعى كل حق ممنوح لأي شخص لاستثمار هذه المعادن أو المناجم بمقتضى امتياز يكون نافذاً في

تاريخ هذا المرسوم^{٢٩}.

المادة ١٣: " للمندوب السامي أن يهب أو يؤجر أية أرض من الأراضي العمومية، أو أي معدن أو

منجم، وله أن يأذن بإشغال مثل هذه الأراضي بصفة مؤقتة وبالشروط واللمدد التي يراها ملائمة، على أن

تراعى في ذلك أحكام أي قانون. ويشترط في ذلك أن تجري كل هبة كهذه أو كل إيجار أو تصرف كهذا

وفقاً لمرسوم أو تشريع أو قانون معمول به الآن في فلسطين، أو سيعمل به فيما بعد أو وفقاً لما قد

يصدر للمندوب السامي من التعليمات بتوقيع جلالته وختمه أو بواسطة الوزير ، تنفيذاً لأحكام صك

الانتداب^{٣٠}.

لاحظنا من المادتين السابقتين تمتع المندوب السامي بصلاحيات مطلقة تخوله حق التصرف في

الأراضي العمومية والمرافق الطبيعية وتأجير الأراضي وهبتها، ويقاس على ذلك سلطاته في إنشاء

^{٢٨} سليمان محمد الطلواوي، مرجع سابق، ص ١٤٩ و ١٤٧. عدنان عمرو، مرجع سابق، ص ٧٠ و ٦٢

المرفق العام. وقد قام المندوب السامي بإنشاء العديد من المرافق العامة، كالبليات والمجالس المحلية والقروية في فلسطين^{٢١}، معهد الحقوق^{٢٢}، سكك الحديد^{٢٣}. كما باشرت المحكمة العليا بصفتها محكمة عدل عليا للنظر في منازعات المرافق العامة^{٢٤}.

الفترة الأردنية على فلسطين: سبق أن ذكرنا أنه وفقاً للمادة ١٢٠ من الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢ تنشأ مرافق الدولة الإقليمية كدوائر الدولة وتقسيماتها بأنظمة من مجلس الوزراء. أما المرافق المصلحية فتنشأ بقانون وذلك وفقاً لما استقر عليه الفقه والقضاء الأردني. ومن المرافق العامة التي أنشأتها الحكومة الأردنية أبان الوحدة مع الضفة الغربية مؤسسة تسويق المنتوجات الزراعية، مؤسسة تلفزيون المملكة الأردنية الهاشمية، وزارة الشؤون الاجتماعية، الجامعة الأردنية^{٢٥}.

^{٢١} تنص المادة ٢/٣ من قانون البلديات رقم ١ لسنة ١٩٣٤ على سلطة المندوب السامي في إصدار منشور يعلن، فيه عن تأليف بلدية. الوقائع الفلسطينية، عدد ٤١٤، تاريخ النشر: ١٢ كانون الثاني ١٩٣٤.

^{٢٢} نظام مجلس الحقوق لعام ١٩٣٨. الوقائع الفلسطينية، عدد ٨٤٣، تاريخ النشر: ٢٤ تشرين الثاني ١٩٣٨ ص ١٧٨٦

^{٢٣} ارجع إلى قانون سكك حديد الحكومة رقم ٢٩ لسنة ١٩٣٦. الوقائع الفلسطينية عدد ٥٩٣، تاريخ النشر: ١٤ أيار ١٩٣٦ ص ٢٦٩.

^{٢٤} تنص المادة ٧ من قانون المحاكم رقم ٣١ لسنة ١٩٤٠ على صلاحية محكمة العدل العليا بالنظر في "الأوامر التي تصدر إلى الموظفين أو الهيئات العمومية بشأن القيام بواجباتهم العمومية وتكليفهم القيام بأفعال معينة أو بالامتناع عن القيام بها" الوقائع الفلسطينية، عدد ١٠٣٢، ملحق رقم ١ تاريخ النشر: ٧/٢٥، ١٩٤٠ ص ١٦٢

^{٢٥} المصادر الأولية لها على الترتيب: مؤسسة تسويق المنتوجات الزراعية أنشئت بالقانون رقم ٤٢ لسنة ١٩٦٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٩٣٣، تاريخ النشر: ٢ تموز ١٩٦٦. مؤسسة التلفزيون أنشئت بالقانون رقم ٥٢ لسنة ١٩٦٦، عدد ١٩٥٦، تاريخ النشر: ١٦ تموز ١٩٦٦. وزارة الشؤون الاجتماعية أنشئت بالقانون رقم ١٤ لسنة ١٩٥٦، المرجع السابق عدد ١٢٦٥ ص ١٣٦٧. تاريخ النشر: ٧ تموز ١٩٥٦ الجامعة الأردنية أنشئت بالقانون رقم ١٧ لسنة ١٩٦٤، المرجع السابق، عدد ١٧٦٤، تاريخ النشر: ١ حزيران ١٩٦٤ ص ٧٤٠

فترة الحكم المصري على قطاع غزة: نصت المادة ٢٧ من النظام الدستوري لسنة ١٩٦٢ "يرتب المجلس التنفيذي المصالح العامة، ويولي الموظفين ويعزلهم، وذلك على الوجه المبين بالقانون". أعطت هذه المادة للإدارة سلطة إنشاء المرافق العامة. وتطبيقاً لها صدر قرار من المجلس التنفيذي بشأن إنشاء الهيئة العامة لرعاية مرضى الدرن وأسره رقم ٣ لسنة ١٩٦٧.^{٢٤}

فترة السلطة الوطنية الفلسطينية: طبقت السلطة الوطنية مفهوم المرافق العامة، وقامت منذ توليها زمام الأمور بإنشاء عدد من المرافق العامة مثل سلطة المياه^{٢٥}، وسلطة للطاقة الفلسطينية^{٢٦}، وهيئة الرقابة العامة^{٢٧}، والهيئة العامة للاستعلامات^{٢٨}، ومؤسسة البحر^{٢٩}. وهنا نتساءل عن موقف مشروع الدستور الفلسطيني من كيفية إنشاء المرافق العامة. لم يحدد المشروع الجهة المخولة بإنشاء المرافق العامة. وبذلك ترك المشروع للسلطة التنفيذية حق إنشاء المرافق العامة في فلسطين وتنظيمها.

نخلص مما سبق إلى وجود مفهوم المرفق العام في فلسطين خلال مراحل الحكم المختلفة التي

^{٢٤} الوقائع الفلسطينية . عدد خاص ١٩/٣/١٩٦٧

^{٢٥} أنشئت بالقانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٦ . الوقائع الفلسطينية، عدد ١١ فبراير ١٩٩٦ ص ٣٦

^{٢٦} أنشئت بالقانون رقم ١٢ لسنة ١٩٩٥ . الوقائع الفلسطينية، عدد ٧ أكتوبر ١٩٩٥ ص ١٠

^{٢٧} أنشئت بالقانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٥ . الوقائع الفلسطينية، عدد ١١ فبراير ١٩٩٦ ص ٧

^{٢٨} أنشئت بالقرار رقم ١٠ لسنة ١٩٩٦ . الوقائع الفلسطينية، عدد ١٢ إبريل ١٩٩٦ ص ٦٣

^{٢٩} أنشئت بالقرار رقم ٦٥ لسنة ١٩٩٧ . الوقائع الفلسطينية، عدد ١٨ أغسطس ١٩٩٧ ص ٢٥

حكمتها تماشياً مع الرأي الفقهي الراجح القاضي بسلطة الإدارة في إنشاء وتنظيم المرافق العامة. فهل

تمثل سوق الأوراق المالية مرفقاً عاماً في فلسطين؟

أرى أن سوق الأوراق المالية في فلسطين تمثل مرفقاً عاماً للأسباب التالية:

(١) تحقق عنصر الحاجة العامة: تمثل سوق الأوراق المالية مشروعاً هاماً، حيويًا وضروريًا في كافة دول العالم، وتهدف إلى تحقيق النفع العام بما تقوم به من توظيف الاندثار عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد القومي، وتحقيق مصلحة البلاد المالية عن طريق تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها^{٤٠}. فمن ناحية تلبي حاجات شركات المساهمة العامة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وترغب في أن يتم التداول على أوراقها المالية ضمن بوتقة نزيهة، وتحت رقابة وإشراف. أما المستثمرون الذين ييغون الاستثمار في الأوراق المالية فهم أيضاً بحاجة إلى أن يتم ذلك ضمن إطار يكفل لهم جدية الشركات وشفافية أوضاعها، وإبرام الصفقات ضمن جو علني يتحدد فيه السعر بناء على آليات السوق.

(٢) تحقق عنصر السلطة العامة: كما سبق أن ذكرت جاء تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية بعد الحصول على موافقة السلطة الوطنية. وهنا لنا أن نتساءل: هل كان من الممكن أن تتأسس سوق للأوراق المالية في فلسطين دون موافقة السلطة الوطنية للفلسطينية؟ لا شك أن الإجابة عن هذا السؤال حتماً ستكون بالنفي، مما يتبين لنا أن الكلمة الأولى في تأسيس السوق في فلسطين كمرق عام كانت للسلطة العامة، وبما أن لها حق تأسيسها، فلها بالطبع حق إلغائها. كما ستخضع سوق الأوراق المالية للفلسطينية وفقاً لما هو متبع في كافة دول العالم لجهة إشراف ورقابة، يكون لها حق توجيه سير وعمل السوق من خلال الأنظمة والتعليمات التي ستصدرها.

وإذا ما كلفنا سوق الأوراق المالية على أنها مرفق عام فهي بالتأكيد مرفق اقتصادي، إذ يتم من

خلالها ممارسة أعمال تجارية (بيع وشراء الأوراق المالية).

^{٤٠} أنظر المادة ٤ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

توصلنا بذلك إلى أن سوق الأوراق المالية في فلسطين تشكل مرفقاً عاماً، وبذلك يكون قد تحقق شرطان من شروط العقد الإداري في الاتفاقية المبرمة بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية. أولاً، أحد أطراف الاتفاقية شخص معنوي عام، وثانياً، تهدف الاتفاقية إلى إنشاء مرفق عام في فلسطين وإدارته، هو سوق للأوراق المالية. وحتى نستطيع أن نكيّف الاتفاقية على أنها عقد إداري يجب أن يتحقق الشرط الثالث من شروط العقد الإداري، وهو احتواء الاتفاقية على شروط استثنائية، وهذا ما سنعالجه فيما يلي:

ثانياً: مدى اتباع أسلوب القانون العام في تنظيم العقد عن طريق تضمينه بالشروط الاستثنائية

ليس هناك معيار محدد لمفهوم الشروط الاستثنائية، فهي غير واضحة إلى اليوم، سواء في فرنسا أو في مصر، وهي في مجملها ترجع إلى تقدير القاضي، يقدرها حسب الظروف وملابسات القضية. ذهب القضاء الفرنسي وبعض القضاء المصري في بعض أحكامه إلى أنها تلك الشروط التي تختلف بطبيعتها عن العقود في القانون الخاص، فهي إما شروط غير مألوفة في القانون الخاص دون أن تكون باطلة، كما في حالة منح الإدارة امتيازات خاصة، كحقها في فسخ العقد وحقها في ممارسة السيطرة والرقابة تجاه الطرف الآخر، أو شروط يستحيل تواجدها في القانون الخاص، وإن وجدت تعد باطلة لمخالفتها النظام العام^١.

وبذلك يمكن التمييز بين نوعين من الشروط الاستثنائية: ١- شروط يستحيل توافرها في عقود القانون الخاص، لأنها تحدد الطبيعة الإدارية للعقد، تنطوي على عنصر السلطة العامة ٢- شروط غير

^١مصطفى عبد المتصدق سليم، ص ١٠٤

مألوفة في عقود القانون الخاص، لا تحدد الطبيعة الإدارية للعقد إلا بطريق غير مباشر، ويتجسد دورها في إظهار نية المتعاقدين باتباع أسلوب القانون العام.

ومما تجدر ملاحظته هو أن وجود شرط استثنائي واحد كاف لإظهار نية الإدارة اتباع أسلوب

القانون العام في العقد^{٤٢}.

من أهم صور الشروط الاستثنائية:

١- الشروط المرتبطة بامتيازات السلطة العامة: وهي تلك الشروط التي تتميز بطابع السلطة

العامة، وتواجدها في عقود القانون الخاص غير مألوف أو مستحيل، فهي تخل بمبدأ المساواة بين

المتعاقدين. وهي أيضا على عدة صور أهمها:

* الشروط التي تتضمن امتيازات للإدارة قبل المتعاقد معها: أي تلك الشروط التي تخل

بمبدأ المساواة لصالح الإدارة قبل المتعاقد معها. مثلا:

- الشروط التي تعطي الإدارة حق تعديل العقد بمفردها، وإلزام المتعاقد معها بهذا التعديل. يعد هذا الشرط

من أهم الشروط التي تميز العقد الإداري عن العقد المدني. من مبادئ العقد المدني أن العقد شريعة

المتعاقدين لا يجوز تعديله أو نقضه إلا باتفاق المتعاقدين، أو للأسباب التي يقرها القانون، بينما في

العقود الإدارية للإدارة أثناء تنفيذ العقد أن تعدل من التزامات المتعاقد معها بإرادتها المنفردة. كما لها أن

تنتهي العقد إذا رأت ذلك. وللإدارة حق تعديل العقد حتى لو لم ينص على ذلك، ولا يجوز التنازل عن هذا

الحق كليا أو جزئيا، ويشترط أن يهدف التعديل إلى صالح المرفق^{٤٣}.

- الشروط التي تعطي الإدارة حق فسخ العقد وإنهائه بإرادتها المنفردة دون الحاجة إلى رضا الطرف

الآخر ودون تدخل القضاء.

^{٤٢} محمد عبد الواحد الجميلي، مرجع سابق، ص ١٢٦

^{٤٣} خميس السيد إسماعيل، مرجع سابق، ص ١٥٠

-الشروط التي تخول الإدارة سلطة الإشراف والتوجيه. لا تعد شروطاً استثنائية -نظراً لإمكانية وجودها في عقود الأفراد- إلا إذا كان مستوى تدخل الإدارة في الإشراف والمراقبة أعلى مما هي عليه في عقود الأفراد.

- الشروط التي تخول الإدارة حق توقيع الجزاءات. ونظراً لأن إخلال المتعاقد مع الإدارة لا يعد إخلالاً بالتزام تعاقدي، وإنما يعد مساساً بمرفق عام، يتوجب أن تكون الجزاءات التي تسترتب على الإخلال بالالتزام شديدة. إذا حدد العقد الشروط التي تعطي الإدارة الحق في توقيع الجزاءات والعقوبات على من يتعاقد معها عندما يخل بالتزاماته، مثل الوضع تحت الحراسة، والحلول محل المتعاقد، وفسخ العقد، من غير الجائز الاستعاضة عنها بجزاء آخر، مع إمكانية حلول الإدارة محل المتعاقد جزئياً أو كلياً في القيلم بالالتزامات التي لم يتم بالوفاء بها، حتى لو لم ينص العقد على ذلك. أما سكوت العقد عن الجزاءات التي ستوقع على المتعاقد في حال إخلاله فإنها لا تعفيه منها، إذ للإدارة أن تتدخل بجميع الوسائل لضمان تنفيذ الالتزامات الناشئة عن تلك العقود دون الحاجة إلى تدخل القضاء -وإن كانت تخضع لرقابة القضاء اللاحقة- على عكس عقود للقانون الخاص، إذ يشترط صدور حكم قضائي بالتعويض. كما أن للإدارة حق فسخ العقد دون الحاجة إلى صدور حكم قضائي^{٢٢}.

-الشروط التي تعطي الإدارة وحدها حق التدخل في أعمال المتعاقد أو في تنظيم المنشأة محل التعاقد. مثلاً الشروط التي تعطي الإدارة الحق في فسخ عقد تأجير السيارات الذي أبرمته إذا لم يتم المتعاقد بصيانة سيارته.

* الشروط التي تخول للمتعاقد مع الإدارة ممارسة بعض امتيازات السلطة العامة في مواجهة

الغير: هنا المتعاقد مع الإدارة يتلقى تفويضاً منها بممارسة بعض امتيازات السلطة العامة. تعد مثل هذه الشروط غريبة عن العقود في القانون الخاص ويستحيل وجودها فيها. مثلاً:

- الشروط التي تمنح المتعاقد حق تحصيل الرسوم من المنتفعين بخدمات المرفق العام، وحق نزع الملكية لإقامة المنشآت اللازمة، وحق ممارسة بعض سلطات البوليس قبل المنتفعين.

- الشروط التي تعطي المتعاقد مع الإدارة حق احتكار فعلي، فالإدارة في هذه الحالة تمتنع عن إعطاء تراخيص أو تصاريح للشركات أو الأفراد المنافسين للملتزم.

٢- الشروط التي تحمل طابع القانون العام: هذه الشروط غير مألوفة في عقود القانون الخاص، ولكنها غير مستحيلة. لا تتطوي على أسلوب السلطة العامة، ولكن تتعلق بأحكام القانون العام وترتبط به. إذ لا يمكن تفسيرها إلا في ضوء أحكام القانون العام، ويقتضي تنفيذها أعمال القواعد الخاصة بهذا القانون. بمعنى آخر "هي تلك الشروط التي تبدو مستوحاة من القانون العام، وتحمل طابع هذا القانون بناء على مضمونها أو هدفها"^{٥٥}.

أمثلة عليها، الشروط التي تخول المتعاقد ونتيجة لتدخل الإدارة حق إعادة التوازن المالي للعقد، تلك التي تمنحه ضمانات ضد الاستعمال التعسفي لسلطات الإدارة، وكذلك الشروط الخاصة بتعديل الثمن في الحالات الاقتصادية غير المتوقعة"^{٥٦}.

وبدراسة الاتفاقية يتبين لنا ما يلي:

١. تعهدت وزارة المالية بإلزام جميع الشركات المساهمة العامة المستوفية لشروط الإدراج بتقديم طلب الإدراج وتزويد السوق بجميع المعلومات اللازمة، وتنفيذ قرارات السوق أثناء تأدية السوق

^{٥٥} محمد عبد الواحد الجميلي، مرجع سابق، ص ١٣٧

^{٥٦} محمد عبد الواحد الجميلي، مرجع سابق، ص ١٣١ - ١٣٩

لصلاحياتها^{٤٢}. تتطوي الشروط السابقة على أسلوب السلطة العامة، أي دخلت الإدارة الاتفاقية بصفتها

صاحبة السلطة والسيادة لا بصفتها فرداً عادياً، وهدفت تحقيق المصلحة العامة.

٢. كما تضمنت الاتفاقية شروطاً تخول المتعاقد مع الإدارة بعض امتيازات السلطة العامة في مواجهة

للغير، مثلاً:

-منحت الاتفاقية السوق حق احتكار التداول بالأوراق المالية وإدارة عمليات التسوية وإقامة

مركز لإيداع وتحويل الأوراق المالية في فلسطين.

-كما خصتها بصلاحيات تحديد وتحصيل الاشتراكات والرسوم والعمولات من الأعضاء في

السوق وشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق.

-وأعطتها كذلك حق فرض العقوبات على أعضاء السوق ومستخدميهم في حالة ارتكابهم أو

ارتكاب أي منهم لأي مخالفة لأنظمة وتعليمات السوق. ففي حين يقوم القاضي بفرض العقوبات

في العقود الخاصة، نلاحظ هنا أن الإدارة نقلت هذا الامتياز الذي تتمتع به للمتعاقد معها.

-تتمتع السوق بصلاحيات قبول شركات الوساطة المالية كأعضاء في السوق، وتنظم أعمالها،

وتشرف عليها وعلى مستخدميها بما يضمن سلامة التداول في الأوراق المالية. أن يكون

لشركة حق الإشراف على شركة أخرى، هو بند غير مألوف في العقود الخاصة، ذلك أنه

امتياز من امتيازات السلطة العامة نقلته الإدارة للغير.

-يتولى وزير المالية تعيين أحد أعضاء هيئة مديري شركة السوق، يختاره من رجال الأعمال

والمستثمرين. وقيام الوزير بتعيين أحد أعضاء هيئة المديرين على الرغم من عدم مساهمة

للحكومة أو أية هيئة عامة أخرى في رأسمال شركة السوق، هو بند غير مألوف في عقود

القانون الخاص يحمل طابع للقانون العام.

^{٤٢} انظر البند سابقاً ب) ٣، ٤ من الاتفاقية المذكورة.

وبذلك تكون قد احتوت الاتفاقية على عدد من الشروط الاستثنائية في حين أن وجود شرط استثنائي واحد يعد كافياً لإظهار رغبة الإدارة باتباع أسلوب القانون العام في تنظيم مرفق السوق.

ونخلص مما سلف إلى توفر الشروط الثلاثة المكونة للعقد الإداري في الاتفاقية، فأحد أطرافها شخص معنوي عام، هدفت الاتفاقية تسيير وإدارة مرفق عام ألا وهو سوق الأوراق المالية، احتوت الاتفاقية على شروط استثنائية تعكس رغبة الإدارة باتباع أسلوب القانون العام. إذ أن نكف الاتفاقية على أنها عقد إداري.

والعقود الإدارية أنواع، منها: عقد الأشغال العامة (المقولة)^{٤٨}، وعقد التوريد العام^{٤٩}، وعقد امتياز المرافق العامة. ما يهمنا هنا هو عقد امتياز المرفق العام الذي يكاد يكون الأقرب إلى الاتفاقية، فما هو عقد امتياز المرفق العام؟

هو عقد طرفاه الإدارة وأحد أشخاص القانون الخاص، يخول الأخير حق إدارة وتسيير مرفق عام ذي طبيعة اقتصادية على نفقته وتحت مسؤوليته لمدة محددة من الزمن، مقابل مكافأة محددة، غالباً ما تشمل رسوماً يدفعها المنتفعون^{٥٠}. وهذا ما ينطبق تماماً على نص الاتفاقية^{٥١}، ذلك لأن الإدارة قد تعاقدت

^{٤٨} هو العقد المبرم بين الإدارة وبين شخص من أشخاص القانون الخاص، يتعهد بمقتضاه الأخير بالعمل على بناء أو ترميم أو صيانة في عمار لحساب الإدارة مقابل ثمن محدد. خميس السيد إسماعيل، مرجع سابق، ص ٣٢

^{٤٩} عقد التوريد هو عقد يتعهد فيه شخص من أشخاص القانون الخاص بتوريد منقولات معينة للإدارة بحاجتها مرفق عام مقابل ثمن محدد، مثل توريد مواد حربية للجيش. محمود خلف الجبوري، العقود الإدارية. دم: مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، ١٩٩٨، ص ٢٠

^{٥٠} سعاد الشرقاوي، مرجع سابق، ص ١٢٣

^{٥١} يتفق الدكتور عدنان عمرو أستاذ القانون الإداري في كلية الحقوق، جامعة القدس مع الباحثة على تكييف الاتفاقية بأنها عقد امتياز، في حين يرى الحامي تاجر عمرو المستشار القانوني للسوق أن الاتفاقية هي عقد من عقود القانون الخاص ينظر فيها القضاء العادي.

