

كلية الحقوق والإدارة العامة

الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين

(دراسة مقارنة)

The regulatory framework for the brokerage firms in Palestine

(Comparative Study)

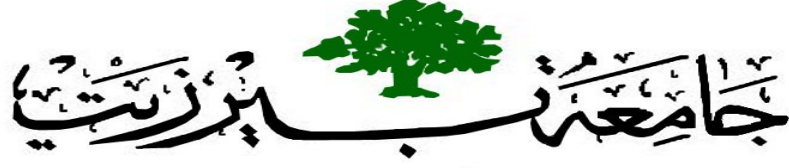
إعداد الباحث

كمال كامل عبد الجواد الشـافعي

إشراف الدكتور

سامر الفارس

تشرين ثاني 2008م



الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين

(دراسة مقارنة)

The regulatory framework for the brokerage firms in Palestine

(Comparative Study)

إعداد الباحث

كمال كامل عبد الجواد الشـافعي

إشراف الدكتور

سامر الفارس

قدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون من كلية الحقوق والإدارة العامة في جامعة

بيرزيت - فلسطين

الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين

(دراسة مقارنة)

The regulatory framework for the brokerage firms in Palestine

(Comparative Study)

إعداد الباحث

كمال كامل عبد الجواد الشوافعي

إشراف الدكتور

سامر الفارس

نوقشت هذه الرسالة وأجيزت بتاريخ 22/11/2008

لجنة المناقشة:

1. د. سامر الفارس - رئيساً

2. د. يوسف شندي - عضو

3. د. خالد تلاحة - عضو

”شكر وتقدير“

بعد الحمد لله والثناء عليه؛ لا يسعني إلا أن أتقدم بوافر الشكر وعظيم الإمتنان إلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة منذ اللحظة الأولى للبدء في إعداد هذه الأطروحة وحتى الإنتهاء منها، وأخص بالذكر الدكتور سامر الفارس الذي شرفني بموافقته الإشراف على هذه الرسالة، والذي كان لملاحظاته وتوجيهاته القيمة بالغ الأثر على إخراج الأطروحة على هذا النحو.

.....

كما أتقدم ببالغ الشكر والتقدير والإمتنان لأعضاء لجنة المناقشة على مساهمتهم الفاعلة في إثراء هذه الأطروحة من خلال مناقشاتهم وتعليقاتهم وملاحظاتهم عليها.

ولا أنسى هنا منسق الدراسات العليا في كلية الحقوق والإدارة العامة الدكتور ياسر العموري لما كان له من دور فاعل في خلال مسيرتي الأكاديمية في جامعة بيرزيت.

.....

كما أتقدم بجزيل الشكر وفائق التقدير لشركة "سوق فلسطين للأوراق المالية" والقائمين عليها لمنحي ثقتهم العالية والتي أعتز بها وحصولي على شرف رعايتهم الكريمة لهذه الأطروحة، كما أتقدم بالشكر والتقدير لهذه الشركة المعطاءة على رعايتها الدائمة للشباب الفلسطيني وقضايا البحث العلمي، وأتمنى من الله أن يديم أياديها البيضاء التي تمتد دائماً لخدمة الوطن والمجتمع الفلسطيني.

"إهداء،،

إلى أعز الناس إلى قلبي

والدي ووالدي

.....

إلى من آمنت بنقاء سريرتها

زوجتي العزيزة

.....

إلى ولدي وأخي وأخواتي

ملخص

تهدف الرسالة إلى دراسة الإطار المنظم لشركات الوساطة المالية، سواء من حيث ماهيتها وتأسيسها، أو من حيث آليات وضوابط عملها. وقد عرفت هذه الدراسة شركات الوساطة المالية بأنها شركات تحتوي على العديد من الإختصاصيين والمحترفين في الشؤون المالية وذوي الخبرة والكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطرق تداولها، ويشترط فيها وفي موظفيها توفر شروطاً معينة قبل البدء بممارسة أعمالها كشركة وساطة مالية. ويمكن لشركات الوساطة المالية القيام بالعديد من الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية كإدارة المحافظ الإستثمارية والقيام بمهام متعهد التغطية أو وكيل الإصدار، وغيرها من الأمور التي يحددها القانون في العادة، ولكننا لن نتناول من خلال هذه الدراسة إلى مهمة الوساطة المالية.

وتكمن أهمية هذه الشركات في كونها صاحبة الإمتياز في التعامل بالأوراق المالية المدرجة لدى الأسواق المنظمة، وهذا يؤثر في كونها أحد أهم الأدوات في صناعة الأسواق وتوجيه المدخرات وإستقطاب الإستثمارات المحلية والأجنبية، كما وتعمل كضمانة للتخفيف من تقلبات الأسعار في السوق، وتساعد في إستقراره ورفع مستوى الوعي الإستثماري.

ولشركات الوساطة المالية مجموعة من الحقوق في مقابل إلتزامات متعددة تفرضها عليها القوانين والقواعد المنظمة لعملها، ومن بين أهم تلك الحقوق، حق الامتياز، أو إحتكار التعامل بالأوراق المالية داخل السوق المنظم، إضافة إلى حقها في العمولة. أما إلتزاماتها فكثيرة ومتعددة وتختلف تبعاً للزاوية التي ينظر إليها منها، فإذا نظرنا إليها من زاوية عضويتها في السوق فيتوجب عليها الإفصاح عن بياناتها المالية مثلاً، أما إذا نظرنا إليها بوصفها شركة مساهمة فيتوجب عليها مسك الدفاتر التجارية، وأما إذا نظرنا إليها من زاوية طبيعة عملها؛ ترتب عليها الإلتزام بحفظ أسرار عملائها وحماية مصالحهم.

وترتبط شركة الوساطة المالية بعملائها عن طريق عقد منظم من قبل هيئة سوق رأس المال، وهو عقد ذو طبيعة خاصة، فهو متميز عن عقد السمسرة المعروف في القانون التجاري مع إنطباق بعض أحكامه عليه، وهو متميز أيضاً عن عقد الوكالة بالعمولة وإن كان الأقرب إليه، وإن إنطبقت عليه بعض أحكامه، وبالتالي فإن عقد الوساطة في الأوراق المالية يخضع لنظام قانوني متميز وخاص.

ويشترط قبل الإعراف لشركات الوساطة المالية بأهليتها للتعامل بالأوراق المالية أن تلبى العديد من الشروط؛ كشكل الشركة التي إستوجب القانون الفلسطيني فيها أن تكون على شكل شركة مساهمة، أضيف إلى ذلك وجوب تقيد هذه الشركة بحد أدنى لرأس المال، يختلف تبعاً لنوع النشاط الذي تمارسه، بالإضافة إلى تقديمها ل ضمانات مالية إضافية تضمن تعامل الشركة اليومي.

وتمر شركة الوساطة المالية قبل البدء بممارسة أعمالها بثلاث مراحل رئيسة هي، التسجيل كشركة لدى مسجل أو مراقب الشركات، ومن ثم الحصول على ترخيص من هيئة سوق رأس المال، ومن ثم عضوية السوق، بما يترتب على ذلك من شروط ومتطلبات يجب توفيرها في كل مرحلة.

وتشترط القوانين عادة على شركات الوساطة المالية توفير بعض الإمكانيات المادية والكوادر البشرية قبل أن يسمح لها بالتعامل في مجال تداول الأوراق المالية، فأشترط المشرع الفلسطيني مثلاً على شركة الوساطة المالية توفير حد أدنى من الكادر البشري كمدير عام ونائب له متفرغين للعمل في الشركة بالإضافة إلى وسيط معتمد ومدير مالي توافق عليه السوق، على أن تتوفر فيهم الخبرة والكفاءة اللازمة لعملهم، أضيف إلى ذلك فقد تطلب المشرع الفلسطيني توفير بعض الإمكانيات المادية؛ كتجهيز مقر مناسب للشركة يحتوي على الإمكانيات اللازمة كشاشات عرض وأجهزة حاسوب وغيرها، بالإضافة إلى توفير عدد كافي من الفروع تغطي معظم المناطق.

وتخلص الدراسة إلى وجود العديد من الإيجابيات في التنظيم القانوني لشركات الوساطة المالية في فلسطين إذا ما ربطنا ذلك بحدائثة هذا السوق. ومع ذلك فهناك العديد من السلبيات التي يجب على المشرع أخذها بعين الإعتبار كإزدواجية قانون الشركات، وتعدد الجهات الرقابية، وبالتالي وجب على المشرع إعادة النظر في بعض القوانين وتعديل البعض الآخر بما يتفق مع التوجه الحديث في الإقتصاد العالمي.

Summary

Brokerage firms are companies contain many specialists and professionals in finance and experienced and efficient in dealing in securities and circulation routes, The Company and its employees must provided certain conditions before starting work of financial intermediation. A brokerage firms do business with many jobs In addition to the work of mediation like Department of securities portfolios, and serving as a contractor or agent coverage of issuance and other matters specified by law.

The importance of these companies lies in the fact that the concessionaire in dealing in securities listed in regulated markets that mean it's the most important tools for industry markets, the channeling of savings attracting domestic, foreign investments, also works as collateral to mitigate price fluctuations in the market, and help in its stability and raise awareness Venture.

The brokerage firms set of rights in return for commitments imposed on it by multiple laws and rules governing their work, the most important of these rights, the right of the concession, or a monopoly of dealing in securities within the Regular market, In addition to its right to commission. Either obligations, the duty to disclose to the market, we must bookkeeping business, conservation and protection of the secrets of their clients their interests.

brokerage company Linked to its customers by contract, structured in terms of form and content by Capital Market Authority, but contract holding a special nature, is distinct from

the brokerage contract known in trade law with the applicability of some of its provisions, a distinct also on hold Agency with the applicability of some of its provisions, and therefore hold mediation in the securities subject to the legal system is distinctive and special.

Before the recognition of brokerage companies practicing their eligibility it must meet certain conditions, For example, the Palestinian law stipulates that these companies are joint stock companies. On the other hand, these company must have a minimum capital varies, that depending on the type of activity practiced by. In addition to the submission of financial guarantees Additional deal guarantee the company daily.

Brokerage Company before the start job pass in three stages, the 1st registration in the Registrar of Companies, then obtaining a license from the Capital Market Authority, then the membership market. With the conditions and requirements must be provided at every stage.

The laws usually require from brokerage firms to provide necessary material and human resources to start practices jobs, for example, the Palestinian law requires provided many employees as General Director and requested to work full time, in addition to the broker and certified financial manager for approval Market, and must have them in a minimum of experience and competence required for their work, with the passage of each financial intermediary courses and tests conducted by the market before granting license for the work began. On the other hand the company must provide main headquarters of the company and potential material for work, as screens and computers and others, in addition to providing sufficient number of branches covering the most districts.

الفهرست

| | |
|-----|---|
| 2 | مقدمة |
| 8 | تمهيد |
| 33 | الفصل الأول |
| 33 | الإطار الهيكلي لشركات الوساطة المالية |
| 33 | المبحث الأول: ماهية شركات الوساطة |
| 34 | المطلب الأول: مفهوم شركات الوساطة المالية وخصائصها |
| 34 | الفرع الأول: مفهوم شركات الوساطة المالية |
| 43 | الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لعقد التداول بالأوراق المالية |
| 55 | الفرع الثالث: خصائص الوساطة في الأوراق المالية |
| 61 | المطلب الثاني: ممارسة أعمال الوساطة المالية |
| 61 | الفرع الأول: الشخص الطبيعي المصرح له بممارسة أعمال الوساطة المالية |
| 66 | الفرع الثاني: الشخص المعنوي المصرح له بممارسة أعمال الوساطة المالية |
| 80 | المبحث الثاني: مراحل بناء شركات الوساطة المالية |
| 80 | المطلب الأول: تأسيس شركات الوساطة المالية |
| 81 | الفرع الأول: تأسيس شركة الوساطة المالية كشركة مساهمة |
| 89 | الفرع الثاني: ترخيص شركة الوساطة المالية من قبل هيئة سوق رأس المال |
| 95 | الفرع الثالث: عضوية شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية |
| 103 | المطلب الثاني: التنظيم الداخلي لشركات الوساطة المالية |
| 103 | الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لشركات الوساطة المالية |
| 110 | الفرع الثاني: الهيكل الإداري لشركات الوساطة المالية |
| 120 | الفصل الثاني |
| 120 | الإطار الوظيفي لشركات الوساطة المالية |
| 121 | المبحث الأول: آليات عمل شركات الوساطة المالية |
| 121 | المطلب الأول: التداول عبر شركات الوساطة المالية |
| 122 | الفرع الأول: اختيار شركة الوساطة المالية وفتح حساب التداول لديها |
| 126 | الفرع الثاني: الأوامر التي يرسلها المستثمر لشركات الوساطة المالية |
| 138 | الفرع الثالث: تنفيذ أوامر العملاء وتغطيتها |
| 149 | المطلب الثاني: التداول عبر شبكة الإنترنت |
| 149 | الفرع الأول: مفهوم التداول عبر شبكة الإنترنت وشروطه |
| 152 | الفرع الثاني: إجراءات التداول عبر شبكة الإنترنت |
| 156 | المبحث الثاني: ضوابط عمل شركات الوساطة المالية |
| 156 | المطلب الأول: الرقابة الداخلية على شركات الوساطة المالية |
| 157 | الفرع الأول: قواعد الرقابة الداخلية على شركات الوساطة المالية |
| 173 | الفرع الثاني: جهات الرقابة على شركات الوساطة المالية |
| 181 | المطلب الثاني: أحكام عمل شركات الوساطة المالية |
| 181 | الفرع الأول: حقوق شركات الوساطة والتزاماتها |
| 196 | الفرع الثاني: المسؤوليات التي تقع على عاتق شركات الوساطة المالية |
| 212 | الخاتمة |
| 216 | قائمة المراجع |

مقدمة

تتجه فلسطين نحو إقتصاد السوق كما أقر بذلك القانون الأساسي الفلسطيني في المادة 21 وذلك بهدف توفير الأموال اللازمة لتحقيق التنمية الإقتصادية وبصورة مستدامة، فكان تنشيط الدورة الإقتصادية التي يقودها سوق الأوراق المالية أحد أهم الأولويات أمامها لما لهذا القطاع من دور قيادي في مجالات التنمية نتيجة لدوره الفعال في جذب الإستثمارات وتوجيه المدخرات نحو المشروعات الإقتصادية التي تعمل على تنمية الإقتصاد المحلي.

وفي سبيل تحقيق الهدف الأسمى وهو وضع اللبنة الأساسية وتمهيد الطريق أمام بناء الدولة الفلسطينية، خاصة بناء إقتصاد قادر على الصمود في مواجهة مرحلة التحول نحو الدولة، ليكون الإقتصاد بمثابة الدعامة الأساسية لها في المستقبل، فقد عمل المشرع الفلسطيني على إيجاد صيغ جديدة تكفل حدوث التطور المطلوب عبر إعداده لمنظومة قانونية كاملة تشمل رزمة القوانين والقواعد المنظمة

لعمل السوق، فقام بإقرار قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال في العام 2004، ليتم بذلك عقد تلك المنظومة، هذا إلى جانب اللوائح والتعليمات الأخرى المنظمة لعمل السوق، فوجود بيئة قانونية مستقرة ومتطورة يشجع على الإستثمار وبالتالي يساعد على التنمية.

وتمارس السوق مهامها من خلال العديد من الأدوات التي أهمها الوسطاء الماليين، وتكمن أهمية هؤلاء الوسطاء في أن عمليات التداول داخل البورصات المنظمة تقتصر عليهم شريطة حصولهم على ترخيص بذلك من قبل هيئة سوق رأس المال ومن ثم السوق.

ونظراً للطبيعة المختلفة لهؤلاء الوسطاء أو "السماسرة" كما يطلق عليهم البعض، سواء من حيث طبيعة عملهم التي تميزهم عن غيرهم من الوسطاء المعرفين في القانون المدني أو التجاري، أو من حيث تنظيمهم، فقد عمل المشرع على إفرادهم بتنظيم قانوني خاص بهم؛ ينظمهم وينظم عملهم ويضع العديد من الآليات التي تضمن عدم إنحرافهم عن مسارهم الداعم لعمل السوق.

هذا التنظيم القانوني المحكم جاء كنتيجة طبيعية للتطور الهائل في عمل الأسواق المالية، ودورها الأبرز في تنمية الإقتصاد الكلي للدولة، والذي يعتبر مؤشراً مبكراً على حركة الإقتصاد ونموه وتطوره، فحساسية هذا القطاع وأهمية الكبيرة؛ فرضت العديد من المتطلبات اللازمة لضمان سوق جيد وشركات ووساطة تعمل لتحقيق الهدف الأسمى للسوق وهو التنمية. فكان من الضروري إفرادها بنظام قانوني خاص بهم، خاصة في ظل دورهم المهم في جذب رؤوس الأموال وتوجيهها نحو المشروعات الإقتصادية المختلفة، وبالتالي تحقيق التنمية الإقتصادية، وكذلك إختلاط أو تشابه عملهم مع بعض الأعمال الأخرى المعروفة في القوانين المختلفة كالسمسار أو الوكيل بالعمولة المعرفين في القانون التجاري، إلى جانب المهام العديدة التي يقومون بها والتي سنركز في دراستنا هذه على جانب واحد منه وهو الوساطة المالية.

ولهذا كله تدخلت القوانين في كل صغيرة وكبيرة في هذه الشركات، بداية من تأسيسها، مروراً بمتطلبات منحها الترخيص بالعمل في مجال الأوراق المالية، وإنهاءً بإنهاء الشركة أو حتى بعد ذلك

أي بعد تصفيتها. فنظمت التشريعات المختلفة مهامها، وحقوقها، وواجباتها، ومسؤولياتها، وطبيعة العلاقة التي تربطها بموظفيها، وعملائها، حتى وصل الأمر إلى تنظيم وضع بنود العقد الذي توقعه مع عملائها.

هذا التدخل من قبل المشرع خلق نوع من التساؤل عن ماهية تلك الشركات؟ وعن الدور الذي تلعبه في تداول الأوراق المالية لحسابها أو لحساب الغير، هذا إلى جانب دورها في أسواق رأس المال، كجهة محتكرة للتعامل داخل هذه الأسواق؟

موضوع الدراسة

تتعلق فكرة هذه الدراسة من أن سوق فلسطين للأوراق المالية من الأسواق الحديثة نسبياً إذا ما قورنت بغيرها من الأسواق في الدول المجاورة، وقد كانت ولادته متعسرة، كما وقفت في مواجهته الكثير من الصعوبات سواء على الصعيد القانوني أو حتى على الصعيد التنظيمي، مما حدّ من سرعة تطوره بالشكل المطلوب، وأهم هذه المعوقات تأخر إنشاء هيئة سوق رأس المال التي تتولى مسائل جوهرية متعلقة بالسوق وبشركات الوساطة، وقيام وزارة المالية بهذه المهمة حتى إنشاء الهيئة، هذا بالإضافة إلى تعدد الجهات الرقابية والإشرافية عليها، وهو ما يتسبب بإعاقات لعملها.

لذلك كان من الضروري من خلال هذا البحث الإجابة على جملة من التساؤلات الفرعية والتي

أهمها:

1. ما هي آليات عمل شركات الوساطة داخل الأسواق المالية؟
2. ما هي طبيعة العلاقة التي تربط شركات الوساطة بكل من هيئة سوق رأس المال والبورصة؟
3. ما هي طبيعة العلاقة التي تربط شركات الوساطة المالية بعملائها؟
4. ما هي حقوق تلك الشركات؟ وما هي إلتزاماتها؟ والمسؤوليات الملقاة على عاتقها؟

5. ما هي ضوابط عمل شركات الوساطة المالية؟

6. ما مدى قدرة شركات الوساطة المالية على الصمود في مواجهة الإشكاليات القانونية

الموجودة؟ وما هو المخرج من هذه الحالة؟

أهمية الدراسة وأهدافها

تلعب شركات الوساطة المالية عدة أدوار مهمة في إدارة عجلة الإقتصاد في الدول من خلال عملها كوسيط للأوراق المالية، فبالإضافة إلى دورها في عملية الوساطة في تداول الأوراق المالية لحساب الآخرين أو لحسابها الخاص، فإن لها عدة أدوار أخرى مهمة كتغطية الإكتتابات وإدارة الإستثمارات، وغيرها من الأدوار التي لن تكون في مجال بحثنا في هذه الدراسة.

كما ويقع على عاتق هذه الشركات أيضاً جذب المستثمرين المحليين والأجانب سواء أصحاب رؤوس الأموال أو صغار المستثمرين للإستثمار في السوق، فوجود هذه الشركات يكمل حلقة الإستثمار من خلال سوق الأوراق المالية.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في وضع تصور لشركات الوساطة في فلسطين في ضوء القوانين والأنظمة التي تحكم عملها، لأن هذه الشركات هي المحرك الرئيسي للإستثمار في الأوراق المالية، إذ لا يمكن لأحد التعامل بها إلا من خلال هذه الشركات.

وتكون الأهداف المتوخى إصابتها من خلال هذا البحث هي:

1. دراسة شركات الوساطة ضمن منظومة التعامل بالأوراق المالية تحت سقف سوق

الأوراق المالية.

2. حياة هذه الشركات، منذ تأسيسها وحتى زوال شخصيتها المعنوية.

3. المعايير القانونية والتنظيمية التي تقف أمامها.

4. حقوق هذه الشركات وإلتزاماتها ومسؤوليتها.

هذه الأهداف هي أهم المحاور التي سيدور البحث حولها، إلى جانب العديد من التفصيلات المساعدة والمساندة التي تتعلق مباشرة بهذه الأهداف والتي قد يكون من الأهمية دراستها لفهم الوضع القانوني لها، على نحو يؤدي بنا إلى معرفة عن قرب لواقع هذه الشركات ومستقبلها.

فرضية الدراسة

يقوم البحث على جملة من الفرضيات أهمها أن شركات الوساطة تعمل ضمن منظومة إقتصادية متكاملة، وبالتالي فلا يمكنها العمل إلا إذا وفرنا لها الأرضية المناسبة لتكون لها أساساً قوياً يضمن لها الإستمرار والتقدم، وهذه الأرضية تتكون من إطار قانوني يحدد حقوقها وإلتزاماتها ومسؤولياتها، إضافة إلى آليات وضوابط عملها.

نطاق الدراسة

ينحصر مجال بحثنا من خلال هذه الدراسة في ثلاثة أطر رئيسية هي: إطار زمني وآخر مكاني وآخر موضوعي، فأما الزمني، فإن هذه الدراسة تركز على تلك الفترة التي تلت تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية في العام 1997 وحتى الفتح من شهر آب من العام 2008، وأما الإطار المكاني فهو مرتبط بفلسطين كأساس لمناقشة جميع الموضوعات مع المقارنة مع العديد من الأنظمة القانونية المختلفة وهي بشكل رئيسي: التنظيم القانوني الأردني، والمصري، والكويتي، بالإضافة إلى القطري، والإماراتي في بعض الأحيان. وأما الموضوعي فيشمل نطاق عمل شركات الوساطة المالية، سواء من حيث الوظائف التي يجوز لها ممارستها، وهنا ستكون وظيفة الوساطة المالية سواء لحسابها أو لحساب عملائها محور بحثنا الرئيس، أو من حيث تعاملاتها ضمن السوق المنظم، وبالتالي فهو يشمل تعاملاتها بالأوراق المالية فقط تحت قبة سوق الأوراق المالية ولا يتعدى ذلك إلى أعمال أخرى لتلك الشركات كتعاملاتها بالوساطة في النقد على سبيل المثال.

وعلى الرغم من أن إسم شركات الأوراق المالية أعم وأشمل من مسمى شركات الوساطة المالية إلا ان هذه التسمية الأخيرة طغت من الناحية العملية على الإسم الأصلي وأصبحت تعرف بها، ويعود ذلك لعدة عوامل أهمها أن وظيفة الوساطة المالية هي أحد أهم وظائف شركات الأوراق المالية وأشهرها، لذلك سنناقش من خلال هذه الدراسة شركات الوساطة المالية على نحو يساويها بشركات الأوراق المالية، مع الأخذ بعين الإعتبار محدداتنا السابق الإشارة إليها.

منهجية البحث

تعتمد مناقشة هذه الرسالة على منهجية وصفية تحليلية مقارنة، إذ سنقوم بدراسة واقع هذا الشركات ووصفه كما هو، بالإضافة إلى تحليل للمعطيات التي توصلنا إليها من خلال دراستنا لهذه الشركات، ومقارنتها بشركات الوساطة المالية في العديد من الدول المجاورة كمصر والأردن والكويت، وأيضاً بعض الدول التي تملك خبرة في هذا المجال كالإمارات العربية وقطر.

محتويات الدراسة

سيتم تناول هذه الدراسة من خلال محورين رئيسيين، أما المحور الأول فيناقش الإطار الهيكلي لشركات الوساطة المالية بما يحتويه من دراسة ماهية هذه الشركات إلى جنب تأسيسها، وأما الجزء الثاني فيناقش الإطار الوظيفي لها، من جانب آليات وضوابط عملها في مجال تداول الأوراق المالية.

تمهيد

تعتبر أسواق رأس المال في أي دولة - كأحد أهم مكونات النظام المالي - عصب الحياة الاقتصادية فيها، ويرجع هذا الدور الهام الذي تلعبه تلك الأسواق إلى في إسقاط الإستثمارات المحلية والأجنبية، وتوجيه تلك الإستثمارات إلى المشروعات الاقتصادية المختلفة بما يضمن تحقيق أكبر قدر من النمو الاقتصادي في تلك الدول التي تعمل فيها.

سوق رأس المال هو سوق كغيره من الأسواق يتم التعامل فيه بسلعة لا يجوز التعامل بها خارجه، ولهذا فمفهوم سوق رأس المال يشبه إلى حد بعيد المفهوم المتعارف عليه للأسواق، مع إخلاف بسيط بفعل طبيعة سلعته.

ماهية سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال كجزء من سوق المال مرآة الأوضاع الاقتصادية لأي دولة، إضافة إلى وجوده كمعيار يعكس فرص الإستثمار المختلفة في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الاقتصادية المختلفة والتي تساعد في دفع عجلة الإقتصاد إلى الأمام.¹

سوق المال هو "نظام يتضمن مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأدوات والإجراءات والتي تعمل على إلتقاء وحدات الفوائض النقدية مع وحدات العجز النقدي"،² وبمعناً آخر فإن هذا السوق يعمل على توجيه المستثمرين أصحاب رأس المال الفائض إلى المشروعات الاقتصادية التي تعاني من عجز في رأس مالها، أي توجيه رأس المال المعروض نحو المشروعات الاقتصادية التي تتطلبه.