مع أحد أشخاص القانون الخاص (شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة) ليقوم بماله وتحت مسؤوليته بإدارة المرفق العام (سوق الأوراق المالية) مقابل الأرباح التي يحققها. وعلى الرغم من أن شركة سوق فلسطين للأوراق المالية قد أخذت على عاتقها تأسيس السوق وإدارتها بمالها وتحت مسؤوليتها، إلا أن نص الاتفاقية قد اقتصر على تخويل الشركة حق إدارة السوق حتى إن من يقرأ الاتفاقية يظن أن السلطة هي من تملك السوق، وشركة السوق هي التي تتولى إدارتها فقط^{٥٢}. وهذا عيب واضح في صياغتها. كما لم توضح الاتفاقية إن كان هناك أية التزامات مالية على شركة السوق لتجاه الوزارة، ولم تحدد مدة عقد الامتياز. وغالباً ما يلحق عقد الامتياز دفتر يسمى دفتر الشروط يوضح التزامات وحقوق أطراف العقد. خلت الاتفاقية من وجود مثل هذا الدفتر، ولم يلحقها أية اتفاقيات أخرى.

وقد استقر الفقه والقضاء على أن عقد الامتياز يتضمن نوعين من الشروط:

- شروط تنظيمية أو لائحية: وهي تلك الشروط الخاصة بتسيير المرفق وتنظيمه، وكل الشروط المتعلقة بالمنفعين والرسوم التي ينبغي أن يدفعوها. والشروط التنظيمية يمكن للإدارة تغييرها بنفسها، وينظر للقضاء الإداري بشأنها^{٥٣}. أمثلة على الشروط اللائحية التي وردت في الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية:

١- شرط قيام الوزارة بالرقابة والإشراف على السوق وشرط إلزامها لجميع الشركات المساهمة العامة المحققة لشروط الإدراج بتقديم طلب الإدراج.

“ رأى د. علي خطار أستاذ القانون الإداري، الجامعة الأردنية عند قراءة الاتفاقية أنها عقد استغلال غير مباشر. وعقد الاستغلال غير المباشر تم تعريفه في ص ١٣١ من الدراسة.

“ عدنان عمرو، مرجع سابق، ص ٥٢

٢- للشرط القاضي بحق شركة السوق تحديد وفرض متطلبات إفصاح محددة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق بموجب أنظمة تصدرها^{٥٤}. وحققها بتحديد وفرض وتحصيل الرسوم والعمولات التي تفرضها على الأعضاء في السوق^{٥٥}، وفرض العقوبات على المخالفين^{٥٦}.

= شروط تعاقدية: هي تلك البنود التي لا يمتد أثرها للمنتفعين، وتشمل الحقوق المالية والقانونية المقررة لصاحب الامتياز، كمدة الامتياز، والنصوص التي تضمن التوازن المالي للامتياز، وحق صاحب الامتياز في إبرام عقود وامتيازات أخرى. وأي نزاع بشأنها مع الإدارة ينظر فيه القضاء العادي^{٥٧}. بعض الأمثلة للشروط التعاقدية التي وردت في الاتفاقية:

- ١- للشرط القاضي بضرورة تقديم السوق المشورة للوزارة في مجال الأوراق المالية^{٥٨}.
- ٢- شرط تقديم السوق تقارير للوزارة عن عملها، وضرورة توفير المعلومات والإحصائيات الخاصة بمجال التعامل بالأوراق المالية^{٥٩}.

تم تسجيل شركة سوق فلسطين للأوراق المالية في الضفة الغربية، كما تم توقيع الاتفاقية المذكورة في نابلس، مما يستدعي تطبيق القانون الساري على الضفة الغربية، وذلك في ظل اختلاف للنظام القانوني للضفة الغربية عنه في محافظات غزة. وبما أن موضوع الاتفاقية هو منح امتياز

^{٥٤} البند سادساً: (١٧) من الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية وشركة السوق. ص ٦

^{٥٥} البند سادساً: (١٥) من الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية وشركة السوق، مرجع سابق، ص ٦

^{٥٦} البند سادساً: (٥) من الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية وشركة السوق، مرجع سابق، ص ٦

^{٥٧} عدنان عمرو، مرجع سابق، ص ٥٣

^{٥٨} البند سابعاً: (أ) ١ من الاتفاقية، مرجع سابق، ص ٧

^{٥٩} البند سابعاً، (أ) ٢ و ٣ من الاتفاقية، مرجع سابق، ص ٧

لاستغلال مرفق عام، كان من الواجب تطبيق المادة ١١٧ من الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢، التي تنص على "كل امتياز يعطى لمنح أي حق يتعلّق باستثمار المناجم أو المعادن أو المرفق العامة، يجب أن يصدق عليه بقانون". وهنا قد يتساءل البعض عن مدى سريان مثل هذه المادة.

صدر الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢ أبان الحكم الأردني على الضفة الغربية. وباحتلال إسرائيل للضفة الغربية وقطاع غزة عام ١٩٦٧، يثور السؤال التالي: هل تبقى أحكام الدستور قائمة خلال فترة الاحتلال؟؟ لقد صنف الفقه الدستوري أساليب إنهاء الدساتير إلى أسلوبين: الأسلوب العادي والأسلوب الثوري^{١٠}، لكنه لم يتعرض لوضع الاحتلال. قام القانون الدولي بتنظيم أحكام الاحتلال الحربي، على الرغم من أنه لم يعترف بشرعيته، إذ اعتبره ذي طبيعة مؤقتة لا ينقل السيادة على الإقليم المحتل إلى دولة الاحتلال^{١١}، مما يترتب على ذلك أن أحكام الدستور (نصوص الدستور الموضوعية المتعلقة بنظام الحكم كنص المادة ١١٧) تعلق خلال فترة الاحتلال ولا تلغى، فإذا ما زال الاحتلال تعود لنصوص الدستور الموضوعية قيمتها وتنب الحياة فيها من جديد^{١٢}.

عندما تولت السلطة الوطنية الفلسطينية مهامها، أبقّت على سريان غالبية الإرث القانوني، ولم تقم بإلغاء الدستور الأردني بشكل صريح، مما يترتب عليه استمرار سريان المادة ١١٧ من الدستور الأردني^{١٣}.

^{١٠} لمزيد من المعلومات راجع: عبد الحميد متولى، القانون الدستوري والأنظمة السياسية. منشأة المعارف، ١٩٩٣، ص ٨٧. ومحمد

رفعت عبد الوهاب القانون الدستوري. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٠، ص ١١٠-١٢٠

^{١١} عثمان الكروزي وعمر ياسين، الضفة الغربية وقانون الاحتلال الحربي. القدس: مركز الدراسات التابع لفتاة المحامين، ١٩٨٦،

^{١٢} مقابلة مع الدكتور عثمان الكروزي.

^{١٣} انظر كذلك فراس ملحم، أسس التشريع في فلسطين. فلسطين: معهد الحقوق، جامعة بيرزيت، ١٩٩٨، ص ٥١

لم تراعى هذه المادة ولم تصدر الاتفاقية بقانون، ولم تعرض أصلاً على المجلس التشريعي. إذا
بعد الأساس القانوني المنشئ للسوق باطلاً. كان يجب أن تصدر الاتفاقية بقانون من المجلس التشريعي.

حتى لو افترضنا عدم سريان المادة ١١٧ من الدستور الأردني ولما قد يثير سريانها أو عدمه
من خلاف، يمكن القول بأن هناك عرفاً دستورياً يستلزم تدخل السلطة التشريعية للمصادقة على منح
امتياز المرافق العامة، أو لرسم القواعد العامة لكيفية منحها^{٦٤}. أي بمعنى آخر تستلزم الدساتير أن
يُنح الامتياز بقانون أو وفقاً لقانون، وذلك لأن منح الامتياز يتعلق بإدارة مرفق عام، تترتب عليه عادة
آثار سياسية واقتصادية بالغة الأهمية بالنسبة للدولة، كمنح الامتيازات النفطية والمنجمية^{٦٥}. ويُطرح
السؤال: كيف منح امتياز المرافق العامة في فلسطين عبر الحقب المختلفة التي حكمتها؟

أعطى مرسوم دستور فلسطين لسنة ١٩٢٢ المنسوب السامي حق منح الامتياز، وهذا واضح في
المادتين ١٢ و١٣ السابقتين، وتطبيقاً لذلك أعطى المنسوب السامي امتياز استخدام نهر الأردن واليرموك
لتوليد الطاقة الكهربائية وتوريدها لشركة الكهرباء الفلسطينية المحدودة، وصدر الامتياز بقانون^{٦٦}. كما
أعطى بالقانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٣٧ امتياز استخراج الأملاح والمعادن من البحر الميت لشركة البوتاس
الفلسطينية وهي شركة مسجلة في إنجلترا^{٦٧}. أما خلال فترة الحكم الأردني وتطبيقاً للمادة ١١٧ من
الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢، منح بقانون عقد امتياز شركة مصفاة البترول رقم ١٩ لسنة ١٩٥٨^{٦٨}.

^{٦٤} سليمان محمد الطماوي، مرجع سابق، ص ١٢٦، الهامش.

^{٦٥} عدنان عمرو، مرجع سابق، ص ٥٤.

^{٦٦} قانون امتيازات الكهرباء، مجموعة درابون. المجلد الأول. إعداد روبرت هاري درابون. القدس: مكتب الطباعة والقرطاسية،

١٩٣٣، ص ٧٦.

^{٦٧} القانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٣٧، الوقائع الفلسطينية، عدد ٧١١، ملحق ١، تاريخ النشر: ١٩ آب ١٩٣٧.

^{٦٨} قانون تصديق الامتياز المنح لشركة مصفاة البترول الأردنية المساعمة المحدودة رقم ١٢ لسنة ١٩٥٨. الجريدة الرسمية الأردنية،

عدد ١٣٧٣، تاريخ النشر: ٣ آذار ١٩٥٨، ص ٢٨٢.

أما بالنسبة لحكم الإدارة المصرية على قطاع غزة ووفقاً لنص المادة ٢٧ لسابقة يكون منح امتيازات المرافق العامة من صلاحيات المجلس التنفيذي، على أنه لم يتم منح أي امتياز خلال هذه الفترة ولا خلال فترة الاحتلال الإسرائيلي.

أما بالنسبة للسلطة الوطنية الفلسطينية فقد منحت امتياز مرفق الاتصالات إلى شركة خاصة بموجب قرار من مجلس الوزراء وفقاً لنص المادة ٣ من القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٦^{٦٩}. كما نص مشروع الدستور الفلسطيني على أن منح الامتيازات يجب أن يتم وفقاً لنص القانون^{٧٠}. ومما سبق نستخلص أن الإرث القانوني في فلسطين يقضي بأن يتم منح امتياز المرفق العام بقانون أو على الأقل بقرار من الجهة المختصة، فكيف يمكن أن نقر بمشروعية عقد امتياز لم يصدر بقانون أو بقرار؟

كما تنص المادة ٥٠ من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الساري في الضفة الغربية على: " (١) بعد تسجيل الشركة المساهمة يباشر المؤسسون معاملات تغطية الأسهم أو الاكتتاب بها. (٢) يجوز للمؤسسين أن يغطوا كامل قيمة الأسهم وحدهم أو بالاشتراك مع غيرهم، دون أن يطرحوها للاكتتاب العام، ويستثنى من ذلك الشركات التي تكون غايتها القيام باستثمار مشروع ذي امتياز أو إقامة مشاريع صناعية يزيد رأسمالها عن خمسين ألف دينار، إذ أنه لا يجوز للمؤسسين فيها تغطية ما يزيد عن ٥٠% من رأس المال ويطرح الباقي للاكتتاب العام". ويثور السؤال، هل كان يجب أن تسجل شركة سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة عامة تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام وفقاً لنص المادة السابقة؟

^{٦٩} الوقائع الفلسطينية، العدد الرابع عشر، تاريخ النشر: ١ أغسطس ١٩٩٦

^{٧٠} المادة ٨٥ من مشروع الدستور الفلسطيني، المقر بالقراءة الثالثة: رام الله: وزارة العدل، ديوان الفتوى والتشريع، ١٩٩٧

صنف قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الشركات المساهمة إلى صنفين: الشركات المساهمة الخصوصية المحدودة والشركات المساهمة العامة. استعملت لفقرة (١) لفظ (الشركة المساهمة) بشكل مطلق دون تحديد، فيفهم من نص الفقرة ٢ أن على الشركات ذات الامتياز أن تسجل كشركات مساهمة عامة تطرح أسهمها للاكتتاب العام. لكن وعلى الرغم من ذلك نتبين من أحكام نصوص المواد اللاحقة أن المشرع قد استعمل لفظ الشركات المساهمة في حين أنه قد عني بها الشركات المساهمة العامة، مما يثير اللبس، هل المقصود بهذا النص أن الشكل القانوني الذي يجب أن تتخذه شركات الامتياز هو شكل الشركات المساهمة العامة ذات الاكتتاب العام؟ أم أن المقصود هو أن شركات الامتياز إذا ما سجلت كشركات مساهمة عامة يجب أن تلجأ إلى الاكتتاب العام (أي يجوز لشركات الامتياز أن تسجل نفسها كشركات مساهمة خصوصية). ولمعرفة نية المشرع رجعنا إلى قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧، اشترطت المادة ١٩٣^{١١} أن تسجل شركات الامتياز كشركات مساهمة عامة.

ووفقاً لما سبق يتبين لنا أن شركة السوق كان يجب أن تسجل كشركة مساهمة عامة، لأنها قائمة على مشروع ذي امتياز، ويزيد رأسمالها على خمسين ألف دينار.

مثل وزير المالية السلطة الوطنية الفلسطينية في التوقيع على عقد الامتياز، يستلزم ذلك بالضرورة صدور قرار من مجلس الوزراء يفوض وزير المالية التوقيع على عقد الامتياز.

^{١١} الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٤٢٠٤، تاريخ النشر: ١٥ أيار ١٩٩٧، ص ٢٠٨

ويشترط لصحة التفويض ما يلي: ١- وجود نص قانوني يجيز التفويض. ٢- صدور قرار كتابي بالتفويض^{٢٢}. ٣- أن يكون التفويض جزئياً ومحدد المدة. لم يصدر على أرض الواقع قراراً كتابياً يفوض وزير المالية بالتوقيع^{٢٣}، مما يترتب على ذلك أن الاتفاقية مشوبة بعيب عدم الاختصاص في التوقيع، وهذا العيب يؤدي إلى بطلان الاتفاقية، ويمكن الطعن بها لمخالفتها شروط التفويض. ويعتبر عدم صدور قرار كتابي بالتفويض قراراً تنظيمياً من حيث الآثار التي يرتبها بالنسبة للغير، ولهذا يجوز الطعن فيه بصورة مباشرة بدعوى الإلغاء في ميعادها القانوني^{٢٤}. كما يجوز بعد إنتهاء هذا الميعاد للدفع بعدم مشروعيته، بمناسبة الطعن في القرارات الإدارية الفردية الصادرة لستناداً إليه^{٢٥}.

كل هذه الثغرات القانونية التي رافقت تأسيس السوق سببها عدم تجهيز الإطار القانوني الكامل لعمل السوق قبل تشغيلها. كما أن للظروف الاستثنائية التي نعيشها، وغياب دستور فلسطيني، دوراً كبيراً في التخبط والتعثر القانوني الواضح في تأسيس السوق.

ويثور السؤال عن حكم استمرار السوق في ممارسة أعمالها على الرغم من بطلان أساسها القانوني، خاصة وأن العقد الباطل لا يرتب أي أثر، ويعتبر في حكم العدم.

^{٢٢} لا يشترط جانب من الفقه أن يتم قرار التفويض كتابة، بل يكفي أن يصدر شفاهة. أفت مع الجانب الذي يشترط الكتابة، وذلك لأسباب عديدة أهمها الإثبات، فمن الصعب جداً إثبات التفويض الشفوي، مما يسبب أضراراً بالغة لمن يتعلق بهم القرار، كما يؤدي القرار الشفوي بكل تأكيد إلى تضارب في اختصاصات كل من المفوض والمفوض إليه، ويمكن من نقضه في أي وقت. انظر بشار عبد الهادي، التفويض في الاختصاص دراسة مقارنة. عمان: دار الفرقان للنشر والتوزيع، ١٩٨٢، ص ١٥٦-١٥٧.

^{٢٣} هذا ما أشار إليه المستشار القانوني للسوق الحاملي ثامر عمرو.

^{٢٤} راجع المادة ٣ من القانون المعدل لقانون تشكيل المحاكم النظامية رقم ٣٨ لسنة ١٩٦٣، الجريدة الرسمية، عدد ١٧٢٧، تاريخ

النشر: ١٢ كانون الأول ١٩٦٣

^{٢٥} بشار عبد الهادي، مرجع سابق، ص ١٩٧.

أرى أنه في هذه الحالة لا بد من التمييز بين أمرين:

أولاً: تعد جميع الصفقات المبرمة في السوق صحيحة وغير باطلة، على الرغم من بطلان الأساس القانوني المنشئ للسوق، ذلك أن يرام هذه الصفقات يتم مباشرة وبعد موافقة مجلس الإدارة للضمنية^{٢٦} وفقاً لنص المادة ٦٧ من قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤.

ثانياً: تعد صلاحيات السوق في مواجهة الشركات المدرجة وشركات الوساطة المالية باطلة، لكونها تُثراً من الآثار القانونية التي نتجت عن الاتفاقية، فما بني على باطل فهو باطل. ويرى الفقه أن تقرير البطلان يجب أن يتحقق برفع الدعوى، لأن البطلان لا يتحقق بقوة القانون، ولكل ذي مصلحة قانونية أن يبطله، كما أنه حق للمحكمة، لها أن تقضي به من تلقاء نفسها^{٢٧}.

وفي نهاية هذا المبحث وفي سبيل تصحيح وضع السوق القانوني أرى أن تقوم شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة بتحويل نفسها إلى شركة مساهمة عامة، ومن ثم تتقدم بطلب جديد للحصول على امتياز تأسيس وإدارة سوق الأوراق المالية وفقاً للإجراءات القانونية التي يحددها القانون الساري. وإذا ما رغب مجلس الوزراء بتفويض أحد الوزراء بالتوقيع يجب أن يصدر قرار كتابي بتفويض التوقيع، كما يجب أن يصادق المجلس التشريعي على عقد الامتياز وفقاً لنص المادة ١١٧ من الدستور الأردني لسنة ١٩٥٢، ولا يكفي هنا عرض الاتفاقية المبرمة بين السلطة الوطنية الفلسطينية وبين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية على المجلس التشريعي ليصادقها لتصحيح وضع السوق القانوني، ذلك لأن مصادقة المجلس التشريعي على عقد الامتياز يجب أن يكون بهدف الإنشاء وليس بهدف إقرار وضع قائم^{٢٨}.

^{٢٦} انظر ص ١٣٠ من الدراسة.

^{٢٧} أنور سلطان، مصادر الالتزام في القانون المدني الأردني دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي. عمان: منشورات الجامعة الأردنية،

الطبعة الأولى، ١٩٨٧، ص ١٦٦

^{٢٨} هذا ما يراه الدكتور عدنان عمرو.

وأخيراً نجمل القول بما يلي:

-تشكل سوق الأوراق المالية في فلسطين مرفقاً عاماً، كونها تمثل حاجة عامة، كانت للكلمة الأولى في تأسيسها للسلطة العامة بالتالي سيكون لها حق إلغائها، كما من المفترض أن تخضع لها.

-توافرت في الاتفاقية المبرمة بين السلطة الوطنية للفلسطينية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية شروط العقد الإداري. كان أحد أطراف العقد شخصاً معنوياً، موضوع العقد كان تسيير وتنظيم مرفق عام وهو سوق الأوراق المالية، تضمنت الاتفاقية شروطاً استثنائية تحمل طابع القانون العام.

-وبالتحديد تشكل الاتفاقية عقد امتياز، أعطيت فيه شركة سوق فلسطين حق تأسيس وإدارة سوق للأوراق المالية في فلسطين، مستعينة بأموالها، وتحت مسؤوليتها، مقابل تحقيق الأرباح التي تجنيها من الرسوم والعمولات الواجبة على المنتفعين. لكن يبقى للإدارة مراقبة أعمالها وتوجيه سير عملها.

-وبما أن التكييف القانوني للاتفاقية هو عقد امتياز، ووفقاً للمادة ١١٧ من الدستور الأردني السارية على الضفة الغربية، كان من الواجب أن تصدر بقانون من السلطة التشريعية، مما يترتب على ذلك بطلان الاتفاقية، وبالتالي بطلان الأساس القانوني المنشئ للسوق. هذا إضافة إلى أن من المفروض أن يكون للشكل القانوني لشركة السوق هو شركة مساهمة عامة وليس مساهمة خصوصية محدودة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الذي تم تسجيل الشركة بموجبه. كما يشوب الاتفاقية عيب الاختصاص بالتوقيع.

-على الرغم من بطلان الأساس القانوني للسوق تعد المعاملات المبرمة في السوق صحيحة لأنها تمت بموافقة مجلس الإدارة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤، لكن تعتبر صلاحيات السوق في مواجهة الشركات المدرجة وشركات الوساطة المالية باطلة.

-لتصحيح وضع السوق القانوني لا بد من تحويل شركة السوق المساهمة الخصوصية المحدودة إلى شركة مساهمة عامة، وتقديم طلب جديد للحصول على امتياز تأسيس وإدارة سوق الأوراق المالية وفقاً

للإجراءات للقانونية. يجب هذه المرة أن يصدر قرار كتابي من مجلس الوزراء يفوض الوزير المختص بالتوقيع، كما يجب أن يصادق عليها المجلس التشريعي.

المبحث الثالث

إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية والرقابة عليها

في معرض حديثنا عن سوق فلسطين للأوراق المالية، وبعد أن ناقشنا قانونية تأسيسها، من المجدي أن نتعرف على الكيفية التي تدار بها السوق والرقابة المفروضة عليها.

أولاً: إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية

تقوم هيئة المديرين بإدارة سوق فلسطين للأوراق المالية وتتألف من ثمانية أعضاء^{٧٦} على

النحو التالي:

- ١- خمسة أعضاء يمثلون شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة، يتم تسمية أربعة منهم من شركة باديكو، أما العضو الخامس فلم يتم تحديده^{٧٧}.
- ٢- عضو يعينه وزير المالية لمدة سنتين يمثل المستثمرين ورجال الأعمال.

^{٧٦} البند ٢/١ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، ص ٥

^{٧٧} يمثل العضو الخامس في هيئة المديرين الحالية شركة صامد المساهمة الخصوصية المحدودة المساهمة في شركة السوق.

٣- عضو يمثل أعضاء السوق تنتخبه شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق لسنة واحدة غير قابلة للتجديد، على أن يتناوب بقية الأعضاء بشكل دوري على العضوية. ويشترط أن يكون المرشح مديراً عاماً أو أحد أعضاء هيئة المديرين، ويتوجب على الأعضاء إعلام هيئة المديرين بممثلهم قبل بداية السنة المالية للسوق وإلا كان للهيئة تعيين ممثل عنهم كما يراه مناسباً^{٨١}. ولأعضاء بموافقة الثلثين استبدال ممثلهم قبل انتهاء عضويته بقرار يتخذونه بالطريقة المناسبة^{٨٢}.

٤- المدير العام للسوق. تنتخب هيئة المديرين رئيساً لها خلال الاجتماع الأول المنعقد بداية السنة المالية للسوق من بين الأعضاء المعيّنين للممثلين لشركة السوق. وتجتمع الهيئة ما لا يقل عن أربع مرات في السنة، بدعوة من رئيس الهيئة أو نائبه أو المدير العام أو أي عضوين آخرين^{٨٣}. وينعقد الاجتماع بحضور أربعة أعضاء على الأقل، على أن يكون لثان منهم من المعيّنين من شركة السوق^{٨٤}. وتصدر القرارات بأغلبية أصوات الأعضاء الحاضرين^{٨٥}.

نلاحظ مما سبق ونظراً لأن للقائم على السوق هو شركة مساهمة خصوصية كان من الطبيعي أن تحرص على مصالحها، وتحكم قبضة الإدارة في يدها. لاحظنا ذلك في تكوين هيئة

^{٨١} البند ٢/١/٣ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٥

^{٨٢} البند ٢/١/٤ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٥

^{٨٣} البند ٢/١/٥ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦

^{٨٤} البند ٢/١/٦ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٥

^{٨٥} البند ٢/١/٥ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦

المديرين، إذ يمثل مالكي السوق خمسة أعضاء مقابل ثلاثة أعضاء ليس لهم علاقة بالسوق، وهم المدير العام، وممثل عن أعضاء السوق، وممثل معين من وزير المالية عن المستثمرين ورجال الأعمال.

كما رأينا أن اجتماعات هيئة المديرين لا تتعقد إلا بحضور أربعة أعضاء على الأقل على أن يكون اثنان منهم من المعيّنين من شركة السوق، وتتخذ القرارات بأغلبية أصوات الأعضاء الحاضرين.

ويشترط في عضو هيئة المديرين أن لا يكون موظفاً لدى السلطة الوطنية الفلسطينية، أو لدى سلطة النقد، أو أحد البنوك، أو إحدى المؤسسات المالية التي تقبل الودائع أو تمنح القروض^{٨٦}. ويقع عليه أن يخبر المجلس عن وجود أية مصلحة شخصية له مباشرة أو غير مباشرة في أي عمل أو عقد تبرمه السوق، أو تتوي يرامه، وعليه أن يمتنع عن التصويت على القرارات الخاصة بشأنها، ولا يؤخذ حضوره بعين الاعتبار عند احتساب النصاب القانوني إذا ما حضر^{٨٧}.

وتنتهي عضوية عضو هيئة المديرين بطلب من الجهة التي عينته أو انتخبته، ولها تعيين أو انتخاب غيره للمدة المتبقية في الحالات التالية: الاستقالة، أو الوفاة، أو فقد الأهلية، أو الحكم عليه بجنحة مخلة بالشرف، أو فقد العضو أحد شروط مركزه، إذا أقاله الأعضاء الممثل لهم، وإذا تخلف عضو المجلس المعين من قبل الأعضاء أو من قبل الحكومة عن حضور خمسة اجتماعات متتالية، أو حكم على عضو المجلس أو الشخص الذي يمثله بالإفلاس، أو قدم طالب لإشهار إفلاسه وتصفيته، أو فقد عضو المجلس أو الشخص الذي يمثله صفته كعضو عامل^{٨٨}.

صلاحيات هيئة المديرين: يمكن تصنيف صلاحيات مجلس الإدارة إلى صلاحيات شبيهة تشريعية وصلاحيات تنفيذية وصلاحيات رقابية.

^{٨٦} البند ٢/١/١٠ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٨

^{٨٧} البند ٢/١/١٠ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧

^{٨٨} البند ٢/١/٩ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧

الصلاحيات شبه التشريعية: تضع هيئة مديري السوق السياسة العامة للسوق. وتصدر الأنظمة والتعليمات الخاصة بشروط الإبراج، وحقوق وواجبات الأعضاء، وتحديد شروط إفصاح محددة على الشركات المساهمة، ورسوم وعمولات الوساطة والإبراج وغير ذلك من التعليمات الخاصة بتسيير عملها^{٦٦}. كما تضع التنظيم الهيكلي والإداري للسوق^{٦٧}.

الصلاحيات التنفيذية: تقوم هيئة المديرين بالمصادقة على ميزانية السوق وتأسيس اللجان^{٦٨}، وتعين المدير العام. كما لها صلاحية قبول أو رفض انتساب شركات الوساطة كأعضاء في السوق والإشراف عليها وعلى مستخدميها وإجراء الدورات والامتحانات اللازمة لهم. وعليها إقامة صندوق ضمان تسوية المعاملات بغية تعويض العضو المتضرر من عدم تمكن العضو الآخر من إتمام الصفقة^{٦٩}.

الصلاحيات الرقابية: تتولى هيئة المديرين إيقاف تداول ورقة أو أوراق مالية معينة، وللمدة التي تراها مناسبة. كما لها إيقاف التداول في السوق بعد التشاور مع وزارة المالية. ومنع إتمام أي صفقة خاصة بأي شركة مدرجة في السوق إذا كانت ستؤدي إلى التأثير بمساهمي الشركة. ولها كذلك منع أي شركة من شراء أوراقها المالية^{٧٠}.

المدير العام: يعين مجلس الإدارة المدير العام من المؤهلين وذوي الخبرة، ويصبح عضواً من أعضاء مجلس الإدارة تلقائياً بمجرد تعيينه. يشترط أن يكون حاملاً لشهادة جامعية بتخصص مناسب، ليس عضواً في السوق، وليس له علاقة بأحد أعضائه. ويتولى المدير العام تسيير شؤون السوق اليومية،

^{٦٦} البند ٢/١/٧، من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦

^{٦٧} البند سادساً من الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية الفلسطينية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة.

^{٦٨} البند ٢/١/٧ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦

^{٦٩} البند سادساً من الاتفاقية.

وتنفيذ الأنظمة والتعليمات، كما يراقب الصفقات المبرمة بالسوق وأعضاء السوق، ويقوم بتنفيذ قرارات مجلس الإدارة^{٦٥}. أهم الصلاحيات التي يتمتع بها:

١- يمثل للمدير العام السوق، فله توقيع العقود التي تبرمها السوق ضمن حدود القانون، يوقع على التقارير والحسابات والكشوف المالية والمراسلات الخاصة بالسوق، ويعبر عن سياسة السوق في وسائل الإعلام المختلفة.

٢- يعد مشاريع الأنظمة والتعليمات الخاصة بالسوق وتنظيم أعمالها، ويعين المستشارين ويحدد مدة خدماتهم وشروطها^{٦٦}.

٣- ينظم أعمال السوق من تحديد أيام وساعات التداول، ووضع الهيكل الإداري للسوق، وتعيين الموظفين وقصلهم، ووضع كافة القواعد والإجراءات اللازمة لتنظيم أعمال السوق وعلاقتها مع الغير كالشركات المدرجة والأعضاء وبنك التسوية^{٦٦}.

ثانياً: الرقابة على سوق فلسطين للأوراق المالية

كما نكرنا يبدو أن الإدارة (السلطة الوطنية الفلسطينية) قد تبنت للنموذج الثاني في تنظيم سوق فلسطين. وفي حين سمحت الإدارة بتأسيس السوق ومباشرتها العمل، أغمضت العين عن ضرورة الإسراع في تأليف الجهاز الرقابي. قال سوق تعمل منذ شهر شباط ١٩٩٧ دون وجود رقابة حكومية متخصصة تراقب أعمالها والصفقات التي تبرم فيها. لا شك أن التأخر في تشكيله سيكون له الأثر الأكبر

^{٦٥} البند سادساً من الاتفاقية.

^{٦٦} البند ٢/٢/أ، ب، ج من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٨

^{٦٦} البند ٢/٢/أ، ب، ج من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٨

^{٦٦} البند ٢/٢/ج من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٨

في زعزعة ثقة المستثمر بالسوق، إذ كيف يمكن أن يطمئن إلى نزاهة العمليات التي تتم فيها قي ظل غياب الرقابة عليها. كان من الأولى تأليف هذا الجهاز قبل بدء العمل بالسوق.

وإذا ما رجعنا إلى الاتفاقية المبرمة بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية نلاحظ أن الجهة الرقابية الوحيدة المذكورة هي وزارة المالية. فقد نصت المقدمة على ما يلي: "الوزارة هي الوحيدة المسؤولة عن الإشراف الرقابي على قطاع الأوراق المالية في السلطة، وهي المرجعية لسوق الأوراق المالية". ثم أكدت وفي تحديد إطار العلاقة بين الوزارة والسوق: "تتولى الوزارة دور الرقابة على السوق والإشراف على تنفيذ أعمال السوق بشكل يتفق مع أحكام القانون و/أو الاتفاقية". كما نصت الاتفاقية على دعوة مندوب من وزارة المالية لحضور اجتماعات مجلس إدارة السوق كمرقب^{٢٤}.

وعلى الرغم من وجود نية لدى السلطة الفلسطينية بإنشاء جهاز رقابي تُرجمت بوجود مشروع قانون للجهاز الرقابي في وزارة التجارة والصناعة، إلا أن الاتفاقية لم تُشر لا من بعيد ولا من قريب إلى التزامها بإنشاء جهاز رقابي أو على الأقل إنشاء دائرة رقابية. إذاً وفقاً للاتفاقية لا يقع على السلطة الفلسطينية التزام بإنشاء جهاز رقابي.

نخلص مما سبق أن الغلبة في تكوين مجلس الإدارة و انعقاد اجتماعاته هي للأعضاء الممثلين للسوق، وفي هذا تمثيل واضح لمصلحة مالكي السوق.

وإلى اليوم، لم يتم تأليف جهاز رقابي متخصص على سوق الأوراق المالية الفلسطينية، مما يشكل أثراً سلبياً على استقطاب المستثمرين.

^{٢٤} البند سابقاً (أ) ٥ من الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفصل الرابع

البند الأول

تنظيم سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث نقاط أساسية يقوم عليها تنظيم سوق الأوراق المالية وهي:

١-تنظيم إدراج وشطب الأوراق المالية في السوق.

٢-تحديد أعضاء السوق وشروط العضوية.

٣-تنظيم طرق تسوية منازعات السوق.

وهذه النقاط الثلاث ستشكل محور حديثنا في هذا الفصل.

المبحث الأول

إدراج وقيول الأوراق المالية في السوق

الأصل هو أن تتداول في سوق الأوراق المالية الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة العامة^١ التي تأسست بطرح أسهمها للاكتتاب العام، لكن مع ذلك سمحت بعض التشريعات بتداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة العامة التي تأسست بطرح أسهمها للاكتتاب المغلق

^١ سيز قانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الساري في السنة الثرية بين نوعين من الشركات المساهمة، الشركات المساهمة الخصوصية المحدودة والشركات المساهمة العامة المحدودة. وقد عرف الشركات المساهمة الخصوصية: بأنها الشركات التي يتراوح عدد أعضائها من شخصين إلى خمسين شخصا، ويرد تقييدا على نقل أسهمها، وينع الجمهور من الاكتاب بأسهمها أو في أسناد قرضها. هذا التقسيم مأخوذ أصلا من القانون الإنجليزي، ولم يتم اتباعه في قانون الشركات رقم ٦ لسنة ١٩٨٩، حيث أصبح يطلق على الشركات المساهمة الخصوصية الشركات ذات المسؤولية المحدودة، وجاء بأحكام عامة تعالج نوعا واحدا من الشركات المساهمة. على الرغم من ذلك أبقى القانون المذكور كلمة محدودة في حين كان من العكافي استعمال مصطلح شركات مساهمة كما هو حال معظم التشريعات العربية. لمزيد من المعلومات انظر فوزي محمد سامي، الجزء الرابع، مرجع سابق، ص ٤

(الخاص)^٢. والتشريعات التي تسمح بذلك غالباً ما تتشدد في الترخيص لها بطرح أسهمها للتداول في السوق وتتطلب توافر شروط معينة قبل السماح بذلك، كأن تتطلب توافر رأسمال معين أو تحقيق الشركة لأرباح حقيقية خلال مدة معينة^٣.

أوجب القانون المصري على الشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق تقديم طلب للإدراج في السوق خلال الثلاثة الأشهر التالية لنشر الميزانية الثالثة، وذلك وفقاً لنص المادة ٤٧ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، على أن إدراجها لا يكون إلا في الجدول غير الرسمي. لكون ذلك اقتضى من نصوص قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ أنه قد سمح بإدراج أسهم شركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق. فقد نصت المادة ١٧ على ما يلي: "يجب على كل شركة مساهمة عامة يبلغ رأسمالها المنفوع مائة ألف دينار على الأقل، أن تطلب قبول أسهمها في السوق خلال ثلاثة أشهر من تاريخ منح الشركة حق الشروع بالعمل، أما الشركات المساهمة الأخرى فيحق لها أن تطلب قبول أسهمها للتداول في السوق مهما بلغ رأسمالها، شريطة أن تكون قد نشرت ميزانيات آخر سنتين ماليتين". إذ يشمل مفهوم الشركات المساهمة العامة الواردة في النص، الشركات ذات الاكتتاب العام والشركات ذات الاكتتاب المغلق وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١ لسنة ١٩٨٩ الذي كان سارياً آنذاك. أما بالنسبة لتعبير الشركات المساهمة الأخرى الذي استخدمه المشرع، أرى أنه تعبير غير موفق بتاتا ويثير اللبس، فقد حدد قانون الشركات الأردني رقم ١ لسنة ١٩٨٩ الحد الأدنى لرأس المال الشركة المساهمة العامة بخمسمائة ألف دينار، كما اشترط على مؤسسي الشركة تغطية ما لا يقل عن ٢٠%

^٢ الشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق أو الخاص هي الشركات التي يتم تأسيسها دون اللجوء إلى طرح أسهمها على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام.

^٣ راجع طعمة الشمري، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي. الكويت: مجلة الحقوق والشرعة، تصدرها كلية الحقوق والشرعة بجامعة الكويت، السنة السادسة، العدد الثاني، يونيو ١٩٨٢، ص ٤٩

من رأسمال الشركة^٤. ومبلغ مائة ألف دينار المذكورة في النص كشرط لوجوب تقديم طلب الإدراج يمثل الحد الأدنى من المبلغ الذي لشرط القانون على المؤسسين تغطيته، إذا بلغ رأسمال الشركة خمسمائة ألف دينار. إذا التفسير المنطقي للمقصود بالشركات المساهمة الأخرى هو الشركات ذات التوصية بالأسهم، لكن مع ذلك وبمراجعة تعليمات السوق الخاصة بإدراج الأسهم، نجد أنها تشترط أن تكون الشركة المدرجة مساهمة عامة^٥. بالنسبة لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان بعد ١٩٩٧) فإنها قد اشترطت أيضا أن تكون الشركة المدرجة مساهمة عامة، ولم تشترط أن تكون ذات لكتتاب عام. عمليا لم تدرج في السوق الأردنية منذ أن تم افتتاحها إلى اليوم أية شركة مساهمة ذات لكتتاب مغلق^٦.

حدد القانون البحريني الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق وهي: الشركات البحرينية التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، والشركات المساهمة غير البحرينية التي يوافق عليها مجلس إدارة السوق، وأية شركات أخرى يوافق عليها مجلس الإدارة. فتح المشرع الباب للشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق، وذلك عندما ربط إدراج أية شركات أخرى بموافقة مجلس إدارة السوق^٧. كما اشترطت القوانين الأمريكية أن تكون الشركة المدرجة قد طرحت أسهمها للاكتتاب العام^٨.

ويعتبر إدراج الشركة لأوراقها المالية في السوق بمثابة دعابة مجانية لها، ودليل واضح على مركزها المالي الجيد، إذ لا يتم الإدراج إلا بعد استيفاء شروط معينة، ونشر معلومات واضحة عن الشركة ووضعها المالي. كما أن المستثمرين في الأوراق المالية يفضلون التعامل في الأوراق المالية

^٤ المادة ١٠٢ من قانون الشركات الأردني رقم ١ لسنة ١٩٨٩، الجريدة الرسمية، عدد ٣٥٩٦، تاريخ النشر: ١ كانون الثاني ١٩٨٩

^٥ أنظر المادة ٣ من تعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة العامة. عمان: سوق عمان للأوراق المالية، ١٩٩٩

^٦ مكالمة هاتفية مع سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان).

^٧ أنظر المادة ١٨ من مرسوم بقانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧، مرجع سابق.

^٨ عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١١٦-١١٧

المندرجة لسببين. الأول، إدراج الأوراق المالية يمكنهم من الحصول على معلومات عن الشركة المدرجة كحجم التعامل على الأسهم وأسعار الإقفال والافتتاح. السبب الثاني هو ثقة المستثمرين في حركة أسعار الأسهم لعلائية عمليات التداول وإمكانية تدخل أي وسيط لإتمام الصفقة^{١٠}.

تتفق التشريعات على أن إدراج الأوراق المالية في السوق يتوقف على قرار من جهة معينة كمجلس إدارة السوق مثلا، إلا أنها اختلفت فيما بينها في إلزامية تقديم طلب الإدراج. بعض التشريعات جعلته إجباريا على الشركات التي تتحقق فيها شروط معينة، والبعض الآخر جعلته حقا لها إذ تركته للسلطة التقديرية للشركة. أرى أن من الأفضل أن يكون تقديم طلب الإدراج اختياري، فكل شركة أرى بأوضاعها والوقت المناسب لإدراجها. هذا إضافة إلى أن حرية طلبات الإدراج تعكس مدى نجاح السوق. فتجاح السوق سيرافقه مزيدا من طلبات الإدراج، وتدني نجاح السوق سيصاحبه هبوط في تلك الطلبات، مما سينبه المسؤولين إلى معرفة المشكلة وطرق المعالجة^{١١}.

وتحدد معظم التشريعات شروطا معينة يجب توافرها لإدراج الأوراق المالية في أسواقها، كما تضع شروطا أخرى لشطب الإدراج.

أولا: شروط إدراج الأوراق المالية في السوق

تميل بعض الدول إلى تقريع سوق الأوراق المالية وتقسيمها إلى عدة أقسام أو جداول، مثلا في مصر يتم التسجيل لدى سوق الأوراق المالية إما في الجدول الرسمي أو الجدول غير الرسمي، وفي سوق الأوراق المالية الأردنية يكون التسجيل إما في السوق النظامية أو السوق الموازية. وفي البحرين يكون التسجيل في جدول الشركات المدرجة أو في جدول الشركات غير المدرجة ولكن مقبول تداول أوراقها المالية في السوق. يترتب على تنوع أقسام السوق العمل على تحقيق درجة مخاطرة ودرجة سيولة

^{١٠}عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٩٣-٩٤

^{١١}عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٩٣

تتفاوت من قسم لآخر، إذ تحقق السوق الأولى أقل درجة من المخاطرة نتيجة وجود شروط قاسية ينبغي توافرها في الشركات المسجلة لديها، كما تحقق درجة سيولة أكبر لاشتراط انتشارها على عدد كبير من المساهمين.

والأوراق المالية المطلوب إدراجها في السوق إما أن تكون تابعة لشركات محلية أو لشركات أجنبية أو تقوم الجهات العامة بإصدارها.

١٠- إن تكون شركة قد حقت الحد الأدنى من متطلباتها على كيم القيد كما يجب أن

١- إدراج أوراق الشركات المحلية

خص المشرع البحريني مجلس إدارة السوق بصلاحيته قبول أو رفض إدراج أسهم الشركات للمساهمة^{١١}.

كما أخذ بمبدأ تعدد الجداول. فهناك جدول للشركات المدرجة في السوق، وهناك جدول آخر للشركات غير المدرجة، ولكن تداول أوراقها المالية مقبول فيها، وقد وضعت اللائحة الداخلية شروطاً لكل جدول^{١٢}.

ومن أهم شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة في سوق البحرين للأوراق

المالية^{١٣}:

(١) أن تكون الشركة مستوفية لجميع الأحكام الخاصة بالشركات المساهمة الواردة في المرسوم بقانون الشركات رقم ٢٨ لعام ١٩٧٥.

^{١١} المادة ٥ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين، للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ٣

^{١٢} اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ٢، ص ٣.

^{١٣} المادة ٣٩ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٤

(٢) ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن ٥٠٠ ألف دينار، أو ما يعادلها بالعملة الأخرى، وألا يقل عدد الأسهم الصادرة عن ٥٠٠ ألف سهم، وما زاد عن ذلك يجب أن تكون الأسهم مدفوعة بنسبة ٥٠% على الأقل.

(٣) ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في الشركة عن ١٠٠ مساهم، ويشترط تساوي حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم.

(٤) أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً في سنتين متتاليتين سابقتين على تقديم الطلب. كما يجب أن يزيد صافي موجودات الشركة بحوالي ٢٠% من رأسمالها المدفوع، ولا يقل مجموع المبيعات السنوية عن ٥٠٠ ألف دينار.

(٥) أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية، وتقارير مالية سنوية، والحسابات الختامية المدققة، خلال مدة ٦ أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.

(٦) أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة، وتتوافر لديها السيولة، وأن يكون هيكلها المالي متوازناً.

(٧) أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها وأوضاعها المالية في وسائل النشر اليومية، وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

(٨) انعقاد الجمعية العامة العادية مرة على الأقل في السنة خلال أشهر السنة لانتهاء السنة المالية للشركة.

ويشترط لقبول تداول الأوراق المالية للشركات المساهمة التي لم تُدرج ما يلي :

(١) أن تكون الشركة مطابقة لأحكام قانون الشركات، وتلتزم بالشروط الواردة في اتفاقية قبول تداول الشركات المساهمة.

(٢) أن يكون للشركة مكتب تحويل ومكتب تسجيل في البحرين.

(٣) أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة.

٤) أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها السنوية وتقاريرها المالية في وسائل النشر اليومية حتى قبل السماح بتداول أسهمها في السوق. كما عليها الالتزام بنشر تقاريرها المالية السنوية والحسابات المالية المدققة خلال ستة شهور من تاريخ السنة المالية للشركة.

٥) أي شروط أخرى يقررها مجلس إدارة السوق.