وينقسم هذا السوق بحسب آجال الأدوات المالية المتداولة فيه إلى: سوق النقد وسوق رأس المال؛ أما سوق النقد فهو ذلك السوق الذي تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل كالودائع البنكية، ويتسم هذا السوق بإنخفاض المخاطرة السعرية؛³ لسببين، الأول: تدني درجة المخاطرة النقدية الناتجة عن إحتتمالات إنخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، بسبب أن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل، لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية أثراً محدوداً على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، والثاني: تدني المخاطر التي ترتبط بإحتتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند إستحقاقه، وذلك بسبب أن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز إئتمانية قوية كالبنوك التجارية مثلاً، لذا تكون إحتتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة.⁴

¹ دليل الإستثمار في بورصة عمان، بورصة عمان، صفحة 2، أنظر الرابط "194.165.154.66/

uploads/ASE_Investment_Booklet.pdf تاريخ الزيارة 28/4/2008.

² المرجع نفسه، صفحة 2.

³ عنايات النجار، ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006،

صفحة 6.

⁴ أبو القاسم الطبولي، على عبد السلام، سالم القماطي، تفعيل سوق الأوراق المالية في ليبيا، 2005، أنظر الرابط "

www.lsm.gov.ly/point/libans.ppt، تاريخ الزيارة 8/3/2008.

أما سوق رأس المال؛ فهو السوق الذي تتداول فيه الأدوات المالية طويلة ومتوسطة الأجل

كالأسهم والسندات.⁵ ويمكن تقسيم هذا السوق إلى عدة تقسيمات وهي:

(أ) من حيث توقيت تنفيذ الصفقات: وهنا ينقسم هذا السوق إلى أسواق حاضرة وأخرى مستقبلية

وأسواق الخيارات، أما الأسواق الحاضرة فهي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية

فوراً بين البائعين والمستثمرين، وهي تنقسم كما سنرى لاحقاً إلى سوق إصدار وسوق تداول.

أما الأسواق المستقبلية وأسواق الإختيار: فهي تتعامل بالأدوات المالية المعروفة أيضاً؛ كالأسهم

والسندات، ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في المستقبل، ويمكن التفريق بين عقود

الإختيار والعقود المستقبلية من حيث الإلزام، ففي الأول يعطى هذا العقد لحامله حق وليس الإلتزام

بالشراء أو البيع، بينما الثاني يلزم طرفيه بتنفيذه.

ويستخدم المستثمرين هذه الأسواق للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، وقد تكون

هذه الأسواق مستقلة أو جزء من الأسواق الحاضرة، وقد أنشئت أول بورصة لهذه العقود في

شيكاغو في العام 1973، ومن ثم إنتشرت بعدها إلى غيرها من المناطق.⁶

ولعقود الإختيار ثلاثة أنواع هي:⁷

1- خيار البيع: وهذا العقد يتيح للمستثمر فرصة حماية نفسه من مخاطر إنخفاض القيمة

السوقية لأوراق مالية يمتلكها، ويتم ذلك بالتعاقد مع شخص آخر مستعد لشراء هذه الأوراق

المالية، وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام العقد، على أن يتم التنفيذ خلال فترة زمنية

لاحقة يتم الإتفاق عليها مسبقاً، ويتم وفقاً لنصوص الإتفاق دفع مبلغ للطرف الآخر غير قابل

للإسترداد، بهدف إعطاء المستثمر فرصة إختيار تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد ولهذا سميت هذه

العقود بعقود الإختيار.

⁵ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 6.

⁶ رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق - رأس المال - المؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، صفحة 59.

⁷ المرجع نفسه، صفحة 61 - 67.

2- خيار الشراء: حيث يتعاقد المستثمر على شراء بعض الأوراق المالية حال توقعه

ارتفاع قيمة هذه الأوراق، فحتى لا تضيق هذه الفرصة فإنه يتعاقد مع شخص آخر على شراء

أوراق مالية بسعر وقت التعاقد على أن يتم تنفيذ العقد في المستقبل.

3- خيار البيع والشراء معاً: وهو عقد يجمع بين خصائص العقدين.

(ب) من حيث العمليات التي تتم فيها: وبحسب هذا التقسيم فإن هذا السوق ينقسم إلى سوق أولي وسوق

ثانوي؛ أما السوق الأولي فهو السوق الذي تصدر فيه شهادة ميلاد الورقة المالية، وتعتبر البنوك

الإستثمارية الطرف الرئيسي لتعاملات هذا السوق، وهذا الدور تتولاه في فلسطين مؤقتاً إلى حين

إنشاء البنوك الإستثمارية البنوك التجارية العادية.⁸

فهذا السوق هو السوق الذي يتم طرح الأوراق المالية فيه لأول مرة، ويطلق عليه أيضاً سوق

الإصدار أو سوق الإكتتاب، ويأخذ التعامل في هذا السوق أحد شكلين هما: المساهمة في رؤوس

أموال المشروعات الإقتصادية عبر الإكتتاب في أسهمها، سواء كانت تلك الأسهم لشركة قيد

الإنتشاء أو لشركة تريد زيادة رأس مالها، أو على شكل قروض (سندات دين)،⁹ يحصل مصدرها

على التمويل اللازم لمشروعاته.

وأما السوق الثانوي؛ فهو المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق

السابق، ويعرف عادة بإسم "البورصة" سواء كان له موقع محدد أو تم التعامل فيه من خلال التداول

الإلكتروني، ويكون سعر الأوراق المالية بحسب العرض الطلب، وفي فلسطين فإن هذا السوق

يكون على درجتين أو أكثر كما سنرى لاحقاً.

(ج) تقسيم السوق من حيث التنظيم: وهنا تنقسم هذه الأسواق إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة،

فأما السوق المنظمة فيقصد بها: بورصة الأوراق المالية التي تتصف بوجود مكان لبيع وشراء

⁸ سوق فلسطين للأوراق المالية، الإستثمار في البورصة خطوتك الثانية، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2006، صفحة 7.

⁹ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين - إختصاص المحاكم)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي

الحقوقية، بيروت، 2004، صفحة 11.

الأوراق المالية مع وجود إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية والإدراج فيها، أما السوق غير المنظمة فهي تختص بتداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.

وينقسم السوق غير المنظم أو ما يعرف بالسوق الثانوي الموازي،¹⁰ إلى نوعين من الأسواق

أو ما يعرف بالسوق "الثالث" والسوق "الرابع":¹¹

1- السوق الثالث: وهو نوع من الأسواق غير المنظمة، ويتكون من الشركات غير المدرجة في

السوق المنظم والمستثمرين والوسطاء غير الأعضاء في السوق المنظمة، على الرغم من أن لهم

الحق بالتعامل في السوق المنظم، وقد كان السبب وراء ترعرع هذه السوق؛ عدم تمتع

المؤسسات الكبيرة في الولايات المتحدة بخصم من العمولة عند تعاملها في السوق المنظم،

وبالتالي لجأت إلى هذه الأسواق لتوفر هذا الشرط فيها، وترجع قدرة الوسطاء في هذا السوق

على الخصم من العمولة لثلاثة أسباب رئيسية هي: عدم وجود حد أدنى للعمولة مفروض عليها،

وعدم دفعها رسوم عضوية في السوق، وأخيراً أنهم لا يحتاجون لوسائل مساعدة لإعادة بيع

الأوراق المالية.¹²

2- السوق الرابع: ويتم التعامل في هذا السوق بين المؤسسات الإستثمارية والمستثمرين مباشرة

بدون أي وسطاء بهدف تقليل النفقات،¹³ أو قد يكون بوجود وسطاء، ويكون الهدف من وراء

وجودهم تسهيل الصفقات مقابل عمولة قليلة نسبياً، فهذا الوسيط لا يقوم بذات الدور الذي يقوم به

الوسيط العادي أو التاجر إنما ينحصر دوره في تسهيل التعارف بين المستثمرين والمؤسسات.

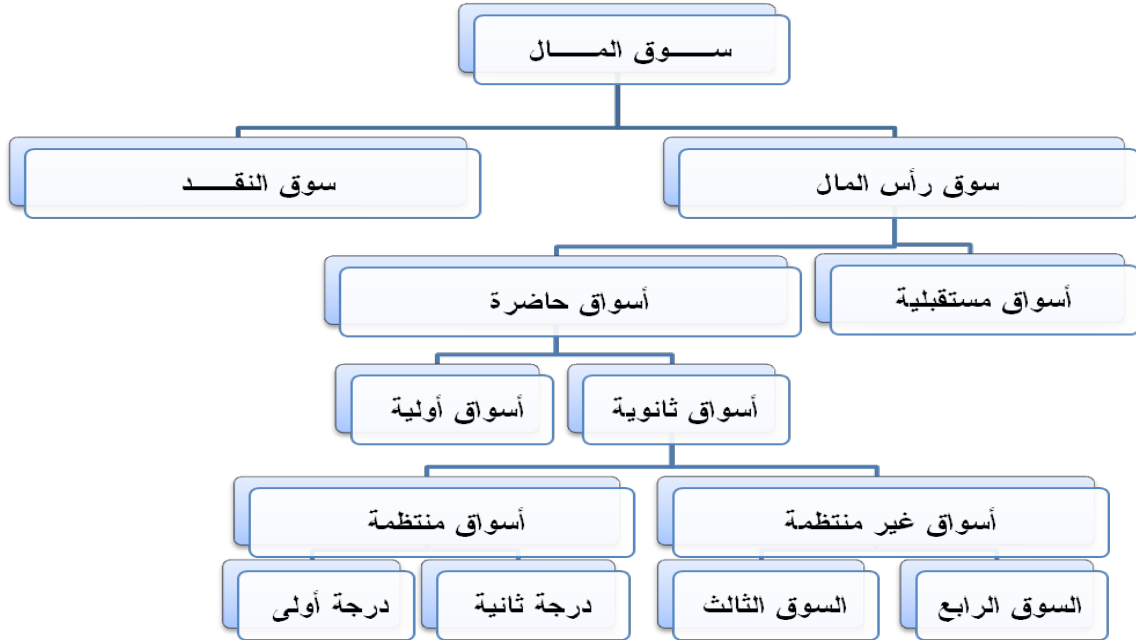
¹⁰ نصر عبد الكريم، سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة) سياسات وبدائل، مجلة السياسة الفلسطينية، العدد السادس، 1995، مركز البحوث والسياسة الفلسطينية، صفحة 59.

¹¹ منير هندي، سلسلة الأسواق المالية (2)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الإختيار وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، صفحة 41-44.

¹² وعلى الرغم من إختفاء الدافع وراء نشوء مثل هذه الأسواق المتمثل بالحد الأدنى للعمولة، إلا أن هذه الأسواق ظلت نشيطة حتى يومنا هذا، هذا وبالإضافة أيضاً إلى السماح للوسطاء المسجلين في السوق المنتظمة بالتعامل في هذه الأسواق. وتعتبر المؤسسات الإستثمارية الكبيرة أحد أهم رواد هذا السوق، بالإضافة إلى شركات الوساطة الصغيرة التي لا تملك تسجيلها في الأسواق المنتظمة.

¹³ عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم - سندات - صناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995، صفحة 59.

ومن خلال ما سبق يمكن فهم هيكلية سوق المال من خلال الرسم التوضيحي التالي:



على الرغم من أن من سوق رأس المال هو مجرد جزء من سوق المال، إلا أن إسمها غلب على إسم سوق المال بمجمله بحيث أصبح السوق يعرف بها على الرغم من أنها إحدى مكوناته وليست كلها.

ولكن ما هو سوق الأوراق المالية أو "البورصة"؟ وكيف نشأت؟ هناك العديد من التعريفات لهذا المصطلح، وقد اختلفت هذه التعريفات بحسب الزاوية التي ينظر إلى السوق من خلالها، فإذا ما نظرنا إليها من جانب النشاط الذي تقوم به فتكون السوق هي إجتماع دوري في مكان وزمان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر زبائنهم، أي أنه تنظم تقابل العرض بالطلب وفق قواعد وأسس محددة.

أما إذا نظرنا إلى هذه السوق من زاوية الطبيعة القانونية لها فعندها تكون السوق هي: سوق منظمة موجهة للجمهور تتم العمليات فيها وفق القوانين والأنظمة والتعليمات المنظمة له،¹⁴ كما أن هناك هناك العديد من التعريفات الأخرى للسوق ومنها:

سوق منظم تتم فيه عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، عبر وسطاء مؤهلين ومرخص لهم للعمل في السوق،¹⁵ وسوق يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها ويجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة وتحكمه مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم سلوك المتعاملين وطرق التبادل ويقوم فيها مجموعة من الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء بالنيابة عن عملائهم.¹⁶ أما المشرع الفلسطيني فلم يعرف السوق مكتفياً عند الإشارة إليه في المادة الثانية من قانون الأوراق المالية بأنها سوق مرخصة من قبل هيئة سوق رأس المال للعمل في هذا المجال ومنظمة وفق القانون،¹⁷ وتجمع هذه التعريفات عناصر رئيسية هي:

1. المكان: تتعدّد السوق في مكان محدد وأي تعامل يتم خارج هذا المكان وقـع

باطلاً

2. الزمان: يجري التداول في أوقات محددة.

3. سوق منظمة: مكان وزمان محددين، مجلس إدارة، جهات رقابية....

4. سوق مستمرة.

5. تقابل العرض بالطلب.

6. تدار العمليات فيها عبر وسطاء وليست بطريقة مباشرة بين المستثمرين.

ومن خلال هذه النقاط السابق ذكرها يمكن تعريف السوق على أنه: سوق منظمة بموجب

القانون تتعدّد في مكان وزمان محددين وبصفة مستمرة ودورية، تعمل على مقابلة العرض بالطلب عبر

وسطاء مرخص لهم للقيام بهذه المهمة.

¹⁵ سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل المستثمر: نصائح وإرشادات للإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2007، صفحة 3.

¹⁶ أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1994، صفحة 24.

¹⁷ قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم 12 لسنة 2004، والمنشور في الوقائع الفلسطينية في العدد 53 بتاريخ 38/2/2005،

وقد كان سبب نشأة هذه الأسواق إنتشار الشركات وإقبال الحكومات على الإقتراض، وهو ما ساعد على خلق حركة فورية للتعامل بالصكوك المالية وهو ما أدى في النهاية إلى ظهور البورصات، وقد كان التعامل في البداية في هذه الصكوك في الشوارع قبل أن تصبح هناك أمكنة مخصصة لهذه العملية، وقد ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 في فرنسا بموجب أمر ملكي،¹⁸ أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأوراق المالية سنة 1824 في نفس الشارع الذي كان يتم التعامل فيه بالأوراق المالية شارع "وول ستريت".¹⁹

ويعود أصل كلمة بورصة إلى إسم تاجر بلجيكي يدعى "فان دي بورص"، وقد إعتاد هذا الشخص على أن يجمع تجار مدينة "بروغ" البلجيكية في قصره لتداول الأوراق المالية، وسرعان ما أصبح يطلق على الأماكن التي يتم التعامل بها في الأوراق المالية إسم هذا التاجر، وفي رواية أخرى أن هذا الإسم مشتق من شعار فندق في مدينة "بروغ" كان يجتمع فيه مستثمرين ووسطاء.²⁰

وفي الدول العربية نشأت أول بورصة للأوراق المالية في مصر في العام 1903 في القاهرة، وبعدها في الإسكندرية، بعد عدة محاولات لإنشاء بورصة للأوراق المالية كان أولها في العام 1898.²¹ وترجع نشأة سوق رأس المال في فلسطين إلى العام 1930، هذا العام الذي شهد مولد أول شركة فلسطينية مساهمة عامة وهي شركة البنك العربي؛ فظهرت الحاجة لوجود سوق للتعامل بالأوراق المالية لهذا البنك، ومع نشأة العديد من الشركات الأخرى خلال الأعوام التالية، ظهرت الحاجة ملحّة أكثر

¹⁸ تشير بعض المراجع إلى أن أول بورصة في العالم أنشأت في مدينة إنفرس عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608 ثم في لندن عام 1666 ثم في فرنسا في العام 1808، أنظر في هذا الشأن صلاح الدين السيبي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003، صفحة 5.

¹⁹ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 34.

²⁰ محمد الشحات الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988، صفحة 9، وأنظر أيضاً: صلاح الدين السيبي، المرجع السابق، صفحة 5.

²¹ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 109.

لوجود سوق مالي، إلا أن التعاملات ظلت في إطار السوق غير المنتظم،²² وذلك بسبب قلة عدد الشركات المساهمة العامة التي تعمل في هذا السوق.²³

وقد كان للسياسات الإحتلالية الإسرائيلية بالغ الأثر على تأخر إنشاء سوق منظم للأوراق المالية، فعلى سبيل المثال أصدرت الإدارة العسكرية الإسرائيلية الأمر رقم 7 الذي وضع حداً للنشاط المصرفي، تلاه الأمر رقم 9 الذي جمد حسابات البنوك العاملة في فلسطين وأحال أرصدها إلى بنك إسرائيل، وقد سمح للبنوك الإسرائيلية بالعمل في مناطق الضفة الغربية وقطاع غزة، وبعد بدء العملية السلمية وما نتج عنها من توقيع إعلان المبادئ في العام 1993؛ وتوقيع الإتفاقيات الإقتصادية التي فتحت المجال أمام المؤسسات التي أغلقت في العام 1967 بالعودة إلى عملها، وقد فتحت هذه الخطوة الطريق لإنشاء أول سوق مالي في فلسطين.²⁴

ففي مطلع العام 1995 أدرك عدد من المستثمرين أهمية وجود سوق للأوراق المالية في فلسطين، وقد تحقق ذلك بتوقيع إتفاقية إنشاء السوق كشركة مساهمة خاصة مع السلطة الفلسطينية ممثلة بوزارة المالية بتاريخ 7/11/1996، وقد عقدت أول جلسة تداول في 18/2/1997، وقد كانت أول بورصة عربية تسمح بإستخدام التقنية الإلكترونية للتداول بالأوراق المالية، وفي سبيل ذلك إعتمدت السوق منذ البداية على سبع شركات وساطة كأعضاء فيها.²⁵

تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية في مدينة نابلس، بمبادرة من شركة فلسطين للتممية والإستثمار "بديكو" والتي تشكل المساهم الأكبر في شركة سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث تبلغ

²² وهي ذات الفترة التي شهدت بدأ تداول الأوراق المالية في الأردن بعد نشأة بعض الشركات المساهمة العامة، للمزيد أنظر موقع بورصة عمان على الرابط:

"http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=-1&local_type=21&local_id=22&local_details=1" تاريخ

الزيارة 6/4/2008.

²³ هيثم الزعبي، البيئة القانونية لسوق رأس المال في فلسطين، لقاء قانوني في جامعة بيرزيت بتاريخ 13/2/2008، أنظر الرابط http://lawcenter.birzeit.edu/iol/ar/conEdu/legal_encounters/2008/341_1.doc?

20/7/2008. PHPSESSID=5edfa9352612d3c53b043a7cd3a7c9c53b6a5db2

²⁴ نصر عبد الكريم، المرجع السابق، صفحة 55-56.

²⁵ سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل المستثمر، المرجع السابق، صفحة 24.

مساهمتها في رأس مال الشركة 65%، في مقابل 10% لشركة فلسطين للاستثمار، و 10% أخرى لشركة فلسطين للاستثمار العقاري، و 15% لمؤسسة صامد.²⁶

أهمية أسواق رأس المال

لسوق رأس المال وظيفة اقتصادية عامة تتمثل في تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق توفير السيولة النقدية اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية، وإضافة إلى ذلك، فإن لها وظائف أخرى تنطلق من دورها ذلك وأهم تلك الوظائف:

- 1- إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية،²⁷ لتمكين المستثمر من إسترداد مدخراته في أي وقت يريد، وفتح المجال أمامه للإستثمار بسهولة ويسر، وهو ما يتطلب من السوق توفير طبقة من الوسطاء يقدمون خدماتهم للجمهور، بالإضافة إلى إيجاد نشاط في التعامل في الأوراق المالية يساعد المستثمر على تحقيق رغباته.²⁸
- 2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية، وهو ما يتطلب توفير أكبر قدر من الإستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم الصعود والهبوط بشكل منتظم وتدرجي.²⁹
- 3- تحويل الخطر أو المشاركة في المخاطر عن طريق المساهمين الجدد الذين يشاركون الشركة في الربح والخسارة.³⁰

²⁶ مناخ الإستثمار في فلسطين، المجلس الاقتصادي الفلسطيني للتنمية والإعمار "بكدار"، رام الله، 1997، صفحة 35.

²⁷ محمد يوسف ياسين، البورصة، صفحة 21.

²⁸ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 45، أنظر أيضاً وجهة النظر الإسلامية في الأوراق المالية المعاصرة، سوق فلسطين للأوراق المالية، صفحة 5.

²⁹ إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية، الموقعة بين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة، ووزارة المالية الفلسطينية ممثلة للسلطة الوطنية الفلسطينية والموقعة في نابلس بتاريخ، 7/11/1996.

³⁰ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 11.

4- توجيه المدخرات نحو الإستثمار في الأوراق المالية لخدمة الإقتصاد الوطني.³¹

5- السماح للمدخرين بالمشاركة في عمليات التنمية عبر الإستثمار والمساهمة في المشروعات الإقتصادية.³²

6- توفير فرص إستثمارية عديدة ومتنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر، من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية المتداولة.³³

7- إستقطاب الإستثمارات المحلية والأجنبية.³⁴

8- توفير مصادر لتمويل المشروعات، بهدف تمويل عمليات التنمية الإقتصادية.³⁵

9- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وما يضمن مصلحة الدولة المالية وحماية صغار المدخرين.³⁶

10- زيادة النمو الإقتصادي، فهذه الأسواق تعتبر مؤشراً مبكراً للتنبؤ بحركة النشاط الإقتصادي.³⁷

وبالتوازي مع تلك الأهداف فهناك العديد من الوظائف الأخرى التابعة أو المكملة للسوق، وهذه الوظائف تتبع من وظيفتها التنظيمية من خلال إشرافها على عملية التداول في السوق، وهذه الوظائف هي:³⁸

1- تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية.

³¹ جليل طريف، التطورات الحديثة في بورصة عمان، ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الإقتصادية، طرابلس، ليبيا، 2005، أنظر الرابط "www.lsm.gov.ly/point/jordan.ppt" تاريخ الزيارة 27/6/2008.

³² محمد الشحات الجندي، المرجع السابق، صفحة 46.

³³ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 46.

³⁴ مناخ الإستثمار في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 33.

³⁵ صلاح السبيسي، المرجع السابق، صفحة 69.

³⁶ المادة (4/ب) من قانون سوق عمان المالي رقم 1/ 1990.

³⁷ George A. Fontan, Tom Gentile, The Stock Market Course, John Wiley and Son, United States, 2001, p. 36.

³⁸ البند خامساً من إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية.

2- توفير أنظمة رقابية على كل العمليات التي تتم داخل السوق كالتسوية والتحويل نقل الملكية.

3- وضع الأسس الخاصة بعملية التداول والإفصاح بشكل يضمن العدالة والمساواة بين المتعاملين بالأوراق المالية.

4- تطوير خدمات السوق.

5- مراقبة عمل الشركات الأعضاء.

وفي سبيل تحقيق هذه الأهداف فقد أعطيت السوق العديد من الصلاحيات التي تحتاجها

لتنفيذ المهام الموكلة لها وهذه المهام نصت عليها الإتفاقية المنشأة للسوق بالإضافة إلى

قانون الأوراق المالية والتعليمات الصادرة بمقتضاه.³⁹

الأدوات المالية المتداولة في السوق

على الرغم من تداول الأسهم العادية فقط في سوق فلسطين للأوراق المالية،⁴⁰ فقد حدد المشرع

الفلسطيني أسوة بغيره من المشرعين في قوانين الأوراق المالية الأدوات المالية التي يمكن تداولها في

السوق، وقد صنف المشرع الفلسطيني الأوراق المالية القابلة للتداول ضمن أربعة فئات على النحو

التالي:⁴¹

1- الأسهم والسندات.

2- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

³⁹ أنظر المادة (7) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، وأيضاً البند سادساً من إتفاقية تشغيل السوق.

⁴⁰ سوق فلسطين للأوراق المالية، نشرة صادرة عن سوق فلسطين للأوراق المالية، 2005، صفحة 1. وتشير بعض الدراسات إلى أن عدم وجود أدوات استثمارية في سوق فلسطين للأوراق المالية عدا الأسهم يقلل من جاذبية هذا السوق بسبب قلة الفرص الاستثمارية المتاحة وزيادة المخاطر، أنظر تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الإستثمارات الخارجية، معهد أبحاث السياسات الإقتصادية الفلسطيني (ماس)، رام الله، 2008، صفحة 59.

⁴¹ المادة (2/2) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، أنظر أيضاً المادة (2) من نظام الإدراج الصادر عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 3/20)، وأنظر المادة (3/ب) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (76) لعام 2002.

3- المشتقات المالية ومنها الأسهم والسندات القابلة للتحويل، وعقود خيار البيع وعقود خيار الشراء.

4- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.

وقد إستثنى المشرع من أحكام الأوراق المالية السابق ذكرها ما قد يتشابه معها من أوراق، كالأوراق التجارية بما في ذلك الشيكات والكمبيالات، بالإضافة إلى الإعتمادات المستندية؛ والحوالات؛ وبوالص التأمين؛ والحقوق المترتبة في صناديق التقاعد للمنتفعين التي تتم تغذيتها من غير مصادر مساهماتهم.⁴²

أما أهم الأوراق المالية التي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية فهي الأسهم والسندات، بمعنى أن هناك طريقتين رئيسيتين للإستثمار في سوق المال؛ تقوم الأولى على شراكة المستثمر في رأس المال؛ ويكون ذلك بشرائه لأسهم الشركات المصدرة، أما الطريقة الثانية فهي تفترض أن يقرض المستثمر الشركة مبلغاً من المال لفترة زمنية محددة يسترده بعدها، في مقابل عائد مادي دوري.⁴³

الأسهم: وهي صك ملكية لحصة من رأس مال الشركة، حيث يتكون رأس المال من حصص متساوية يسمى كل منها سهم،⁴⁴ ويتسم السهم بعدة صفات أهمها أن ليس له تاريخ إستحقاق، فهو باق ما بقيت الشركة، وصاحبه شريك في رأس المال بما يترتب على ذلك أمور كحضور صاحب السهم للإجتماعات العامة لمساهمي الشركة والتصويت على القرارات المتخذة فيها.⁴⁵

⁴² المادة (4) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني. وهي ذاتها المادة (4) من قانون الأوراق المالية الأردني.

⁴³ سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل المستثمر، المرجع السابق، صفحة 4.

⁴⁴ عنايات النجار، المرجع السابق، 26.

⁴⁵ وبالإضافة إلى ذلك يتسم السهم بأن له مجموعة من القيم تتغير بحسب الحالة التي يكون عليها السهم وهذه القيم هي: القيمة الإسمية: وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، والقيمة الدفترية: وهي قيمة حقوق الملكية (المدفوعات والإحتياطيات والأرباح المحتجزة إلى عدد الأسهم) وتتغير هذه القيمة سنوياً بسبب تغير حقوق المساهمين أو عدد الأسهم أو كليهما، القيمة السوقية: وهي سعر تداول السهم في السوق، القيمة التصفوية: وهي نصيب السهم من قيمة التصفية. (إسماعيل طراد، وجمعة عباد، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002، صفحة 280، وأنظر عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 29).

وإلى جانب الأسهم العادية ظهرت هناك بعض الأنواع للأسهم وأهمها:⁴⁶

1- الأسهم الممتازة: وهو كالسهم العادي تماماً ولكنه يختلف عنه من حيث أولوية صاحب السهم في أموال التصفية على غيره من المساهمين العاديين، بالإضافة إلى التوزيعات الثابتة التي يحصل عليها حملة الأسهم بنسبة مئوية ثابتة، كما انه لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العامة وبالتالي لا يحق لهم التدخل في الإدارة، فالأسهم الممتازة بهذا الوصف تكون مزيجاً بين الأسهم العادية وسندات القرض.⁴⁷

2- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وقد ظهرت هذه الأسهم لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات من القرن المنصرم، بحيث يرتبط السهم بأرباح خط إنتاجي معين.

3- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وصدرت أيضاً في الولايات المتحدة بعد صدور تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تتبع حصة من أسهمها إلى العاملين فيها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، ويتم ذلك عبر وحدة تنظيمية تقوم بالنيابة عن العاملين بالحصول على قرض طويل الأجل بهدف استخدامه في شراء أسهم الشركة، ويتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات الناتجة عن الأسهم المشتراة.

4- الأسهم العادية المضمونة: وهو نوع من الأسهم صدر في الولايات المتحدة في العام 1984، ويحق بموجبه لحامله مطالبة الشركة بالخسائر التي قد تتجم عن انخفاض قيمة الأسهم السوقية عن حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

⁴⁶ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 20-26.

⁴⁷ إسماعيل طراد، المرجع السابق، صفحة 281.

السندات: وهي الأوراق المالية التي تطرحها الشركات المساهمة العامة أو المؤسسات الحكومية أو المؤسسات العامة للاكتتاب العام والتداول؛ للحصول بموجبها على قرض تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمته الإسمية والفوائد المترتبة عليه وفقاً للشروط الواردة في نشرة الإصدار.⁴⁸

وتلجأ الشركات عادة لمثل هذا الخيار لأن طريقة الإقراض هذه أقل تكلفة من الإقراض من جهة أخرى كالبنوك مثلاً.⁴⁹ وقد تكون هذه السندات لحاملها وبالتالي يكون ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء وقد يكون إسمي، وبالتالي لا يجوز تداوله.⁵⁰

وقد تكون السندات إما حكومية (تصدر عن الحكومة أو أحد المؤسسات العامة)، أو سندات شركات، وتعتبر السندات الحكومية أقل مخاطرة من السندات الأخرى نظراً للائتمانية العالية التي تتصف بها الحكومة، نظراً لإبتعاد خطر إفلاسها، ولكن من الطبيعي أن تكون تلك السندات أقل عائداً من السندات الأخرى، فالفائدة أو الربح يرتبط في العادة بدرجة المخاطر بعلاقة طردية، أي كلما كانت المخاطرة أعلى كانت العائد أعلى.⁵¹

ويمكن تفريق الأسهم عن السندات من بعض الزوايا المختلفة وأهمها: أن الأسهم لا تاريخ إستحقاق لها فالمالك لأسهم شركة يعتبر شريكاً في رأس مالها ويستحق نسبة من أرباحها توازي نسبة مشاركته في رأس مالها، أضف إلى ذلك حقه بحضور إجتماعات الهيئة العامة والتصويت على قراراتها، بينما يكون للسندات تاريخ إستحقاق ثابت، فمالك السند هو بمثابة مقرض للشركة لا مساهماً فيها، وبالتالي لا يدخل في حسابات الشركة للربح والخسارة عند حساب أرباحه التي قد تكون ثابتة (بنسبة معينة على قيمة السهم) أو متغيرة (أي ترتبط بسعر فائدة متغير بنسبة معينة إلى سعر الفائدة

⁴⁸ المادة (2) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

⁴⁹ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 31.

⁵⁰ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 21.

⁵¹ أنظر: سوق فلسطين للأوراق المالية، الإستثمار في البورصة خطوتك الأولى، برنامج التوعية الإستثماري، نابلس، 2006، صفحة

الأساسي).⁵² ومن جهة أخرى فإن حامل السند يتقدم على حامل السهم في الحصول على أمواله في حالة إفلاس الشركة تبعاً لكونه من الدائنين، بينما يعتبر حامل السهم شريكاً في رأس المال.

هيكلية سوق رأس المال

تنقسم أسواق رأس المال إلى عدة أقسام يأتي على رأسها سوق التداول، ومركز الإيداع والتحويل، وهذا إلى جانب أقسام أخرى لن تكون مجال بحثنا في هذا السياق كالأقسام الإدارية والرقابية والإشرافية على عملية التداول والشركات المدرجة.

أولاً: سوق التداول

سوق التداول أو السوق الثانوية أو "البورصة" هي الجزء المنظم من سوق الأوراق المالية، ويتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وينقسم هذا السوق بحسب طبيعة الأوراق المالية المتداولة إلى سوق الأسهم وسوق السندات،⁵³ فسوق الأسهم هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأسهم التي حققت شروط الإدراج فيه، أما سوق السندات فهو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول سندات الشركات،⁵⁴ وقد تم تنظيم سوق الأوراق المالية في فلسطين على مرحلتين:

المرحلة الأولى: هي المرحلة السابقة للضبط التشريعي، وقد تم تنظيم السوق في هذه المرحلة من خلال إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية الموقعة بين وزارة المالية الفلسطينية كمثل عن السلطة الفلسطينية؛ وبين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية.⁵⁵

⁵² عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 54، أنظر أيضاً بورصتي القاهرة والإسكندرية، خطوة أولى للاستثمار في البورصة، أنظر الرابط

"http://www.egyptse.com/download/research_papers/educational_brochures/Investor_guide_arabic.pdf

تاريخ الزيارة 27/6/2008.

⁵³ كما أن هناك أجزاء أخرى للسوق الثانوي كسوق الصناديق مثلاً وهو: ذلك السوق الذي يتم من خلاله التداول بأسهم صناديق الإستثمار أو وحداتها الإستثمارية المدرجة في البورصة. أنظر المادة (2) من تعليمات الإدراج في سوق عمان للأوراق المالية لسنة 2004.

⁵⁴ دليل إسترشادي لإجراءات التداول بالبورصة، بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2007، أنظر الرابط " http://www.egyptse.com/download/pdf/Trading_Manual.pdf " تاريخ الزيارة 27/6/2008. وأنظر أيضاً تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004. وأيضاً المادة (18) من نظام الإدراج.

⁵⁵ ديباجة إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية، الصفحة 1.

المرحلة الثانية: وهي مرحلة الضبط التشريعي، وقد تم ذلك بشكل أساسي من خلال قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم 12 لسنة 2004؛ ليعيد تنظيم هذا السوق من خلال إطار قانوني جديد، وينص هذه القانون على إنشاء سوق للأوراق المالية في فلسطين يتمتع باستقلال مالي وإداري.⁵⁶ ولا نجد مبرراً لتأكيد المشرع على الإستقلال المالي والإداري للسوق مع تولي شركة خاصة لمسؤولية إدارته، وبالتالي فإنها تتمتع بالشخصية المعنوية التي تعني بالضرورة الإستقلال المالي والإداري،⁵⁷ ولكن وعلى ما يبدو فإن المشرع الفلسطيني أعاد إنتاج النص القانوني المشار إليه عن العديد من الأنظمة العربية المقارنة، والتي أنشأت أسواق للأوراق المالية من قبل جهات حكومية فكان من الضروري تأكيد إستقلالها المالي والإداري، أما بالنسبة للمشرع الفلسطيني فلا يلزمه ذلك لأن ذلك يصبح من طبائع الأمور.

ويتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق الفلسطيني على درجتين هما:⁵⁸ السوق الأولى، والسوق الثانية،⁵⁹ بينما يتم ذلك على ثلاثة درجات في بورصة عمان، وتختلف هذه الدرجات فيما بينها من حيث الحد الأدنى لرأسمالها، وربحيتها، ونسبة المساهمين فيها.⁶⁰

السوق الأولى: وتعني السوق من الدرجة الأولى التي يتم فيها إدراج الأوراق المالية عند إستيفائها لشروط خاصة، أي أن الإدراج في هذه السوق يكون للشركات التي إستحقت عضويتها في السوق

⁵⁶ أنظر المادة (5) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، والمادة (3/أ) من قانون سوق عمان المالي رقم 1 لسنة 1990، وأيضاً المادة (1) من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 1983.

⁵⁷ ينتج عن إكتساب الشركة للشخصية المعنوية وجود كيان قانوني مستقل عن الأشخاص المساهمين فيه، وهذا المبدأ أكدته المادة (56) من قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964، أما قانون الشركات الإنتدائي لسنة 1929 فلم ينص صراحة على ذلك مع وجود بعض التلميحات إليه لدى الحديث عن التصفية في المواد (218، 220)، للمزيد أنظر فوز عبد الهادي، الشخصية المعنوية لشركات المساهمة العامة المحدودة في فلسطين، جامعة بيرزيت، رام الله، 2000، صفحة 34-35.

⁵⁸ المادة (1) نظام الإدراج.

⁵⁹ مع وجود هذا التقسيم في سوق الأوراق المالية في فلسطين وتأكيد العديد من الأنظمة عليه كنظام الإدراج والعضوية، إلا أن هذا التقسيم غير واضح من الناحية العملية، ذلك أن جميع الشركات المدرجة أسهمها في السوق الأولى أو في السوق الثانية تظهر على شاشة التداول بدون أي تفرقة بين الشركات، لذلك كان من الأحرى بالسوق أن يعمل على تداول أسهم الشركات المدرجة في السوق الثانية على شاشة أخرى، أو على الأقل تمييز الشركات المدرجة في السوق الثانية عن تلك المدرجة في السوق الأولى.

⁶⁰ أنظر إسماعيل طراد، المرجع السابق، صفحة 237.

لتحقيقها لشروط الإدراج في هذا المستوى من السوق،⁶¹ فمثلاً يجب أن لا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن مليوناً دينار أردني. وأن يكون رأس مال الشركة مدفوعاً بالكامل.

وبالإضافة إلى ذلك يجب أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 150 مساهم، وأن لا يقل عدد الأسهم المصدرة عن مئة ألف سهم. وأن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلاً، وقد نشرت بياناتها المالية لمدة سنتين ماليتين على الأقل، وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة بنسبة 5% من قيمة رأس المال خلال السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج.

السوق الثانية: وتعني السوق من الدرجة الثانية، وهي تلك السوق التي يتم إدراج الشركات التي لم تستطع تحقيق الشروط اللازمة للإدراج في السوق الأولى، ويتم إدراج أسهم تلك الشركات في السوق الثانية كمرحلة تحضيرية يتم بعدها نقلها إلى السوق الأولى بعد إستيفاء لشروط النقل.

ومع ذلك فإن الشركات التي تريد إدراج أسهمها في هذه السوق فيجب أن تتوفر فيها العديد من الشروط الخاصة بهذه السوق، وتتشابه مع تلك اللازمة للإدراج في السوق الأولى، بإستثناء الحد الأدنى لرأس المال الذي لم يتم تحديده، والحد الأدنى لعدد المساهمين الذي يجب أن لا يقل عن خمسون مساهماً، و أن يثبت إنعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة مرة واحدة على الأقل في السنة.⁶² ويجوز نقل الأوراق المالية المتداولة بين السوقيين بقرار من السوق وبمجرد تحقيق شروط النقل.⁶³ كما يجوز للسوق وبعد إستشارة هيئة سوق رأس المال إضافة سوق ثالث وفق المعايير التي تراها مناسبة.⁶⁴

وتعتبر هذه السوق في الأردن مرحلة من مراحل الإدراج، إذ لا بد للشركات التي ترغب بإدراج أسهمها في البورصة أن تتقدم أولاً بالطلب إلى السوق للإدراج في السوق الثانية، فإذا مضى

⁶¹ للمزيد حول هذه الشروط أنظر المادة (5) من نظام الإدراج.

⁶² المادة (6) من نظام الإدراج.

⁶³ المادة (39-42) من نظام الإدراج.

⁶⁴ المادة (44) من نظام الإدراج.

على إدراجها فيه عام كامل على الأقل جاز نقل أسهمها للتداول في السوق الأول بشرط تحقق بعض الشروط تتشابه إلى حد ما مع تلك التي نص عليها نظام الإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية.⁶⁵

هذه الشروط المنصوص عليها سابقاً سواء تلك المتعلقة بإدراج الأوراق المالية في السوق الأول أو في السوق الثاني تتعلق بالأسهم أما بالنسبة للسندات فيتم إدراجها في سوق السندات، ولها شروط خاصة تختلف بإخلاف طبيعة السندات عن الأسهم، كأن تكون قيمة سندات القرض مدفوعة بالكامل، وأن يطرح من أسناد القرض للإكتتاب العام ما قيمته 20% من مجموع أسناد القرض، أن تكون مستحقة السداد بعد سنتين على الأقل وأن تكون أسهم الشركة مدرجة في أي من السوقين الأولى والثانية.⁶⁶

ثانياً: مركز الإيداع والتحويل

يعتبر المركز دائرة من دوائر السوق،⁶⁷ وهو الجهة الوحيدة في فلسطين المخولة بتسجيل وحفظ وإدارة سجلات مالكي الأوراق المالية المدرجة لدى السوق،⁶⁸ وتحويل ملكية هذه الأوراق وتسوية أثمانها بين الأعضاء من خلال بنك التسوية،⁶⁹ ويعتبر المركز الحلقة المتممة لعملية التداول الإلكتروني، فهو نظام مركزي يتم من خلاله الاحتفاظ بملكية الأوراق المالية بموجب قيود إلكترونية؛ تكون بمثابة بيئة قانونية على الملكية.⁷⁰

وعند إدراج شركة مساهمة عامة في السوق يقوم نظام الإيداع والتحويل بفتح حساب لكل مستثمر وتسجيل أوراقه في ذلك الحساب، فإذا ما رغب المستثمر بالتعامل في أوراقه تلك فعليه أولاً إبلاغ شركة الوساطة التي يتعامل معها والطلب منها نقل أوراقه من حسابه لدى السوق إلى حسابه لدى

⁶⁵ المادة (7) من تعليمات الإدراج في بورصة عمان لسنة 2004.

⁶⁶ المادة (18-20) من نظام الإدراج.

⁶⁷ المادة (51/2) من نظام الإدراج.

⁶⁸ ويجوز للهيئة فقط أن تنشئ أو تؤسس أو تدير مركزاً آخر ليقدم أية تسهيلات كمكان إيداع للأوراق المالية أو يقدم خدمات المقاصة والتسوية للسوق وأعضائه. المادة (15) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

⁶⁹ المادة (51/2) من نظام الإدراج.

⁷⁰ المادة (20) من قانون الأوراق المالية.

الشركة ليتمكن بعدها من تداول تلك الأوراق.⁷¹ ويقوم هذا المركز بدور حاسم في تعزيز السوق والحد من الأخطاء الناتجة عن فقدان الوثائق.⁷²

وتلتزم الجهة المصدرة للأوراق المالية بإيداع سجل المالكين لدى المركز خلال عشرة أيام من تاريخ قبول طلب الإدراج، وتلتزم الجهة المصدرة بعدم إصدار أية وثائق بملكية الأوراق المالية، والتي ستتم بعد ذلك من خلال المركز فقط كما لا يجوز للجهة المصدرة إجراء أية عملية تحويل أو نقل ملكية الأوراق المالية أو عمليات التحويل الإرثي أو العائلي كما لا يجوز إجراء أي تعديل على سجل المساهمين.⁷³

وقد مر مركز الإيداع والتحويل في فلسطين بمرحلتين كنتك التي مر بها السوق ذاته، فالمرحلة الأولى وهي قبل عملية الضبط التشريعي، وفيها أوكل إنشاء المركز كجزء من السوق بموجب إتفاقية إنشاء السوق المشار إليها سابقاً، بحيث يتولى السوق وضع أنظمة المركز والإجراءات المتبعة في عملية التسوية ونقل الملكية.⁷⁴

أما المرحلة الثانية وهي تلك المرحلة التي تلت عملية الضبط التشريعي، فقد نظم المركز ومهامه بموجب قانون الأوراق المالية الفلسطيني بذات الكيفية التي نظم بها سابقاً بموجب الإتفاقية، وتوكل إلى المركز العديد من المهام وأهمها:⁷⁵

1. إيداع مركزي للأوراق المالية، وتسجيل مصدري الأوراق المالية.
2. تدقيق المعلومات المدخلة في حسابات المستثمرين لدى الشركات الأعضاء في السوق، والتأكد من صحتها.

⁷¹ سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل المستثمر، المرجع السابق، صفحة 20.

⁷² الأسكوا، صفحة 27.

⁷³ المادة (51/1، 52، 53) من نظام الإدراج.

⁷⁴ المادة (رابعاً/ 3) من إتفاقية إنشاء وتشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية.

⁷⁵ المادة (14) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني. وأيضاً المادة (60) من نظام الإدراج.

3. تقديم خدمات المقاصة والتسوية للسوق وأعضائه،⁷⁶ وتحويل ملكية الأوراق المالية.

4. إجراء عمليات الرهن والحجز للأوراق المالية.

5. تنفيذ الحظر المفروض على تجاوز سقفوف الملكية بموجب أحكام القانون أو الأنظمة الداخلية للشركات المدرجة أو شروط إصدار الأوراق المالية المعلنة في نشرات الإصدار.

6. تزويد الجهات المصدرة للأوراق المالية بالتغييرات التي تتم على سجلات مالكي الأوراق المالية بشكل دوري.

ومن الملاحظ بأن المشرع الفلسطيني أبقى على الوضع كما كان عليه منذ نشأة السوق من حيث إعتبار المركز دائرة من دوائر السوق، ولم يتم بتعديل هذا الوضع الذي تتطلب المعايير العالمية لأسواق الأوراق المالية فصله عن السوق، وإنشاء شركات خاصة ومستقلة تطلع بمهام الإيداع والتحويل والتسوية،⁷⁷ وهو ذات النهج الذي إتبعه المشرعين المصري والأردني والكويتي، فقد أنشأ مركز إيداع الأوراق المالية في الأردن كمؤسسة مستقلة ذات نفع عام، تتمتع بالإستقلال المالي والإداري،⁷⁸ ولا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بأية أعمال تجارية،⁷⁹ وتكون عضوية شركات الوساطة المالية فيها إجبارية.⁸⁰

⁷⁶ النقص: هي العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف التداول الناشئة عن عقد التداول وذلك لتسديد أثمانها في التاريخ المحدد للتسوية. أما التسوية فهي: العملية التي يتم بموجبها إتمام عقد التداول ونقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي. أنظر قانون الأوراق المالية، المادة (2).

⁷⁷ الإسكوا، صفحة 28.

⁷⁸ المادة (76) من قانون الأوراق المالية الأردني.

⁷⁹ أسماعيل طراد، المرجع السابق، صفحة 239.

⁸⁰ المادة (82) من قانون الأوراق المالية الأردني.

وكذلك أيضاً أنشأت الشركة الكويتية للمقاصة كجهة مستقلة عن سوق الكويت للأوراق المالية في العام 1982،⁸¹ وفي مصر أنشأت شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي كشركة مستقلة وفق أحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 وذلك في العام 1996،⁸² وإلى جانب ذلك فقد صدر قانون جديد لينظم مسألة الإيداع والقيود المركزي في 18/5/2000.⁸³

وفي مقابلة التنظيمين السابقين؛ نرى بأن النهج الذي إتبعته كل التشريعات المقارنة والقاضي بتنظيم المركز بشكل مستقل مالياً وإدارياً عن السوق يضمن سير العمل بشفافية ودقة أكثر، بعيداً عن تحكم السوق بالعمليات التي تتم فيه. وبالتالي كان من الأجدر بالمشروع الفلسطيني تنظيم المركز وفق المعايير الدولية في ذلك وليس إعادة قولبة الوضع القائم ضمن القانون الجديد.

أعضاء سوق رأس المال

عرف قانون الأوراق المالية الفلسطيني أعضاء سوق فلسطين للأوراق المالية بأنهم: شركات الأوراق المالية المرخص لهم من قبل الهيئة والمنتسبين لعضوية السوق والمركز،⁸⁴ أو هذه الشركات هي الشركات التي يكون نشاطها الرئيس القيام بأعمال متعلقة بتداول الأوراق المالية لحساب الآخرين أو لحسابها الخاص، أو أية نشاطات أخرى وفق القانون.⁸⁵

وقد إختلفت القوانين فيما بينها من حيث تحديد عضوية الأسواق المالية، فبينما نجد المشرع الفلسطيني يحدد في أكثر من موقع بأنهم شركات الأوراق المالية المرخصة من قبل الهيئة والمنتسبة للسوق، نجد المشرع الكويتي على سبيل المثال ينص على أن أعضاء سوق الكويت للأوراق المالية هم،

⁸¹ الإسكوا، صفحة 28.

⁸² المادة (27) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992

⁸³ شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، على الرابط "www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/overview/m.c.s.d" profile 20%"/ بتاريخ 10/3/2008.

⁸⁴ وقد ميز نظام العضوية في المادة الأولى منه بين نوعين من الشركات الأعضاء، فالنوع الأول هو الشركات الأعضاء العاملة: وهي تلك الشركات المرخص لها من قبل الهيئة والمسجلة حسب الأصول في سجلات السوق كعضو، وكذلك إستوفت جميع الشروط القانونية ولم تتوقف عن مزاوله أعماله لا بشكل كلي أو بشكل جزئي.

⁸⁵ أنظر على سبيل المثال المادة (2) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، أيضاً المادة (1) من نظام العضوية، وأيضاً إتفاقية إنشاء وتشغيل السوق البند ثانياً وأيضاً المادة (65/ب) من قانون الأوراق المالية الأردني.

الشركات التي تطرح أسهمها للإكتتاب العام والشركات المدرجة والشركات المساهمة الكويتية التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها بالإضافة إلى وسطاء الأوراق المالية،⁸⁶ وقد حصرهم قانون الأوراق المالية الأردني بالوسطاء والوسطاء لحسابهم وأية جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي الهيئة.⁸⁷ وعلى الرغم من هذا الاختلافات بين القوانين المقارنة في تحديد عضوية السوق، إلا أن شركات الوساطة المالية المعتمدة هي أهم أعضاء السوق.

وتعد الأسواق المالية كغيرها من الأسواق مكاناً أو بيئة محددة يجتمع فيها البائع والمشتري بهدف تداول الأوراق المالية، وقد يكون للسوق موقع أو مكان محدد يتم التعامل بالأوراق المالية فيه، أو أن يتم اللقاء بين البائع والمشتري عبر الإتصال الإلكتروني، وهذا التباين في نظم التشغيل يؤثر على شكل الوسطاء وآلية تعاملهم في السوق، ومن هنا فإن هناك نوعين من الأنظمة لتشغيل البورصات: النوع الأول: أسواق التبادل الأرضي أو صالة التداول،⁸⁸ وهي تلك الأسواق التي تعتمد على التداول داخل صالة البورصة، وفيها يجتمع الوسطاء لتنفيذ الأوامر الواردة إليهم من عملائهم، ويجتمع الوسطاء في السوق لتداول الأوراق المالية عبر نوعين من طرق التداول، أولها المفاوضة، والأخرى المزايدة. ومن أبرز الأمثلة على هذا النوع من البورصات بورصة نيويورك، وبورصتي القاهرة والإسكندرية حتى وقت قريب.

وهذا الشكل من أنظمة التداول يتطلب أنواع معينة من الوسطاء العاملين في هذه الأسواق، وهذه الأنواع هي:

1. الوسطاء بالعمولة (الوكلاء): وهو شخص يعمل كوكيل لأحد شركات الوساطة أو لحسابه الخاص، ويقوم بدفع رسوم العضوية عن نفسه، ولكن قد تلجأ إحدى شركات الوساطة إلى

⁸⁶ أنظر المادة (10) من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 1983، وأنظر أيضاً المادة (13) من النظام الداخلي لسوق الكويت للأوراق المالية.

⁸⁷ أنظر المادة (65/ب) من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت للعام 2002، والمادة (7) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004.

⁸⁸ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 29.

إقراضه رسوم العضوية على أن يظل هذا القرض قائماً بدون حاجة لسداده طالما عمل كوكيل لشركة الوساطة، كما أن شركات الوساطة تستطيع التعامل معهم عبر السيطرة غير المباشرة على هؤلاء الوسطاء وهذه الطريقة تكون بسبب ضخامة تعاملات الشركة مما يطرأها إلى اللجوء إلى المنافسة بين هؤلاء الوسطاء بغرض تنفيذ أوامر عملائها.⁸⁹

2. وسطاء الصالة (سماسرة الصالة): وهم سماسرة السماسرة، لا يعملون لحساب أحد إنما يقدمون

خدماتهم لمن يطلبها، فهم يجرون تعاملاتهم بالنيابة عن الوسطاء مقابل جزء من العمولة.⁹⁰

3. تجار الطلبات الصغيرة: تعمل البورصة على أساس وحدة تعامل تضم مجموعة من الأوراق

المالية، فإذا قل الطلب عن وحدة التعامل يتم اللجوء إليهم لتنفيذ هذه الطلبات.⁹¹

4. تجار الصالة: فهم تجار يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص، ولا يدخلون في عمليات مع

الجمهور أو الوسطاء.⁹²

5. المختصون: ووظيفتهم تنفيذ الأوامر المحددة التي ترد للوسطاء ولا يستطيعون تنفيذها في حينه

بسبب التحديد الذي قد يرد على السعر أو الكمية، بالإضافة إلى توفير أسواق عادلة عبر

المحافظة على التدرج في أسعار الهبوط أو الإرتفاع.⁹³

أما عن أعضاء البورصة وفق قانون تنظيم البورصة المصرية رقم 121 لسنة 1981،⁹⁴ والذي

ظل سارياً حتى تعديل نظام التداول أخيراً إلى نظام التداول الإلكتروني، فهم ثلاثة أنواع:

1. أعضاء عاملين: وهم وسطاء الأوراق المالية ومعاونيهم، الذين يقومون بتنفيذ العمليات لحساب

عملائهم أو لحسابهم الخاص.⁹⁵

⁸⁹ منير هندي، المرجع السابق، صفحة 32.

⁹⁰ المرجع نفسه، صفحة 33.

⁹¹ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 9.

⁹² المرجع نفسه، صفحة 10.

⁹³ منير هندي، المرجع السابق، صفحة 33.

⁹⁴ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 115.

⁹⁵ محمد الشحات الجندي، المرجع السابق، صفحة 31.