أما بالنسبة لسندات القرض التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فلا تُدرج حكماً في السوق، إنما تحتاج كذلك إلى موافقة مجلس إدارة السوق^{١٥}، وعلى الشركة أن تبذل كل الجهود لقيده هذه السندات في السوق^{١٥}.

يلزم القانون المصري الشركات المساهمة أن تتقدم بطلب الإدراج. إذ يجب على عضو مجلس الإدارة المنتدب أن يقدم أسهم شركات المساهمة وسنداتها التي تصدر بطريق الاكتتاب العام، خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب إلى سوقي الأوراق المالية في مصر، لتدرج في جدول أسعارها طبقاً للشروط والأوضاع المنصوص عليها في أنظمة تلك الأسواق^{١٦}. أما إذا كانت الأسهم لم تطرح للاكتتاب العام، فإنها تقدم للإدراج خلال الثلاثة أشهر التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة^{١٧}. سبب هذه التفرقة يعود إلى أن المؤسسين يكتبون في كل أسهم الشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق، إذ يعتبر المساهمون فيها جميعاً مؤسسين^{١٨} لا يجوز لهم التصرف بأسهمهم إلا بعد نشر الميزانية وحساب

^{١٥} المادة ٣٨ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين، للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٣.

^{١٦} المادة ٤٥ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٦.

^{١٧} المادة ٤٧ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، مرجع سابق، ص ٦٠٨.

^{١٨} المادة ١٢٧ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري، مرجع سابق.

^{١٩} طلعة الشمري، مرجع سابق، ص ٤٩.

الأرباح والخسائر وسائر الأوراق الملحقة بها عن سنتين ماليتين كاملتين لا تقل كل منهما عن اثني عشر شهراً من تاريخ تأسيس الشركة^{١٩}.

كما أخذ القانون المصري بمبدأ الإدراج المشترك، أي اعتبر موقفي القاهرة والإسكندرية موقفاً واحدة، إذ تدرج للورقة المالية فيهما برسم إدراج واحد يقسم بينهما^{٢٠}. وتبنى أيضاً فكرة تعدد الجداول في السوق، فهناك جدول رسمي وجدول غير رسمي، ولكل منهما شروط مختلفة للإدراج.

شروط الإدراج في الجدول الرسمي:

- ١) يشترط لإدراج الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في الجدول الرسمي أن تطرح في لكتتاب عام. وعلى ذلك الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة والتوصية بالأسهم ذات الاكتتاب المغلق لا تدرج بالجدول الرسمي.
- ٢) لا يجوز إدراج الأوراق المالية في الجدول الرسمي إلا إذا بلغت الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام في الإصدار الواحد نسبة ٣٠% فأكثر.
- ٣) ألا يقل عدد المكتتبين في الأوراق المالية الناشئة عن إصدار واحد عن ١٥٠ شخصاً^{٢١}.

شروط الإدراج في الجدول غير الرسمي: تدرج في الجدول غير الرسمي الأوراق المالية التي لم تدرج

في الجدول الرسمي ويشترط لإدراجها فيه ما يلي:

- ١- أن تكون الشركة قد نشرت ميزانية عمومية واحدة على الأقل تبين مركزها المالي بشرط أن يتم إعداد تلك الميزانية ومراجعة القوائم المالية طبقاً لقواعد المحاسبة.

^{١٩} المادة ٤٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، مرجع سابق، ص ٦٠٨

^{٢٠} المادة ١٥/٣ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣١٧

^{٢١} المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣١٨

٢- ألا يقل المدفوع من القيمة الاسمية للورقة عن ٥٠٪.

أما سوق عمان المالية قبل (عام ١٩٩٧) فقد جعلت قبول أو رفض طلبات إدراج الأوراق المالية من سلطات اللجنة التقديرية^{٢٢}. أما السندات التي تصدرها الشركات فتدرج في السوق بقوة القانون^{٢٣}.

كما أخذ بمبدأ تعدد الجداول. إدراج الأوراق المالية في كل جدول له شروط محددة، و يمثل كل جدول سوقاً معينة، فهناك السوق الموازية والسوق النظامية. السوق الموازية: غالباً ما يتم فيها تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة حديثة التأسيس. السوق النظامية: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة التي مضى أكثر من عام على إدراجها في السوق الموازية^{٢٤}.

أما بالنسبة لسوق عمان للأوراق المالية (بعد عام ١٩٩٧)، فقد تقرر استمرار العمل بتعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة التي طبقت على سوق عمان المالية (قبل عام ١٩٩٧) بعد أن تم إدخال بعض التعديلات عليها إلى حين إصدار تعليمات جديدة.

شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الموازية:

١٠- أن تكون الشركة مساهمة عامة.

٢٢ المادتان ١٥ و١٧ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

٢٣ المادة ١٦ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، والتي تنص على ما يلي: "قبل في السوق جميع السندات الصادرة عن الحكومة ومؤسساتها العامة التي تكلها الحكومة وجميع أذونات الخزينة وسندات الدين التي تصدرها الشركات وفقاً لأحكام قانون الشركات".

٢٤ فوزي محمد سامي، الجزء الرابع، مرجع سابق، ص ١٤٩-١٥٠.

(٢) أن يكون مطلوباً ٥٠% على الأقل من رأس المال المكتتب به، وأن يكون مدفوعاً ٤٥% على الأقل من رأس المال المكتتب به. (يلاحظ أن هذا النص متناقض، إذ أنه عملياً لا يمكن أن يكون مطلوباً ٥٠% من رأس المال والمدفوع هو فقط ٤٥%).

(٣) أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما هو في نهاية الشهر الذي يسبق طلب الإدراج عن ٤٠% من رأس المال المدفوع.

(٤) أن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة، ويجوز للجنة أن تستثني من ذلك الشركات المساهمة العامة الناتجة عن تحول شركات ذات مسئولية محدودة وشركات التوصية بالأسم.

(٥) أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة للشركة كما هي في نهاية سنتها المالية الأولى، وكذلك الحسابات الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية الأخرى المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صحتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل. ويجوز للجنة أن تستثني من ذلك الشركات المساهمة العامة الناتجة عن تحول شركات ذات مسئولية محدودة وشركات التوصية بالأسم، شريطة تقديم البيانات المالية للثلاث سنوات السابقة للتحويل.

(٦) تقديم البيانات المالية التي تغطي الفترة من بداية السنة المالية وحتى نهاية الشهر الذي يسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج. وتقديم تقرير موجز عن سير عملها لأقرب فترة زمنية من تاريخ طلب الإدراج والخطة المستقبلية لها^{٢٥}.

أما شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق النظامية فهي كما يلي:

(١) أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازية.

(٢) أن لا يقل عدد المساهمين فيها عن عشرة.

^{٢٥} انظر المواد ٣-٧ من تعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة العامة، مرجع سابق.

٣) أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الطبيعي فعلا، وأن تكون الشركة قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة نتيجة ممارستها لنشاطها الطبيعي خلال السنة المالية السابقة لطلب الإدراج.

٤) ألا يقل صافي حقوق المساهمين كما هي في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن ١٠٠% من رأس المال المدفوع.

٥) أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب الإدراج، وكذلك الحسابات الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل، وتقديم البيانات المالية التي تغطي الفترة من بداية السنة المالية حتى نهاية الشهر الذي يسبق تاريخ تقديم طلب الإدراج.

٦) أن يكون قد تم تداول ١٠% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازية^{٦٦}.

على الرغم من بطلان الأساس القانوني المنشئ لسوق فلسطين للأوراق المالية وبطلان التعليمات والأنظمة التي أصدرتها باعتبارها ما بني على باطل فهو باطل، من المفيد أن نتعرف على كيفية تنظيم سوق فلسطين من خلال الأنظمة والتعليمات التي أصدرتها.

تبنت سوق فلسطين للأوراق المالية نظام أحادية الجدول، إذ لا يتم الإدراج في السوق إلا في جدول واحد. كما تبنت أسلوب إلزامية تقديم طلب الإدراج. فكما ذكرنا تعهدت وزارة المالية أن تلتزم جميع الشركات للمساهمة العامة المستوفية شروط الإدراج بتقديم طلب إدراج بموجب الاتفاقية المبرمة

^{٦٦} انظر المواد ٩-١٤ من تعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة العامة، مرجع سابق.

بين السلطة الوطنية الفلسطينية وشركة السوق، وانسجاماً مع ذلك أوجبت المادة ١/٢ من تعليمات إدراج

الأوراق المالية على مصدري الفئات التالية تقديم طلب لإدراجها لدى السوق:

١- أسهم الشركات المساهمة العامة المستوفية لشروط الإدراج.

٢- جميع سندات القرض التي تصدرها سواء الشركات المدرجة في السوق، أم الجهات الحكومية التي

طرحت في اكتتاب عام، وتستحق السداد بعد ثلاث سنوات فأكثر، وتستوفي شروط الإدراج.

٣- الأسهم التي تصدرها صناديق الاستثمار المغلقة^{٢٧}.

٤- جميع العقود الأجلة وعقود الخيارات المتعلقة بأوراق مالية مدرجة أو مؤشرات أسعار الأوراق

المالية المعتمدة في السوق.

وعلى فرض صحة الأساس القانوني للسوق، يثور السؤال عن الكيفية التي سيتم بها إلزام

مصدري الأوراق المالية بتقديم طلب الإدراج، خاصة وأن وزارة التجارة والصناعة هي المسؤولة عن

مراقبة الشركات وليس وزارة المالية. لم يتم تنفيذ هذا النص عملياً، ولا شك أن تنفيذه يحتاج بداية إلى

وضع آلية مشتركة بين الوزارتين.

لما أهم الشروط التي وضعتها السوق لإدراج الأسهم فهي كما يلي:

(١) أن يبلغ رأسمال الشركة للمكتب به ما يعادل ٧٥٠ ألف دولار أمريكي فأكثر، وألا يقل المنفوع

منه عن ٥٠%، وأن يكون حسب تقدير السوق كافياً للقيام بأعمالها.

(٢) ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن ١٠٠ ألف سهم.

(٣) ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن ٢٥٠ مساهماً عدا مؤسسي الشركة وأعضاء مجلس

إدارتها ومتعهد تغطية إصدار الأوراق المالية أو موزع إصدار، أو الشخص الذي يملك ١٠% أو

أكثر من رأس المال، أو أي موظف في منصب إداري مسئول في الشركة أو مطلع على أمورها.

^{٢٧} صناديق الاستثمار المغلقة هي صناديق استثمار ذات رأس مال ثابت.

٤) كما تعطي التعليمات صلاحية مطلقة للسوق في قبول أو رفض إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية وعلى الرغم من استيفاء الشركة لشروط الإدراج. لم تحدد التعليمات للحالات التي يحق للسوق عند توافرها رفض الإدراج، إنما اكتفت بتقدير السوق لوجود مصلحة عامة، ومعيار المصلحة العامة معيار مطاط، خاصة في ظل خلو السوق حالياً من وجود جهة تراقبه. كما أعفت التعليمات الشركة المقدمة لطلب الإدراج من ضرورة استيفاء شروط الإدراج في حالة الظروف الاستثنائية، على أن تستوفيها خلال سنة من تاريخ الإدراج. لكن ما هو معيار الظروف الاستثنائية؟ يترك كذلك للسلطة التقديرية للسوق.

تتبنى الأسواق الأمريكية مبدأ حرية تقديم طلب الإدراج، ومبدأ أحادية الجدول، إذ تعتبر الشروط التي تضعها الأسواق الأمريكية لإدراج الأوراق المالية فيها أكثرها تشدداً باعتبارها بلداً رأسمالياً. مثلاً تشترط سوق نيويورك للأوراق المالية أربعة شروط رئيسية ١- ألا تقل مساهمة الجمهور عن ١.١ مليون دولار في رأسمال الشركة. ٢- ألا يقل عدد المساهمين عن ألفي مساهم، يملك كل منهم ١٠٠ سهم كحد أدنى. ٣- ألا تقل قيمة أصول الشركة عن ١٨ مليون دولار، وألا تقل القيمة الاسمية عن نفس المقدار. ٤- ألا يقل صافي الربح في العام السابق لطلب الإدراج عن ٢,٥ مليون دولار، وألا يقل عن ٢ مليون دولار في العامين السابقين. ويسمح التشريع الأمريكي بإدراج الورقة بأكثر من سوق حتى تزيد المنافسة بين صناعات السوق^{٢٨}.

^{٢٨} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١١٦-١١٧

٢- إدراج الأوراق المالية الحكومية

الأوراق المالية الحكومية هي سندات القرض طويلة الأجل وأنونات الخزينة التي تصدرها الدولة (وزارة المالية أو إحدى المؤسسات العامة) رغبة منها بالاقتراض الداخلي، وذلك عن طريق تقسيم مبلغ الاقتراض إلى سندات أو أنونات متساوية القيمة، وطرحها في لكتتاب عام على أن تضمن الدولة تسديد قيمة السند في الموعد المحدد، إضافة إلى دفع العائد.

يتميز إن الخزينة عن سند القرض في أنه قصير الأجل، لذلك غالباً ما تتداول أنونات الخزينة في أسواق النقد. خرج عن هذه القاعدة قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، إذ نصت المادة ١٦ منه على أن إدراج السندات الصادرة عن الحكومة ومؤسساتها العامة التي تكفلها الحكومة وجميع أنونات الخزينة يتم حكماً في السوق. وتصدر الأوراق المالية الحكومية في الأردن وفقاً لقانون الدين العام رقم ٩٦ لسنة ١٩٦٦، وتسمى سندات الدين العام، وتصدر بأحد الأشكال التالية: سندات مسجلة، سندات لحاملها، سندات مسجلة و/أو سندات لحاملها، أنونات خزينة^{٢٦}.

أما بالنسبة لسندات القرض الحكومية فقد اختلفت التشريعات في أسلوب إدراجها. لدرجها بعض التشريعات منها قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ حكماً ودون قيود، ودون الحاجة إلى موافقة جهة أخرى، بينما ربط البعض الآخر إدراجها بالحصول على موافقة مجلس الإدارة كقانون سوق رأس المال المصري، إذ تنص المادة ١٦ منه على أن إدراج الأوراق المالية التي تصدرها الدولة يتم في الجدول الرسمي وبقرار من إدارة السوق وفقاً للشروط التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال. والموقف السابق تبناه القانون البحريني^{٢٧}. وعادة لا تستلزم التشريعات أية قيود أخرى لإدراجها.

^{٢٦} المادة ٤ من قانون الدين العام الأردني رقم ٩٦ لسنة ١٩٦٦، الجريدة الرسمية، عدد ١٩٥٨، تاريخ النشر: ٢٢ كانون ثاني ١٩٦٦.

^{٢٧} المادة ٣٨ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٣

٣- إدراج الأوراق المالية الأجنبية

المقصود بالأوراق المالية الأجنبية هي تلك الأوراق التي تصدر عن شركات وهيئات تتمتع بجنسية مختلفة عن جنسية السوق. ويثور السؤال عن إيجابيات وسلبيات إدراج الأوراق المالية الأجنبية في السوق الوطنية. لا شك أن إدراج الأوراق المالية الأجنبية في السوق الوطنية من شأنه أن يستقطب جزءاً من الأموال المحلية التي تذهب في دعم الشركات والهيئات الأجنبية عوضاً عن استثمارها محلياً، لأن سوق رأس المال - كما أوضحنا - تعمل على جذب المنخرات الوطنية، وتوجيهها وجهة الاستثمار المحلي، مما يحقق النمو والازدهار الاقتصادي.

وعلى الرغم من ذلك، فإن من شأن السماح بتداول الأوراق المالية الأجنبية في السوق أن يساهم في تشكيل محافظ أوراق مالية ذات تنوع دولي تقلل من مخاطر الاستثمار، كما يرافق إدراجها اكتساب السوق الوطنية الخبرة والمعرفة من متابعة المعلومات المنشورة عنها.

يشترط قانون سوق البحرين للأوراق المالية لقبول تداول الأوراق المالية الأجنبية موافقة مجلس إدارة السوق^{٢١} ولم يحدد القانون ولا لللائحة الداخلية أي شروط أخرى لإدراجها.

أما القانون المصري فقد أجاز إدراج الأوراق المالية الأجنبية في الأسواق المصرية بشرط أن يتم في الجدول غير الرسمي، وفقاً للشروط التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال^{٢٢} وهي كما يلي:

١. أن تخضع السوق المدرجة بها الورقة المالية الأجنبية لإشراف جهاز رقابي متخصص

يعمل على مراقبة السوق كالهيئة العامة لسوق المال.

٢. أن تكون العملة الصادرة بها الورقة المالية قابلة للتحويل.

^{٢١} المادة ١٨ من قانون سوق البحرين للأوراق المالية والمادة ٣٨ من اللائحة الداخلية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ٦-٧ و ص ١٣

^{٢٢} المادة ١٦/ب من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص

٣. شرط للمعاملة بالمثل، أي أن تسمح سوق الأوراق المالية المدرجة فيها للورقة الأجنبية بإدراج الأوراق المالية المصرية فيها متى توافرت فيها ذات الشروط التي تشترطها السوق المصرية على الورقة الأجنبية^{٣٣}.

على الرغم من أن القانون الأردني (قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ وقانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧) لم يعالج الأحكام الخاصة بقبول إدراج الأوراق المالية الأجنبية، وعملياً لم يسبق أن أدرجت في السوق الأردنية أية ورقة مالية أجنبية^{٣٤} إلا أنه لا يوجد في القانون الأردني ما يمنع إدراجها.

أما بالنسبة لشروط إدراج الأوراق المالية الأجنبية في سوق فلسطين للأوراق المالية فهي نفس شروط إدراج الأوراق المالية المحلية، وتتمتع السوق كذلك بنفس السلطة التقديرية في قبول أو رفض إدراج الأوراق المالية الأجنبية، كما لها أن تقبل إدراجها بشكل مشروط، أي أن تعمل الشركة الأجنبية على استيفاء شروط الإدراج خلال سنة من تاريخ الإدراج^{٣٥}.

ثانياً: شطب الإدراج

الجهة المختصة بإدراج الأوراق المالية في السوق لها صلاحية شطبها منها. ففي مصر، وضعت الهيئة العامة لسوق المال قواعد عامة لشطب الأوراق المالية من الجداول الرسمية وغير الرسمية، ثم خصت الشطب من كل منهما بشروط مختلفة.

^{٣٣} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٢٤-١٢٥

^{٣٤} مكالة هاتفية مع مقال عبيدات أمين سر مجلس الإدارة.

^{٣٥} المادة ١/٩ من نظام الإدراج الصادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية، ص ٤.

-شروط شطب الأوراق المالية من الجداولين الرسمي وغير الرسمي:

- ١- إذا لم ترد عمليات بيع وشراء على الأوراق المالية الخاصة بشركة لمدة سنة، وبمرور ستة أشهر يشطب سعر إقبال الورقة دون أن تشطب.
- ٢- إذا ما تبين أن البيانات التي قُمت لإدراج الأوراق المالية غير صحيحة.
- ٣- إذا قلت حقوق المساهمين عن المدفوع من رأس المال المصدر للشركة، واستمرار هذا النقص لمدة سنتين للشركات المدرجة في الجدول الرسمي، وثلاث سنوات للشركات المدرجة في الجدول غير الرسمي.

-الشروط العامة لشطب الورقة من الجداول الرسمية:

- ١- إذا قل عدد مالكي الورقة عن مائة شخص لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية. وفي هذه الحالة تنقل الورقة إلى الجدول غير الرسمي.
- ٢- إذا لم تلتزم الشركة بما تعهدت به من الإفصاح عن مركزها المالي الصحيح طبقاً لأحكام القانون.

-شروط شطب الأوراق المالية من الجداول غير الرسمية:

- ١- إذا لم تلتزم الشركة بإعداد قوائمها المالية طبقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الدولية.
- ٢- يشطب إدراج الورقة الأجنبية إن تم شطبها من السوق المدرجة بها في الدولة الأجنبية، أو إذا أخلت بأي التزام من التزاماتها المقررة عليها وفقاً لأحكام القانون^{٢٦}.

لما في التشريع البحريني، فللسوق صلاحية شطب أي شركة مدرجة أو شركة غير مدرجة مقبول تداول أوراقها المالية في الأحوال التالية^{٢٧}:

(١) إذا أخلت بالأحكام المنظمة لقانون الشركات الخاصة بالشركات المساهمة.

^{٢٦} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٢٦-٢٨

^{٢٧} المادة ٤١ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٥.

- (٢) في حالة تصفية الشركة.
- (٣) أي تغيير جزري يطرأ على النظام الأساسي للشركة.
- (٤) بعد إتمام الدمج مع شركات أخرى وفقدان الشركة نتيجة ذلك كيائها القانوني.

كما أن للسوق صلاحية نقل أي شركة مدرجة إلى شركة غير مدرجة مقبول تداول أوراقها

المالية في الحالات التالية^{٣٨}:

- (١) إذا فقدت الشركة شرطاً من شروط إدراجها.
- (٢) إذا لم تتمكن من تحقيق أرباح على مدى عامين متتاليين.

كما يكون للسوق صلاحية وقف التداول بأية ورقة مالية مدرجة أو غير مدرجة مقبول تداولها

في السوق وإخطار الشركة بهذا القرار في الحالات التالية: إذا انخفض حجم التداول في أسهم الشركة عن الحد الذي يحدده السوق، أو إذا تغيرت القيمة السوقية لأسهم الشركة للفترة والنسبة التي يحددها السوق صعوداً أو هبوطاً، قبل أو أثناء عملية الدمج، إذا تبين للسوق أن هناك معلومات من شأنها تضليل السوق أو المستثمرين^{٣٩}.

كما سارت سوق عمان للأوراق المالية (بعد عام ١٩٩٧) على هدى تعليمات سوق عمان

المالية (قبل عام ١٩٩٧) فيما يخص نقل وشطب إدراج الأوراق المالية وإن قامت بالتعديل عليها وذلك لحين قيامها بإصدار تعليمات جديدة. تناولت هذه التعليمات حالات نقل وشطب إدراج أسهم الشركات للمساهمة العامة الأردنية وحالات إيقافها عن التداول.