2. أعضاء منضمين وهم البنوك والشركات وصناديق الإدخار التي تعمل في مجال الأوراق

المالية، بالإضافة إلى أنهم يقدمون خبرتهم ورأيهم في أمور البورصة.

3. أعضاء مراسلين: وهم الوسطاء المقيدون في بورصات أجنبية، ويشترط أن يعمل هؤلاء من

خلال وسطاء مصريين.

وهنا يثور التساؤل التالي: ما هي الطبيعة القانونية لهذه العلاقة التي تربط شركات الوساطة

المالية بالوسطاء؟ ويمكن تحديد طبيعة تلك العلاقة عن طريق فهم الرابطة القانونية بينهما والتي لا يمكن

لها أن تخرج عن أحد تصورين؛ الأول: عقد الوكالة، وفي هذه الحالة يكون الوسيط وكيلاً للشركة، أما

الرابطة الثانية المحتملة فهي عقد العمل وفي هذه الحالة يكون هذا الوسيط مندوباً عن الشركة،⁹⁶

يتصرف بإسمها ولحسابها، أما الوكيل فهو يتصرف بإسمه ولكن لحساب الشركة.

النوع الثاني: أسواق التبادل الإلكتروني، ويتم تداول الأوراق المالية من خلال نظام تداول

إلكتروني يتولى التوفيق بين البائعين والمشتريين خلال ساعات العمل،⁹⁷ فالتقابل بين الوسيط البائع

والوسيط المشتري يتم عبر هذا النظام الذي يتولى المقابلة بينهما على أساس السعر والكمية المحددة.⁹⁸

وقد بدأت سوق فلسطين العمل وفق هذا النظام منذ البداية لتكون أول سوق عربية تعتمد هذا النظام، وقد

يكون لجوء سوق فلسطين للأوراق المالية إلى نظام التداول الإلكتروني لجوءاً إجبارياً لتفادي الصعوبات

التي خلفها الإحتلال بإستمرار إغلاقه للمناطق الفلسطينية، وإلا لكما كان للسوق الفلسطيني وجود اليوم.

وبالإضافة إلى عملية التوفيق التي يقوم النظام، فإنه يتيح استخدام نظام رقابة يحتوي على

معايير وأسس تحددها قواعد التداول، حيث يقوم هذا النظام بمراقبة أي تغيير غير عادي في أوامر البيع

والشراء لكل رمز، كما يراقب صفقات التداول ويرسل إشارات تحذير لمراقب التداول، كما يتيح هذا

النظام للمراقب تجميد أو إلغاء أي من الصفقات المخالفة.

⁹⁶ عاشور عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، صفحة 40.

⁹⁷ الإستثمار في البورصة خطوتك الثانية، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2006، صفحة 7.

⁹⁸ سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل المستثمر، المرجع السابق، صفحة 3.

ولكل من النظامين السابقين حسناته وسيئاته، ونحن الآن لسنا بصدد المفاضلة بينهما، ومع ذلك فإننا نميل إلى نظام التداول الإلكتروني أكثر من نظام الصالة، ذلك أن نظام التداول الإلكتروني يوفر الوقت والجهد، بالإضافة إلى توفيره نظام رقابة قادر على السيطرة على مجريات عمليات التداول وضبطها عند لزوم ذلك. كما أن نظام التداول الإلكتروني يعتبر تطوراً طبيعياً لنظام الصالة بحكم تطور وسائل الإتصال والتكنولوجيا، فكل شيء يتطور تبعاً للتقدم العلمي فلماذا لا تتطور البورصات أيضاً؟.

الفصل الأول

الإطار الهيكلي لشركات الوساطة المالية

تلعب شركات الوساطة دوراً بارزاً في الدائرة الإقتصادية، فهي تمثل الحلقة التي تربط المستثمرين بالمشروعات الإقتصادية، فبدون هذه الفئة لا يمكن الحديث عن تنمية المشروعات الإقتصادية، فهذه الفئة تعمل على جلب الإستثمارات وتوجيهها إلى الطريق الصحيح والمربح في نفس الوقت؛ مما يعود بالفائدة على المستثمرين والمشروعات الإقتصادية، فتصبح هذه الشركات الشريان التمويلي للمشروعات الإقتصادية.⁹⁹

وللتعرف أكثر على هذه الشركات سنقوم فيما يأتي بالتعرض لها من حيث إطارها التنظيمي وذلك من خلال مبحثين يتناول الأول ماهية تلك الشركات، بينما يتناول الآخر بناءها سواء من الداخل أو من الخارج.

المبحث الأول: ماهية شركات الوساطة

نشأت مهنة الوساطة المالية مع نشأة الأسواق المالية ذاتها، ولا نقصد هنا ذلك الجزء المنظم من السوق أو "البورصة"، بل سوق التعاملات بالأوراق المالية الناشئ بفعل وجود الشركات المساهمة العامة

⁹⁹ تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الإستثمارات الأجنبية، المرجع السابق، صفحة 31.

وظهور الحاجة لتداول أسهمها، فكان لا بد من وجود فئة تقوم بأعمال الوساطة بين المستثمرين الراغبين ببيع أوراقهم المالية وغيرهم من الراغبين بالشراء، وبسبب وجود هؤلاء الوسطاء نما سوق الأوراق المالية بسرعة حتى أنه أصبح أهم الأسواق المعروفة.

وستتناول في هذا المبحث موضوعين هما: مفهوم تلك الشركات وخصائصها، بالإضافة إلى الشكل الذي يجب أن تكون عليه شركة الوساطة المالية.

المطلب الأول: مفهوم شركات الوساطة المالية وخصائصها

لشركات الوساطة المالية مفهومها الخاص الذي يميزها عن غيرها من الشركات، خاصة تلك التي تمتن الوساطة بعيداً عن الأوراق المالية كالعقارات مثلاً، وفيما يلي نورد تعريفاً لتلك الشركات؛ بالإضافة إلى خائصها؛ إلى جانب الطبيعة القانونية لعقد التداول الذي تبرمه تلك الشركات مع عملائها.

الفرع الأول: مفهوم شركات الوساطة المالية

تعتبر شركات الوساطة المالية جزءاً من شركات الوساطة المالية، فشركة الوساطة وبحسب إسمها تمارس -كما سنرى لاحقاً- أهد وظائف شركات الوساطة المالية، ولكن نظراً لشبوع هذه الوظيفة وطغيانها على غيرها من الوظائف؛ طغى إسم شركات الوساطة المالية على شركات الوساطة المالية ذاتها حتى أصبحت تعرف بها، فطغى في هذه الحالة الخاص على العام.

وقد عرف قانون الأوراق المالية الفلسطيني شركة الأوراق المالية بأنها: الشركة التي يكون نشاطها الرئيس القيام بأعمال تتعلق بتداول الأوراق المالية لحسابها أو لحساب الآخرين أو غيرها من النشاطات وفق القانون،¹⁰⁰ والتي يجب أن تحوز ترخيصاً من هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وأن تحصل على عضوية السوق.

¹⁰⁰ المادة (2) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني. أنظر أيضاً إتفاقية إنشاء وتشغيل السوق في البند ثانياً.

وأما تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية فقد عرفت أنها: شركة مساهمة أو فرع شركة أجنبية مسجلة حسب الأصول في فلسطين وفق قانون الشركات وقانون الأوراق المالية والتي يكون نشاطها الرئيس القيام بعمل أو أكثر من الأعمال المتعلقة بتداول الأوراق المالية، وقد جاء هذا المفهوم لشركات الوساطة كمفهوم وظيفي فقط، أي أن هذا التعريف جاء قاصراً على تحديد الوظائف التي تتولاها شركات الوساطة المالية.

ومن خلال هذا التعريف نجد بأن المشرع الفلسطيني هذا حدو المشرع المصري الذي عرف

الشركات العاملة في الأوراق المالية بأنها الشركات التي تباشر عملاً أو أكثر من الأعمال التالية:¹⁰¹

1. ترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية.
2. الإشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
3. رأس المال المخاطر.
4. المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
5. تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار.
6. السمسرة في الأوراق المالية.

وكذلك المشرع الأردني الذي عرفها بأنها الشخص الإعتباري الذي يمارس عملاً أو أكثر من

أعمال الخدمات المالية أو الحفظ الأمين،¹⁰² وأيضاً المشرع الكويتي الذي عرفها بأنها الشركات التي

تقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية.¹⁰³

ونخلص إلى تعريف شركات الوساطة المالية بأنها: شركات تحوي العديد من الإختصاصيين

المحترفين في الشؤون المالية، وذوي خبرة وكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطرق تداولها، إشتربت

¹⁰¹ المادة (27) من سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

¹⁰² المادة (1/2) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

¹⁰³ المادة (1) من مرسوم في شأن إدراج الوسطاء ومعاونتهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

القوانين في تلك الشركات وموظفيها شروطاً معينة قبل مزاولتهم للعمل في هذا الجهاز المالي،¹⁰⁴ فهي شركات تحصل على عمولة وأجر مقابل تنفيذها لأوامر عملائها ببيع وشراء الأوراق المالية.¹⁰⁵

وقد نشأت أول شركة وساطة في فلسطين في العام 1995، أي قبل إنشاء سوق الأوراق المالية ذاته، وذلك إلى جانب خمس شركات أخرى أنشأت في وقت لاحق وقبل إنشاء السوق، وكانت هذه الشركات تعمل كوسيط لتسهيل وجذب المستثمرين الفلسطينيين إلى الأسواق المالية الخارجية.¹⁰⁶

وقد كانت تلك الشركات تخضع لقانونا الشركات والتجارة فقط كأساس لتنظيمها، في ظل غياب إطار قانوني ينظمها، وقد كان أول تنظيم لهذه الشركات عبر الإتفاقية المنشأة لسوق فلسطين للأوراق المالية، التي كانت تعني بحسب الإتفاقية: أي شخص إعتباري يقوم بنشاطات متعلقة بالأوراق المالية،¹⁰⁷ وتركت مسألة تنظيم العمل في هذه الشركات والإشراف عليها وعلى مستخدميها للسوق.¹⁰⁸

وفيما يبلغ عدد شركات الوساطة العاملة في فلسطين حتى أيلول من العام 2008 تسعة شركات،¹⁰⁹ يبلغ عدد تلك الشركات في الأردن 65 شركة،¹¹⁰ ويرجع سبب هذا العدد الكبير نسبياً إلى حجم تعاملات السوق وعدد الشركات المدرجة الكبير نسبياً إذا ما قورن بعدد الشركات المدرجة في سوق فلسطين حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية 37 شركة فقط.

• مهام شركات الوساطة المالية

¹⁰⁴ محمد ياسين، المرجع السابق، صفحة 23، 72.

¹⁰⁵ Ipid, George A. Fontan, Tom Gentile, p. 36.

¹⁰⁶ تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الإستثمارات الخارجية، المرجع السابق، صفحة 31.

¹⁰⁷ البند ثانياً من إتفاقية إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية.

¹⁰⁸ البند سادساً/4 من إتفاقية إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية.

¹⁰⁹ تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الإستثمارات الخارجية، المرجع السابق، صفحة 31.

¹¹⁰ أنظر بورصة عمان على الرابط

"http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=218&local_type=0&local_id=0&local_details=0" بتاريخ

حدد قانون الأوراق المالية الفلسطيني في المادة 40 منه الأعمال التي تستطيع شركات الأوراق المالية وبالتالي شركات الوساطة المالية القيام بها،¹¹¹ تماماً كما فعل المشرع المصري في المادة 27 من قانون سوق رأس المال سابقة الذكر، وهذه الأعمال أو الخدمات التي تستطيع هذه الشركات تقديمها هي:¹¹²

1. إدارة محفظة الأوراق المالية: أو إدارة الإستثمار بيعاً وشراءً بناءً على تفويض من قبل العميل، أو بناءً على إتفاقية بين العميل والشركة تحدد فيها سياسة العميل الإستثمارية وواجبات مدير الإستثمار، وبالتالي تصبح إدارة المحافظ خطة إستثمارية مصممة وفقاً لمتطلبات المستثمر الخاصة.¹¹³

ومحفظة الإستثمار هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات،¹¹⁴ فإذا ما عجز ذلك الشخص عن إدارة إستثماراته بطريقة فعالة، أو أنه لا يمتلك الوقت الكافي لذلك، فإنه يتوجه إلى شركة الوساطة المالية ليوقع معها إتفاقية إدارة تلك المحفظة، ونقصد بالإدارة هنا البيع والشراء وفق الشروط المتفق عليها بين الطرفين والتي تعكس سياسة العميل الإستثمارية.

2. مستشار الاستثمار: الشخص الذي يمتن تقديم النصح والمشورة للآخرين بخصوص الأوراق المالية والاستثمار فيها، وإصدار التقارير وإجراء البحوث والجدوى المتعلقة بالأوراق المالية، ويجب أن يكون له إلمام في التعامل بالأوراق المالية وتحليل بياناتها، ولا

¹¹¹ كما سبق وأشرنا في محددات الدراسة فإنه سيتم التعامل مع شركات الأوراق المالية وشركات الوساطة على أنهما وجهان لعملية واحدة، وهذا طبعاً ضمن المحدد الوظيفي السابق الإشارة إليه والذي يحدد مسار بحثنا في الوساطة المالية سواء لحساب الشركة أم لحساب الغير.

¹¹² أنظر المادة (2) من قانوني الأوراق المالية الفلسطيني والأردني. وأيضاً إسماعيل الطراد، المرجع السابق، صفحة 240-244.

¹¹³ سوق فلسطين للأوراق المالية، الإستثمار في البورصة خطوتك الأولى، المرجع السابق، صفحة 16.

¹¹⁴ جمال حسين السميطي، المحفظة الإستثمارية المتلى، أنظر الرابط

" <http://www.alaswaq.net/views/2006/09/14/3065.html> " تاريخ الزيارة 30/6/2008.

حاجة لشركة الوساطة المالية لترخيص إضافي إذا ما رغبت بممارسة أعمال مستشار الإستثمار.¹¹⁵

3. إدارة الإصدارات الأولية:¹¹⁶ وتقوم الشركة بهذا الدور من خلال مدير الإصدار الذي يتولى إعداد الدراسات وإتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة بالنيابة عن المصدر وتسجيلها لدى الهيئة،¹¹⁷ ومدير التغطية وهو يتولى عملية تسويق الأوراق المالية نيابة عن المصدر بموجب إتفاقية التغطية، ويقوم بذلك عبر طريقين، الأول شراء كامل كمية الإصدار المطروحة وشراء المتبقي غير المباع للجمهور، أما الطريق الثاني فهو يتعهد فيه بأن يبذل أقصى جهد لتسويق الأوراق المالية المطروحة كوكيل للمصدر ولا يتعهد بشراء أية أوراق مالية فدوره يقتصر على التسويق.¹¹⁸

4. إدارة الصناديق الإستثمارية: وصندوق الإستثمار هو الشخص الاعتباري المرخص من قبل الهيئة والذي يقوم بتجميع رأس مال من مستثمرين واستثماره نيابة عنهم في محفظة أوراق مالية، أو أنواع أخرى من أصول الإستثمار بموجب عقد التأسيس وأنظمتها الداخلية، فهو وعاء مالي يدار بواسطة متخصصين يقومون بعمل الدراسات والأبحاث عن المؤسسات التي يمكن الإستثمار بها لضمان أفضل عائد.¹¹⁹

¹¹⁵ المادة (42/2) من قانون الأوراق المالية، والمادة (17) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

¹¹⁶ ذكر المشرع الفلسطيني في المادة (40) من قانون الأوراق المالية الخدمات التي تقدمها شركات الأوراق المالية، ومنها القيام بدور متعهد التغطية ووكيل الإصدار وأيضاً تسويق الأوراق المالية وأخيراً إدارة الإصدارات الأولية، ونرى بأن كل هذه الوظائف متشابهة من حيث الموضوع ويمكن إدراجها تحت موضوع إدارة الإصدارات الأولية الذي يعتبر وعاء لكل ما سبق، فلا نجد ضرورة لإعادة تكرار الموضوعات.

¹¹⁷ المادة (21) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

¹¹⁸ وقد تتم عملية توزيع وترويج الإصدارات الحديثة من خلال بنوك الإستثمار، وفي هذه الحالة يكون دور شركات الوساطة ثانوي حيث يتم توزيع الإصدارات الجديدة على هذه الشركات أو بعضها على أن تقوم تلك الشركات بتسوية عملية الإكتتاب فيما بينها في نهاية فترة الإكتتاب، أي أن الشركة التي تجد عندها فائض في العرض ترسل هذه الزيادة للأخرى التي يكون عندها فائض في الطلب. أنظر أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 6-7، أنظر المواد (22-23) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

¹¹⁹ سوق فلسطين للأوراق المالية، الإستثمار في البورصة خطوتك الأولى، المرجع السابق، صفحة 15.

5. الوساطة المالية: وتعني شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الوسيط أو لحساب الغير أو الإثنتين معاً.

6. أمانة الإستثمار: وهي متابعة إدارة إستثمارات العملاء والتأكد من تطابقها مع سياسة العمل الإستثمارية، وعليه إبلاغ عميله والهيئة عن أية مخالفات يرتكبها مدير الإستثمار، وله أن يطلب منه تصحيح تلك الأخطاء، ولا يجوز لأية شركة الجمع بين إدارة الإستثمار وأمانة الإستثمار لنفس العميل.

ولم ينص المشرع الفلسطيني سواء في قانون الأوراق المالية أو تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية على هذه المهمة التي تستطيع شركات الوساطة ممارستها، مع أنها وظيفة مهمة مرافقة لإدارة الإستثمار، ومع أن المشرع لم يقفل الباب أمام مثل هذه الوظائف عندما أجاز للهيئة السماح بترخيص أية أعمال أخرى تتعلق بالأوراق المالية، إلا أنه كان من الأجدر بالمشرع النص على هذه الوظيفة لما تمثله من أهمية وبخاصة لوظيفة مدير الإستثمار.

7. الحافظ الأمين: وهي الشخص الإعتباري المرخص له من قبل الهيئة والذي يمارس أعمال الحفظ الأمين للأوراق المالية،¹²⁰ ولا تستطيع شركة الوساطة المالية الإطلاع بتلك المهمة إلى جانب وظائف الأخرى إلا عبر شركة مساهمة منفصلة عنها.¹²¹

وتشمل أعمال الحافظ الأمين على حفظ الأوراق المالية الخاصة بالمستثمرين، إلى جانب إرسال تقارير دورية لهم عن محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم وأرصدتهم النقدية، وقبض الفوائد والأرباح والحقوق الأخرى الخاصة بأوراق عميله، والتصويت نيابة عن

¹²⁰ المادة (1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

¹²¹ المادة (2/ز) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

المستثمرين في إجتماعات الهيئة العامة للشركات التي يساهمون فيها مع مراعاة إتفاقية

الحفظ الأمين بالإضافة إلى قانون الشركات، وغيرها من تلك المهام.¹²²

وكما هو الحال عندما نظم المشرع الفلسطيني الأدوات المالية المختلفة التي يمكن تداولها في

السوق على الرغم من عدم تداولها جميعها فعلاً، فقد نظم المشرع الفلسطيني -كما رأينا سابقاً-

الوظائف التي تستطيع شركة الوساطة المالية القيام بها، على الرغم من أن تلك الشركات لا تمارس إلا

مهمة واحدة تقريباً وهي الوساطة المالية، إلى جانب إدارة الإصدارات الأولية في بعض الأحيان، أما

بقية المهام فلا تقوم بها شركات الوساطة في فلسطيني.

وبناء على التقرير السنوي لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية للعام 2007، فقد قامت الهيئة

بالترخيص وبتجديد الترخيص لشركات الوساطة المالية للقيام ببعض النشاطات المتعلقة بالأوراق المالية

وقد كانت النتائج على النحو التالي:¹²³

| الرقم | النشاط المرخص | عدد الشركات |
|-------|---------------------------------------|-------------|
| 1 | الوساطة المالية لحساب الغير | 9 شركات |
| 2 | الوساطة المالية لحسابه | 6 شركات |
| 3 | إدارة الإصدارات الأولية و/أو الثانوية | شركتين |
| 4 | وكيل إصدار | شركة واحدة |

¹²² المادة (26) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

¹²³ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، التقرير السنوي، البيرة، 2007، صفحة 36.

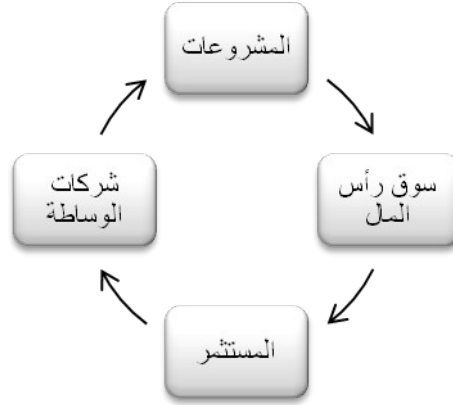
| | | |
|--|--|--|
| | | |
|--|--|--|

من الملاحظ بأن كل شركات الوساطة المالية الأعضاء فس سوق فلسطين للأوراق المالي قد حازت ترخيص الهيئة للعمل في مجال الوساطة لحساب الغير، إلى جانب سنة فقط حازت الترخيص لتعمل في مجال الوساطة لحسابها، وينخفض العدد إلى شركتين فقط حصلت على ترخيص الهيئة لتعمل في مجال إدارة الإصدارات الأولية و/أو الثانوية، بينما حصلت شركة واحدة على ترخيص الهيئة للعمل كوكيل إصدار.

وقد يكون الدافع وراء عدم إهتمام شركات الوساطة المالية بغير مهمة الوساطة المالية، الأعباء المالية العالية لاتي ستتكلفها الشركة في حالة تقدمت بطلب الحصول على ترخيص، أو عدم قدرة الشركة على تلبية الشروط الفنية من موظفين وفنيين وتجهيزات إدارية، أو حتى عدم رغبة تلك الشركات في التوسع لصغر حجم السوق الفلسطيني، وقلة الشركات المدرجة أو حتى تلك طالبة الإدراج. ولذلك يجب إعادة النظر في الكثير من الأمور خاصة تلك المتعلقة بالشروط الفنية والمالية، إلى جانب ذلك يجب العمل على تنمية السوق الفلسطيني عبر تسهيل إجراءات الإستثمار في فلسطيني ومنح المستثمرين ضمانات وإعفاءات تشجعهم على الإستثمار، وتفتح الباب واسعاً أمام العديد من شركات الوساطة المالية للخوض في مجالات لم تكن ترى فيها جدوى إقتصادية لها.

• أهمية شركات الوساطة

قلنا بأن أهمية شركات الوساطة المالية تتبع من أهمية السوق ذاته، فهي من تصنع الأسواق، ولهذا فأهميتها مكملة لأهمية السوق ذاته، فهي تعتبر إحدى أهم حلقات الدورة الإقتصادية المكونة من المشروعات الإقتصادية، وسوق رأس المال، وشركات الوساطة والمستثمر.



ويمكن تحديد أهمية شركات الوساطة من خلال دورها في خدمة الإقتصاد الوطني، وأيضاً

دورها كأحد صناعات السوق، ونبدء أولاً من حيث دورها في خدمة الإقتصاد الوطني:

1- توجيه مدخرات المستثمرين نحو الإستثمار في الأوراق المالية خدمة للإقتصاد

الوطني.¹²⁴

2- إستقطاب الإستثمارات ورؤوس الأموال المحلية والأجنبية.¹²⁵

3- توفير مصادر لتمويل المشروعات.¹²⁶

4- المساعدة في إيجاد بيئة مناسبة للإستثمار.

أما دورها بوصفها أحد صناعات السوق فهو على النحو التالي:

1. التخفيف من تقلب الأسعار في السوق، عن طريق النصح للمستثمرين وتوجيههم إلى إستثمارات

مناسبة، والمقصود هنا بتقلب الأسعار الإنخفاض أو الإرتفاع غير المبرر الذي ينتج عن

توقعات غير مدروسة لدى المستثمرين، أو بسبب عشوائية الأوامر التي ترد إلى السوق مما

يؤدي إلى عدم توازن أوامر البيع مع أوامر الشراء مما يتسبب في تقلب الأسعار بشكل

كبير.¹²⁷

2. تزيد شركات الوساطة من إحترافية العاملين في مجال الأوراق المالية.

¹²⁴ جليل طريف، المرجع السابق.

¹²⁵ مناخ الإستثمار في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 33.

¹²⁶ صلاح السيسي، البورصات، صفحة 69.

¹²⁷ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 74.

3. زيادة الشفافية والإفصاح عبر إرشاد مصدري الأوراق المالية إلى الإلتزام بتلك القواعد.
4. تساعد في إستقرار السوق وتنظيمه وحماية صغار المستثمرين من التعرض لإنتكاسات حادة في السوق التي يفوقه كبار المستثمرين.
5. تقديم العديد من الخدمات للشركات والمستثمرين.¹²⁸
6. رفع مستوى الوعي الإستثماري من خلال تقديم البحوث والدراسات حول المشروعات الإقتصادية وذلك بإشراف الهيئة والسوق.¹²⁹

الفرع الثاني: الطبيعة القانونية لعقد التداول بالأوراق المالية

تلتزم شركات الوساطة المالية بتوقيع عقد تداول بينها وبين عميلها قبل البدء بعمليات التداول على الأوراق المالية، وينظم هذا العقد جميع المسائل بين الطرفين، بما فيها الحقوق والإلتزامات؛ وبالتالي فإن العقد يكون أساس العلاقة بين طرفيه يحكم حقوق وإلتزامات أي منهما.

وقد عرف قانون الأوراق المالية الفلسطيني عقد التداول بأنه العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها؛¹³⁰ فأساس التعامل في الأوراق المالية هو العقد، والعلاقة بين طرفيه تخضع لأحكامه، ولذلك نظمت القوانين طبيعة هذا العقد ومشمولاته، ومن جانب آخر فإن هذا العقد يتشابه من حيث أركانه وشروطه مع عقود أخرى نظمها القانون، وفيما يأتي البحث في مضمون هذا العقد.

وتكمن أهمية عقد تداول الأوراق المالية في أنه عقد مستمر يمهد لعقود أخرى بين المتعاقدين، ويتميز عقد تداول الأوراق المالية بأنه عقد من عقود المعاوضة ذلك أن كلاً من طرفيه يسعى للحصول على مقابل لما يقدمه للطرف الآخر، فالعمولة التي تتقاضاها الشركة تكون مقابل تنفيذها لأوامر عملائها.¹³¹

¹²⁸ Esme Faerber, Fred Plemenos, All About Stocks, McGraw-Hill Professional, 1999, page 96.

¹²⁹ Ibid, page 96.

¹³⁰ المادة (2) من قانون الأوراق المالية، وأنظر أيضاً المادة (2) من قانون الأوراق المالية الأردني.

¹³¹ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 3.

وبالإضافة إلى ذلك فعقد تداول الأوراق المالية عقد شكلي، والعقد الشكلي هو ذلك العقد الذي لا يكفي لإتقاده إرتباط الإيجاب بالقبول، بل يجب إلى جانب ذلك إستيفاء الشكل الذي تطلبه القانون،¹³² وقد تطلب القانون في عقد تداول الأوراق المالية شكلية معينة، بل وفرض بنوده وألزم بالتوقيع عليه، بمعنى أن عقد التداول بالأوراق المالية يجب أن يكون مكتوباً، وقد إشتراط المشرع الفلسطيني شكلية معينة في عقد تداول الأوراق المالية إذ حدد شكلاً معيناً لهذا العقد وأرفقها بنظام تداول الأوراق المالية، وألزم شركة الوساطة المالية تزويد عميلها بنسخة عن شروط إتفاقية التداول بعد التوقيع عليها.¹³³

وتبرم الشركة مع عميلها إتفاقية التداول بالأوراق المالية المدرجة لدى السوق وفق نموذج محدد ومرفق بنظام التداول،¹³⁴ وذلك بناء على طلب العميل على نموذج معد من قبل السوق لهذا الغرض،¹³⁵ ومعنى ذلك بأنه لا يجوز لشركات الوساطة المالية أن تعدل في هذه الإتفاقية، أو أحد بنودها.

كل هذا يقودنا إلى إمكانية إعتبار عقد تداول الأوراق المالية من العقود المسماة،¹³⁶ وذلك على الرغم من عدم تسميه فعلياً، ومع ذلك تتوفر فيه علامات العقد المسمى فقد أخضعه المشرع لقوانين وأنظمة خاصة، ونظم شكلية محددة فيه، كما أنه في بعض الأحيان منع التعديل على بنوده كما فعل المشرع الفلسطيني.

وقد إنتهج المشرع الفلسطيني منهجاً مختلفاً وفريداً عما سار العمل عليه في كل من الأردن ومصر على سبيل المثال، فالمشرع المصري لم يعد نموذجاً معيناً لهذا العقد، بل ترك الأمر لشركات الوساطة المالية لتتفاوض مع عميلها حول بنوده ويتضح ذلك من خلال أحقية كلا الطرفين بتعديل العقد بشرط الإتفاق على ذلك، وإمكانية التعديل هنا تعني عدم إلزامية نص معين، وكذلك فعل المشرع

¹³² أمين دواس، المصادر الإرادية: العقد والإرادة المنفردة، دار الشروق، رام الله، 2004، صفحة 24.

¹³³ المادة (20) من نظام التداول.

¹³⁴ المادة (29) من نظام التداول.

¹³⁵ المادة (19/1) من نظام التداول.

¹³⁶ العقد المسمى هو ذلك العقد الذي سماه القانون بإسمه ونظمه بأحكام خاصة لشيوعه بين الناس، أنظر في ذلك، أمين دواس، المرجع

السابق، صفحة 29.

الأردني حين إشتراط على الوسيط أن يضمن الإتفاقية التي يبرمها مع عميله أية شروط أو متطلبات تفرضها القوانين والأنظمة المعمول بها، وبخاصة:¹³⁷

1. إسم وعنوان كل من الوسيط وعميله.
2. بيان الخدمات التي سيقدمها الوسيط لعميله.
3. بيان بالعمولات التي سينتقاضها الوسيط عن خدماته شريطة عدم مخالفتها للقانون، كما ويجوز أن يكون هذا البيان ضمن وثيقة منفصلة عن العقد.
4. أنواع التفويضات التي يجوز للعميل تنفيذ أوامر العميل بموجبها.

ولا يستطيع الوسيط إدراج أي بند ضمن هذه الإتفاقية تقيد مسؤولياته المفروضة عليه بموجب التشريعات المعمول بها، أو أن يحصل على إعفاء من تلك المسؤولية، ولذلك فقد أخضع المشرع هذه الإتفاقيات لرقابة البورصة التي تضمن سلامتها.¹³⁸

وهذا النهج الذي إتبعه المشرع الفلسطيني له حسناته كما له سيئاته، فمن ناحية فإن هذا التقييد يحقق أكبر قدر من الرقابة والحماية للمستثمرين ويمنع إستغلالهم أو التأثير عليهم، وهو من ناحية أخرى يقيد شركات الوساطة المالية بنموذج محدد قد لا يتفق مع ما تقدمه شركة الوساطة المالية من خدمات لجمهورها، فإذا ما رغبت الشركة بتقديم خدمة الرسائل القصيرة على سبيل المثال حول أسعار التداول اليومي للشركات لعملائها؛ او حتى رغبت بوضع حد للعقود بينها وبين عملائها نتيجة تقصير الطرف الثاني، فإن صيغة العقد المحدد تقف عائقاً أمام ذلك، وبالتالي يكون خيار عدم تقييد هذه الشركات بنموذج محدد أكثر ملائمة من غيره من الخيارات.

هذا لا يعني بأن ترك الأمر للشركة لتنظيم العقد يجب أن يبقى بعيداً عن رقابة الهيئة أو السوق، إنما يعني أن تترك كلاً من الهيئة والسوق مساحة للشركات للتحرك خلالها من خلال تنظيم العقد الذي يكون أكثر مناسبة لها، لأنها الأقدر على تحديد إحتياجاتها من العقد، وبالتالي ترك مساحة للتفاوض بين

¹³⁷ المادة (5) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لعام 2004.

¹³⁸ المادة (5/أ، ب) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لعام 2004.

الشركة وعملياتها للوصول إلى صيغة قد تكون مرضية للطرفين، أكثر من الصيغة المقررة، ويتم ذلك من خلال تحديد الخطوط العريضة للعقد من قبل كل من السوق والهيئة وترك باقي الأمور التفصيلية، كإنهاء العقد أو مقدار التعويض نتيجة تقصير أي من طرفيه إلى المفاوضات بين طرفيه.

وهذه الرقابة للسوق على هذا العقد يجب أن تنصب على بنود العقد التي قد تخالف القوانين وقواعد السوق، لمنع هذه الشركات من استخدام الهامش المتاح أمامها لتتخلص من مسؤولياتها نتيجة تقصير منها، أو حقها في تعديل العقد دون إشعار عميلها، وغيرها من تلك الأمور، ونتيجة لذلك يجب أن تبقى تلك العقود تحت وصاية من السوق والهيئة.¹³⁹

• محتويات عقد تداول الأوراق المالية¹⁴⁰

قلنا بأنه وعلى خلاف الأنظمة القانونية المقارنة فقد أقر المشرع الفلسطيني نموذجاً محدداً لعقد تداول الأوراق المالية وألحقه بنظام التداول وأجبر شركات الوساطة المالية على تعبئة جميع بنوده، وتنقسم إتفاقية التداول تلك إلى خمسة أجزاء رئيسية هي: المقدمة، وأسس التعامل بالأوراق المالية، والتزامات كل من طرفي العقد، والعمولات وبدل الخدمات. أما المقدمة فتحتوي على المسائل التي سنتناولها الإتفاقية، وحالة تعارض أي نص في الإتفاقية مع القوانين أو قواعد السوق،¹⁴¹ وفي هذه الحالة أقرت الإتفاقية بتقديم تلك القوانين و القواعد على نصوص الإتفاقية.

أما البند الثاني فينظم أسس التعامل بالأوراق المالية، وأهم هذه الأسس إعتبار الإتفاقية تفويضاً لشركة الوساطة المالية بالتعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً، نيابة عن عميلها وفق التفويضات أيّ

¹³⁹ ويذكر أن بعض الشركات في سوق الدوحة للأوراق المالية قد استغلت إمكانية تنظيم عقودها مع عملائها لتضمن هذا العقد بعض الشروط التي قد تخالف قواعد السوق، كإمكانية تعديل العقد بدون الرجوع إلى العميل، أو حتى إمكانية الحجز على أموال عميلها التي تحت يدها في أحوال معينة، مع الحجز في هذه الحالة يجب أن يكون بقرار محكمة، أنظر في سبيل ذلك محمد خير الفرج، مستثمرون يطالبون البورصة بالتدخل الفوري لوقف مخالفات عقود دلالة، على الرابط "

<http://qatarshares.com/vb/showthread.php?t=22886> تاريخ الزيارة 27/6/2008.

¹⁴⁰ للمزيد حول إتفاقية التداول أنظر الملحق رقم (1) في نظام تداول الأوراق المالية الفلسطيني.

¹⁴¹ قواعد السوق هي: الأنظمة والتعليمات التي تقرها السوق وتوافق عليها الهيئة لتنظيم عمل السوق، المادة (2) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

كان نوعها مع مراعاة قواعد السوق، وإجراء المقاصة بين حقوق الشركة وإلتزامات عميلها دون حاجة لتفويض إضافي، إضافة إلى معايير التعامل بتداول الأوراق المالية بين الفريقين، وكذلك مسؤولية الشركة القانونية عن تجاوزها لحدود تفويضات العميل.

والبند الثالث ينظم الخدمات التي تقدمها الشركة العضو لعميلها من خلال تنفيذها لأوامر بتداول الأوراق المالية وما يتبع ذلك من إعلام العميل بنتيجة الأمر الذي تقدم به للشركة، أما عن إلتزامات العميل في البند الرابع فهي إلتزامات متقابلة مع تلك التي على الشركة، كسداد قيمة الأوراق المالية التي يأمر بشرائها.

أما البند الأخير والذي يتعلق بالعمولات وبدل الخدمات، فقد ترك الأمر للأنظمة لتنظم مسألة العمولة عن تنفيذ الأوامر، أما بالنسبة لبقية الخدمات الأخرى كالإستشارات مثلاً فترك الأمر لإتفاق إضافي يتم بين الشركة وعميلها، على أن لا يتعارض وقواعد السوق.

• تقييم عقد تداول الأوراق المالية

ينظم عقد تداول الأوراق المالية أموراً عامة نظمها القانون والأنظمة الصادرة بموجبه، وبخاصة نظام التداول وقواعد السلوك المهني، وهذا يقودنا إلى تساؤل عن الداعي لوجود نموذج يلزم شركات الوساطة المالية بصيغة معينة له؟ فقد كان يكفي أن ينص القانون أو أحد الأنظمة الصادرة بموجبه على إلزامية نصوص قواعد السوق وعدم جواز مخالفتها عبر أي إتفاق، وترك أمر تنظيم هذا العقد لشركات الوساطة المالية وعميلها.

تماماً كما فعل المشرع الأردني حين نص على الأمور الضرورية التي ينبغي أن تتضمنها الإتفاقية، مع الإشارة إلى ضرورة عدم مخالفة القوانين والأنظمة التي تسمو على بنود العقد، بالإضافة إلى إخضاع الإتفاقية لرقابة السوق.

وتنظيم هذا العقد من جهة السوق يخل بأحد المبادئ المهمة في العقد وهو مبدأ العقد شريعة المتعاقدين، مما يجعل البعض يصوره بأنه أحد أسكال عقود الإذعان، ومع ذلك فلا يمكن صرف هذا

العقد إلى عقود الإذعان بشكل كلي، ذلك أن عقد الإذعان يفترض أن يقوم أحد أطراف العقد الذي يوصف بأنه الطرف الأقوى من الناحية القانونية والإقتصادية لأنه يتحكم بسلعة ضرورية بوضع بنود العقد دون إستشارة الطرف الآخر ولا يقبل المناقشة فيها،¹⁴² غير أن عقد تداول الأوراق المالية - خاصة في الحالة الفلسطينية- لا يقوم بوضعه أي من أطرافه، إنما من يضع بنوده هو جهة ثالثة تتمثل في هيئة سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية، وهذه الحالة تجعل من الصعب تكييف هذا العقد ولكن قد يقربه هذا الفرض من عقود الإذعان.

ومن جهة أخرى تجاهلت هذه الإتفاقية العديد من الأمور التي كان عليها تنظيمها، وعدم تركها للقواعد العامة، وذلك لطبيعة التعامل بالأوراق المالية التي تتطلب سرعة ودقة، ومن هذه الأمور موضوع إنتهاء العقد، فلم تحدد الإتفاقية مدة هذا العقد، أو طريقة إنتهائه، وحتى إجراءات الإنتهاء، من حيث ضرورة إشعار الطرف الآخر بنية الإنتهاء قبل مدة كافية، ليتم تسوية الأوضاع بينهما قبل إنتهاء العقد. ولم تحدد الإتفاقية طبيعة إلتزام شركات الوساطة المالية (هل هو إلتزام الشخص العادي أم المحترف)، تلك الطبيعة التي يترتب عليها تحديد مسؤولية الشركة.

وفي الوقت الذي لم يرد في القانون الفلسطيني أو أي من القوانين المقارنة أي تحديد لطبيعة إلتزام شركة الوساطة المالية، فالحل عندها بالرجوع إلى القواعد العامة. والمدين المحترف هو ذلك الشخص الذي يتركز نشاطه المعتاد في القيام بإبرام عقود معينة وتنفيذها، بحيث يعتمد على هذا النشاط في كسب رزقه.¹⁴³ فالمظهر الرئيسي لإحتراف المدين هو التخصص الفني الذي يكتسبه من خلال أدائه لعمله، وهذا التخصص هو ما يرفع من قيمة الإلتزام.¹⁴⁴

¹⁴² أيمن سليم، القود النموذجية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005، صفحة 12.

¹⁴³ أحمد شوقي عبد الرحمن، المسؤولية العقدية للمدين المحترف، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، صفحة 3.

¹⁴⁴ المرجع نفسه، صفحة 49.

وبما أن شركات الأوراق المالية تعمل من خلال أشخاص خبراء في تداول الأوراق المالية فإن هذه المهنة تكون مجال عملها الرئيس الذي تجني أرباحها من خلاله، وبذلك يمكن القول بأن إلتزام شركة الوساطة المالية هو إلتزام الشخص المحترف.

وبناء على ذلك ينتظر المتعاقد من مدينه المحترف أن ينفذ إلتزامه بدرجة إحترافية أعلى من تلك الدرجة التي ينفذه بها الشخص العادي، وهذا يؤدي إلى أن الخطأ اليسير الذي من الممكن أن يقع به المدين العادي يعتبر جسيماً بالنسبة للمدين المحترف،¹⁴⁵ وهذا كله كما أسلفنا يؤثر على مدى مسؤولية الشركة عن أعمالها.

• الطبيعة القانونية ولمهنة الوساطة والوسيط

لا خلاف بين القوانين المقارنة على أن عمليات السمسرة أي كان نوعها هي من الأعمال التجارية، فقانون التجارة الأردني الساري في الضفة الغربية يعدد بعض الأعمال ويصفها بالأعمال التجارية البرية بحكم ماهيتها ومن بينها المبادلات المالية (تداول الأوراق المالية) والسمسرة،¹⁴⁶ أما قانون التجارة المصري فيقول بأن أي شخص يتخذ من السمسرة -أي كانت طبيعة العمليات التي يمارسها السمسار- كعمل على سبيل الإحتراف فعمله عمل تجاري.¹⁴⁷

ولم يخرج قانون التجارة الكويتي عن هذا السياق، فقد إعتبر أن السمسرة عمل تجاري بقطع النظر عن صفة القائم بها أو نيته،¹⁴⁸ وعليه فلا خلاف بين الأنظمة القانونية المقارنة على أن أعمال الوساطة هي أعمال تجارية أي كان نوع هذه الوساطة وبغض النظر عن صفة القائم بها سواء كان من التجار أم لا.

¹⁴⁵ المرجع نفسه، صفحة 50.

¹⁴⁶ المادة (1/6/د، ح) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

¹⁴⁷ المادة (5/د) من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999.

¹⁴⁸ المادة (5/4) من قانون التجارة الكويتي رقم 68 لسنة 1980.

ولما كانت أعمال السمسرة من الأعمال التجارية، فيبقى السؤال المطروح هو: هل يعتبر القائم بأعمال السمسرة تاجراً أم لا؟ أجاب قانون التجارة المصري على هذا السؤال في سياق مادته العاشرة عندما عرف التاجر بأنه كل من يزاول على وجه الإحتراف بإسمه ولحسابه عملاً تجارياً، أما قانون التجارة الأردني فقد عرف التاجر على أنه الشخص الذي تكون مهنته القيام بأعمال تجارية. هذا بالنسبة للأشخاص الطبيعيين، أما الأشخاص الاعتبارية، فإذا كان موضوع الشركة عملاً تجارياً خضعت الشركة لقانون التجارة.¹⁴⁹

وبالتالي فقد أرسيت هذه المبادئ القانونية عدة معايير يمكن التفريق من خلالها بين التجار وغيرهم، وهذه المعايير هي أن يعمل الشخص لحسابه وكامل الأهلية التجارية، إلا أن أهم المعايير هو مزاوله المهنة على سبيل الإحتراف، فكل من عمل عملاً تجارياً على سبيل الإحتراف إعتبر من التجار وخضع لنظامهم والتزم بما يلتزمون.

ومهما كان شكل الوسيط في الأوراق المالية فرداً أم شركة، فإنه يعتبر تاجراً. ولا خلاف على أن الشركات التي يكون موضوعها عملاً تجارياً تخضع للأحكام المطبقة على التجار، كما هو الحال بالنسبة للوسيط الفرد، ولكن التساؤل يثور حول الشركاء في هذه الشركات؟ وهنا يجب أن نفرق بين ثلاثة أنواع من الشركات عرفتها القوانين المقارنة كأشكال يمكن لشركات الوساطة المالية إتخاذها، الأولى هي شركات المساهمة، والثانية هي شركات التضامن، أما الثالثة فهي شركات التوصية بالأسهم.¹⁵⁰

أولاً: شركات المساهمة العامة والخصوصية؛ وفي هذا النوع من الشركات لا يعتبر الشركاء فيها تجاراً، لإنحسار مسؤوليتهم في مقدار مساهمتهم في رأس مال الشركة.

ثانياً: شركات التضامن؛ يعتبر الشركاء المتضامنين تجاراً لمسؤولية الشركاء في الشركة عن ديونها في أموالهم الخاصة.

¹⁴⁹ المادة (9/1) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

¹⁵⁰ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 36.

ثالثاً: شركات التوصية بالأسهم؛ تضم شركات التوصية بالأسهم النوعين السابقين من الشركات، وفي

هذه الحالة يكون الشركاء المتضامنين تجاراً، بينما لا يعتبر الشركاء محدودي المسؤولية فيها تجاراً.

ونتيجة لذلك يكون معيار الشريك التاجر هو أهم المعايير لقياس مدى مسؤولية الشريك عن

ديون الشركة في أمواله الخاصة، فإذا كانت مسؤوليته محدودة في حدود مساهمته في رأس المال، لا

يعتبر تاجراً، بينما إذا كانت مسؤوليته غير محدودة عد الشريك عندها تاجراً.

ونخلص إلى أن أعمال السمسرة بما فيها أعمال السمسرة في الأوراق المالية (الوساطة المالية)

هي من الأعمال التجارية، والأشخاص الذين يزاولون هذه المهنة سواء أفراد طبيعيين أو شركات -

بغض النظر عن الشركاء فيها- يعتبرون من التجار، ونتيجة لذلك يخضعون للأحكام المتعلقة بالتجار،

كحملهم للدفاتر التجارية التي نص عليها القانون،¹⁵¹ وكذلك أعمال كافة طرق الإثبات في إثبات العقد أو

أي من بنوده.¹⁵²

• تكييف عقد تداول الأوراق المالية¹⁵³

عقد تداول الأوراق المالية من خلال الأسواق المنظمة هو أحد العقود التي ظهرت بعد تنظيم

هذه الأسواق، فبعد أن كان لأي شخص التوسط في تداول الأوراق المالية جاءت القوانين المنظمة لسوق

الأوراق المالية لتجعل مهنة الوساطة في الأوراق المالية حكراً على الوسطاء المسجلين في السوق،

ووفق قوانين وأنظمة خاصة تحدد طبيعتهم وشكلهم القانوني وإجراءات عملهم والرقابة عليهم.

ونظراً لطبيعة هذا العقد فقد يختلط بغيره من العقود التي ينظمها القانون، ومن أهم هذه العقود؛

عقد السمسرة المعرف في قانون التجارة، إضافة إلى عقد الوكالة بالعمولة. ويشترك عقد تداول الأوراق

المالية مع تلك العقود بالعديد من الأمور.

عقد السمسرة

¹⁵¹ المادة (16) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

¹⁵² المادة (51) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

وهو أحد العقود المعروفة في قانون التجارة، وقد عرف قانون التجارة الأردني الساري في فلسطين عقد السمسرة بأنه عقد يلتزم بموجبه شخص يدعى السمسار بأن يرشد شخصاً آخر إلى فرصة لعقد اتفاق ما أو أن يكون وسيطاً له في مفاوضات التعاقد، وذلك مقابل أجر،¹⁵⁴ أما مشروع قانون التجارة الفلسطيني فقد عرفه بأنه عقد يتعهد السمسار بموجبه لشخص آخر بالبحث عن طرف ثانٍ لإتمام صفقة معينة والتوسط في إبرامها مقابل أجر،¹⁵⁵ وهو ذات التعريف الوارد في قانوني التجارة الكويتي والمصري،¹⁵⁶ إذن فعقد السمسرة كما عرفته قوانين التجارة هو عقد يلتزم بمقتضاه شخص يدعى السمسار لشخص آخر بأن يعثر على شخص يرتضي التعاقد مع عميله، أو إقناعه عن طريق التفاوض معه بالتعاقد مع عميله، وذلك في مقابل عمولة يتقاضاها لقاء عمله ذلك.

ويستحق السمسار عمولته بمجرد أن تؤدي المعلومات التي أعطاها أو المفاوضات التي أجراها إلى عقد الإتفاق من دون أن ينتظر تنفيذ العقد كله أو بعضه، ويجوز للمحكمة أن تأمر بتعويض السمسار عن الأعمال المادية التي قام بها في حالة عدم إنعقاد العقد نتيجة تعنت أحد الأطراف.¹⁵⁷ ويفهم من ذلك بأن السمسار مكلف فقط بالقيام بأعمال مادية لا أعمالاً قانونية، إلا إذا نص العقد على خلاف ذلك، فإذا ما عهد شخص إلى سمسار معين لبيحث له عن أرض بمواصفات معينة، فإن دور هذا السمسار ينتهي بمجرد عقد إتفاق بين عميله الذي كلفه بالبحث عن الأرض، ومالكها، فإذا عقد العقد ولم ينفذ كله أو بعضه فلا يؤثر ذلك على إستحقاق السمسار للعمولة، ذلك أنه ومن منظور عقد السمسرة يكون واجبه قد إنتهى بمجرد إبرام العقد، وبهذا لا يكون السمسار ضامناً للتفويض.

¹⁵⁴ المادة (99/1) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

¹⁵⁵ المادة (222) من مشروع قانون التجارة الفلسطيني.

¹⁵⁶ المادة (192) من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999، و المادة (306) من قانون التجارة الكويتي رقم 68 لسنة 1980.

¹⁵⁷ أنظر المواد (101/1) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966، و المادة (194/1)، (2) من قانون التجارة المصري، و المادة (308) من قانون التجارة الكويتي. وقد انفرد القانون المصري بالنص على أحقية السمسار في التعويض عما بذله من أفعال مادية ولم ينص على العقد بسبب تعنت أحد الأطراف.

فإذا كان العقد معلقاً علي شرط واقف فلا يستحق السمسار أجراً إلا إذا تحقق هذا الشرط.¹⁵⁸ أما إذا كان عدم تنفيذ العقد متوقف على إتمام أحد أثاره كأن يتوقف إتمامه على إجراء قانوني معين كالتسجيل في بيع العقار أو القيد في الرهن الرسمي عندها يستحق السمسار أجره بمجرد إبرام العقد الابتدائي.¹⁵⁹

إن فأن اللجوء إلى السمسار أمر إختياري، إذ يمكن لأي شخص البحث بنفسه عن أرض يرغب بشرائها بدون اللجوء إلى أي شخص ليساعده في ذلك، إضافة إلى أن أي شخص يمتلك القدرة على القيام بأعمال السمسرة يستطيع ذلك طالما توفرت لديه الإمكانية لذلك من خبرة ومعلومات، وفي أي مكان كان، فلا شروط على القيام بهذا العمل غير تلك المتعلقة بالقيام بالأعمال التجارية نفسها، كالعمر والأهلية مثلاً.

وقد نص المشرع الأردني على أن تسري قواعد الوكالة بوجه عام على السمسرة،¹⁶⁰ فيما لم يرد فيه نص، وفي هذا إشارة غير مباشرة إلى أن عقد السمسرة هو أحد صور عقد الوكالة، بدليل إنطباق قواعدها عليه.

عقد الوكالة

عقد الوكالة "تفويض أحد أمره إلى آخرين وإقامته مقامه"،¹⁶¹ فهو عقد يقيم الموكل بمقتضاه شخصاً آخر مقام نفسه في تصرف جائز ومعلوم.¹⁶² أما المشرع المصري فقد إنتهج نهجاً أكثر دقة فقد حدد محل الوكالة بالعمل القانوني،¹⁶³ ويشترط لصحة عقد الوكالة أن يكون الموكل مالكاً لحق التصرف

¹⁵⁸ أنظر المواد (101/2) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966، والمادة (194/3) من قانون التجارة المصري.

¹⁵⁹ المادة (194/4) من قانون التجارة المصري.

¹⁶⁰ المادة (99/2) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

¹⁶¹ المادة (449) من مجلة الأحكام العدلية.

¹⁶² وهبة الزحيلي، العقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 1987، صفحة 282.

¹⁶³ أنظر المادة (699) من القانون المدني المصري، حيث عرف الوكالة بأنها "عقد بمقتضاه يلتزم الوكيل بأن يقوم بعمل قانوني لحساب الموكل" وإضافة إلى ما سبق الإشارة إليه من تحديد محل العقد، فإنه إذا كان من الضروري أن يعمل الوكيل لحساب عميله فليس من الضروري وفق هذه المادة أن يعمل بإسمه الشخصي، أنظر في هذا الشأن قذافي الشهوي، أحكام عقد الوكالة في التشريع

فيما وكل فيه، وأن يكون الوكيل غير ممنوع من التصرف فيما وكل فيه، إضافة إلى أن يكون محل الوكالة معلوماً وقابلًا للنيابة فيه.¹⁶⁴

وقد عرف قانون التجارة الأردني الوكيل بالعمولة على أنه الشخص الذي يأخذ على نفسه أن يعقد بإسمه الخاص ولكن لحساب موكله عملاً تجارياً في مقابل عمولة،¹⁶⁵ وتتميز الوكالة العادية عن الوكالة بالعمولة من حيث طبيعة الشيء محل الوكالة، فإذا كان من عروض التجارة أو من البضائع أو الصكوك المتداولة أعتبرت الوكالة وكالة بالعمولة ومن ثم تسري عليها أحكام قانون التجارة بغض النظر عن صفة الموكل سواء كانت هذه الصفة مدنية أو تجارية.¹⁶⁶

وعلى الرغم من تأدية كل من عقد السمسرة وعقد الوكالة بالعمولة لوظيفة واحدة وهي الوساطة بين المتعاقدين، إلا أنهما يختلفان عن بعضهما من حيث مهمة كل منهما، فمهمة السمسار تقتصر على التقريب بين المتعاقدين إلى أن يتم إبرام العقد وبالتالي يكون السمسار غير ضامن لعملية التنفيذ إلا إذا نص العقد صراحة على ذلك، بينما يبرم الوكيل بالعمولة العقد بإسمه الشخصي ولحساب وكيله،¹⁶⁷ بمعنى أن الوكيل يكون طرفاً في هذا العقد، ومن جهة أخرى لا يضمن الوكيل بالعمولة وفاء الغير المتعاقد معه بالتزامه إلا إذا تحمل هذا الضمان صراحة بموجب العقد أو نص عليه القانون أو كان مما يقضي به العرف.¹⁶⁸

المصري والمقارن، منشأة المعرف، الإسكندرية، 2005، صفحة 10، وهذا الأمر مخالف لما جاء في قانون التجارة الأردني الذي نص في المادة (80/2، 3) منه على أنه إذا تعامل الموكل بإسم عميله تكون حقوقه وإلتزاماته خاضعة لأحكام القانون المدني، ولا يسمى عندها وكيلاً بالعمولة. وهو ذات النص الوارد في لاقانون التجاري المصري الملغي في المادة (66) منه.