تشطب أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق النظامية في الحالات التالية:

انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون ٣٠% من رأس المال المدفوع، وعجز الشركة عن الوفاء بديونها، وعدم مقدرتها على تمويل نشاطاتها وفقاً لتقرير مدقق حسابات الشركة، تصفية الشركة

^{٣٨} المادة ٤٢ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٥

^{٣٩} المادة ٣٤ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ١٥-١٦

وفسخها. أما نقل تداول أسهم الشركات المساهمة العامة من السوق النظامية إلى السوق الموازية فيكون في حالة انخفاض حقوق المساهمين إلى ما دون ٧٥% من رأس المال المدفوع. على أنه يتم إيقاف تداول الأسهم في السوقين النظامية والموازية لمدة محددة في الحالات التالية:

- ١) في حالات تخفيض رأسمال الشركة أو دمجها أو تعديل غاياتها، يوقف تداول الأسهم إلى حين الانتهاء من إجراءات التخفيض أو الاندماج أو التعديل وصدور كتب الموافقة من الجهات الرسمية.
- ٢) مخالفة الشركة للقواعد الأصولية لحفظ سجلات المساهمين، وذلك لحين التزامها بذلك، وفي حالة عدم قيامها بتزويد السوق بتقاريرها المالية خلال ستة الأشهر الأولى من انتهاء السنة المالية للشركة يوقف تداول الأسهم ولحين تزويد السوق بها^{٤٠}.
- ٣) في حالة رغبة الشركة بذلك، وموافقة مجلس إدارة السوق عليها وللمدة التي تراها مناسبة.
- ٤) صدور قرار بذلك من مدير السوق إذا كان فيه ما يضمن سلامة التداول.
- ٥) توقف الشركة عن نشاطها لمدة تزيد على ثلاثة أشهر دون إبداء الأسباب.

كما خول نظام الإدراج الصادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية السوق صلاحيات واسعة في قبول إدراج الأوراق المالية وتركها في النهاية لتقديرها، خولها كذلك صلاحية تعليق أو شطب الإدراج، دون إذار مسبق، وقد حددت السوق الأوضاع التي يحق لها حال توفرها شطب أو تعليق الإدراج، وهي كما يلي: إذا لم تعد تستوفي شروط الإدراج، أو كان الوضع المالي للشركة غير مرض، أو انخفض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون ٥٠% من رأس المال المدفوع، وفي جميع الحالات التي يجري فيها تخفيض رأسمال الشركة، أو لم تعد شركة عاملة، أو قامت ببيع أو التنازل عن أية موجودات رئيسية عاملة، أو صدر قرار بتصفية الشركة أو بيعها، أو خالفت الشركة أنظمة السوق وتعليماتها، أو لم تلتزم بدفع رسوم الإدراج أو أية رسوم أخرى مترتبة عليها. وفي الحالات والظروف التي ترتبها السوق

^{٤٠} انظر تعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة العامة، مرجع سابق، من المادة ٢٣-٤٢.

وذلك تحقيقاً للمصلحة العامة أو لمصلحة السوق كالأسباب الفنية أو لأغراض التحري أو ما يوجب تحقيق سلامة للتداول في السوق، أو لأسباب أخرى ترجع إلى تقدير المدير العام.^{١١}

نخلص مما سبق إلى ما يلي:

-على الرغم من أن الأصل هو تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة العامة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية، إلا أن بعض التشريعات سمحت بتداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق بالسوق وفقاً لشروط مشددة.

-تختلف التشريعات في حرية تقديم طلب الإدراج. يراه البعض حقاً للشركات كالقانون البحريني والأردني (بعد عام ١٩٩٧)، في حين يرى البعض الآخر لزومية ذلك عليها أو على فئة معينة منها كالقانون المصري والقانون الأردني (قبل عام ١٩٩٧). وبغض النظر عن الاتجاه الذي تبناه التشريع تتفق التشريعات للمقارنة على أن إدراج الأوراق المالية لدى السوق يتوقف على قرار من الجهة المختصة بذلك. أرى أن حرية تقديم طلب الإدراج أفضل من الإجماع عليها، لأن الشركات أعرف بظروفها والموعد المناسب لإدراجها، كما تعد حرية تقديم طلب الإدراج مقياساً لمدى نجاح السوق.

-تستلزم التشريعات لإدراج الأوراق المالية في السوق شروطاً معينة تضمن فيها جدية الشركة وسلامة وضعها المالي وتحقيقها للأرباح، كاشتراط توافر رأسمال معين، وألا يقل عدد المساهمين عن عدد معين وتقديم التقارير المالية التي توضح الوضع المالي لها.

-وقد تكون السوق أحادية الجدول (مثل الأسواق الأمريكية وسوق فلسطين للأوراق المالية) أو ثنائية الجدول (مثل السوق المصرية والسوق الأردنية). وغاية تعدد الجداول في السوق هي إتاحة الفرصة لعدد أكبر من الشركات من إدراج أوراقها في السوق. ويتمثل الفرق الوحيد بين جدولي السوق فسي أن

^{١١} المادة ٤/٢ من نظام الإدراج الصادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٠

أحدهما يتطلب شروطاً أصعب من الآخر، فيوفر بذلك للمستثمرين قدراً كبيراً من الشفافية والوضوح في المعاملات، ويحقق لهم حماية أكبر.

-تقف الدول موقفاً حذراً من السماح بتداول الأوراق المالية الأجنبية في أسواقها، لأن ذلك من شأنه أن يصدر الأموال الوطنية لدعم المشاريع الأجنبية، فإن سمحت بذلك فإنها تتشدد في شروطها خاصة فيما يتعلق بشروط المعاملة بالمثل.

-الجهة المختصة بقبول إدراج الأوراق المالية في السوق لها كذلك صلاحية شطبها منها. وعادة ما يشطب إدراج الورقة أو تدرج في جدول آخر إذا ما تخلف شرط من شروط الإدراج.

المبحث الثاني

عضوية السوق وتسوية منازعاتها

ينتمي لسوق الأوراق المالية عدد من الأعضاء يقومون بدفع رسوم العضوية ويجتمعون بشكل دوري لمناقشة أوضاع السوق. فمن هم هؤلاء الأعضاء وماذا يشترط فيهم؟ هذا ما سنتعرض إليه في أولاً. أما ثانياً فسنعالج فيه الكيفية التي تتم بها تسوية منازعات السوق.

أولاً: عضوية السوق

يجدر للتمييز بين أعضاء السوق والمتخلفين فيها. لا يتم اكتساب عضوية السوق إلا وفقاً للشروط التي يحددها القانون، في حين يمكن لأي شخص أن يكون متخلفاً متى كان أهلاً للتصرف.

فالمتدخلون هم عملاء السوق الذين يتدخلون لإعطاء أوامر البيع والشراء كالمنخرين والمستثمرين الأفراد وشركات الاستثمار.

وغالباً ما تتألف عضوية السوق من الفئات التالية:

١- الوسطاء الماليون (السماسرة)^{٤٢}

تشمل عضوية السوق في جميع أسواق الأوراق المالية الوسطاء الماليين، إذ تنفق التشريعات على أنه لا يجوز تداول الأوراق المالية في السوق إلا عن طريق وسطاء مرخصين للقيام بذلك، يكتسبون صفة التاجر، ويجب أن تتوافر فيهم شروط معينة ترسمها التشريعات.

وإن كانت بعض القوانين تجيز أن يكون الوسيط المالي شخصاً طبيعياً فقد اشترط القاتون المصري أن يكون شخصاً معنوياً^{٤٣}. وهذا ما استحدثه قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، إذ اشترط أن يحصل الشخص الطبيعي إذا أراد العمل كوسيط مالي معتمد على ترخيص مسبق من الهيئة على أن يمارس مهامه من خلال الشركات المرخص لها بممارسة ذلك العمل فقط^{٤٤}. وبذلك يكون قد ألغى من السوق وجود الشخص الطبيعي كوسيط مالي.

أطلق المشرع البحريني على الوسيط المالي المعتمد في السوق اسم الدلال، وأجاز أن يكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً^{٤٥}. من أهم الشروط التي اشترطها في الشخص الطبيعي ليرخص دلالاً: أن يكون بحريني الجنسية، وألا يقل عمره عن خمس وعشرين سنة، وأن يكون حسن السيرة والسلوك، لا يقل مؤهله العلمي عن الثانوية، وأن يقدم كفالة مصرفية لصالح السوق بقيمة ٥ آلاف دينار. أما الشخص المعنوي فيشترط فيه ما يلي:

^{٤٢} معالجة موضوع الوسطاء الماليين يحتاج إلى بحث مستقل، رأت الناحية عدم الولوج فيه إلا بشكل مختصر.

^{٤٣} انظر المادة ٨٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٧٥

^{٤٤} المادة ٣٦/١ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢٢٠٢

^{٤٥} المادة ١٨ من قانون سوق البحرين للأوراق المالية ص ٦-٧ والمادة ١ من اللائحة الداخلية للقانون ص ١

١- أن يكون شركة مساهمة أو ذات مسئولية محدودة، بحرينية الجنسية وجميع الشركاء فيها من البحرينيين. ويستثنى من ذلك فروع الشركات الأجنبية، والشركات المعفاة للقيام بأعمال الوساطة في الأوراق المالية العالمية.

٢- يجب على الشركة تقديم الحسابات الختامية والميزانية السنوية المدققة خلال ثلاثة شهور من انتهاء السنة المالية للشركة.

٣- أن لا يقل رأسمالها عن ٣٠ ألف دينار بحريني بالنسبة للشركات ذات المسئولية المحدودة، و ٢٠٠ ألف دينار بالنسبة للشركات المساهمة.

٤- تقديم كفالة مصرفية لصالح السوق بقيمة ١٠ الاف دينار بحريني.

٥- أن تسجل لدى وزارة التجارة والزراعة وأن تحصل على عضوية غرفة تجارة وصناعة البحرين^{٤٦}.

لما قانون الأوراق المالية رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ فقد عالج في الفصل الخامس أحكام شركات للخدمات المالية، ومن ضمنها شركات الوساطة المالية، تاركاً لتعليمات ترخيص أعمال شركات للخدمات المالية ومعتمدي المهن لسنة ١٩٩٨ الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية تحديد شروط ترخيصها، وتوضيح طبيعة أعمالها. سمحت هذه التعليمات للشركات المساهمة العامة والشركات ذات المسئولية المحدودة وشركات التوصية بالأسهم ممارسة أعمال الوساطة المالية على ألا يقل رأسمالها المدفوع عن ٢٥٠ ألف دينار^{٤٧}. كما عليها تقديم كفالة مصرفية وفقاً لما يقرره مجلس مفوضي الهيئة على أن لا تزيد عن ١٥٠ ألف دينار^{٤٨}.

^{٤٦} المادة ١٦ من اللاحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية. مرجع سابق، ص ٧-٩

^{٤٧} المادة ٤/٥/ج/٤/أ من تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية ومعتمدي المهن لسنة ١٩٩٨. عمان: سوق عمان للأوراق المالية، ص ٦

^{٤٨} المادة ٤/٥/و/٤ من تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية ومعتمدي المهن لسنة ١٩٩٨، مرجع سابق، ص ٦

وبالنسبة لسوق فلسطين للأوراق المالية فقد حدد النظام الداخلي للسوق الشروط الواجب توافرها في الوسيط المالي، وهي أن يكون شركة محلية، مرخصة من وزارة المالية لممارسة أعمال الوساطة والأعمال المتعلقة بالأوراق المالية، على أن لا تكون مصرفاً، وألا يقل رأسمالها المدفوع عن مليون دولار أمريكي^{٤٦}.

٢-التجار: (المضاربون)

وهم إما أشخاص طبيعيين، أو شركات تعمل على تحقيق الأرباح عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية، وذلك بإبرام الصفقات لحسابهم.

يوجد هذا النوع من الأعضاء في الولايات المتحدة الأمريكية، فالتجار هناك يمارسون مهمة مزدوجة، فهم بالدرجة الأولى شركات وساطة مالية ينفذون العمليات لحساب العملاء، ثم هم كذلك تجار ينفذون العمليات لحسابهم، وباسمهم يأخذون على عاتقهم تغطية الأوراق المالية التي لم تجد بائعاً ولا مشترياً يطلق عليهم اسم المتخصصون Specialists^{٤٧}.

أما المشرع البحريني فقد أطلق على هذه الفئة اسم صناع السوق، أكسبها عضوية السوق^{٤٨}، إلا أنه لم يسمح لها بممارسة مهمة مزدوجة، فصانع السوق هو الشخص الطبيعي أو المعنوي المرخص من قبل مجلس إدارة السوق بالتعامل بالأوراق المالية لحسابه الخاص للعمل على خلق سوق مستمرة، ولا يحق له للتوسط في إبرام صفقات لحساب الآخرين^{٤٩}.

^{٤٦} المادة ٣/١/١ من النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١١

^{٤٧} Ganson, Paul, مرجع سابق ص ٤

^{٤٨} المادة ١٦ من قانون سوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦

^{٤٩} المادة ١ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢

كما تبنى المشرع الأردني وجود هذه الفئة. فقد أجاز قانون سوق عمان المالية لسنة ١٩٩٠ للوسيط أن يبيع ويشترى لصالح محفظته، أي له القيام بمهمة مزدوجة الوساطة والتجارة وفقاً للشروط والتعليمات التي تحددها لجنة السوق. ولجنة السوق أن توقف هذا النوع من التعامل إذا رأت ذلك مناسباً^{٣٠}. وسار قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٩٧ على نفس الخطى، مصنفاً الوساطة المالية إلى نوعين: وسيط بالعمولة، وسيط بالعمولة وتاجر في الوقت نفسه^{٣١}. وهذا ما تبناه النظام الداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية^{٣٢}.

أرى أن إضفاء الصفة للمزوجة للوسيط المالي باعتبارها وسيطاً وتاجراً في نفس الوقت، يعطيه مرونة في العمل، ويساعده على خلق سوق مستمرة.

٣- الشركات المصدرة للأوراق المالية

اختلفت التشريعات في منح الشركات المساهمة عضوية السوق. لا تكتسب الشركات المساهمة عضوية السوق في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والبحرين ومصر. كما لم يمنحها ذلك قانون الأوراق المالية الأردني لسنة ١٩٩٧، وذلك على عكس قانون سوق عمان المالية لسنة ١٩٩٠، الذي منحها العضوية تلقائياً بشرط أن تكون قد طرحت أسهمها في لكتتاب عام، وألا يقل رأسمالها المدفوع عن مائة ألف دينار. أما الشركات المساهمة التي لم يتوافر فيها هذان الشرطان فللجنة السوق قبول عضويتها بشرط: ألا يقل رأسمالها المدفوع عن ٦٠ ألف دينار، وأن تكون قد نشرت ميزانيتين سنويتين

^{٣٠} المادة ١٢/ب من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق، والمادة ٤ من النظام الداخلي له، مرجع سابق،

^{٣١} المادة ٥/ج/٤ من النظام الداخلي للسوق لسنة ١٩٩٩، مرجع سابق، ص ٦

^{٣٢} المادة ٤/١/٣ من النظام الداخلي الصادر عن سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٢

متأليين، ولم تحقق خسائر خلال العامين السابقين لطلب العضوية، ولا يمتلك أحد المساهمين فيها ما يزيد عن ١٠% من رأسمال الشركة^{٦٦}.

أضافت تشريعات عضوية فئات أخرى، كالسوق الأردنية قبل عام ١٩٩٧ التي أضافت عضوية كل من البنك المركزي والبنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة^{٦٧}. وشمل القانون المصري أيضاً عضوية الوسطاء الماليين الأجانب المقيدون في الأسواق المصرية بشرط المعاملة بالمثل، وأعضاء منضمين من المصارف وشركات وصناديق الاندخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية التي يصدر بتحديدتها قرار من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية.

من وجهة نظري قصر عضوية السوق على الوسطاء الماليين أفضل من إضافة عضوية فئات أخرى، لكونهم القائمين بأعمال السوق، والأدرى بخباياها.

يتبين لنا مما سلف ما يلي:

- اكتساب عضوية السوق ليس أمراً سهلاً، إذ تضع التشريعات شروطها وتحدد الفئات المنتمئة لها. وقد أجمعت جميع التشريعات على إكساب الوسطاء الماليين عضوية السوق.

- ليس لعضوية السوق أثر يذكر في الأسواق التي تتبع النموذج الموحد، إذ يقتصر دورها على اجتماعات الهيئة العامة (الجمعية العامة) لأعضاء السوق التي عادة ما يكون دورها استشارياً فحسب. ففي حين تعتبر عضوية السوق في الأسواق التي تتبع النموذج الثنائي أمراً هاماً، لأن أعضاء السوق هم الذين يقومون بإدارة السوق عن طريق مجلس إدارة منتخب.

- رأى بعض التشريعات أن الوسيط المالي حتى يكون على درجة من الكفاءة تؤهله للقيام بأعبائه يجب أن يكون شخصاً معنوياً. وغالباً ما تستلزم التشريعات في شركة الوساطة المالية: أن تكون شركة

^{٦٦} المادة ١٠ من النظام الداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩، مرجع سابق، ص ٦-٧.

^{٦٧} المادة ٦ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠، مرجع سابق.

مساهمة أو توصية بالأسهم، أو ذات مسئولية محدودة، ألا يقل رأسمالها المنفوع عن مبلغ محدد يضمن قدراتها على القيام بأعمالها، تقديم كفالة مصرفية سواء لمجلس إدارة السوق أو للجهاز القائم على مراقبة السوق، أن تحصل على الترخيص اللازم لممارسة أعمالها ومن الجهة المختصة سواء أكانت مجلس إدارة السوق أو الجهاز القائم على مراقبة السوق.

ثانياً: تسوية منازعات السوق

لا شك أن الاحتكاك المستمر بين الوسطاء الماليين وإدارة السوق والعملاء سينتج عنه بعض المنازعات، كالمنازعات التي تنشأ حول سلامة الأوراق المباعة أو الوفاء بتمنيتها أو غيرها. ومنازعات السوق إما أن تنشأ بين الوسطاء الماليين بعضهم مع بعض، أو بين الوسطاء الماليين والإدارة أو بين الوسطاء الماليين والعملاء. ولا يتصور أن تنشأ بين العملاء أنفسهم لأنهم لا يعرفون بعضهم بعضاً إذ تقتصر علاقة العميل بالوسيط فقط، وليس له علاقة بالعميل الآخر الذي أبرمت الصفقة معه^{٥٨}. ويمكننا تصنيف هذه المنازعات، فهناك المنازعات التي تتم بين المتعاملين بالأوراق المالية، أي التي تنشأ بين الوسطاء أو بين الوسطاء والعملاء، والمنازعات التي تنشأ مع جهة الإدارة.

١- المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية

تتم تسوية المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية في التشريعات المقارنة إما عن طريق التحكيم، أو يترك أمرها للقضاء المختص. فمثلاً تبني المشرع البحريني وسيلة للتحكيم لتسوية المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية^{٥٩}، أي يطبق التحكيم على المنازعات التي تنشأ بين

^{٥٨} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٩٢

^{٥٩} انظر المادة ٥٦ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٩

الوسطاء الماليين، أو بين الوسيط المالي وأحد المستثمرين، أو بين الوسيط أو أحد المستثمرين والشركة المصدرة للأوراق المالية، ولا يطبق التحكيم على المنازعات مع الجهة الإدارية (إدارة السوق) إذ تنظر فيها جهة القضاء المختصة.

تشكيل لجنة التحكيم واختصاصها: تشكل لجنة التحكيم في السوق بقرار من مجلس إدارة السوق وتتألف من ثلاثة أعضاء، يرأسها أحد رجال القضاء بترشيح من وزير العدل والشئون الإسلامية وعضوية اثنين أحدهما من أعضاء المجلس، والآخر من خارج أعضاء المجلس^{١٠}. اشترط المشرع أن يكون للعضو الثالث من خارج أعضاء مجلس الإدارة، وبالتالي يتصور أن يختاره مجلس إدارة السوق من أصحاب الخبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية. وهكذا يتم تشكيل اللجنة في غالبية من أشخاص أصحاب خبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية أكثر من كونهم رجال قضاء أو أعضاء في مجلس إدارة السوق. كما يلاحظ أن التحكيم هنا إجباري، إذ قرر المشرع أن التعامل في السوق يعد إقراراً بقبول التحكيم. ومع أن قرار التحكيم ملزم لطرفي النزاع^{١١}، إلا أنه وفقاً لمبادئ التحكيم لا ينفذ إلا بعد أن يصدر القاضي أمراً تنفيذياً بذلك، وبعد أن يتأكد من عدم وجود أي مانع للتنفيذ. ويجوز أن يطعن في قرار لجنة التحكيم أمام محكمة الاستئناف المختصة^{١٢}.

يثور السؤال حول طبيعة لجنة التحكيم القانونية، وتبرز عدة احتمالات، أولاً: هل هي محكمة

من المحاكم؟ ثانياً: هل هي هيئة تحكيم؟ ثالثاً: هل هي هيئة إدارية ذات اختصاص قضائي؟

هل هي محكمة من المحاكم؟ لو رجعنا إلى المادة ١٣ من قانون السوق، لوجدنا أن تشكيل لجنة

التحكيم يتم بقرار من مجلس إدارة السوق برئاسة أحد رجال القضاء، وهذا يتناقض مع مفهوم المحكمة

لأن لجنة التحكيم تشكل بقرار من مجلس إدارة السوق وهذا يعد تنحلاً في استقلالية القضاء. كما أن

^{١٠} المادة ١٣ من قانون سوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٥

^{١١} المادة ٥٦ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٩ .

^{١٢} المادة ٧١ من اللائحة الداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨، مرجع سابق، ص ٢١.

المحكمة يجب أن يكون جميع أعضائها من القضاة^{٦٢}. ونخلص مما سبق إلى أن لجنة التحكيم ليست محكمة، فهل هي هيئة إدارية ذات اختصاص قضائي نظراً لغلبة العنصر غير القضائي في تشكيلها ولأن تشكيلها يتم من جهة الإدارة؟

للجان الإدارية ذات الاختصاص القضائي تفصل في المنازعات التي تنشأ بين جهة الإدارة والأفراد، بينما لجنة تحكيم منازعات السوق لا تقوم بذلك، بالتالي ينتفي عنها وصف لجنة إدارية ذات اختصاص قضائي. فهل هي هيئة تحكيم؟ بالضرورة هي هيئة تحكيم، وللتحكيم فيها إجباري، وهي هيئة تحكيم دائمة، وليست عرضية مؤقتة^{٦٣}.

كما حدد قاتون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أسلوب تسوية المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية بالتحكيم. تشكل هيئة التحكيم بقرار من وزير العدل، على أن يرأسها أحد نواب رؤساء الاستئناف، وعضوية محكم عن كل طرف من أطراف النزاع، أما إذا تعدد أطراف النزاع فعليهم اختيار محكم واحد^{٦٤}. وتختص هيئة التحكيم بالفصل في المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية، ويخرج عن اختصاصها المنازعات مع جهات الإدارة^{٦٥}. ويعد التحكيم هنا إجبارياً لا بديل عنه. ويوجد مكتب التحكيم في الهيئة العامة لسوق المال.

ويمكن الطعن بقرار التحكيم أمام محكمة الاستئناف المختصة^{٦٦}. وأحكام هيئة التحكيم تكون نهائية وناقذة ما لم تقرر محكمة الطعن وقف تنفيذها^{٦٧}، أي أنه لا يجوز لهيئة التحكيم أن تغير في الحكم

^{٦٢} وجدي راغب، تأهيل الجانب الإجرائي في هيئة تحكيم معاملات الأسهم بالأجل. الكويت: مجلة الحقوق، تصدرها كلية الحقوق والشرية بجامعة الكويت، السنة السابعة، العدد الرابع، ديسمبر ١٩٨٣، ص ١٣٤-١٣٨.