¹⁶⁴ أنظر المادة (834) من القانون المدني الأردني، والمواد (145-1459) من مجلة الأحكام العدلية.

¹⁶⁵ المادة (87/1) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

¹⁶⁶ قدي الشهوي، المرجع السابق، صفحة 321.

¹⁶⁷ المرجع نفسه، صفحة 321.

¹⁶⁸ المادة (176/1) من قانون التجارة المصري، والمادة (92، 93/1) من قانون التجارة الأردني.

الفرع الثالث: خصائص الوساطة في الأوراق المالية

لما كانت السمسرة في سوق الأوراق المالية تختلف في طبيعتها ومضمون الإلتزامات فيها عن السمسرة المعروفة في القانون التجاري أو حتى الوكالة بالعمولة، فقد جاء النص في العديد من القوانين وبما فيها قانون التجارة الأردني الساري في فلسطين على أنه تسري على الوساطة في الأوراق المالية الأحكام المنصوص عليها في القوانين الخاصة بذلك.¹⁶⁹

ويأتي هذا الحكم القاضي بتطبيق تشريع خاص على الوساطة في الأوراق المالية المتداولة في البورصة، كنتيجة طبيعية لإختلاف الوساطة في الأوراق المالية عن السمسرة الخاضعة لأحكام القانون التجاري، أو حتى الوكالة بالعمولة التي تنطبق قواعدها على السمسرة فيما لم يرد فيه نص ينظمه. ومع ذلك فهذا لا يعني أبداً خروج الوساطة في الأوراق المالية المتداولة في البورصة عن القواعد العامة في السمسرة التي سبق الإشارة إليها، ولكنه يعني أن السمسرة في القانون التجاري هي أصل الوساطة في الأوراق المالية مع تطبيق قواعد خاصة بها فيما تختص به الوساطة في الأوراق المالية من أحكام مختلفة عن السمسرة كضمان التنفيذ مثلاً.

وقد جاء قانون التجارة الأردني واضحاً في ذلك حين نص في المادة 102 منه على خضوع عمليات التوسط والسمسرة في بورصات الأوراق المالية لتشريع خاص ولكن على قدر الحاجة، أي أن الأصل في الأمور هو تطبيق القواعد الواردة في قانون التجارة، مع تطبيق تشريع خاص بالنسبة للأمور التي لم تنظم من قبله، أو أن تلك الأمور تختص بها الوساطة في الأوراق المالية.

وقد إنفرد المشرع الأردني بهذا النص القاضي بتطبيق تشريع خاص بقدر الحاجة، وهو ما لم ينص عليه المشرعين المصري والكويتي، الذين إستثنوا تطبيق تلك القواعد من القانون التجاري ليخضع عملية الوساطة لتشريع خاص منذ البداية.¹⁷⁰

¹⁶⁹ أنظر المواد (105) تجارة أردني، (207) تجارة مصري، (322) تجارة كويتي.

¹⁷⁰ وقد يفهم ذلك من خلال نص المادة (207) من قانون التجارة المصري والمادة (322) من قانون التجارة الكويتي، حيث جاء فيهما "تسري على السمسرة في سوق الأوراق المالية الأحكام المنصوص عليها في القوانين الخاصة بذلك" وهو ما يعني إستثناء الوساطة

أما سمات ومميزات الوساطة في الأوراق المالية فيمكن تحديدها من خلال تحديد أوجه التشابه والإختلاف بين القواعد المنظمة لعقد الوساطة في الأوراق المالية مقارنة بعقدي السمسرة والوكالة بالعمولة المعروفين في قانون التجارة. وهي على النحو التالي:

• أوجه التشابه والإختلاف بين الوساطة في الأوراق المالية والسمسرة العادية¹⁷¹

1. السمسرة حرفة يستطيع أي من الناس ممارستها متى إلتزم بالقانون وتوفرت لديه الخبرة والمعلومات الكافية للعمل في هذا المجال، بينما الوساطة في الأوراق المالية لا يستطيع أي كان ممارستها إلا بترخيص من قبل الجهات المختصة كالهيئة والسوق، فالوساطة في الأوراق المالية مهنة يحتكرها وسطاء معينين حاصلين على ترخيص بمزاولة هذه المهنة.

2. لا تتعد أعمال تداول الأوراق المالية صحيحة إلا إذا تمت عبر الوسطاء المدرجة أسماؤهم في السوق؛ وفي المكان المخصص لهذه المهمة،¹⁷² وإلا وقع التداول باطلاً، وهذا يعني أن الأشخاص الراغبين بتداول الأوراق المالية لا يستطيعون ذلك إلا من خلال وسيط مرخص بالقيام بهذه المهمة.

غير أن مثل هذه القاعدة لا وجود لها في السمسرة العادية، فلا ضوابط على الشخص الذي يرغب بممارستها غير تلك التي يفرضها القانون على التجار، كالأهلية مثلاً، كما لا توجد ضوابط على المكان، فأى مكان يصلح للقيام بها، أضف إلى ذلك فإن تدخل السمسار إختياري، فيستطيع أطراف العقد إبرامه من دون تدخل أحد وينعقد عقدهم صحيحاً.

في الأوراق المالية من تطبيق تلك الأحكام.

¹⁷¹ أنظر سابقاً إلى حقوق شركات الوساطة وإلتزاماتها

¹⁷² أنظر المواد (10) من قانون الأوراق المالية، (18) من قانون سوق رأس المال المصري، المادة (17، 47/أ) من قانون الأوراق

المالية الأردني، والمادة (5/ب) من قانون سوق عمان المالي، (4) من مرسوم بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، (1) من

مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية،

3. مهمة السمسار هي القيام بأعمال مادية فقط، أي تتلخص مهمته في التقريب في وجهات النظر بين طرفي العقد سواء بشكل مباشر أو عبر التفاوض مع الأطراف، ويستحق عمولته بعد إنتهاء مهمته تلك، إلا إذا نص القانون على العقد الموقع بين الطرفين على خلاف ذلك، أي أن دوره ينتهي بمجرد موافقة الطرفين على إبرام الصفقة، فلا يتدخل في إبرام العقد أو حتى تنفيذه.¹⁷³

أما الوسيط في الأوراق المالية فهو يجمع وبالإضافة إلى الأعمال المادية، والتي تتطلب من الوسيط البحث عن طرف آخر مناسب للتعاقد معه، ومن دون الخضوع لسلطة من كلفه بتلك المهمة، وبشكل مستقل تماماً، أعمالاً قانونية توجب أولاً التعاقد بالنيابة عن عميله ومن ثم يضمن تنفيذ ذلك العقد، فعليه نقل ملكية الأوراق المالية المباعة إلى المشتري، وتسليم ثمنها للبايع، وهذا يعني بأن التزام الوسيط في الأوراق المالية هو الالتزام بتحقيق نتيجة.

4. هذا ويستطيع السمسار العادي التوسط في أي صفقة يمتلك الخبرة الكافية للقيام بها، فلا حظر عليه في القيام بأي من عمليات السمسرة بشرط عدم مخالفتها للقانون، أما سمسار الأوراق المالية فلا يستطيع التوسط إلى في تداول الأوراق المالية، من دون أن يكون له الحق في ممارسة أن نشاط تجاري آخر حتى ذلك المتعلق بتداول الأوراق المالية كالحافظ الأمين مثلاً، بدون الحصول على ترخيص خاص بذلك، شريطة تعلق ذلك النشاط التجاري في تداول الأوراق المالية.¹⁷⁴

5. الأصل في السمسار أن لا يكون وكيلاً لأي من طرفي العقد،¹⁷⁵ فمهمته تنبع من عقد يبرمه مع أحد الطرفين يتكلف بموجبه بالبحث عن طرف آخر يرتضي التعاقد مع من كلفه بهذا العمل، وهنا ينتهي دور السمسار، وفي إطار مهمته تلك لا يكون وكيلاً عن كلفه بتلك

¹⁷³ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 37.

¹⁷⁴ المرجع نفسه، صفحة 8.

¹⁷⁵ محمد ياسين، المرجع السابق، صفحة 23.

المهمة، فلا علاقة له بإنعقاد العقد أو تنفيذه، ولا يعتبر ضامناً لذلك، إلا إذا نص العقد على خلاف ذلك.

بينما الوسيط الأوراق المالية يعتبر وكيلاً عن وكلة بالبحث عن شخص يرتضي التعاقد معه، ويكون مسؤولاً عن التنفيذ سواء بصفته الشخصية أو بصفته ضامناً لذلك. وبعد أن إستعرضنا أوجه الإختلاف بين عقد السمسرة العادي وعقد التداول بالأوراق المالية، فلا يمكن أن يوصف عقد التداول بأنه أحد أشكال عقد السمسرة العادي لإختلافه عن عقد السمسرة من حيث الطبيعة ومكنون الإلتزامات ذاتها، وخيراً فعل كل من المشرعين المصري والكويتي حين إستثنيا تطبيق القواعد الخاصة بالسمسرة على الوساطة في الأوراق المالية، وأخضعاه لتشريع خاص.

• أوجه التشابه والإختلاف بين الوساطة في الأوراق المالية والوكالة بالعمولة

ولما كان عقد التداول بالأوراق المالية يختلف تماماً عن عقد السمسرة العادي لإخلافه عنه من حيث الطبيعة ومضمون الإلتزامات، عندها يجب أن نبحث عن نموذج آخر من العقود يمكن تطبيق أحكامه على هذا العقد، وسنبحث هذه المرة في عقد الوكالة بالعمولة.

وإذا ما قارنا بين طبيعة عقد تداول الأوراق المالية والإلتزامات الناشئة عنه، نلاحظ تشابهاً كبيراً بينه وبين عقد الوكالة بالعمولة، فعقد تداول الأوراق المالية يجمع بين الأعمال المادية والأعمال القانونية، حاله في ذلك حال عقد الوكالة بالعمولة، أضف إلى ذلك إنطباق شروط إنعقاد العقد من حيث تطابق الإيجاب والقبول، ولا نغفل هنا أركان العقد وأطرافه والتي تتطابق هي الأخرى.

ومع ذلك فهناك بعض الإختلافات بين هذين العقدين، وأهم هذه الإختلافات:

1. يشترط عقد التداول بالعمولة كما عرفه المشرع الأردني أن يعمل الوكيل بإسمه الخاص أو بإسم شركته وإلا إنتفت عنه صفة الوكيل بالعمولة، ولم يشترط قانون التجارة المصري مثل هذا الشرط، بل إشتراط فقط أن يكون محل الوكالة عمل قانوني من دون التدخل في أن الوكيل سيقوم بالعمل بإسمه الخاص أو بإسم وكيله.

فإذا تعاقد الوسيط بإسمة الخاص بحيث يبدو أمام الغير كما ولو أنه يتعاقد لحساب نفسه عندها يمكن القول بأنه في هذه الحالة يعتبر وكيلاً بالعمولة، فإذا إنتفى هذا الشرط إنتفت عنه هذه الصفة وأصبح من الواجب البحث عن قالب جديد يحوي هذا العقد.

وفي بعض الأحيان يتعاقد الوسيط بإسمة الخاص أو بإسم شركة الوساطة،¹⁷⁶ وفي هذه الحالة لا نجد خياراً إلا إسباغ صفة الوكيل بالعمولة على هذا الوسيط، ولكن السؤال المطروح الآن ماذا لو تعاقد الوسيط بإسم عميله، وهو ما يحدث في أحيان أخرى؟

2. لا يضمن الوكيل بالعمولة وفاء الغير المتعاقد معه بالتزامه إلا إذا تحمل هذا الضمان صراحة بموجب العقد أو نص عليه القانون أو كان مما يقضي به العرف،¹⁷⁷ بينما يضمن الوسيط وفاء الغير المتعاقد معه بالتزاماته، عبر طريقين الأول هو إلزامه العقدي بذلك،¹⁷⁸ والثاني وإن كان بطريقة غير مباشرة، فهذه الطريقة توجب على شركات الوساطة - كما سنرى لاحقاً عند الحديث عن تداول الأوراق المالية - تسديد ما عليها من إلتزامات لبنك التسوية بعد تقديم كشف بعمليات التداول التي قامت بها الشركة لحساب عملائها من قبل مركز الإيداع والتحويل فإذا لم تقم الشركة بذلك عرضت الشركة نفسها لعقوبات قد تفرض عليها من قبل السوق أو الهيئة. فإذا ما ضمن الوكيل بالعمولة تنفيذ الإلتزام عندها يمكن القول بأن وسيط في الأوراق المالية هو وكيل بالعمولة ضامن.

وعلى ما يبدو فإن المشرع الأردني قد حسم أمره في موضوع تكييف عقد تداول الأوراق المالية حين نص على خضوع عمليات التوسط والسمسرة في بورصات الأوراق المالية على قدر الحاجة لتشريع خاص مع إبقائه للقواعد المنظمة لعقد السمسرة سارية على الوساطة المالية، بل وزاد حين قرر سريان قواعد الوكالة بوجه عام على السمسرة، بمعنى أن المشرع الأردني قد أخضع عقود تداول

¹⁷⁶ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 38.

¹⁷⁷ المواد (176/1) من قانون التجارة المصري، (92، 93/1) من قانون التجارة الأردني.

¹⁷⁸ أنظر البند (ثانياً/6) من نموذج عقد تداول الأوراق المالية الملحق بنظام تداول الأوراق المالية.

الأوراق المالية للقواعد الخاصة بالسمسرة المعروفة في القانون التجاري، والتي جعلها بشكل أو بآخر صورة من صور عقد الوكالة بالعمولة، وبعملية رياضية يمكن أن نستشف بأن المشرع الأردني كيف عقد تداول الأوراق المالي على أنه عقد وكالة بالعمولة مع مراعاة بعض الجوانب الخاصة المتعلقة بعقد تداول الأوراق المالية.

ومع أن هذا التوجه للمشرع الأردني قد يحسم العديد من الإشكاليات التي قد تقع بسبب تكيف عقد تداول الأوراق المالية، إلا أن هذا التكيف قد يكون صحيحاً في حال تعاقد الوكيل بإسمه، كما إشتراط المشرع ذاته في مواد سابقة، وعندها يثور التساؤل عن حالة تعاقد الوسيط بإسم وكيله؟ والحل هنا هو ما ذهب إليه المشرع المصري حين لم يشترط تعاقد الوكيل بالعمولة بإسمه الشخصي حتى يمكن إعتبره عقد تداول بالعمولة، وعندها يكون لزاماً على المشرع الفلسطيني القيام بتعديل النص الوارد في قانون التجارة بما يسمح للوسيط بالتعاقد بإسمه أو بإسم موكله.

ومع هذا كله وبالإشارة إلى أوجه الشبه والإختلاف بين كل من عقد الوساطة المالية والسمسرة أو الوكالة بالعمولة المعروفين في القانون التجاري يمكن القول بأن عقد تداول الأوراق المالية هو أقرب ما يكون إلى عقد الوكالة بالعمولة إذا ما أشتراط في العقد أو في العرف ضمان التنفيذ، فيكون الوسيط عندها وكيلاً بالعمولة ضامن.

ومع ذلك ونظراً لكثير التنظيم الذي يتمتع بعقد الوساطة المالية، وإفتراقه عن غيره من العقود في كثير من النواحي يمكن إعتبر هذا العقد من العقود المسماة التي لم يسمها القانون مباشرة إنما سماها عبر تنظيم كل صغيرة وكبيرة في هذا العقد. وهذه الصورة الخاصة تنتج عن الطبيعة الخاصة لهذا العقد، إلى جانب مكنون الإلتزامات فيه.

المطلب الثاني: ممارسة أعمال الوساطة المالية

لم يترك المشرع الفلسطيني -حاله حال بقية المشرعين- أمر تنظيم شركات الوساطة المالية للشركاء، فقد تدخل المشرع ليفرض إتباع شكل معين فيها، وقد عملت القوانين على تنظيم ووضع شروط معينة يجب توفرها في شركات الوساطة المالية قبل الإعتراف لها بهذا الوصف، وللوقوف على هذه الشروط لا بد من دراسة أنواع الوسطاء، لإختلاف تلك الشروط تبعاً لإختلاف أنواعهم، وينقسم الوسطاء من حيث طبيعتهم إلى نوعين هما: الوسيط الفرد، والوسيط الشركة. وهذان النوعان سيكونان محورا بحثنا في هذا الجزء من البحث.

الفرع الأول: الشخص الطبيعي المصرح له بممارسة أعمال الوساطة المالية

ونقصد بالشخص الطبيعي؛ الوسيط الفرد، فعلى خلاف المشرع الفلسطيني الذي يرفض فكرة الوسيط الفرد؛¹⁷⁹ هناك العديد من الأنظمة القانونية التي تسمح للشخص الطبيعي بالقيام بمهام الوساطة في الأوراق المالية، ومن بين هذه الأنظمة القانونية النظام الأردني القديم،¹⁸⁰ والنظام القطري والبحريني واللبناني،¹⁸¹ وقد وضعت هذه الأنظمة العديد من القواعد التي يجب على الوسيط الفرد مراعاتها قبل الإعتراف له بهذه الصفة.

¹⁷⁹ مع أن المشرع الفلسطيني يرفض فكرة الوسيط الفرد، أي أنه يرفض فكرة قيام شخص طبيعي بممارسة المهام التي خصصها قانون الأوراق المالية وتعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية والسابق الإشارة إليها لشركة مساهمة، إلا أنه سمح للشخص الطبيعي بالقيام بمهمة واحدة منفردة من بين تلك المهام وهي مهام مستشار الإستثمار، وقد نظمت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية وشروط وأحكام منح الترخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الإستثمار إجراءات حصول مستشار الإستثمار على ترخيص الهيئة (أنظر المواد (3/7)و، 17-20) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والبندين سادساً وسابعاً من شروط وأحكام منح الترخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الإستثمار).

¹⁸⁰ كان المشرع الأردني في وقت سابق ووفقاً لقانون سوق عمان المالي والنظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 1980 للأشخاص الطبيعيين بالعمل في تداول الأوراق المالية ولكن سرعان ما تم تعديل تلك النصوص لتسمح بمزاولة تلك المهام لشركات المساهمة العامة أو الخصوصية إلى جانب شركات التوصية بالأسهم. أنظر المادة (2) من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت لسنة 2002 في معرض تعريفها لشركات الأوراق المالية، وأنظر أيضاً المادة (4/أ) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 الصادرة عن هيئة رأس المال الأردنية.

¹⁸¹ الإسكوا، صفحة 17.

وقد نصت المادة (8) من قانون سوق عمان المالي على أن " كل شخص طبيعي أو معنوي، يرغب بأن يكون وسيطاً في السوق، أن يتقدم بطلب إلى اللجنة، للحصول على الترخيص اللازم..."، وفي المقابل نصت المادة (7) من قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية على من يمكنهم القيام بأعمال الوساطة المالية ومن بينهم الشخص الطبيعي الذي تقرر لجنة السوق قيامه بأعمال الوساطة.¹⁸²

أما التشريع المصري وعلى الرغم من أنه لا يسمح لغير شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم -كما سنرى لاحقاً- بالعمل في هذا المجال، إلا أنه ووفق التنظيم القديم للبورصات المصرية بموجب القانون رقم 121 لسنة 1981، كان يسمح للأشخاص الطبيعيين بممارسة هذا العمل، ولكن سرعان ما تغير هذا الوضع بعد التنظيم الجديد للسوق وفق قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992،¹⁸³ حيث إقتصر هذا الدور على الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.

وتفتيداً لذلك فقد وضعت تلك القوانين شروطاً يجب أن تتوفر فيمن يقبل وسيطاً في السوق، وتتراوح هذه الشروط بين جنسية الوسيط وأهليته، والكفالة المالية التي ينبغي عليه تقديمها قبل بدء عمله كوسيط، والحد الأدنى لرأس المال المدفوع، وفيما يلي تفصيلاً لهذه الشروط:

أولاً: جنسية الوسيط

إشترط المشرع القطري على الشخص الذي يرغب بممارسة أعمال الوساطة المالية في سوق الدوحة المالي أن يكون قطري الجنسية،¹⁸⁴ وهو ذات الشرط الذي كان المشرع الأردني يشترطه وفق التنظيم القديم.¹⁸⁵

ووفق التنظيم القديم للبورصات المصرية فقد كان يسمح بالعمل في هذه البورصات للوسطاء اللذين يحملون الجنسية المصرية فقط، ولم يكن يسمح للوسطاء الأجانب بالعمل في هذه

¹⁸² قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 لسنة 1995.

¹⁸³ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 21.

¹⁸⁴ سوق الدوحة للأوراق المالية على الرابط

¹⁸⁵ http://www2.dsm.com.qa/pps/dsm/portal/Pages/DSM_AR_Membership تاريخ الزيارة 20/7/2008.

¹⁸⁵ المادة (9/1) من قانون سوق عمان المالي.

البورصات على الرغم من كونهم أعضاء فيها، حيث كان يطلق عليهم إسم أعضاء مراسلين، ومع ذلك كان يسمح لهم بالتعامل في تداول الأوراق المالية ولكن من خلال وسطاء مصريين.¹⁸⁶ ومن الملاحظ على تلك الأنظمة التي تأخذ بنظام الوسيط الفرد إجماعها على أن الوسيط في تداول الأوراق المالية يجب أن يحمل جنسية الدولة التي يعمل فيها كشرط لممارسته تلك المهنة، وقد يكون لذلك إعتبارات خاصة أهمها قدرة المتعاملين معه على التواصل معه بسهولة ومحاسبته إن أخطء، أما في حالة حمل الوسيط لجنسية دولة أخرى غير تلك التي يعمل فيها، فقد يتسبب ذلك بتعقيد أكبر للأمور خاصة في ظل القانون الواجب التطبيق على العقد الموقع بين الوسيط وعميله، كما قد يصعب التواصل معه، وبالتالي يكون شرط الجنسية في مثل هذه الحالة أكثر ضماناً خاصة للمتعامين معه.

ثانياً: الأهلية

وإلى جانب الجنسية، فإن تلك القوانين تشترط وجود أهلية معينة يتمتع بها الشخص الطبيعي قبل الترخيص له بالعمل في تداول الأوراق المالية، ويقصد بالأهلية، قدرة هذا الشخص الطبيعي على التمتع بالحقوق والتحمل بالالتزامات.

وقد كان المشرع الأردني يشترط أن لا يقل عمر الشخص الطبيعي الذي يرغب بممارسة مهام الوساطة المالية عن ثلاثين عاماً،¹⁸⁷ وأن يكون متمتعاً بالحقوق المدنية، وأن لا يكون قد أعلن إفلاسه أو قد حكم بجنحة أو بجنابة شائنة، إضافة إلى تمتعه بالسمعة الحسنة.¹⁸⁸

وهذا شرط آخر أجمعت عليه التشريعات المقارنة، مع إختلاف في تحديد العمر الذي يمكن للوسيط ممارسة أعماله بعده، إلا أنه يبقى شرط أساسياً للعمل في مهنة الوساطة في الأوراق المالية، لما

¹⁸⁶ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 115.

¹⁸⁷ وقد إشتراط المشرع الأردني سن الثلاثين ليكون بمثابة سن الأهلية لمن يرغب بممارسة أعمال الوسطاء لوجوب أن يكون هذا الشخص حاملاً لمؤهل علمي محدد بالإضافة إلى إشتراطه وجوب توافر خبرة محددة، وهذا المؤهل والخبرة لا يتأتى إلا لمن بلغ سن الثلاثين كحد أدنى كما يرى المشرع الأردني.

¹⁸⁸ المادة (9/1-3) من قانون سوق عمان المالي.

لهذا الشرط من دلالات واضحة على أهلية الوسيط وقدرته على التمييز وموازنة المصالح، كما ان له دلالة وإن كانت غير مباشرة على خبرة إكتسبها الوسيط بمرور الزمن.

ثالثاً: رأس المال المدفوع

إشترط المشرع الأردني وفق التنظيم القديم أن لا يقل رأس المال المدفوع للشخص الطبيعي الذي يرغب بالعمل في مجال الوساطة المالية عن عشرة آلاف دينار أردني، وتكمن أهمية رأس المال في كونه ضماناً للدائنين من العملاء في حال عجز الوسيط عن الوفاء بالتزاماته، بينما لم يفرق المشرع القطري بين الوسطاء من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين، حين تطلب أن لا يقل رأس مال الوسيط المدفوع عن خمسة ملايين ريال قطري.¹⁸⁹

رابعاً: الخبرة والكفاءة

تطلب المشرع الأردني من الوسيط الفرد أن تتوفر فيه بعض جوانب الخبرة والكفاءة حتى يمكن الترخيص له بمزاولة مهنة الوساطة المالية، فقد تطلب المشرع الأردني أن يكون حاصلًا على شهادة الثانوية العامة على الأقل، وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن خمس سنوات، وأن يكون لديه مكتب مستقل، ومتفرغاً لأعمال الوساطة.¹⁹⁰

وهذه ضمانات أخرى للمتعاملين مع الوسيط إذ أن خبرة وكفاءة الوسيط تطمئن المتعاملين معه على قدرته على إدارة عملية التداول بشكل سليم وبالتالي قوته على التصرف بحنكة نتيجة لخبرته في هذا المجال مما يحقق لهم أرباحاً لدى استثمارهم معه.

خامساً: الكفالة المالية

¹⁸⁹ شروط ترخيص الوسطاء ووكلائهم، سوق الدوحة للأوراق المالية، على الرابط: "

http://www2.dsm.com.qa/pps/dsm/portal/Pages/DSM_AR_Membership تاريخ الزيارة 27/6/2008.

¹⁹⁰ المادة (2/أ/40، 8، 9) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 1980 الملغي.

وإلى جانب إلتزام الوسيط الفرد بحد أدنى لرأس المال، فإن عليه بالإضافة إلى ذلك تقديم كفالة مالية لا تقل قيمتها عن عشرة آلاف دينار أردني،¹⁹¹ وقد زاد النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 1980 على موضوع الكفالة المالية حين نص على جواز إستبدالها برهن عقاري، أو أية ضمانات أخرى بالمبلغ المطلوب.¹⁹² فالحكمة من وجود الكفالة البنكية هو الضمان ولذلك أجاز المشرع إستبدالها بأية ضمانات أخرى تغطي قيمة المبلغ المطلوب، وهدف الكفالة البنكية هو الهدف من رأس المال المدفوع فهو يشكل إلى جانبه ضمانات عامة لأموال المتعاملين مع الوسيط.

أما المشرع القطري فتطلب وجود ضمان مصرفي ساري المفعول وغير قابل للنقض وغير مشروط ومفتوح التاريخ وواجب الأداء لدى أول مطالبة بقيمة نصف مليون ريال قطري،¹⁹³ وهذا التشدد في الشروط ناتج عن رغبة المشرع بالتأكيد على أهمية وجود ضمان يحمي المستثمرين في حالة عجز الوسيط عن الوفاء بالتزاماته.

سادساً: الترخيص

يجب على الوسيط قبل البدء بمهامه، أن يحصل على التراخيص اللازمة التي يتطلبها القانون، وبالإضافة إلى أن يكون حاصلًا على الرخص المهنية المطلوبة وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، فيجب عليه اجتياز إمتحان معد لهذه الغاية، وأخيراً ينبغي موافقة لجنة السوق على طلبه للعضوية.¹⁹⁴ ويمكن إعتبار الترخيص في هذه الحالة ضمانات إضافية إلى جانب كل مما سبق للمتعاملين مع الوسيط، ذلك ان الوسيط الحائز على الترخيص توفرت فيه جميع الشروط المطلوبة قبل حصوله عليه، وبالتالي فإن التعامل معه يصبح أكثر أمنًا. ولهذا إشتراطت القوانين المقارنة الترخيص كشرط للتعامل بالأوراق المالية المدرجة في السوق لتوفر بذلك شبكة أمان على التعامل مع هذا الوسيط لخضوعه

¹⁹¹ المادة (5/أ/9) من قانون سوق عمان المالي.

¹⁹² المادة (6/أ/40) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 1980 الملغي.

¹⁹³ شروط ترخيص الوسطاء ووكلائهم، سوق الدوحة للأوراق المالية، المرجع السابق.

¹⁹⁴ المادة (12-10/أ/40) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 1980 الملغي.

لرقابة الجهة التي تمنحه ذلك الترخيص وإستمرارها في مراقبة تحليه بالشروط المطلوبة قانوناً وإلا سحبت منه ترخيصه وبالتالي حرمته من التعامل بالأوراق المالية.

الفرع الثاني: الشخص المعنوي المصرح له بممارسة أعمال الوساطة المالية

ذكرنا فيما سبق بأن هناك العديد من الأنظمة التي تسمح للشخص الطبيعي بممارسة مهنة الوساطة المالية، وهي بهذا تعتمد على النظام المختلط الذي يجمع بين الشخص الطبيعي والشخص المعنوي في ممارسة هذه المهنة، وفي المقابل فهناك العديد من الأنظمة الأخرى التي تعتمد تماماً على الشركات كجهة وحيدة مصرح لها بممارسة أعمال الوساطة المالية، ومن بين هذه الأنظمة؛ النظام الفلسطيني والمصري والكويتي والأردني.

وقد فرضت الأنظمة القانونية المختلفة شروطاً خاصة يجب على الشركة التي ترغب بممارسة أعمال الوساطة المالية مراعاتها، والإمتثال لها قبل الترخيص لها بممارسة هذه المهنة، ولا تختلف هذه الشروط عن تلك المفروضة على الشخص الطبيعي إلا بالقدر المتعلق باختلاف طبيعة الشخص المعنوي. فإذا ما تخلف أي من تلك الشروط شطبت من سجل الوسطاء.¹⁹⁵

ومن هذا المنطلق سنحاول فيما يأتي البحث في تلك الشروط من حيث الشكل المطلوب في شركة الوساطة، إلى جانب جنسيتها، ورأس مالها، والضمانات التي يتوجب عليها تقديمها، والخبرة المطلوبة فيمن يعملون فيها وبخاصة في مجلس إدارتها، وصولاً إلى حصول الشركة على التراخيص اللازمة للبدء بعملها، ويمكن تفصيل هذه الشروط على النحو التالي:

أولاً: الشكل المطلوب في شركات الوساطة المالية

¹⁹⁵ المادة (10) من مرسوم إخراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، المادة (30/2) من قانون سوق رأس المال المصري.

مرت عملية تنظيم شركات الوساطة المالية من حيث شكلها وفق التشريع الفلسطيني بثلاث مراحل مختلفة، أما الأولى فهي المرحلة السابقة على إنشاء السوق، وفيها خضعت تلك الشركات لقانوني الشركات والتجارة لتنظيمها وتنظيم نشاطاتها، ولم تكن هناك أية قيود على شكل تلك الشركات، وأما المرحلة الثانية فهي تلك المرحلة التي تلت إنشاء السوق وفق إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية، ولم تشترط تلك الإتفاقية شكلاً معيناً لهذه الشركات، إذ كان يكفيها أن تكون شركة فقط، أي أن تكون شخصاً اعتبارياً.¹⁹⁶

وأما المرحلة الثالثة فهي بعد عملية الضبط التشريعي الناتجة عن إقرار قانوني الأوراق المالية وهيئة سوق رأس المال؛ بحيث أصبح هناك قالباً معيناً يجب على شركات الوساطة المالية مراعاته، فقد إشتراط المشرع الفلسطيني على شركات الوساطة المالية أن تتخذ شكل الشركة المساهمة العامة أو الخصوصية وفقاً لقانون الشركات، ولم يرد أي نص في قانون الأوراق المالية الفلسطيني يحدد تلك الأشكال على وجه الخصوص، بل إكتفى دائماً بالإشارة إليها على أنها شركة، من دون أن يشير إلى ماهيتها، إلا أن هذا التحديد ورد في تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.¹⁹⁷

وعلى ذات النهج سار المشرع الفلسطيني في مشروع قانون الشركات الفلسطيني، حيث حصر في المادة 116 بعض الأعمال بشركات المساهمة، ومن بين تلك الأعمال الشركات المالية، التي لا يجوز القيام بأعمالها إلا من قبل شركات مساهمة، معللاً ذلك بحاجة هذه الشركات إلى رأس مال كبير نسبياً إلى جانب أهمية أعمالها بالنسبة للإقتصاد الوطني.¹⁹⁸

ويبقى السؤال المطروح هو هل من حق الهيئة أن تفرض مثل هذا التحديد، في الوقت الذي لم تخول بمثل هذه الصلاحية بموجب أي من القوانين المرعية، ولم يتم تحديد شكل معين لتلك الشركات

¹⁹⁶ أنظر البند ثانياً من إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية، والذي جاء فيها لدى تعريفها لشركات الأوراق المالية بأنها أي شخص اعتبارياً.

¹⁹⁷ أنظر المادة (3/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

¹⁹⁸ المادة (116) المذكرات الإيضاحية لمشروع قانون الشركات الفلسطيني.

وفق أي من القوانين؟

وللإجابة على هذا التساؤل، لا بد أولاً من معرفة أهداف الهيئة التي نصت عليها المادة الثالثة من قانون هيئة سوق رأس المال، وقد جاء فيها بأن هدف الهيئة هو تهيئة المناخ الملائم لتحقيق استقرار ونمو رأس المال، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال في فلسطين، وحماية حقوق المستثمرين، إضافة إلى التنظيم والرقابة والأشراف على نشاطات المؤسسات المالية غير المصرفية بما فيها تداول الأوراق المالية والخدمات المالية غير المصرفية، وكذلك تنظيم الإفصاح عن أية بيانات أو معلومات تخص القطاع المالي غير المصرفي، وأخيراً مراقبة تطور المؤسسات المالية غير المصرفية بما يضمن سلامة عملها.

أما المادة الثانية والأربعون في فقرتها الخامسة من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، فتوجب على الهيئة أن تصدر التعليمات التي تحدد إجراءات الترخيص ومتطلبات التأهيل وأسس الاحتفاظ بالحد الأدنى من رأس المال والوضع المالي والملاءمة للإدارة والمستويات المهنية والفنية.

ومن خلال تلك المواد لا يمكن القول بوجود تلك الصلاحية للهيئة لتفرض شكلاً معيناً على شركات الوساطة المالية، فقانون هيئة سوق رأس المال يجعل أهداف ومهام وصلاحيات الهيئة، صلاحيات تنظيم ورقابة وتطوير، فهل تحديد شكل شركة الوساطة يندرج تحت أحد هذه الأهداف؟ أضف إلى ذلك بأن قانون الأوراق المالية في المادة السابق الإشارة إليها، حددت أهداف تلك التعليمات، والتي هي تحديد إجراءات التسجيل، ومتطلبات التأهيل وغيرها من الأمور، فهل يمكن إدراج شكل شركة الوساطة المالية تحت أي من هذه الأهداف؟

وعودة إلى الشكل القانوني المطلوب لشركات الوساطة المالية، فقد إشتراط المشرع الكويتي أن تكون الشركة التي يرخص لها بالقيام بأعمال الوساطة المالية شركة مساهمة أو ذات مسؤولية محدودة، وهو ذات النهج المتبع في النظام الأردني.¹⁹⁹

¹⁹⁹ أنظر المادة (4/1) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

أما المشرع المصري فلا يعطي الترخيص إلا لشركات مساهمة (عامّة أو خصوصية)، أو شركات توصية بالأسهم،²⁰⁰ وبهذا يكون المشرع المصري أضاف شكلاً جديداً لأنواع الشركات التي يمكنها الحصول على الترخيص لتعمل في مجال الوساطة المالية من بين التشريعات التي تحدد أشكالاً بعينها لتكون من بين الشركات المسموح لها بمزاولة مهنة الوساطة المالية. والجديد في هذه الإضافة هو السماح للشركات المختلطة التي يكون بعض المساهمين فيها غير محدودي المسؤولية بالخوض في هذا المضمار. رأينا إختلاف التوجهات بين المشرعين من حيث تنظيمهم لشكل شركات الوساطة المالية، ويثور في هذا السياق سؤالين مهمين هما: هل من الأفضل تقييد شركات الوساطة المالية بنوع معين من الشركات خاصة الشركات المساهمة؟ أم أن عدم التقييد أكثر جدوى؟.

بالنسبة للتقييد، فإن تقييد شركات الوساطة المالية ينبع من الأهمية الخاصة للشركات المساهمة خاصة في ظل قدرة هذه الشركات على تنفيذ مشاريع إقتصادية كبيرة تدفع بعجلة الإقتصاد إلى الامام بالإضافة إلى الإستمرارية التي توفرها هذه الشركات، ففي ظل الشركات المساهمة يمكن ان تتغير مجالس إدارة الشركات وقد يموت مؤسسوها، ولكن الشركة تظل قائمة قادرة على العطاء مما ينعكس إيجاباً على الإقتصاد بشكل عام وعلى المستثمرين المتعاملين معها بشكل خاص.

أما عدم التقييد الذي يقصد به إمكانية أن تكون شركة الوساطة المالية شركة أشخاص؛ فإن كان لا يرتقي إلى قدرة الشركات المساهمة من حيث تنفيذ المشاريع الكبيرة إلا أن مثل هذه الشركات لها درجة أمان عالية خاصة في ظل مسؤولية الشركاء فيها عن ديون الشركة في أموالهم الخاصة، إلى جانب كون المعيار الشخصي للشركاء مهم أيضاً، فالمعرفة الشخصية بهم وبسمعتهم وخبرتهم قد يؤثر إيجاباً على الشركة وبالتالي على المتعاملين معها.

²⁰⁰ المادة (29/أ) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

ومع ذلك قد تكون توجهات التقييد أو عدمه مبررةً إلا أن أي من هذه التبريرات لا يبرر -بحسب رأينا- هذا التقييد، فلماذا لا تكون شركة الوساطة المالية على أي شكل يريده مؤسسوها ما دامت ستلبي جميع المتطلبات الأساسية التي ستضمن وفاء تلك الشركة بالتزاماتها.

ثانياً: جنسية الشركة

يستلزم المشرع الكويتي أن تكون شركات الوساطة المالية كويتية الجنسية، وهو ما نص عليه صراحة في المادة (2) السابق الإشارة إليها والتي استلزمت أن تكون الشركة كويتية مساهمة أو ذات مسؤولية محدودة وجميع الشركاء فيها من الكويتيين، وتكون الشركة كويتية إذا تم تأسيسها في الكويت، وجميع الشركاء من الكويتيين، ومركزها الرئيسي في الكويت،²⁰¹ أما قطر،²⁰² والإمارات وإن كانتا قد إشترتتا أن تحمل الشركة جنسيتهما إلا أن قانونا الشركات فيهما يعطي للشركات جنسية الدولة في حالة وصلت نسبة مواطني الدولة في رأس مالها عن 51%.²⁰³

ولم يضع قانون الشركات الأردني لسنة 2002 أو تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 شرطاً للجنسية أمام الشركات التي تستطيع العمل في مجال شركات الوساطة المالية،²⁰⁴

أما المشرع المصري فلم يشترط أن تكون الشركة مصرية الجنسية كما لم يحدد حداً أدنى لرأس المال المصري فيها، مكتفياً بأن تكون شركة مساهمة أو توصية بالأسهم،²⁰⁵ وكذلك المشرع اللبناني فلم

²⁰¹ أنظر المادة (68) قانون الشركات الكويتي رقم 15 لسنة 1960، المعدلة بمرسوم بقانون رقم 51 لسنة 1994.

²⁰² أنظر المادة (7) من قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 لسنة 1995.

²⁰³ أنظر موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الكويتية على الرابط "

http://www.sca.ae/arabic/forms/Broker_Listing/index.asp تاريخ الزيارة 28/4/2008.

²⁰⁴ أنظر المادة (7) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

²⁰⁵ أنظر المادة (29) من قانون سوق رأس المال المصري، والتي تحدد شروط منح الترخيص لشركات الأوراق المالية حيث لم تورد أي نص يقيد حق الشركات التي لا تتمتع بالجنسية المصرية في ممارسة مهنة الوساطة المالية. وعلى الرغم من ذلك، ووفق دليل إجراءات التأسيس والترخيص للشركات التي ترغب في مزولة تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها كأعمال التغطية أو الترويج مثلاً، تشترط أن يكون الشكل القانوني للشركة مساهمة مصرية أو توصية بالأسهم، أنظر تسجيل شركات الأوراق المالية، الهيئة العامة لسوق المالي المصري على الرابط "

يحدد جنسية الشركة التي تستطيع الحصول على الترخيص لممارسة المهنة، وقد إشتراطت على الشركة الأجنبية لتمارس مثل هذا العمل تأسيس شركة تابعة لها في لبنان.²⁰⁶

وعلى ذات النهج سار المشرع الفلسطيني حين لم يحدد أن تكون الشركة طالبة الترخيص فلسطينية الجنسية، مكتفياً هو الآخر بأن تكون تلك الشركة مساهمة عامة أو خصوصية مسجلة حسب الأصول وفق قانون الشركات الساري في فلسطين، على أن يكون للشركات الأجنبية ممارسة هذه المهنة شريطة أن تسجل فرعاً لها في فلسطين.²⁰⁷

وهذا النهج الذي سار عليه المشرع الفلسطيني يتماشى تماماً مع الإقتصاد الحر الذي تبناه المشرع الفلسطيني كنظام إقتصادي للسلطة الفلسطينية طبقاً للمادة (21) من القانون الأساسي الفلسطيني المعدل للعام 2003. وخيراً فعل المشرع الفلسطيني حين لم يحدد جنسية الشركة طالبة الترخيص لممارسة مهنة الوساطة المالية، وهو ما يجعل السوق الفلسطيني سوق مستقطب لرؤوس الأموال الأجنبية، ومع ذلك فهناك محاذير لمثل هذا التوجه الذي قد يتسبب في تلاشي الإستثمارات المحلية خاصة في ظل عدم قدرة المستثمرين الفلسطينيين على منافسة رؤوس الأموال الأجنبية.

وعلى خلاف الوسيط الفرد الذي رأينا إجماعاً حوله فيما يتعلق بجنسيته، فإن القوانين المقارنة إختلفت فيما بينها من حيث الجنسية كما رأينا سابقاً، فالجانب الذي يرى بضرورة تمتع شركة الوساطة بجنسيته يرغب في تحقيق أكبر قدر من الأمان الإقتصادي فالشركات التي تحمل جنسيته والمؤسسة وفق قانونه يمكن ضبط أمورها المالية الإدارية بشكل أكبر من الشركات التي تأسست وفق قوانين أجنبية. أما الجانب الآخر فيرى في الشركات الأجنبية وسيلة لإستقدام رؤوس الأموال الأجنبية وبالتالي دفع عجلة الإقتصاد إلى الأمام.

www.cam.gov.eg/cam/content/arabic/guiding_manuals/portfolio.htm تاريخ الزيارة 5/6/2008.

²⁰⁶ محمد ياسين، المرجع السابق، صفحة 75.

²⁰⁷ المادة (3/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

ولكل من هذه الإتجاهين مبرراته إلا أن عدم التقيد أكثر جدوى خاصة في تلك الدول التي لا تمتلك ثرات طبيعية وبنى تحتية كافية لبناء إقتصادها الذاتي بشكل مستقل عن العالم الخارجي كالسلطة الفلسطينية مثلاً التي تحتاج إلى رؤوس الأموال الأجنبية لتوفير الأموال اللازمة للمشروعات الإقتصادية المختلفة بالإضافة إلى تقلي نسبة البطالة المرتفعة.

ثالثاً: رأس مال الشركة

حددت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية في فلسطين الحد الأدنى لرأس مال الشركة طالبة الترخيص المدفوع، ويختلف الحد الأدنى تبعاً لنوعية النشاط الذي ستمارسه هذه الشركة، ويوضح الجدول التالي الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب:

| الرقم | نوع النشاط | الحد الأدنى لرأس المال بالدينار الأردني |
|-------|---------------------------|---|
| 1 | الوساطة لحساب الغير | مليون ونصف دينار |
| 2 | الوساطة لحساب الوسيط نفسه | مليون دينار |
| 3 | وكيل إصدار | نصف مليون دينار |
| 4 | التمويل الهامشي | مليون دينار |

| | | |
|---|------------------------------|--|
| 5 | مدير الإصدار | مئة ألف دينار |
| 6 | مستشار الإستثمار | مئة ألف دينار |
| 7 | متعهد التغطية ²⁰⁸ | خمسة ملايين دينار شرط أن لا يقل هذا المبلغ عن 10% من قيمة الإصدار ²⁰⁹ |
| 8 | الحافظ الأمين | خمسة ملايين دينار |

وإذا ما رغبت الشركة بممارسة عمليتين أو أكثر من الأعمال السابقة كان الحد الأدنى لرأس مالها هو مجموع الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب لكل عمل.²¹⁰ ويثور التساؤل هنا عن جدوى هذا الحكم؛ خاصة في ظل ضعف الإمكانيات الداخلية والحاجة إلى شركات تقوم بهذه الأعمال، ومع ذلك فقد يكون هذه التوجه مبرراً، فالحاجة لا تعني أبداً التساهل، وتحقيق الإئتمانية العالية يتطلب شروطاً صارمة، فالعديد من الاعمال التي تقوم بها شركات الوساطة المالية بحاجة إلى رأس مال كبير فتغطية الإصدارات الأولية وبخاصة ذلك الشكل الذي يتطلب من شركات الوساطة المالية أن تشتري جميع تلك الإصدارات يتطلب من شركة الوساطة المالية أن توفر رأس مال كافٍ لتقوم بتلك المهمة غير تلك الحصة الخاصة

²⁰⁸ فرق المشرع الأردني في المادة (5/ج/4) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 بين متعهد التغطية إذا كان إلزامه بتحقيق نتيجة فإن الحد الأدنى لرأس المال يجب أن يكون خمسة ملايين دينار، بينما إذا كان إلزامه ببذل عناية فلا يجب أن يقل رأس ماله عن نصف مليون دينار أردني، ولم يفرق المشرع الفلسطيني بين عمل متعهد التغطية سواء إذا كان إلزامه بتحقيق نتيجة أو بذل عناية، وهو ما كان عليه فعلة أسوة بالمشرع الأردني، حماية للمستثمرين.

²⁰⁹ المادة (4/2) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²¹⁰ المادة (8، 3/7) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

بالوساطة المالية لحساب الغير مثلاً. أما نظام العضوية الصادر هو الآخر عن هيئة سوق رأس المال، فيوجب أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن مليوني دولار أمريكي على أن يكون نصفها أموالاً نقدية أو أصولاً سائلة، وذلك للشركات طالبة الترخيص في مجال العمل بالوساطة لحسابها أو لحساب الآخرين، أما النشاطات الأخرى فإذا رغبت الشركة بممارستها إلى جانب عملها كوسيط سواء لحسابها أو لحساب عملائها، فيجب أن لا يقل رأس مالها المدفوع عن أربعة ملايين دولار أمريكي نصفها أموالاً نقدية أو أصولاً سائلة.

وإذا ما وضعنا النصين في مقابل بعضهما نجد بأن هناك تعارض واضح بينهما، فمن جهة خصت التعليمات حداً أدنى لرأس المال لكل نشاط، بينما جمع النظام بين الوساطة لحساب الشركة الخاص أو لصالح عملائها، أما إذا رغبت في نشاطات إضافية فلا يجب أن يقل رأس مالها عن أربعة ملايين دولار أمريكي.

فإذا ما رغبت شركة بالحصول على ترخيص لممارسة عملية الوساطة لحسابها فلا يجب أن يقل رأس مالها عن مليون دينار أردني، أما بموجب نظام العضوية فلا يجب أن يقل عن مليونان دولار أمريكي، وبحسبة بسيطة لفرق العملات بسعر صرف تلك العملات، نجد بأن على الشركة أن تدفع ما يقارب مليون وأربع مئة ألف دينار أردني، أي بفارق أربع مئة ألف دينار!

فإذا رغبت الشركة بممارسة مهام مدير الإصدار إلى جانب الوساطة لحساب عملائها مثلاً كان الناتج مليوناً وست مئة ألف دينار أردني، أي ما يعادل تقريباً مليونان وربع مليون دولار أمريكي، وليس أربعة ملايين، كما جاء في نظام العضوية! لذلك وجب على الهيئة إعادة النظر في تلك النصوص والخروج بنص موحد. ومع ذلك تجدر التساؤل عن سبب وجود نصين مختلفين في مكانين مختلفين ينظمان نفس المسألة؟ وهذا الأمر يعتبر من باب عدم الإتساق التشريعي.

وقد سار المشرع الأردني على ذات النهج الذي إتبعه المشرع الفلسطيني من حيث تحديد حد أدنى من رأس مال الشركة لكل نشاط ترغب الشركة بممارسته، فحدد مبلغ سبعمائة وخمسون ألف دينار

أردني إذا ما رغبت الشركة بممارسة مهام الوسيط المالي أما إذا كان الوسيط لحسابه فيجب أن لا يقل الحد الأدنى عن نصف مليون دينار ...، على أن لا يقل الحد الأدنى لرأس مال الشركة طالبة الترخيص لممارسة عمليين أو أكثر من تلك الأعمال عن مجموع الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب لكل عمل من الأعمال التي تطلب الشركة ممارستها.²¹¹

وحده المشرع الكويتي بمائة ألف دينار كويتي،²¹² وفي قطر خمسة ملايين ريال قطري،²¹³ أما قانون سوق رأس المال المصري فقد ترك لللائحة التنفيذية له مسألة تحديد الحد الأدنى لرأس مال الشركة طالبة الترخيص.²¹⁴

وقد وضعت اللائحة حدوداً دنياً لرأس المال للشركة طالبة الترخيص بحسب نوع النشاط، تماماً كما فعل المشرع الفلسطيني، فإذا كان النشاط الوساطة في الأوراق المالية فلا يجب أن يقل رأس المال عن مائتان وخمسون ألف جنيه المدفوع منها لا يجب أن يقل عن الربع، وخمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل في حالة ممارستها لمهام الإستثمار، وعشرة مدفوعة بالكامل إذا كان غرض الشركة يتعلق برأس المال المخاطر، أما باقي الأنشطة فلا يجب أن يقل رأس المال عن ثلاثة ملايين جنيه مصري، لا يقل المدفوع منه عن النصف.²¹⁵

وتكمن أهمية رأس المال في هذا النوع من الشركات في كونها تمثل الضمانة العامة للدائنين وللمستثمرين، فمثل هذا القطاع يكون في الحاجة إلى إئتمان قوي يضمن للمستثمرين أموالهم، وبالتالي يكون الحد الأدنى لرأس المال عامل جذب للإستثمار.

رابعاً: الضمانات المالية

²¹¹ المادة (4/ج) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

²¹² المادة (2/ج) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

²¹³ سوق الدوحة للأوراق المالية، على الرابط "

http://www2.dsm.com.qa/pps/dsm/portal/Pages/DSM_AR_Membership تاريخ الزيارة 28/4/2008.

²¹⁴ المادة (29/ج) من قانون سوق رأس المال المصري.

²¹⁵ المادة (125) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 135 لسنة 1993.

وبالإضافة إلى الحد الأدنى لرأس المال، هناك ضمانات أخرى تزيد من إئتمان هذا القطاع، وهذه الضمانات الإضافية قد تكون على شكل كفالات مصرفية أو تأمين على حسابات المستثمرين، وغيرها، ولم تنص تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية على تقديم كفالات معينة، بينما جاء النص على ذلك في نظام العضوية،²¹⁶ حيث إشتراط النظام تقديم غطاء بقيمة مليون ونصف المليون دينار أردني، في حالة رغبت الشركة بالعمل في تداول الأوراق المالية لحسابها أو لحساب عملائها لضمان تقاص صفقات تداولها اليومية، ويمكن أن يكون هذا الغطاء، خطاب ضمان لصالح بنك التسوية، أو إيداع المبلغ نقداً لديه، أما في حالة أن رغبت الشركة بممارسة أكثر من نشاط وجب عليها أن تقدم هذا الغطاء بقيمة ثلاثة ملايين دينار أردني.

وكذلك وجب عليها تقديم خطاب ضمان لمصلحة السوق بقيمة ثلاث مئة ألف دينار أردني، وست مئة ألف في حال رغبت بالعمل في أكثر من مجال، ويكون هذا الخطاب سارياً لمدة عام ويجدد تلقائياً، ويهدف هذا الخطاب إلى تغطية مسؤولية الشركة تجاه السوق أو شركات الوساطة المالية الأخرى، أو العملاء، كما يجب عليها الإشتراك في أي صندوق أو تأمين مشترك تنشئه السوق.