^{٦٣} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١١٩-٢٠٠.

^{٦٤} المادة ٥٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٢٢-٣٣١.

^{٦٥} المادة ٥٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٣١-٣٣٢.

^{٦٦} المادة ٥٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، المرجع السابق، ص ٣٣٢.

^{٦٧} المادة ٥٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، المرجع السابق، ص ٣٣٢.

أو تلغيه، كما لا يجوز إعادة طرح موضوع النزاع على هيئة تحكيم أخرى. وترفع جميع المنازعات المتعلقة بتنفيذ الحكم إلى هيئة التحكيم التي أصدرته^{٦٦}.

خلفية الرجوع إلى القضاء في منازعات السوق قليلة جداً في الولايات المتحدة الأمريكية. غالباً ما يتم الرجوع إلى التحكيم الذي تفرضه السوق نفسها وفقاً لقواعد وإجراءات خاصة. حتى منازعات العميل مع الوسيط المالي يتم تسويتها بالرجوع إلى التحكيم، إذ غالباً ما تحتوي اتفاقية التعاقد مع الوسيط المالي على شرط للتحكيم الإجباري الذي تنظمه سوق الأوراق المالية. وتقوم SEC بمراقبة عمليات التحكيم^{٦٧}.

أما قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ فقد ترك للقضاء العادي النظر في المنازعات التي تنشأ بين للمتعاملين بالأوراق المالية، في حين أنه قد ترك لجهة القضاء المختصة تسوية المنازعات مع جهة الإدارة^{٦٨}. وقد خول قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ مجلس إدارة السوق حق إصدار التعليمات اللازمة لوضع قواعد حل النزاعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعمالهم^{٦٩}، لكن لم تصدر هذه التعليمات إلى اليوم.

لم تعالج أنظمة وتعليمات سوق فلسطين للأوراق المالية أسلوب تسوية المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين في الأوراق المالية، ولا المنازعات التي تنشأ بينهم وبين السوق، وبذلك يكون الاختصاص للقضاء العادي.

^{٦٦} المادة ٦١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، المرجع سابق، ص ٢٣٣

^{٦٧}-What every investor should know. A handbook from U.S. Securities and Exchange Commission. Washington, D. C.: A publication of the office of Public Affairs U.S. Securities and Exchange Commission, Feb. 1992, p. 5

^{٦٨} المادة ٤٦ من قانون سوق عمان المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٠ تنص على أن قرارات وزير المالية ولجنة إدارة السوق خاضعة للطعن أمام محكمة العدل العليا خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تبليغها، مرجع سابق.

^{٦٩} المادة ٢٦/ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧، مرجع سابق، ص ٢١٩٧

ولا شك أن اللجوء إلى التحكيم كوسيلة لحل المنازعات التي تنشأ بين المتعاملين فسي الأوراق

المالية أفضل بكثير من الرجوع إلى القضاء، وذلك لأسباب عديدة أهمها:

١. تتميز إجراءات التحكيم بالسرعة والبساطة وعدم العلنية، وهذا ما يحتاج إليه المتعاملون

في السوق، فهم يحتاجون إلى حل سريع مع إمكانية استمرار التعامل فيما بينهم. فيما أن

للتحكيم يتم دون علنية وبإجراءات مختصرة، يتمكن أطراف النزاع من متابعة المعاملات

فيما بينهم في المستقبل.

٢. تحتاج منازعات السوق إلى خبرة ودراية بعبادات السوق، يُراعى توافرها في المحكم، إذ لا

يُشترط فيه أن يكون رجل قانون.^{٢٣}

٢- المنازعات مع جهة الإدارة

قد تنشأ منازعات مع جهة الإدارة سببها القرارات الإدارية التي تصدرها الإدارة، كإيقاف شركة

وساطة عن العمل، أو إيقاف ورقة معينة عن التداول. كيف يتم تسوية المنازعات في هذه الحالة؟

في البحرين ينظر للقضاء الإداري في المنازعات التي تنشأ مع جهة الإدارة. أما في مصر فقد

أوجب المشرع المصري للتظلم من القرارات الإدارية قبل اللجوء إلى القضاء الإداري. تتكون لجنة

للتظلمات بقرار من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية من خمسة أعضاء، الرئيس وهو أحد نواب رئيس

مجلس الدولة، وعضوية لثنتين من مستشاري مجلس الدولة يختارهم المجلس، وأحد شاعلي وظائف

مستوى الإدارة العليا بالهيئة يختاره رئيسها وأحد ذوي الخبرة يختاره الوزير.^{٢٤}

^{٢٣} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٩٦

^{٢٤} المادة ٥٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٣١

تختص اللجنة "بمنظر التظلمات التي يقدمها أصحاب الشأن في القرارات الإدارية التي تصدر من الوزير، أو الهيئة العامة لسوق المال طبقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له"^{٢٤}. وهنا كما نلاحظ لم ينص المشرع على التظلم من القرارات الإدارية التي يصدرها مجلس إدارة السوق، على الرغم من أن صلاحيات رئيس الهيئة مماثلة لصلاحيات رئيس مجلس إدارة السوق وفقاً للمادة ٦٢١^{٢٥}. ربما رأى المشرع في ذلك أمراً لا ضرورة له، خاصة وأن قرارات رئيس مجلس إدارة السوق تخضع لرقابة الهيئة العامة لسوق المال والرقابة الإدارية.

ويوجد مكتب التظلمات في مبنى الهيئة العامة لسوق المال، فيه عدد من العاملين، يتلقى التظلمات ويقدها^{٢٦}. أما الطبيعة القانونية للجنة التظلمات فهي لجنة إدارية ذات اختصاص قضائي ذلك أنها تشكل بقرار إداري، وتفصل في المنازعات بين الأفراد ووجهة الإدارة^{٢٧}.

في الولايات المتحدة الأمريكية تتألف هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية SEC من أقسام ودوائر معينة منها. تساهم حملات الفحص والتفتيش التي تقوم بها مكاتب اللجنة وبالذات مكتب التفتيش Office Compliance Inspections and Examinations إضافة إلى شكاوى الجمهور والمستثمرين في الكشف عن المخالفات القانونية التي ترتكب^{٢٨} في مجال الأوراق المالية.

^{٢٤} المادة ٥١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣٣١

^{٢٥} تنص المادة ٢١ على أنه "يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار. ويكون له إلغاء العمليات التي تعقد المخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تم سعر غير مبرر له. كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن الاستمرار بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه. ورئيس الهيئة أن يتخذ في الوقت المناسب أي من الإجراءات السابقة". قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، مرجع سابق، ص ٣١٩

^{٢٦} المادة ٢٠٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، مرجع سابق، ص ٤١٩

^{٢٧} عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٢٠٦

^{٢٨} http://www.sec.gov/asec/wot.htm#1933 p.17، مرجع سابق.

للهيئة عند حدوث مخالفات قانونية وفقاً لقوانين الأوراق المالية إما أن ترفعها إلى المحكمة، إذ تقدم طلباً إلى المحكمة تطلب فيه فرض عقوبات مالية، أو إصدار أمر يمنع عملاً معيناً أو تصرفاً مخالفاً للقانون، أو تقوم بالملاحقة الإدارية Administrative Proceedings.

تتم الملاحقات الإدارية للهيئة وفقاً لقواعد اللجنة التطبيقية SEC Rules of Practice ، وتبدأ باستصدار أمراً تحدد فيه الهيئة العمل غير القانوني الذي تم ارتكابه. وتحدد جلسة تحقيق hearing لسماع وجمع الدلائل أمام القاضي الإداري administrative law judge . والمدعى عليه حق الدفاع عن نفسه، ومناقشة الشهود، واستجوابهم، وتقديم الدليل. وفي نهاية الجلسة يسمح للأطراف بتقديم المرافعات الخطية ثم يقوم القاضي بإصدار قرار ابتدائي وفقاً للدلائل والأسانيد.

قد يطلب الأطراف من الهيئة مراجعة للقرار الابتدائي، وإن لم يحدث ذلك، ولم يتم بمبادرة منها بمراجعة القرار يصبح هذا الأخير نهائياً. أما إذا قامت بمراجعة القرار الابتدائي، وبعد أن يسمح للأطراف بالمشاركة أمام الهيئة بمناقشة شفوية، تقوم بإصدار قرارها النهائي^{١١}. فإذا تبين لها أن المدعى عليه ارتكب المخالفة تقوم بفرض العقوبات وفقاً لأحكام القانون. ومن هذه العقوبات التي نص عليها القانون منع الشركة من القيام بالأعمال المتعلقة بالأوراق المالية أو طردها أو طرد أحد أفرادها من سوق معينة أو إخراج شخص من المساهمة في شركة معينة، إضافة إلى التعويضات المالية. وهنا للمدعى عليه الحق في أن يطلب مراجعة قضائية للقرار السابق من قبل محكمة الاستئناف المختصة.

وسلطة الهيئة في التحقيق وإصدار القرارات والعقوبات هي سلطة مدنية فقط، فالمخالفات التي

تشكل جرمًا جزائياً، كالاختيال، على الهيئة أن ترفعها إلى دائرة القضاء المختص Department of

Justice، مقدمة الدليل وطالبة رفع لائحة اتهام بمساعدة محامي الهيئة^{١٢}.

^{١١} The work of the SEC, Washington, D. C: A publication of the office of Public affairs, Policy Evaluation and Research U.S. Securities and Exchange Commission, June 1992, p. 14

^{١٢} http://www.sec.gov/asec/wot.htm#1933 p.18-20 مرجع سابق

اتباع المشرع لأسلوب التظلم من القرارات الإدارية أمام لجنة أو هيئة مختصة قبل اللجوء إلى القضاء طريق جيد، يساعد على إبعاد منازعات السوق عن القضاء وحل تلك المنازعات وهي في مهدها.

نخلص مما سبق إلى ما يلي:

- تضع التشريعات طرقاً خاصة لتسوية المنازعات التي تنشأ في مجال الأوراق المالية، مبتعدة بها عن أجواء المحاكم وذلك لأهمية منازعات الأوراق المالية من جهة، وحتى يتم تسويتها بسرعة بدلاً من طول الإجراءات التي تستغرقها المحاكم من جهة أخرى.

- وهناك نوعان من المنازعات التي تنشأ في السوق:

١- منازعات تنشأ بين المتعاملين بالأوراق المالية، كالمنازعات التي تنشأ بين الوسطاء الماليين، أو بين الوسطاء والعملاء، أو بين أي منهم وبين الشركات المصدرة للأسهم. بعض التشريعات تبنى لحلها أسلوب التحكيم، في حين أن البعض الآخر قد تركها للقضاء العادي. ويُفضل اتباع أسلوب التحكيم، لما تتميز به إجراءاته من سرعة وبساطة ودون علانية، تحافظ على استمرار التعامل بين الأطراف. كما يتيح الفرصة لاختيار محكم من ذوي الخبرة بالتعامل في السوق وأعرافه.

٢- منازعات أحد أطرافها جهة الإدارة. وتنشأ هذه المنازعات بسبب القرارات الإدارية التي تصدرها الإدارة. تركها بعض التشريعات للقضاء الإداري المختص. أما البعض الآخر فقد نظم طريقة أخرى ضمن جهاز الإدارة لإعادة النظر في القرار وذلك قبل أذهاب إلى المحكمة المختصة، كنظام التظلم في القانون المصري وال *Administrative Proceedings* في القانون الأمريكي. وتساعد الطريقة الثانية على إبعاد منازعات السوق عن ساحات القضاء وتسويتها وهي لا تزال في مهدها.

الخاتمة

لأول مرة في التاريخ الفلسطيني تم تأسيس سوق للأوراق المالية. تمثل الأساس القانوني المنشئ للسوق باتفاقية أبرمت بين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية، وهي شركة مساهمة خصوصية محدودة والسلطة الوطنية الفلسطينية. وإلى اليوم لم يصدر قانون الأوراق المالية أو قانون الهيئة المشرفة على السوق.

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في توفير السيولة اللازمة لدعم المشاريع الوطنية، وبالتالي دعم البنية الاقتصادية. وفلسطين باعتبارها دولة فنية بحاجة إلى الدعم الاقتصادي، وهي بحاجة إلى سوق منظمة للأوراق المالية، يتم فيها تداول الأوراق المالية. لكن هذه الحاجة التي ترجمت باستعجال تأسيس السوق دون وجود إطار قانوني يحكمها وينظمها، ينطوي على خطورة كبيرة لفسراغ المرجع القانوني، الذي يضبط عمليات الاحتيال والصفقات الوهمية، واستغلال المعلومات وغيرها من الأعمال غير المشروعة التي يمكن أن ترافق عمليات السوق. كما أنه يزعزع ثقة المستثمرين بالسوق مما يقلل من إقبالهم عليها.

ولدراسة الطريقة التي تم بها تنظيم بنية سوق فلسطين للأوراق المالية تم دراسة عدد من الأسواق المقارنة وهي: مصر، والأردن، والبحرين، والولايات المتحدة الأمريكية. وتبين لنا وجود ثلاثة نماذج لبنية أسواق الأوراق المالية، النموذج الموحد والنموذج الثنائي والنموذج المختلط. تتبع سوق فلسطين للأوراق المالية في بنيتها النموذج الثنائي، السوق فيها مؤسسة خاصة، لا تملكها الدولة وستعمل السلطة الفلسطينية على إنشاء جهاز رقابي. كانت السلطة موفقة في اتباع هذا النموذج وذلك إضافة لنجاحه وتفوقه على النموذج الموحد، وكونه قد أصبح نظاماً عالمياً في تنظيم أسواق الأوراق المالية، يتناسب مع ظروف وأوضاع فلسطين الاقتصادية.

اعتري تأسيس السوق ثغرات قانونية متعددة، تمثل أهمها في الأساس القانوني المنشئ لها (الاتفاقية). فوفقاً للنظام القانوني السائد في الضفة الغربية، وبما أن شركة السوق مسجلة في الضفة

الغربية، يعتبر الأساس القانوني المنشئ للسوق باطلاً، ذلك أن الاتفاقية المذكورة هي في مضمونها عقد امتياز، وكان يجب أن تصدر بقانون من السلطة التشريعية وفقاً للمادة ١١٧ من الدستور الأردني. هذا إضافة إلى أن من المفروض أن يكون الشكل القانوني لشركة السوق هو شركة مساهمة عامة وليس مساهمة خصوصية محدودة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤ الذي تم تسجيل الشركة بموجبه. كما شاب الاتفاقية عيب الاختصاص بالتوقيع.

وعلى الرغم من بطلان الأساس القانوني للسوق تعد المعاملات المبرمة في السوق صحيحة لأنها تمت بموافقة مجلس الإدارة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤، لكن تعتبر صلاحيات السوق في مواجهة الشركات المدرجة وشركات الوساطة المالية باطلة.

توصي الدراسة لتصحيح وضع السوق القانوني ضرورة تحويل شركة السوق للمساهمة للخصوصية المحدودة إلى شركة مساهمة عامة، ومن ثم تتقدم بطلب جديد للحصول على امتياز تأسيس وإدارة سوق الأوراق المالية وفقاً للإجراءات القانونية. يجب أن يصدر قرار كتابي من مجلس الوزراء يفوض الوزير المختص بالتوقيع، كما يجب أن يصادق على عقد الامتياز المجلس التشريعي.

لو تم تجهيز الإطار القانوني لتلائم تنظيم كل ما يتعلق بعمل السوق، قبل شروعها بالعمل كـ: تحديد طبيعة السوق، ومالكها، وحقوقهم وواجباتهم وغير ذلك، وإصدار قانون شركات ينظم عملية إصدار الأوراق المالية، وخضوعها للجهاز الرقابي، وسن قانوني الأوراق المالية وقانون الجهاز الرقابي، لثم تلافي هذه الثغرات القانونية. وفي النهاية تتأشد هذه الدراسة المسؤولين بضرورة الإسراع في سن قانون السوق والقوانين المتعلقة بها وتصحيح الوضع القانوني للسوق.

المراجع

أولاً: التشريعات

*الدساتير:

-مرسوم دستور فلسطين لسنة ١٩٢٢. مجموعة قوانين فلسطين المعمول بها في اليوم الحادي والثلاثين من شهر كانون الأول سنة ١٩٣٣. الجزء الرابع. إعداد روبرت هاري درليتون. القدس: مكتب الطباعة والقرطاسية، ١٩٣٣.

-الدستور الأردني. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٠٣٩، تاريخ النشر: ١٩٥٢/١/٨.

-مسودة مشروع الدستور الفلسطيني المقر بالقراءة الثالثة. رام الله: وزارة العدل الفلسطينية، ديوان الفتوى والتشريع، ١٩٩٧.

*القوانين

--قانون الشركات الانتدابي رقم ٢٨ لسنة ١٩٢٩. مجموعة قوانين فلسطين المعمول بها في اليوم الحادي والثلاثين من شهر كانون الأول سنة ١٩٣٣. الجزء الأول. إعداد روبرت هاري درليتون. القدس: مكتب الطباعة والقرطاسية، ١٩٣٣.

-*Securities Act of 1933*. Published for the Center for Corporate law by the Center of Electronic text in law [cited 6 July 1999]. Available from Internet: <<http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/>>

-*Securities Exchange Act of 1934*. Published for the Center for Corporate law by the Center of Electronic text in law [cited 6 July 1999]. Available from Internet: <<http://www.law.uc.edu/CCL/34Act/>>

-قانون البدييات رقم ١ لسنة ١٩٣٤. الوقائع الفلسطينية، عدد ٤١٤، تاريخ النشر: ١٢ كانون الثاني

- قانون سكك حديد الحكومة رقم ٢٩ لسنة ١٩٣٦. الوقائع الفلسطينية، عدد ٥٩٣، تاريخ النشر: ١٤ أيار ١٩٣٦
- قانون المحاكم رقم ٣١ لسنة ١٩٤٠. الوقائع لفلسطينية، عدد ١٠٣٢، ملحق رقم ١، تاريخ النشر: ٢٥ تموز ١٩٤٠.
- قانون وزارة لشئون الاجتماعية رقم ١٤ لسنة ١٩٥٦. الجريدة الرسمية، عدد ١٢٦٥، تاريخ النشر: ٧ اذار ١٩٥٦.
- قانون للشركات الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٤. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٧٥٧، تاريخ النشر: ٣ أيار ١٩٦٤.
- قانون الجامعة الأردنية رقم ١٧ لسنة ١٩٦٤. الجريدة الرسمية، عدد ١٧٦٤، تاريخ النشر: ١ حزيران ١٩٦٤.
- قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٩١٠، تاريخ النشر: ٣٠ اذار ١٩٦٦.
- قانون مؤسسة تسويق المنتجات الزراعية رقم ٤٢ لسنة ١٩٦٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٩٣٣، تاريخ النشر: ٢ تموز ١٩٦٦.
- قانون مؤسسة التلفزيون رقم ٥٢ لسنة ١٩٦٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٩٥٦، تاريخ النشر: ١٦ تموز ١٩٦٦.
- قانون الدين العام رقم ٩٦ لسنة ١٩٦٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ١٩٥٨، تاريخ النشر: ٢٢ كانون أول ١٩٦٦.
- قانون لشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. موسوعة مصر للتشريع والقضاء. الجزء الثالث والعشرون. الطبعة الأولى. إعداد عبد المنعم حسني. القاهرة: مركز حسني للدراسات القانونية، ١٩٩٣.

-مرسوم بقانون رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ قانون سوق البحرين للأوراق المالية. المناامة: سوق البحرين للأوراق المالية، ١٩٨٧.

-قانون الشركات الأردني رقم ١ لسنة ١٩٨٩. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٣٥٩٦، تاريخ النشر: كانون الثاني ١٩٨٩.

-قانون سوق عمان المالية رقم (١) لسنة ١٩٩٠. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٣٦٧٨، تاريخ النشر: ١٧ شباط ١٩٩٠.

-قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. موسوعة مصر للتشريع والقضاء. الجزء الثالث والعشرون. الطبعة الأولى. إعداد عبد المنعم حسني. القاهرة: مركز حسني للدراسات القانونية، ١٩٩٣.

-قانون رقم ١٢ لسنة ١٩٩٥ بشأن إنشاء سلطة الطاقة الفلسطينية. الوقائع الفلسطينية، عدد ٧، أكتوبر ١٩٩٥.

-قانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٥ بشأن إنشاء هيئة الرقابة العامة. الوقائع الفلسطينية، عدد ١١، فبراير ١٩٩٦.

-قانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٦ بشأن إنشاء سلطة المياه الفلسطينية. الوقائع الفلسطينية، عدد ١١، فبراير ١٩٩٦.

-قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٤٢٠٤، تاريخ النشر: ١٥ أيار ١٩٩٧.

-قانون الأوراق المالية الأردني قانون مؤقت رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٤٢٠٤، تاريخ النشر: ١٥ أيار ١٩٩٧.

-نظام مجلس الحقوق لعام ١٩٣٨. الوقائع الفلسطينية، عدد ٨٤٣، تاريخ النشر: ٢٤ تشرين الثاني ١٩٣٨.

-النظام الداخلي لسوق عمان المالية رقم ٢٦ لسنة ١٩٨٠. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٢٩٢٥، تاريخ النشر: ١٦ نيسان ١٩٨٠.

- اللائحة لداخلية لقانون سوق البحرين للأوراق المالية لسنة ١٩٨٨. المنامة: سوق البحرين للأوراق المالية، ١٩٨٨.

-اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (ليس لللائحة التنفيذية رقم ولا سنة). موسوعة مصر للتشريع والقضاء. الجزء الثالث والعشرون. الطبعة الأولى. إعداد عبد المنعم حسني. القاهرة: مركز حسني للدراسات القانونية، ١٩٩٣.

-نظام تشجيع استثمارات غير الأردنيين رقم ١ لسنة ١٩٩٦. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٤٠٩٥، تاريخ النشر: ١٦ كانون ثاني ١٩٩٦.

-نظام تشجيع استثمارات غير الأردنيين رقم ٣٩ لسنة ١٩٩٧. الجريدة الرسمية الأردنية، عدد ٤٢٢٦، تاريخ النشر: ١ أيلول ١٩٩٧.

-النظام لداخلي لسوق فلسطين للأوراق المالية لسنة ١٩٩٧. نابلس: السوق، ١٩٩٧.

-النظام لداخلي لسوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان) لسنة ١٩٩٩. عمان: سوق عمان للأوراق المالية، ١٩٩٩.

*التقرارات والتعليمات

-قرار من الحاكم الإداري العام رقم ٣ لسنة ١٩٦٧ بشأن إنشاء الهيئة العامة لرعاية مرضى الدرر وأسره رقم ٣ لسنة ١٩٦٧. الوقائع الفلسطينية، عدد خاص، تاريخ النشر: ١٩/٣/١٩٦٧.

-قرار رقم ١٠ لسنة ١٩٩٦ بشأن إنشاء الهيئة العامة للاستعلامات، الوقائع الفلسطينية، عدد ١٢، تاريخ النشر: ابريل ١٩٩٦.

-القرار الرئاسي رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بالأحكام المنظمة لإدارة سوقى القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية، مجلة الأهرام الاقتصادي، عدد ١٤٧١، ١٧ مارس ١٩٩٧.

-قرار وزاري صادر من وزير الاقتصاد والتعاون الدولي المصري بشأن القواعد والإجراءات للمنظمة لانتخاب ممثلى الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية فى مجلس إدارة السوق المصرية للأوراق المالية لسنة ١٩٩٧، الأهرام الاقتصادي، عدد ١٤٧١، ١٧ مارس ١٩٩٧.

-قرار رقم ٦٥ لسنة ١٩٩٧ بشأن إنشاء مؤسسة البحر، الوقائع الفلسطينية، عدد ١٨، تاريخ النشر: أغسطس ١٩٩٧.

-تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية ومعتمدى المهن المالية لسنة ١٩٩٨

-تعليمات إدراج وإيقاف أسهم الشركات المساهمة العامة. عمان: سوق عمان للأوراق المالية، ١٩٩٩

المعاجم

-البستاني، بطرس. معجم محيط المحيط قاموس مطول للغة العربية. بيروت: مكتبة لبنان، ١٩٧٧.

-العلامة أبى الفضل جمال الدين محمد بن مكرم بن منظور الإفریقی المصرى، ابن منظور. قاموس لسان العرب. الطبعة الأولى، المجلد العاشر. بيروت: دار بيروت، ١٩٩٠.

-مراد، عبد الفتاح مراد. المعجم القانونى رباعى اللغة، فرنسى، إنجليزى، إيطالى، عربى. دم: دن بدون تاريخ).

←ثانيا: الكتب

-إسماعيل، خميس السيد. الأصول العامة والتطبيقات العملية للعقود الإدارية والتعويضات مع القواعد القانونية وأحكام المحكمة الإدارية العليا وفتاوى الجمعية العمومية لقسمى الفتوى والتشريع بمجلس الدولة والأحكام الحديثة لمحكمة النقض. الطبعة الأولى. دم: دار الطباعة الحديثة، ١٩٩٤.

-بطيخ، رمضان محمد. الرقابة على أداء الجهاز الإدارى، دراسة عملية وعلمية فى النظم الوضعية والإسلامية. الطبعة الأولى. القاهرة: دار النهضة، ١٩٩٤.

-التكروري، عثمان. الوجيز في شرح القانون التجاري الأردني. الجزء الأول. الطبعة الأولى. د م: دن،

١٩٨٦.

-التكروري، عثمان. ياسين، عمر. الضفة الغربية وقانون الاحتلال الحربي. القدس: مركز الدراسات

لتابع نقابة المحامين، ١٩٨٦

-جير، هشام. المؤسسات المالية. القدس: منشورات جامعة القدس المفتوحة، ١٩٩٨

-الجبوري، محمود خلف. العقود الإدارية. د م: مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، ١٩٩٨.

-جمال الدين، سامي. اللوائح الإدارية وضمانة الرقابة الإدارية. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٨٢.

-الجميلي، محمد عبد الواحد. ماهية العقد الإداري. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥.

-الجندي، محمد الشحات. معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية. القاهرة: دار النهضة العربية،

١٩٨٨.

-حسن، عبد الباسط وفا محمد. بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات

قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٦.

-حسن، محروس. الأسواق المالية والاستثمارات المالية. د م: دن، ١٩٩٤.

-حنفي، عبد الغفار. البورصات. د م: أمكتب العربي الحديث، ١٩٩٥.

-الدعجة، عساف فالح مصطفى. الطبعة القانونية لعقد امتياز. المرافق العامة. عمان: المعهد القضائي،

بحث مقدم لغايات استكمال متطلبات نيل درجة الدبلوم في العلوم القانونية من المعهد القضائي الأردني،

١٩٩٦.

-سامي، فوزي محمد. شرح القانون التجاري الأردني. الجزء الثالث. عمان: مكتبة دار الثقافة للنشر

والتوزيع، ١٩٩٣.

-سامي، فوزي محمد. شرح القانون التجاري الأردني. الجزء الرابع. عمان: مكتبة دار الثقافة

للتنشر ١٩٩٧.

- سليم، مصطفى عبد المقصود. معيار العقد الإداري وأثره على اختصاص مجلس الدولة. دم: دن، ١٩٩٥.
- سلطان، نور. مصادر الالتزام في القانون المدني الأردني دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي. الطبعة الأولى. عمان: منشورات الجمعية الأردنية، ١٩٨٧
- شحاتة، إبراهيم. البنك الدولي والعالم العربي، تحديات وفاق الاقتصاد المصري. القاهرة: دار الهلال، ١٩٩٠.
- الشراقي، سعاد. العقود الإدارية. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥.
- الشواربي، عبد الحميد. موسوعة الشركات التجارية. الإسكندرية: منشأة المعارف ١٩٩١.
- طلبة، عبد الله. الرقابة الإدارية على أعمال الإدارة. الطبعة الخامسة. دمشق: جامعة دمشق، ١٩٩٦.
- الطماوي، سليمان محمد. مبادئ القانون الإداري دراسة مقارنة، الكتاب الثاني نظرية المرفق العام وعمال الإدارة العامة. دم: دار الفكر العربي، ١٩٧٣.
- عبد الحميد، عاشور عبد الجواد. النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي وبعض القوانين العربية. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥.
- عبد الحميد، عاشور عبد الجواد. بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥.
- عبد الهادي، بشار. التفويض في الاختصاص دراسة مقارنة. عمان: دار الفرقان للنشر والتوزيع، ١٩٨٢
- عبد الوهاب، محمد رفعت. القانون الدستوري. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٠.
- عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية. المنصورة: مكتبة الجلاء، [١٩٨٨].

- عكاشة، حمدي ياسين. العقود الإدارية في التطبيق العملي والأسس العامة، موسوعة العقود الإدارية والعملية. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٨.

- العكيلي، عزيز. القانون التجاري. عمان: مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، ١٩٩٧.

- علام، سعد طه. دور الدولة في ظل المستجدات العالمية والمحلية. القاهرة: معهد التخطيط القومي، ١٩٩٨.

- عمرو، عدنان. المرافق العامة دراسة تحليلية لتنظيم المرافق العامة في المغرب، أزمة القطاع العام المغربي. د م: دن، ١٩٩٥.

- قاسم، أنيس فوزي. القوانين المتعلقة بإصدار وتداول الأوراق المالية. عمان: دن، تشرين الثاني ١٩٩٢.

- القضاة، مفلح عواد. الوجود الواقعي والوجود القانوني للشركة الفعلية في القانون المقارن. عمان: مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، [١٩٩٠]

- كنعان، نواف. القانون الإداري الأردني، الكتاب الأول: ماهية العقد الإداري - التنظيم الإداري - النشاط الإداري. الطبعة الأولى. عمان: دن، ١٩٩٣.

- متولي، عبد الحميد. القانون الدستوري والأنظمة السياسية. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٣.

- محرز، أحمد محمد. القانون التجاري. القاهرة: دن، ١٩٩٤.

- ملحم، فرس. أسس التشريع في فلسطين. فلسطين: معهد الحقوق، جامعة بيرزيت، ١٩٩٨.

- مهنا، محمد فؤاد. المجلد الثاني. القانون الإداري العربي الديمقراطي. د م: دن، ١٩٦٧.

- النابلسي، محمد سعيد. التصحيح المالي والنقدي في المملكة الأردنية الهاشمية بين الحاضر والمستقبل. عمان: الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، السلسلة المصرفية (٢)، ١٩٩٧.

- نجم، عبد المعز عبد الغفار. الجوانب القانونية لنشاط البنك الدولي للإشياء والتعمير. القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٧٦.

- هندي، منير إبراهيم. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، سلسلة الأسواق المالية (١). عمان: منشورات الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، بدون تاريخ.
- هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية: منشأة المعارف، ١٩٩٣.
- هيكل، السيد خليل. القانون الإداري السعودي. الرياض: جامعة الملك سعود: عمادة شئون المكتبات، بدون تاريخ.

-ياسين، عمر. الاحتلال وسلطة التشريع. القدس: دن، تشرين الثاني، ١٩٨٩.

→ثالثاً: الأبحاث المقالات والدوريات

- البسام، صادق محمد. بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية. الكويت: مجلة الحقوق تصدرها كلية الحقوق والشريعة في جامعة الكويت، السنة السادسة، العدد الثاني، يونيو ١٩٨٢.
- بورصة البحرين ثاني أفضل البورصات عربياً. المنامة: مجلة أسواق البحرين، العدد ١٩، السنة الثانية، نوفمبر ١٩٩٨.
- جدل حول أسلوب عمل سوق فلسطيني للأوراق المالية. فلسطين: جريدة الأيام، تاريخ النشر ١٠ / ٤ / ١٩٩٦.
- الحلو، ماجد راغب. المركز القانوني للبنك المركزي دراسة مقارنة في البلاد العربية. الكويت: مجلة الحقوق، تصدرها كلية الحقوق والشريعة بجامعة الكويت، السنة الثالثة، العدد الأول، مارس ١٩٧٩.
- داغر، عدنان. المدير العام لسوق فلسطين للأوراق المالية لـ "الأيام": السوق سيعمل وفق أحدث الطرق التكنولوجية، لا اقتصاد متطور بدون سوق مالية متطور. فلسطين: جريدة الأيام، تاريخ النشر: الأربعاء ١٠ / ٧ / ١٩٩٧.

- راغب، وجدي. تأهيل الجانب الإجرائي في هيئة تحكيم معاملات الأسهم بالأجل. الكويت: مجلة الحقوق، تصدرها كلية الحقوق والشريعة في جامعة الكويت، السنة السابعة، العدد الرابع، ديسمبر ١٩٨٣.

-سمارة، عادل. أقطار العالم الثالث والبنك الدولي. القدس: مجلة شئون تنمية، يصدرها الملتقى الفكري

& Sons, Inc, 1997

العربي، ١٩٩٥.

-سمير، سامي. تنظيم البورصة وأنصاف الحلول. القاهرة: مجلة الأهرام الاقتصادي، عدد ١٤٠١،

CCH,

تاريخ النشر: ١٣ نوفمبر ١٩٩٥.

-الشمري، طعمة. أحكام تداول الأوراق المالية في القاتون الكويتي. الكويت: مجلة الحقوق للصادرة

Small Business

عن كلية الحقوق والشريعة في جامعة الكويت، السنة السادسة، العدد الثاني، يونيو ١٩٨٢.

-طريف، جليل. بيان حول تأسيس بورصة عمان سوق الأوراق المالية. عمان: سوق الأوراق المالية،

Market, historical background and current situation

١٩٩٩

-عبد الكريم، نصر. سوق فلسطيني للأوراق المالية (بورصة). نابلس: مركز البحوث والدراسات

The work of the SEC, Washington, DC, America

الفلسطينية، مجلة السياسة الفلسطينية، السنة الثانية، العدد السادس، ربيع ١٩٩٥.

-عطاطرة، زياد. السوق المالي الفلسطيني. القدس: مجلة الميلاد، العدد السادس، تموز ١٩٩٦.

Uniform Commercial Code: Nutshell Series Third

Publishing Company, 1998

-مجلة نقابة المحامين الأردنية.

-الهيئة العامة لسوق المال. القاهرة: مجلة الأهرام الاقتصادي، عدد ١٥٥٤، ١٩ أكتوبر ١٩٩٨.

-Responsibilities of Corporate officers and directors under Federal Securities Laws, Federal Securities Law Reports, extra edition, number 1633, (Chicago: CCH, October 27, 1994), p. 305

مراجع باللغة الإنجليزية

-Bahrain Stock Exchange, Fact Book. Al Manaamah: Bahram Stock Exchange annual series of publications, Research and Development Department, June 1998.

-Gonson, Paul. Securities Regulation in the United States. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission, 1997.

- Hall, Alvin D. **Getting started in stocks**. Third edition. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1997.
- Responsibilities of Corporate officers and directors under Federal Securities Laws. Federal Securities Law Reports, extra edition, number 1633. Chicago: CCH,
- Small Business and the SEC. Washington, DC: A publication of the office of Small Business Policy division of Corporation Finance and the office of Public affairs, U.S. Securities and Exchange Commission. June, 1990.
- Smith, Jeffery W. Seway, James P. McCormick, D. Timothy. **The Nasdaq Stock Market, historical background and current operation**. Washington, DC: Department of Economic Research, 1998.
- The work of the SEC. Washington, DC: A publication of the office of Public affairs, Policy Evaluation and Research U.S. Securities and Exchange Commission, June 1992.
- Uniform Commercial Code: Nutshell Series. Third edition. Minnesota: West Publishing Company, 1998
- What every investor should know. A handbook from U.S. Securities and Exchange Commission. Washington, DC.: A publication of the office of Public affairs U.S. Securities and Exchange Commission, Feb. 1992.
October 27, 1994.

الرسائل الجامعية:

- السيد، محمد صلاح عبد البديع. سلطة الإدارة في إنهاء العقد الإداري دراسة مقارنة، (الزقازيق: رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق. جامعة الزقازيق كلية الحقوق، 1993).

-الحمود، وضاح. "المرفق العام كمعيار لتحديد القانون الإداري"، (الجامعة الأردنية:رسالة ماجستير كلية الحقوق، للجامعة الأردنية ١٩٩٢).

-Amman Financial Market (AFM), Amman, Jo

(AFM)[cited 13 Oct. 1999]. Available from internet

<<http://accessinc.com/AFM/about.html>>

أهم المقالات والاتصالات:

-Bahrain Stock Exchange, Al Manama, Bahrain

13 Oct. 1999] Available from internet

-The Work of the SEC, Washington, D.C.,

Nov., 1998]. Available from internet

- د. أسامة حامد، خبير اقتصادي فلسطيني، ماس.
- ثائر عمرو، المستشار القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية.
- رجا شحادة محام في مكتب شحادة، رام الله.
- سامح الترجمان، رئيس سوق الأوراق المالية المصرية.
- د. شهاب الدين أموي، أستاذ المالية العامة، كلية التجارة، جامعة بيرزيت.
- د. عثمان التكروري، أستاذ القانون التجاري، كلية الحقوق، جامعة القدس.
- د. عدنان عمرو، أستاذ القانون الإداري، كلية الحقوق، جامعة القدس.
- د. علي خطار، أستاذ القانون الإداري، كلية الحقوق، الجامعة الأردنية.
- فرانسو بيان، محام كندي متخصص في تنظيم أسواق الأوراق المالية، ساهم في وضع النظام القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية كما ساهم مع البنك الدولي في إعداد مشروع قانون سوق الأوراق المالية الفلسطيني.

-د. فهد الفانك، خبير اقتصادي وكاتب سياسي أردني.

-متقال عبيدات أمين سر مجلس إدارة سوق عمان للأوراق المالية .

-د. نصر عبد الكريم، أستاذ المحاسبة كلية الاقتصاد جامعة النجاح، وحاليا نائب مدير بنك فلسطين

الدولي .

-نضال صبري، أستاذ المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بيرزيت.

-د. هشام جبر، أستاذ المالية العامة، كلية التجارة، جامعة بيرزيت

مواقع على الإنترنت:

-*Amman Financial Market (AFM)*. Amman: Amman Financial Market (AFM)[cited 13 Oct. 1999]. Available from Internet: <<http://accessme.com/AFM/aboutbod.1>>.

-*Bahrain Stock Exchange*. Al Manaamah: Bahrain Stock Exchange, 1997 [cited 13 Oct. 1999] Available from internet : <<http://www.bahrainstock.com/broad.1>

-*The Work of the SEC*. Washington, DC: SEC, 8 August,1998 [cited 18 Nov.,1998]. Available from Internet: <<http://www.secgov/asec/wot.htm#1033>>

ملحق الدراسة

مجلس الإدارة رقم (١)

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين
أولاً: تم اختيار السيد ...
ثانياً: تم اختيار السيد ...
ثالثاً: تم اختيار السيد ...
رابعاً: تم اختيار السيد ...
خامساً: تم اختيار السيد ...
سادساً: تم اختيار السيد ...
سابعاً: تم اختيار السيد ...
ثامناً: تم اختيار السيد ...
تاسعاً: تم اختيار السيد ...
عاشراً: تم اختيار السيد ...

ملاحق الدراسة

- ١- ...
- ٢- ...
- ٣- ...
- ٤- ...
- ٥- ...
- ٦- ...
- ٧- ...
- ٨- ...
- ٩- ...
- ١٠- ...
- ١١- ...
- ١٢- ...
- ١٣- ...
- ١٤- ...
- ١٥- ...
- ١٦- ...
- ١٧- ...
- ١٨- ...
- ١٩- ...
- ٢٠- ...
- ٢١- ...
- ٢٢- ...
- ٢٣- ...
- ٢٤- ...
- ٢٥- ...
- ٢٦- ...
- ٢٧- ...
- ٢٨- ...
- ٢٩- ...
- ٣٠- ...

ملحق الدراسة رقم (١)

استبيان سوق فلسطين للأوراق المالية والشركات المساهمة العامة المحلية

-التعريف بالشركة:

VO3 اسم الشركة:

VO4 رأسمال الشركة:

VO5 القطاع الذي تنتمي إليه الشركة: صناعي وتعديين، تأمين، بنوك، خدمات وتجارة عامة.

VO8 عدد المساهمين:

VO10 تاريخ تأسيس الشركة:

VO12 نسبة رأس المال الأجنبي:

VO13 عدد الشركات التي تساهم في رأس المال:

VO14 هل تتبع الشركة شركة أم أخرى تساهم في أكثرية رأسمالها: نعم ، لا

VO15 عدد أعضاء مجلس الإدارة:

VO16 عدد الأسهم التي تخول المساهم حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة:

-رأي الشركة بسوق فلسطين للأوراق المالية:

V17 هل أودت الشركة إنشاء سوق للأوراق المالية في فلسطين؟ نعم ، لا

V18 هل تؤيد الشركة استمرار السوق بالعمل؟ نعم ، لا

V19 قامت السوق الفلسطينية للأوراق المالية بممارسة أعمالها لمدة ثلاث سنوات، ما تقييم الشركة

لنجاح السوق: (الرجاء اختيار إجابة واحدة فقط)

أ-فعال

ب- مقبول

ج- ضعيف

د- ضعيف جدا

هـ- لم تكون الشركة فكرة واضحة عن تقييم عمل السوق بعد.

V20 هل من الأفضل في رأي الشركة: (الرجاء اختيار إجابة واحدة فقط)

أ- أن تملك الحكومة السوق وتتولى إدارتها.

ب- أن تملك شركة خاصة السوق وتتولى إدارتها.

ج- أن تملك شركات الوساطة المالية السوق وتتولى إدارتها.

د- لا يهم من يملك السوق.

V21 هل كان يشترط لبيع أسهم الشركة ومشاركتها قبل تأسيس السوق موافقة مجلس الإدارة؟ نعم ، لا

V22 هل أسهم الشركة مدرجة في سوق قاسطين للأوراق المالية؟ نعم، لا .

إذا كانت الإجابة نعم، يرجى الإجابة عما يلي:

● الأسئلة التالية موجهة للشركات المدرجة في السوق

V23 متى أدرجت الأسهم في السوق؟

V50 تذبذب قيمة السهم منذ إدراجه في السوق:

ارتفعت قيمة السهم أم انخفضت

V26 إدارة السوق اليومية: (الرجاء اختيار إجابة واحدة فقط)

أ- مرضية جدا

ب- مرضية

ج- متوسطة

د- غير مرضية

V27 تقييم الشركة لالتزام السوق بالتعليمات والقواعد القانونية التي وضعتها: (الرجاء اختيار

إجابة واحدة فقط)

أ- تلتزم السوق بدقة بتعليماتها وتطبقها على الجميع دون استثناء.

ب- مدى التزام السوق بتعليماتها مقبول

ج- السوق غير ملتزمة بتعليماتها

د- غالباً ما تتجاوز السوق تعليماتها وتركز وراء المحسوبية والمصلحة الشخصية.

V28 هل الشركة نادمة على إدراج أسهمها بالسوق؟ نعم ، لا

• الأسئلة التالية موجهة للشركات غير المدرجة في السوق:

إذا لم تدرج الشركة أسهمها في السوق يرجى الإجابة عما يلي:

V29- هل كان سبب عدم إدراج الشركة في السوق عدم استيفائها لشروط الإدراج التي حددتها السوق؟

نعم، لا .

V30- إذا كانت الإجابة نعم، حدد الشروط التي لم تستوفيها الشركة بعد: (يمكن اختيار عدد من

الإجابات معاً)

١- يجب أن يكون مدفوعاً ٥٠% من رأسمال الشركة المكتتب به.

٢- يجب أن يكون رأسمال الشركة العامل كاف حسب تقدير السوق.

٣- يجب ألا يقل رأسمال الشركة المكتتب به عما يعادل ٧٥٠ ألف دولار أمريكي.

٤- يجب ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن ١٠٠ ألف سهم .

٥- يجب ألا تقل نسبة الأسهم القابلة للتداول والمملوكة من قبل المساهمين العامين عن ٢٥%

من أسهم الشركة المكتتب بها. (المساهم العام هو كل من كان من غير الفئات التالية: متعهد

تغطية إصدار الأوراق المالية، موزع الإصدار، الشخص الذي يمتلك ١٠% أو أكثر من رأس المال، أي موظف في منصب إداري مسئول في الشركة أو له صلاحية التوقيع نيابة عن الشركة، أو شخص مطلع على أمور الشركة، المؤسسين، أعضاء مجلس الإدارة، مدقق الحسابات.)

٦- يجب ألا يقل عدد المراهمين العامين عن ٢٥٠

- إذا كانت الإجابة لا، هل كان عدم إدراج للشركة في السوق ناتج عن قرار مجلس الإدارة: نعم، لا
- V31 إذا كانت الإجابة نعم، ما هي أسباب رفض قرار مجلس الإدارة إدراج الشركة بالسوق:
- V32a - عدم صدور قانون ينظم عمل السوق: نعم، لا
- V32b - تخوف الشركة مما يرافق عمليات السوق من احتمال هبوط الأسعار: نعم، لا
- V32c - عدم الاقتناع بالحاجة إلى سوق للأوراق المالية في فلسطين: نعم، لا
- V32d - رغبة الشركة بالتأكد أولاً من نجاح السوق: نعم، لا
- V32e - أسباب أخرى، حدد.

V32** إذا لم تدرج الشركة لا بسبب عدم استيفاء شروط الإدراج ولا بسبب قرار مجلس الإدارة، ما هو سبب عدم الإدراج؟

- V33 هل توجد نية عند الشركة بإدراج أسهمها في السوق؟ نعم، لا
- إذا كانت الإجابة نعم على السؤال السابق، ما هي الظروف التي تراها الشركة مناسبة لذلك:
- V34a - عند استيفاء شروط الإدراج: نعم، لا
- V34b - عند صدور القوانين المنظمة للعمل في السوق: نعم، لا.
- V34c - عند إثبات نجاح السوق: نعم، لا

... ايرتاد اشيا وصور اشيا اخرى

... من ...

...

...

... ٧٠ ...

... ٧٠ ...

... ٧٠ ...

...

...

...

...

... ٧٤٥ ...

... ٧٤٥ ...

... ٧٤٥ ...

ملحق رقم (٢)

استبيان شركات الوساطة المالية وسوق فلسطين للأوراق المالية

-التعريف بالشركة:

VO3 اسم الشركة:

VO2 نوعها:

VO4 رأسمالها:

VO8 عدد المساهمين:

VO10 تاريخ تأسيس الشركة:

-علاقة الشركة مع السوق:

V17 هل أيدت الشركة إنشاء سوق للأوراق المالية في فلسطين؟ نعم ، لا

V18. هل تؤيد الشركة استمرار السوق بالعمل؟ نعم ، لا

V19 قامت السوق الفلسطينية للأوراق المالية بممارسة أعمالها لمدة سنتين، ما تقييم الشركة لنجاح

السوق:

أ-فعال ب-مقبول

ج-ضعيف د-ضعيف جدا

هـ- لم تكون الشركة فكرة واضحة عن تقييم عمل السوق بعد.

V40 أهم العوائق التي تراها الشركة حائلا أمام تقدم عمل السوق:

V40a-عدم وجود قانون ينظم عمل السوق وعدم وجود جهة تعمل على مراقبة السوق: نعم، لا

V40b-عدم وجود الخبرة الكافية لدى السوق للقيام بأعمالها: نعم، لا

V40c -التجاوزات القانونية التي تحدث في إبرام عمليات السوق: نعم، لا

V40d - غير ذلك، حدد

V26 إدارة السوق اليومية:

أ- مرضية جدا

ب- مرضية

ج- متوسطة

د- غير مرضية

V27. تقييم الشركة لالتزام السوق بالتعليمات والقواعد القانونية التي وضعتها: (الرجاء اختيار

إجابة واحدة فقط)

أ- تلتزم الشركة بدقة بتعليماتها وتطبقها على الجميع دون استثناء.

ب- مدى التزام السوق بتعليماتها مقبول

ج- السوق غير ملتزمة بتعليماتها

د- غالبا ما تتجاوز الشركة تعليماتها وتركض وراء المحسوبة والمصلحة الشخصية.

V20. هل من الأفضل في رأي الشركة: (الرجاء اختيار إجابة واحدة فقط)

أ- أن تملك الحكومة السوق وتتولى إدارتها.

ب- أن تملك شركة خاصة السوق وتتولى إدارتها.

ج- أن تملك شركات الوساطة المالية السوق وتتولى إدارتها.

د- لا يهم من يملك السوق.

ملحق رقم (1)

الاتفاقية المبرمة بين وزارة المالية وشركة سوق فلسطين للأوراق المالية

جرى عقدها في مايو في هذا اليوم السابع من شهر نوفمبر عام 1996
قيما بين :

الفريق الأول : السلطة الوطنية الفلسطينية ويمثلها بالتوقيع على هذه الإتفاقية وزير المالية
(ويشار إليها فيما بعد بـ السلطة) من جهة،

الفريق الثاني : شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة خصوصية المحدودة وهي
شركة مسجلة لدى مراقب الشركات في وزارة الإقتصاد والتجارة
والصناعة تحت الرقم (563108810) تاريخ 1995/3/27 وعنوانها
نابلس بناية القصر ويمثلها بالتوقيع على هذه الإتفاقية رئيس هيئة المديرين
(ويشار إليها فيما بعد بـ "الشركة") من جهة أخرى.

حيث أن الشركة شركة مساهمة خصوصية محدودة مسجلة لدى مراقب الشركات في وزارة
الإقتصاد والتجارة والصناعة في السلطة تحت الرقم (56318810) تاريخ 1995/3/27
وغاياتها الأساسية هي إدارة سوق الأوراق المالية بمرجبة احكام القانون وبهدف تنمية
الإدخار وتشجيع الإستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني.

وحيث ان الوزارة هي الجهة الوحيدة المسؤولة عن الإشراف الرقابي على قطاع الأوراق
المالية في السلطنة وهي المرجعية لسوق الأوراق المالية.

حيث أن فلسطين بحاجة ماسة لسوق للأوراق المالية تنظم التداول بالأوراق المالية وتتسع
لإستثمار فيها مما سيكون له الأثر الكبير في حشد المدخرات الوطنية ورفع كل من المشاريع
إنتاجية والقطاع العام في فلسطين بالتمويل الطويل المدى.

حيث أن الشركة مستعدة لتأمين القدرات والخبرات الضرورية لإدارة سوق الأوراق المالية.
ذلك الموارد المالية والفنية اللازمة لإدارة مثل هذه السوق.

لذا فقد تم الإتفاق بين الفريقين على ما يلي :

أولاً: تعتبر مقدمة الإتفاقية جزءاً لا يتجزأ منها.

ثانياً: يكون للألفاظ والعبارات المعاني المبينة بجانب كل منها ما لم يدل السياق على خلاف ذلك.

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| وتعني السلطة الوطنية الفلسطينية. | "السلطة" |
| وتعني وزارة المالية في السلطة. | "الوزارة" |
| ويعني وزير المالية في السلطة. | "الوزير" |
| وتعني سوق فلسطين للأوراق المالية ومركز الايداع والتحويل للأوراق المالية. | "السوق" |
| <u>قانون سوق الأوراق المالية الفلسطيني.</u> | " القانون " |
| ويعني المجلس الذي له صلاحية التشريع والمنتخب من الشعب الفلسطيني به و <u>يجب</u> قانون الانتخابات الفلسطيني. | "المجلس التشريعي" |
| وتعني <u>الأسهم</u> و <u>السندات</u> و <u>الأذونات</u> التي تصدرها في فلسطين السلطة أو المؤسسات الحكومية أو الباديات أو الشركات المساهمة الفلسطينية العامة والخاصة أية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول وفق احكام القانون. | "الأوراق المالية" |
| وتعني أي شخص <u>اعتباري</u> يقوم بنشاطات متعلقة بالأوراق المالية ومنها شراء وبيع الأوراق لحسابه أو لحساب الغير و/أو العمل كوسيط مغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة وكوسيط بائع ليا و/أو في إدارة المحافظ الإستثمارية وصناديق التمويل والإستثمار و/أو في اعداد وتوزيع أبحاث تتعلق بالأوراق المالية و/أو في تقديم الإستشارات المالية والإستثمارية و/أو في صناعة الأسواق و/أو في ممارسة أية نشاطات أخرى تتعلق بالأوراق المالية والمبينة شروطها ومتطلباتها في القانون وأنظمة وتعليمات السوق المرعية. | "شركات الأوراق المالية" |
| ويعني عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها إما مباشرة أو بالوساطة و/أو تغطية إصدارات الأوراق المالية الجديدة أو بيعها بالوساطة و/أو إدارة المحافظ الإستثمارية | "التعامل بالأوراق المالية" |

وصناديق التمويل والإستثمار و/أو إعداد وتوزيع أبحاث تتعلق بالأوراق المالية و/أو تقديم الإستشارات المالية والإستثمارية و/أو صناعة الأسواق و/أو غيرها من النشاطات الأخرى المتعلقة بالأوراق المالية والتي يحددها القانون.

"الأعضاء في السوق"

وتعني شركات الأوراق المالية المصرح لها من قبل السوق ببيع وشراء الأوراق المالية المدرجة لدى السوق اما مباشرة لصالح محافظها او لصالح العملاء وممارسة النشاطات الأخرى التي تنظمها وتشرف عليها السوق بموجب هذه الإتفاقية و/أو القانون وبالشكل الذي تحدده الأنظمة والتعليقات الصادرة عن السوق.

"مجلس الإدارة"

ويعني مجلس الإدارة المشكل لإدارة السوق وفق البند (رابعا) أدناه.

ثالثاً: (أ) تقوم الشركة بإدارة أعمال السوق وفقاً لأحكام القانون لتحقيق الأهداف المبينة في البند (خامساً) أدناه وتتمتع بالصلاحيات والحقوق والسلطات المبينة في البند (سادساً) أدناه.

(ب) 1- تعتبر الشركة الجهة المخولة والمسؤولة عن إدارة السوق في فلسطين وفقاً للقانون وبند هذه الإتفاقية.

2- إعتاد السوق كسوق الأوراق المالية الوحيدة والحصريّة في فلسطين المخولة بتنظيم وإجراء عمليات تداول الأوراق المالية وإدارة عمليات التسوية ونقل ملكية الأوراق المالية وإقامة مركز الإيداع والتحويل للأوراق المالية في فلسطين.

رابعاً: تقوم الشركة بإدارة السوق وفق أحكام القانون وبند هذه الإتفاقية على النحو التالي:-

- 1) السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي.
- 2) تصدر عن السوق أنظمة وتعليمات خاصة بها تنظم نشاطاتها المختلفة وتحكم عمل الوسطاء الأعضاء في السوق وخاصة فيما يتعلق بتداول وتحويل الأوراق

المالية المدرجة لدى السوق وسلامة هذه النشاطات وسرية الخدمات المقدمة لجمهور المستثمرين.

- (3) ينشأ في السوق مركز موحد لإيداع وتحويل الأوراق المالية، ويقوم السوق بوضع أنظمة وإجراءات لتسوية معاملات البيع والشراء ونقل ملكية الأوراق المالية.
- (4) سيكون للسوق مواردها المستقلة وجهازها الفني الخاص بها ويحق لها تعيين الطاقم الفني المناسب والكافي لتحقيق غايات وأهداف السوق.
- (5) تدرج السوق لديها الأوراق المالية من الأسهم والسندات وغيرها الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والقطاع العام وتنظم عمالية التداول بها بالشكل الذي تراه مناسباً.

(6) سيكون للسوق صلاحية تحديد وتحصيل الإشتراكات والرسوم والعمولات من الأعضاء في السوق وشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق وفرض الغرامات على الأعضاء في السوق ومستخدميهم في حالة ارتكابهم أو ارتكاب أي منهم لأي مخالفة لأنظمة وتعليمات السوق وتحصيل هذه الغرامات.

(7) يتولى إدارة السوق مجلس إدارة من ثمانية أعضاء يتم تعيينهم كما يلي:

- أ- خمسة أعضاء يمثلون الشركة من بينهم أربعة أعضاء يتم تسميتهم من باديكو ويكون من ضمنهم رئيس مجلس الإدارة ("الرئيس").
- ب- عضو يمثل المستثمرين ورجال الأعمال يتم تعيينه من قبل الوزير لمدة

سنتين

ج- عضو ممثل عن أعضاء السوق يتم انتخابه من قبل شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق لسنة واحدة غير قابلة للتجديد ويتناوب بقية الأعضاء بشكل دوري العضوية.

د- المدير العام للسوق بحكم وظيفته.

(8) يخضع السوق في أعماله للقانون والأنظمة المرعية التي تحكم التعامل بالأوراق المالية بالإضافة إلى الأسس والأنظمة والتعايمات التي يصدرها مجلس الإدارة وفقاً لأحكام القانون.

خامساً: يكون للسوق الأهداف التالية:

- (1) تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية بشكل يضمن كفاءة وشفافية وسهولة هذا التداول.

- (2) توفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل لملكية الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل في الأوراق المالية وتيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية للأسهم والسندات المدرجة في السوق من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب
- (3) وضع أسس للتداول وإيصال المعلومة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن هويتهم أو حجم تعاملهم أو موقعهم الجغرافي مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والخسارة.
- (4) توفير أكبر قدر من الإستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدرجي.
- (5) توفير إنتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك ليتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب له.
- (6) حماية المستثمرين من كافة أشكال التلاعب والإحتيال.
- (7) تطوير خدمات وفعالية السوق عن طريق تطوير أساليب وإجراءات ووسائل جديدة للتعامل بالأوراق المالية ومن خلال استقطاب المعلومات والابتكارات التقنية والخبرات في هذا المجال.
- (8) السعي لتأهيل السوق ليكون سوقاً إقليمياً في منطقة الشرق الأوسط وبالتعاون مع السلطة.

سادساً: لأجل تحقيق الأهداف المبينة اعلاه تتمتع السوق بالحقوق والصلاحيات التالية:-

- (1) رسم السياسة العامة لعمل السوق بخطوطها العريضة وذلك ضمن إطار السياسات والتوجهات المالية والاقتصادية في دولة فلسطين.
- (2) وضع التنظيم والهيكل الإداري للسوق بالشكل المناسب لأجل تنفيذ أعمال السوق.
- (3) وضع الأسس والأنظمة والتعايمات اللازمة لممارسة السوق للصلاحيات المبينة في هذه الاتفاقية و/أو تحقيق الأهداف المبينة في البند خامساً اعلاه.
- (4) قبول شركات الأوراق المالية المؤهلة كأعضاء في السوق وتنظيم أعمالها والإشراف عليها وعلى مستخدميها بالشكل الذي يكفل سلامة التداول بالأوراق المالية ونقل ملكيتها ويرفع من مستوى الخدمات التي يقدمها الأعضاء في السوق للمستثمرين.

(5) فرض العقوبات على الأعضاء في السوق ومستخدميه في حالة ارتكابهم أو ارتكاب أي منهم لأي مخالفة بموجب القانون و/أو الأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه و/أو الأسس والأنظمة والتعليمات التي تقرها السوق لغايات التعامل بالأوراق المالية وتشمل هذه العقوبات دون حصر الغرامة والإيقاف عن العمل لفترة أقصاها (6) أشهر وإيقاف المستخدم لدى أي عضو في السوق عن العمل في أي نشاط يتعلق بالسوق وحجز موجودات العضو في السوق لغايات تسوية أية التزامات مترتبة عليه بناء على قرار من هيئة قضائية.

(6) تسجيل مستخدمي شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق والترخيص لهم

ببيع وشراء الأوراق المالية إما لحساب الشركة أو بالوساطة لحساب الغير.

(7) تنظيم وإجراء الإمتحانات والمقابلات اللازمة للتأكد من تأهيل وصلاحيه

المستخدمين لدى الأعضاء في السوق للتعامل بالأوراق المالية أو للإشراف على هذا التعامل.

(8) رفض أي طلب مقدم من أية جهة كانت للإنتساب لعضوية السوق.

(9) إيقاف التداول في أي من الأوراق المالية المدرجة في السوق وللمدة التي تراها إدارة السوق مناسبة.

(10) منع أي تعامل بالأوراق المالية الخاصة بأية شركة في السوق إذا كان مثل

هذا التعامل من شأنه أن يؤدي الى التأثير على مصلحة مساهمي الشركة على

وجه الخصوص ، وكذلك منع أية شركة مصدرة لأوراق مالية مدرجة في

السوق من شراء تلك الأوراق بإسم الشركة.

(11) إيقاف التداول في السوق عند الإقتضاء بعد التشاور مع وزارة المالية.

(12) إقامة وإنشاء وإدارة صندوق ضمان تسوية المعاملات وذلك من اجل

تعويض أي عضو في السوق عن الخسائر التي تلحق به نتيجة فشل عضو

آخر في تسوية أية صفقة للأوراق المالية.

(13) تحديد الإستراكات والرسوم للصندوق المبين في الفقرة (12) أعلاه وفرض

هذه الإستراكات والرسوم على الأعضاء في السوق واستيفائها منهم وفرض

الغرامات على أي عضو يتخلف عن دفعها.

(14) تحديد الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الأعضاء في السوق مقابل بيع

وشراء الأوراق المالية المدرجة في السوق لحساب الغير أو مقابل خدمات

أخرى مثل صناعة الأسواق وغيرها من نشاطات الوساطة والإتجار بالأوراق المالية.

15) تحديد وفرض وتحصيل الرسوم والعمولات التي تشكل إيرادات السوق ومن بينها:

- أ- رسوم إدراج الشركات والأوراق المالية سواء الأولية منها أو الدورية.
- ب- رسوم العضوية في السوق سواء الأولية منها أو الدورية.
- ج- عمولات التداول.
- د- الرسوم والعمولات والإشتراكات المتعلقة بمركز الإيداع والتحويل المشار إليه في الفقرة (19) أذناه.
- هـ- رسوم مقابل خدمات يقدمها السوق.
- و- أية رسوم أو عمولات أخرى يقرها متطلبات السوق.

16) وضع شروط وأسس لإدراج الأوراق المالية بكافة أنواعها في السوق ورفض إدراج أية أوراق مالية لا تتطابق شروطها ومتطلبات الإدراج أو على الجهة المصدرة لها، وكذلك تطوير وتحسين أساليب تسجيل وإدراج وتداول الأوراق المالية بشكل مستمر ودائم شاملا ذلك استخدام الأنظمة الإلكترونية والتطبيقات الفنية الحديثة بسهولة ويسر.

17) تحديد وفرض متطلبات إفصاح محددة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق بموجب أنظمة و/أو تعليمات خاصة تصدر عن السوق وتحديد أنواع المعلومات المطلوبة والفترة الزمنية الواجب تقديمها خلالها وغير ذلك من الشروط، وذلك لييسر السوق جمع وتحليل المعلومات اللازمة لممارسة نشاطات السوق، ولإيصال المعلومات والأنباء الخاصة بالشركات الى جمهور المستثمرين وبالسرية اللازمة لتسهيل اتخاذ القرار الإستثماري المناسب.

18) تحديد وفرض وجمع المعلومات من الشركات المساهمة العامة وتجهيز نموذج الطلب لغايات إدراج أوراق الشركة المساهمة العامة المالية في السوق، وإدخال سجل المساهمين المزود لها من قبل كل شركة مساهمة عامة الى حاسوب السوق وإرسال كشف بمساهمي كل شركة بشكله النهائي بعد إتمام عملية الإدخال في حاسوب السوق الى تلك الشركة للمصادقة عليه من عدده.

19) إقامة وإدارة مركز موحد للإيداع وتحويل الأوراق المالية المدرجة في السوق وإجراء عمليات التسوية عليها. ويمنح السوق فيما يتعلق بهذا المركز السلطات التالية:

أ- إصدار شهادات الأوراق المالية و/أو أسعار نقل ملكية الأوراق المالية على أن تقوم الشركات العامة المدرجة في السوق بتفويض السوق بإصدار تلك الشهادات و/أو الإشعارات المبينة أعلاه نيابة عنها وتفويضها كذلك بالتوقيع نيابة عنها وتزويدها بختم الشركة لغايات ختم الشهادات و/أو الإشعارات المبينة أعلاه.

ب- نقل ملكية الأوراق المالية المتداولة و/أو المنتقلة بسبب الإرث أو الهبة أو الوصية أو حكم محكمة مختصة أو لغيرها وفقاً لأحكام القانون.

ج- إبلاغ الشركات العامة عن أي تعديل في سجل المساهمين الخاص بكل شركة نتيجة إتمام صفقات تعامل بالأوراق المالية لدى السوق وذلك بصفة يومية.

د- صلاحية إيقاف تداول الأوراق المالية في حالة توفر أي مانع من موانع أو معوقات تداولها كرهن و/أو حجز و/أو حكم من محكمة مختصة و/أو غيرها من الأسباب القانونية.

و- صلاحية الاحتفاظ بشهادات الأوراق المالية و/أو الإشعارات المتعلقة بها و/أو تفويض و/أو إحالة الأمر لأية جهة أخرى تتعاقد معها السوق.

20) شراء و/أو استثمار و/أو اقتراض و/أو امتلاك الأموال المنقولة وغير المنقولة من أجل تطبيق غايات السوق بأي أساليب ووفقاً لأية شروط تعتبرها السوق مناسبة، وفي سبيل ذلك أن تقوم برهن الأوراق المالية أو سندات الاقتراض أو غيرها من أملاك السوق كلها أو أي جزء منها.

٢٢٤

سابعاً: من المتفق عليه بين الفريقين أن إطار العلاقة بينهما سيكون كما يلي:

(أ) السوق:-

1. تقدم السوق للوزارة المشورة في جميع الشؤون والسياسات المتعلقة بقطاع الأوراق المالية.
2. تقديم تقارير الوزارة عن عمل السوق.
3. توفير المعلومات والإحصائيات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية للوزارة من أجل غايات الرقابة.
4. إعلام السلطة و/أو الوزارة عن أية حالة يتم إكتشافها لنشاط غير سليم أو غير قانوني بما في ذلك أعمال الإحتيال والتلاعب وذلك حال إكتشافها.
5. يدعى مندوب من الوزارة لحضور إجتماعات مجلس ادارة السوق كمرأقب.

(ب) الوزارة:-

1. تعمل الوزارة على إصدار قانون سوق الأوراق المالية.
2. تتولى الوزارة دور الرقابة على السوق والإشراف على تنفيذ أعمال السوق بشكل يتفق مع أحكام القانون و/أو هذه الإتفاقية.
3. أن تلزم جميع الشركات المساهمة العامة المنطبق عليها أسس وشروط الإدراج الصادرة عن السوق بتقديم طلب الإدراج المبين في الفقرة (19) من البند (سادساً) أعلاه وتزويد السوق بجميع المعلومات وسجلات المساهمين المبينة في الفقرة ذاتها والمصادر على السجلات التي تزودها السوق بها خلال الفترة التي تحددها السوق، وإقرار كل شركة بمسؤوليتها عن كشوفات وسجلات المساهمين بعد مصادقتها عليها وإبراء السوق إبراءاً شاملاً كاملاً ونهائياً عن أي خطأ فيها بعد المصادقة عليها.
4. أن تلزم جميع الشركات المساهمة العامة بالتقيد وتنفيذ كافة قرارات السوق أثناء تنفيذ السوق إصلاحياتها وسلطاتها المبينة في البند (سادساً) أعلاه.

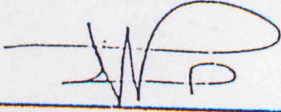
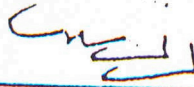
ثامناً: تخضع هذه الاتفاقية للقانون الفلسطيني

تاسعاً: تسري هذه الاتفاقية اعتباراً من تاريخ التوقيع عليها.

عاشراً: بنود هذه الاتفاقية (10) عشر بنود بما فيها هذا البند.

شركة سوق فلسطين للأوراق المالية
المساهمة الخصوصية المحدودة

السلطة الوطنية الفلسطينية
وزير المالية

المنصب: رئيس هيئة المديرين

المنصب: وزير المالية في السلطة