وقد أوجب المشرع المصري تقديم كفالة مالية يحدد قيمتها مجلس إدارة الهيئة،²¹⁷ وفي الكويت يجب تقديم هذه الكفالة التي يحدد قيمتها لجنة السوق،²¹⁸ وتطلب المشرع الأردني تقديم كفالة مالية غير مشروطة لصالح الهيئة بقيمة تختلف تبعاً لنوع النشاط الذي ترغب بممارسته.²¹⁹

خامساً: المؤهل العلمي والخبرة والنزاهة الواجب توفرها في مجلس الإدارة

²¹⁶ المادة (3) من نظام العضوية.

²¹⁷ المادة (29/هـ) من قانون سوق رأس المال المصري.

²¹⁸ المادة (2/د) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

²¹⁹ المادة (4/ز) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

لم يرد في قانون الأوراق المالية الفلسطيني أية تحديدات بخصوص الشخص الذي يجوز له تولى مسؤولية إدارة شركات الوساطة المالية، تاركاً أمر تحديد إجراءات الترخيص ومتطلبات التأهيل للتعليمات الخاصة بترخيص شركات الوساطة المالية.²²⁰

وقد أوجبت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية أن يكون مدير الشركة طالبة الترخيص من الهيئة حاصلًا على مؤهل جامعي من جامعة معترف بها -بغض النظر عن طبيعة هذا المؤهل-، إضافة إلى تمتعه بخبرة عملية لا تقل عن سبع سنوات في مجال الأعمال المالية أو المصرفية أو الإستثمار.²²¹

وقد أضاف المشرع الفلسطيني شرطاً إضافياً يقضي بأن لا يكون أي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو هيئة إدارتها قد أعلن إفلاسه أو توقف عن دفع ديونه، بغض النظر إن إقترن توقفه هذا بإشهار إفلاسه أم لا، كما ولا يجوز أن يكون قد حكم عليه بجريمة مخلة بالشرف أو الأمانة، ومع ذلك يجوز له تولى تلك المسؤولية في حالة ما إذا رد إليه إعتباره.²²²

وقد تواترت التشريعات المختلفة على تحديد مثل هذا الشرط الواجب توفره في مدير شركة الوساطة المالية، فالمشرع الأردني وضع شروطاً للكفاءة والخبرة، غير أنه جعل الحد الأدنى للمؤهل العلمي المطلوب هو الثانوية العامة أو ما يعادلها، إضافة إلى أنه جعل الحد الأدنى من الخبرة هو خمس سنوات فقط، كما إشتراط أن لا يكون أي من مدير الشركة طالبة الترخيص أو أحد الشركاء المفوضون بإدارتها قد أعلنوا إفلاسهم أو حكم عليهم بجنحة أو جناية شائنة.²²³

أما المشرع المصري فقد إشتراط في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها، تاركاً أمر تحديد معايير تلك الخبرة والكفاءة لهيئة سوق الأوراق المالية، كما إشتراط المشرع المصري

²²⁰ المادة (42/5) من قانون الأوراق المالية.

²²¹ المادة (3/5) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²²² المادة (2/1) هـ، (52) من نظام العضوية.

²²³ المادة (7/و) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

على ذات الشرط الذي نص عليه المشرعين الفلسطيني والأردني والمتعلق بالنزاهة، مضيفاً إليه تعديده إلى مؤسسي الشركة وليس فقط أحد مديريها أو مجلس إدارتها، كما أضاف إلى العقوبات المانعة من الترخيص الحكم عليهم بإحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة.²²⁴

وقد سار المشرع الكويتي على ذات النهج السابق فيما يتعلق بشرط النزاهة، مضيفاً إليه شرطاً إضافياً مرتبطاً بالحالة الكويتية وهو أن لا يكون مدير الشركة أو أحد أعضاء مجلس إدارتها قد أحيلوا إلى مؤسسة تسوية المعاملات المتعلقة بأسهم الشركات التي تمت بالأجل،²²⁵ وإشترط أيضاً أن تكون العقوبة مقيدة للحرية،²²⁶ وهذا يعني بأنه إذا كانت العقوبة في أي من الجرائم المتعلقة بالشرف أو الأمانة لا تستوجب الحكم على ذلك الشخص بعقوبة مقيدة للحرية، كعقوبة الغرامة مثلاً فلا يدخل تحت هذا الشرط، وهذا الشرط الأخير جاء خلافاً لما تتبناه التشريعات المقارنة التي تجعل مجرد الحكم معياراً لمنع بغض النظر عن طبيعة العقوبة.

سادساً: الترخيص بمزاولة العمل

لا يجوز لشركات الوساطة المالية الإطلاع بمهامها بدون الحصول على ترخيص بذلك، فينبغي عليها قبل البدء بالعمل في تداول الأوراق المالية أن تحصل على ترخيص الهيئة وعضوية السوق.

وقد أوردت القوانين المقارنة هذا الشرط ضمن قوانينها المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية، فالمشرع الفلسطيني أورد هذا الشرط في قانون الأوراق المالية حيث نص على أنه يتوجب على أي

²²⁴ المادة (29/د، و) من قانون سوق رأس المال المصري.

²²⁵ ويرتبط هذا الشرط أساساً بالأزمة الاقتصادية التي حدثت في الكويت في نيسان من العام 1982 والتي أصطلح على تسميتها بأزمة المناخ، وقد نتج عن هذه الأزمة التي هزت الإقتصاد الكويتي إنشاء مؤسسة تدعى مؤسسة تسوية المعاملات المتعلقة بأسهم الشركات التي تمت بالأجل، بموجب القانون رقم 75 لسنة 1983. وتتلخص أزمة المناخ في أنه وبعد إقرار الحكومة الكويتية بسوق المناخ في العام 1981، تسابق الجميع إليه وبلغ حجم التداول فيه مستويات قياسية، ومع التوسع في نظام البيع الأجل والافتراض من البنوك لتمويل ذلك البيع، بدأت تعقد صفقات ويسدد ثمنها بشيكات ليس لها رصيد في البنوك. وعندما امتنعت البنوك عن سداد تلك الشيكات، تراجعت أسعار الأسهم، وتدنى حجم التداول، وتوقف الكثيرون عن دفع قيمة شيكاتهم المترتبة على المعاملات وعقود البيع الأجل، وعجز المتعاملون عن دفع الإلتزامات المالية التي تعهدوا بها نتيجة تشابك الحقوق والإلتزامات. وقد تدخلت الحكومة في العام 1982 عبر "مؤسسة تسوية معاملات الأسهم التي تمت بالأجل" بشراء تعويضي للأسهم من بعض المتضررين.

²²⁶ المادة (2/ب) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

شخص الحصول على ترخيص من الهيئة والتسجيل لدى السوق قبل ممارسة أعماله كشركة للأوراق المالية.²²⁷

فبعد أن حدد المشرع المصري للنشاطات التي تستطيع شركات الوساطة المالية القيام بها، عاد ليؤكد على أنه لا يجوز ممارسة أي من تلك الأنشطة بدون الحصول على الترخيص اللازم لذلك،²²⁸ وكذلك فعل المشرع الأردني،²²⁹ وسنأتي على الإجراءات التي تمر بها الشركة قبل الحصول على الترخيص في المطلب اللاحق.

خلاصة: رأينا فيما سبق بحثه من خلال الفرعين السابقين، كيف أن الأنظمة القانونية تختلف فيما بينها من حيث تنظيم شركات الوساطة المالية، ففيما لا تضع بعض التشريعات أية قيود على شكل شركات الوساطة المالية، نرى البعض الآخر يحصرها في الأشخاص المعنوية، ومضيفاً إلى هذا الشرط قيوداً أخرى تتعلق بإقتصار شركات الوساطة المالية على أنواع محددة من الشركات.

ولكل من النظامين السابق الإشارة إليهما حسناته وسيئاته، خاصة فيما يتعلق بالوسيط الفرد والوسيط الشركة، فإذا كان الوسيط الفرد يحقق نوعاً معيناً وخاصاً من الإئتمان عن طريق الروابط التي قد تصل الوسيط بالمستثمر، كالقربة مثلاً، إلى جانب سرعة الإتصال بينهما، وسرعة تحرك الوسيط، إلا أن الوسيط الشركة قد يحقق أيضاً قدراً عالياً من الإئتمان، خاصة في ظل تجمع رؤوس الأموال من خلال الشركاء مما يزيد من ضمانات سداد الديون.

أضف إلى ذلك أن شركات الوساطة المالية قد تجمع بين جنباتها للعديد من أصحاب الخبرة والكفاءة في عمليات السوق، وبالتالي تساهم إيجاباً في تنمية مدخرات المستثمرين، وكذلك توفر الشركات مبدءاً مهماً في الإستثمار وهو الديمومة والإستمرار.

²²⁷ المادة (42/1) من قانون الأوراق المالية.

²²⁸ المادة (28) من قانون سوق رأس المال المصري.

²²⁹ المادة (8) من قانون سوق عمان المالي.

ومع العديد من الميزات التي ترتبط بكل من هذين النظامين إلا أن الوسيط الشركة الذي تبناه المشرع الفلسطيني يبقى أكثر ضماناً، خاصة في ظل تأثير الوسيط الفرد بعوامل الحياة اليومية كالمرض والهرم والنسيان وتعثر الحركة أحياناً وتلف بعض التجهيزات والموت، أضف إلى ذلك أنه قد لا يتمكن الوسيط الفرد من تلبية جميع أوامر عملائه خاصة في حالة إزدياد أوامر العملاء الموكل تنفيذها إلى الوسيط الفرد.

بينما يستطيع الوسيط الشركة إستدراك ما قد يشوب تنفيذ الأوامر من أخطاء عبر الإستعانة بوسيط آخر في حالة مرض وسيط معين، وكذلك يستطيع توفير أكثر من وسيط لتنفيذ أوامر العملاء مهما بلغت، ثم أن شركات الوساطة المالية تقدم في العادة النصح والإرشاد لعملائها بناء على تحليل يقوم به متخصصون بعمليات التحليل المالي وهو ما قد لا يتوفر للوسيط الفرد.

المبحث الثاني: مراحل بناء شركات الوساطة المالية

شركات الوساطة المالية كغيرها من الشركات تمر بمراحل عدة قبل خروجها إلى حيز الوجود، فهي بحاجة أولاً إلى التأسيس وفق قانون الشركات الساري، ومن ثم يتوجب عليها الحصول على ترخيص الهيئة للعمل في مجال تداول الأوراق المالية وبعد ذلك تحتاج إلى عضوية السوق الذي ستعمل فيه، هذا طبعاً إلى جانب عملية البناء الداخلية للشركة من مقرات وتجهيزات وغيرها من المتطلبات اللازمة للنهوض بشركة الوساطة المالية إلى المستوى الذي تستطيع معه ممارسة مهامها.

المطلب الأول: تأسيس شركات الوساطة المالية

تمر شركات الوساطة المالية بثلاثة مراحل مختلفة، قبل أن يتسنى لها البدء بممارسة مهامها كشركة وساطة مالية، تبدأ أولى هذه المراحل بتسجيل الشركة بموجب قانون الشركات، وبناء على الشروط التي يتطلبها هذا القانون، وبعد ذلك يأتي الدور على المرحلة الثانية التي توجب على شركات

الوساطة المالية الحصول على ترخيص من هيئة سوق رأس المال قبل البدء بممارسة عملها أضيف إلى ذلك ضرورة الحصول على عضوية السوق في المرحلة الثالثة.

وإنطلاقاً مما سبق يمكن تقسيم مراحل نشأة شركات الوساطة المالية إلى ثلاثة مراحل مختلفة، تتعلق الأولى بشركة الوساطة المالية كشركة مساهمة، يرتبط تأسيسها بقانون الشركات، فيما تتعلق الثانية بحصولها على ترخيص هيئة سوق رأس المال للعمل في هذا المضمار، وأما المرحلة الثالثة فهي عضوية الشركة في سوق رأس المال، وفيما يلي تفصيلاً لتلك المراحل.

الفرع الأول: تأسيس شركة الوساطة المالية كشركة مساهمة

رأينا فيما سبق كيف عملت القوانين على تنظيم شركات الوساطة المالية وبخاصة الشكل الذي يستوجبه القانون فيها، فبينما لا تقيد بعض التشريعات الشكل المطلوب في شركات الوساطة المالية نرى البعض الآخر كالمشرع الفلسطيني يتطلب شكلاً محدداً، وهو شكل الشركات المساهمة العامة أو الخصوصية، وأضاف المشرع المصري إليها شركات التوصية بالأسهم، ونظراً لطبيعة دراستنا هذه التي تعنى بواقع شركات الوساطة المالية في فلسطين سنركز دراستنا في هذا الجزء على دراسة تلك الأشكال التي يشترطها المشرع الفلسطيني.

ويشكل قانون الشركات حجر الزاوية في التنظيم القانوني لشركات الوساطة المالية، حيث تتضمن هذه القوانين الإجراءات الضرورية لإنشاء هذه الشركات، إلى جانب القواعد التي تحمي المساهمين فيها، ومع أهمية هذا القانون إلا أنه لا يوجد قانون موحد بين الضفة الغربية وقطاع غزة ينظم هذه المسألة، ففي الضفة الغربية يتم تنظيم الشركات وفق قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964، بالإضافة إلى أن إعتبار وزارة الإقتصاد المرجعية الوحيدة لتسجيل الشركات،²³⁰ بينما تحكم الشركات المساهمة في قطاع غزة بقانون الشركات المساهمة رقم 18 لسنة 1929.

²³⁰ مناخ الإستثمار في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 42.

وقد إشتراط قانونا الشركات الساريان في فلسطين بأن يتم تسجيل الشركة المساهمة أي كانت غاياتها وفق إجراءات خاصة، وفيما يلي هذه الإجراءات:

1. الحد الأدنى للمساهمين: إشتراط القانون أن يكون الحد الأدنى للأشخاص المساهمين في

الشركة المساهمة العامة سبعة أشخاص على الأقل، فيما أجاز المشرع لشخصين أن يؤسسوا

شركة مساهمة خصوصية، على أن لا يزيد عدد هؤلاء المساهمين بأي حال عن خمسين

مساهماً.²³¹

2. تقديم الطلب والمرفقات: يقدم مؤسسوا الشركة طلباً لتأسيسها إلى مراقب الشركات،²³²

مرفقين مع هذا الطلب عقد تأسيسها ونظامها الداخلي.²³³ وفيما أورد قانون الشركات لسنة

1929 نموذجاً لكل من عقد التأسيس،²³⁴ والنظام الداخلي،²³⁵ إلى جانب تحديد محتويات كل

منهما،²³⁶ إكتفى المشرع الأردني بالنص على ضرورة إشمال عقد التأسيس على بعض

البيانات الأساسية،²³⁷ كإسم الشركة الذي يجب أن يشتمل على عبارة "المساهمة المحدودة"،²³⁸

وغاياتها، ومسؤولية الأعضاء المحدودة ومقدار رأس مالها، الذي لا يجب أن يقل في الشركات

المساهمة العامة عن ثلاثين ألف دينار، وألفي دينار في حالة الشركات المساهمة

الخصوصية،²³⁹ فإذا كانت الشركة المنوي تأسيسها شركة مساهمة خصوصية فيجب أن

²³¹ المادة (39/3) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

²³² أطلق قانون الشركات الأردني على الشخص الذي يتولى مهمة تسجيل الشركات إسم "مراقب الشركات" بينما أطلق عليه قانون الشركات لسنة 1929 المطبق في قطاع غزة إسم "مسجل الشركات"، لذلك فكلما ذكر أحد هذين الإسمين سيعني بالضرورة الإسم الآخر أيضاً.

²³³ أنظر المواد (40) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964، والمادة (13) من قانون الشركات لسنة 1929، والمادة (71) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

²³⁴ الذيل الأول الملحق بقانون الشركات لسنة 1929.

²³⁵ الذيل الثالث الملحق بقانون الشركات لسنة 1929.

²³⁶ أنظر المادة (5/1) من قانون الشركات لسنة 1929.

²³⁷ المادة (40/2) من قانون الشركات الأردني للعام 1964. وأنظر أيضاً المادة (70) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960 والمعدلة بموجب المرسوم بقانون رقم 52 بتاريخ 15/6/1999.

²³⁸ المادة (43) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964، و المادة (22) من قانون الشركات لسنة 1929.

²³⁹ المادة (46) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

يحتوي عقد تأسيسها إضافة إلى ما سبق على تقييد لحق تداول أسهمها، ومنع دعوة الجمهور للإكتتاب في أسهمها أو سندات قرضها.

كما إشتراط أن يوقع المؤسسون عقد الشركة أمام كاتب العدل،²⁴⁰ أما بالنسبة لنظام الشركة فقد إكتفى المشرع الأردني بأن يكون موقفاً من قبل المؤسسين، وتحديد مدة الشركة إذا كانت محدودة، ومحل مركزها الرئيس الذي يجب أن يكون موجوداً في المملكة بالنسبة لكل شركة مؤسسة فيها حتى تحصل على الجنسية.²⁴¹

ومع وجود مثل هذا الإختلاف بين القانونين إلا أن محتويات عقد التأسيس والنظام الداخلي تبقى موحدة، وبالتالي يكون شكله موحداً حتى في ظل وجود نموذج محدد لعقدي التأسيس والنظام الداخلي في قانون الشركات للعام 1929، ذلك أن هذين النموذجين؛ نموذجين إختياريين،²⁴² لهما وظيفته إرشادية بالنسبة للمؤسسين.

أما بالنسبة لغايات الشركة التي يجب أن يشتمل عليها عقد التأسيس فقد حددها تركها كل من القانونين للمؤسسين لتحديدها، غير أن قانون الشركات لسنة 1929 بعض الغايات التي إعتبرها غايات مفترضة يجوز للشركة تعاطيها حتى بدون النص صراحة عليها، ومن بين هذه الغايات المفترضة ما جاء في البند (س) الذي إعتبر القيام بأعمال الوكلاء أو السماسرة...، من ضمن الغايات الإفتراضية للشركة ما لم يرد في عقد التأسيس ما يفيد عكس ذلك.²⁴³

وقد إشتراطت تعليمات تسجيل شركات الأوراق المالية أن تقتصر غايات الشركة المتقدمة بطلب الترخيص إلى الهيئة على نشاطات وأعمال الأوراق المالية،²⁴⁴ وهذا يعني بأن أي

²⁴⁰ ولم يشترط قانون الشركات للعام 1929 مثل هذه الشرط مكتفياً بأن "يوقع عقد التأسيس من قبل كل عضو مؤسس بحضور شاهد واحد على الأقل يشهد على صحة توقيعه"، أنظر المادة (5/2) من قانون الشركات لسنة 1929.

²⁴¹ المادة (40/3-4) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

²⁴² فوز عبد الهادي، المرجع السابق، صفحة 51.

²⁴³ أنظر المادة (6) من قانون الشركات للعام 1929، وأنظر أيضاً إلى الذيل الثاني الملحق بالقانون.

²⁴⁴ المادة (3/2) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

شركة ترغب في التعامل بالأوراق المالية والنشاطات المتعلقة بها أن تقصر غاياتها على هذه الأنشطة دون سواها وإلا لم تحصل بعد ذلك على ترخيص الهيئة للتعامل في الأوراق المالية.

3. البت في طلب التسجيل: بعد أن يدرس مراقب الشركات لطلب الشركة يقدم توصيته بشأن الموافقة أو رفض التسجيل للوزير (وزير الإقتصاد)، وقد أوجب قانون الشركات الأردني الساري في فلسطين على الوزير أن يبت في طلب التسجيل خلال مدة ثلاثين يوماً من تاريخ تقديم الطلب، وإذا مرت هذه المدة بدون إصدار القرار أعتبر الطلب مرفوضاً.²⁴⁵ وفي حالتي الرفض الضمني أو الصريح أجاز قانون الشركات الأردني لصاحب العلاقة مراجعة مجلس الوزراء واللجوء إلى محكمة العدل العليا للطعن في قرار الرفض.²⁴⁶

وفي المقابل يرفع مسجل الشركات وفق القانون الساري في قطاع غزة طلب التسجيل إلى وزير الإقتصاد أيضاً الذي يجوز له بمحض إرادته إما أن يجيز تسجيل الشركة أو أن يرفض تسجيلها،²⁴⁷ ولم يشر القانون إلى فترة زمنية محددة يجب على الوزير إصدار قراره فيها، ولم يبين القانون أيضاً ما إذا كان من حق المتضرر من القرار اللجوء إلى أي جهة للاعتراض على قراره الوزير، غير أن القانون الأساسي الفلسطيني المعدل في المادة 30 منه نصت صراحة على عدم جواز النص على تحصين العمل أو القرار الإداري من رقابة القضاء، وبالتالي فإنه يجوز الطعن بناء على هذه المادة في قرار الوزير أمام القضاء الإداري المختص وفق القواعد العامة.

4. تدخل الوزير بطلب التعديل: أجاز قانون الشركات الأردني لسنة 1964 للوزير التدخل بطلب التعديل على عقد التأسيس والنظام الداخلي من المؤسسين بما يتوافق مع القانون

²⁴⁵ المادة (40/5) من قانون الشركات الأردني للعام 1964.

²⁴⁶ المادة (40/6) من قانون الشركات الأردني للعام 1964.

²⁴⁷ المادة (14) من قانون الشركات لسنة 1929. وقد كانت تلك الصلاحيات بموجب القانون المذكور منطوية بالمنسوب السامي ولكن وبعد إصدار قانون نقل الصلاحيات والسلطات رقم 5 لسنة 1995 فقد آلت كل تلك الصلاحيات إلى السلطة الفلسطينية بموجب المادة الأولى من القانون المذكور.

والصالح العام، بما في ذلك الطلب من المؤسسين تحويلها إلى شركة مساهمة عامة، فإذا لم يقيم المساهمين بذلك جاز للوزير رفض طلب التأسيس على أن يضمن قراره أسباب الرفض، ويكون عندها للمؤسسين اللجوء إلى محكمة العدل العليا للطعن في قرار الرفض.

5. التسجيل والنشر: في حالة الموافقة على طلب التأسيس، يستوفي مراقب الشركات الرسوم القانونية، ويسجلها في السجل الخاص بالشركات، ويصدر لها شهادة تسجيل، ويرسل إعلان التسجيل الذي يجب أن يتضمن البيانات المهمة عن الشركة إلى الجريدة الرسمية،²⁴⁸ أما مسجل الشركات وبعد الموافقة على تأسيس الشركة يقوم بإتخاذ التدابير اللازمة لنشر عقد تأسيس الشركة أو خلاصة عنه في الجريدة الرسمية (الوقائع الفلسطينية).²⁴⁹

إعتباراً من تاريخ تسجيلها تصبح الشركة شخصاً إعتبارياً بالإسم المدرج في عقد تأسيسها ويكون لها ختم عام، ويحق لها عندها الشروع في أعمال تغطية الأسهم أو الإكتتاب بها وفق القانون.²⁵⁰ ويستطيع مؤسسي الشركة تغطية كامل قيمة الأسهم وحدهم أو بالإشتراك مع غيرهم دون طرحها للإكتتاب العام، وهم أيضاً طرح أسهمها لإكتتاب العام على أن يكتتب المؤسسون بما لا يقل عن 10% من رأس مال الشركة وي طرح ما تبقى بدون تغطية إلى الإكتتاب العام.²⁵¹

²⁴⁸ المادة (40/9) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

²⁴⁹ المادة (16/3) من قانون الشركات لسنة 1929.

²⁵⁰ المادة (42/1) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

²⁵¹ المادة (50، 51) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

وهنا لا بد من التساؤل حول إمكانية الإكتتاب الخاص بالنسبة للشركات المساهمة العامة؟ وذلك بسبب إختلاط شركات المساهمة العامة بشركات المساهمة الخصوصية في حالة عدم طرح أسهم الشركات المساهمة العامة للإكتتاب العام، فقانون الشركات للعام 1929 يميز الشركات المساهمة الخصوصية عن المساهمة العامة بإحتواء عقد تأسيسها على تقييد حق تداول أسهمها بالإضافة إلى تحديد عدد أعضائها، إلى جانب منعها من طرح أسهمها للإكتتاب العام، المادة (25 مكرر) من قانون الشركات لسنة 1929، وفي ظل عدم توفر هذه الشروط فإن الشركة المساهمة العامة تبقى عامة حتى ولو لم يتم طرح أسهمها للإكتتاب العام. أما بالنسبة لقانون الشركات الأردني للعام 1964، فقد أظهر هذا القانون تناقضاً واضحاً، فمن جهة عرف شركة المساهمة العامة بأنها الشركة التي تعرض أسهمها للإكتتاب العام المادة (2/39/أ) من القانون، فقد سمحت في المادة (50) للشركاء بتغطية رأس مال الشركة وحدهم أو بالإشتراك مع غيرهم، وهنا يجب أن نسأل عن مشروعية الإكتتاب الخاص وفق التشريع الأردني؟ ومن نصوص القانون وبخاصة نص المادة (44) التي ميزت بين الشركات المساهمة العامة والمساهمة الخصوصية فيبين بأن شركات المساهمة العامة تبقى عامة وإن لم يتم طرح أسهمها للإكتتاب العام، وقد إستثنى القانون الأردني في المادة (50) حالتين لا يجوز معهما الإكتتاب الخاص، الأولى إستثمار مشروع ذو إمتياز والثانية مشاريع صناعية يزيد رأس مالها عن خمسين ألف دينار.

وبعد القيام بعملية الإكتتاب أو التغطية يقوم مؤسسي الشركة خلال شهر من تاريخ إغلاق الإكتتاب بتقديم تصريح إلى مراقب الشركات يعلنون فيه عدد الأسهم التي جرى الإكتتاب بها وقيام المكتتبين بدفع الأقساط الواجب دفعها مدعمة بالوثائق المصرفية التي تؤيد ذلك، إضافة إلى تقديم نص الدعوة إلى الإكتتاب وقائمة بعدد المكتتبين والمؤسسين، ونص الدعوة إلى إجتماع الهيئة العامة التأسيسية.²⁵²

ويبحث إجتماع الهيئة التأسيسية في تقرير المؤسسين، كما وينتخب مجلس الإدارة الأول ومدققي الحسابات، بالإضافة إلى الأسهم العينية التي أعطيت للمؤسسين، وكذلك النفقات التأسيسية.²⁵³ أما بالنسبة للشركات التي لم تطرح أسهمها للإكتتاب العام، فإن على المؤسسين تزويد مراقب الشركات تصريحاً يعلنون فيه لأنه قد تم دفع مبلغ لا يقل عن 25% من قيمة رأس المال إلى مصرف مرخص، وأن جرى تغطية رأس المال من قبل المؤسسين أنفسهم أو بالإشتراك مع غيرهم ولم يتم طرح الأسهم للإكتتاب العام، بالإضافة إلى قائمة بأسماء المؤسسين والمساهمين وعدد أسهم كل منهم والمبالغ المدفوعة عنها، وختاماً محضر إجتماع الهيئة التأسيسية.²⁵⁴

وبعد تقديم هذا التصريح من قبل المؤسسين، أو إطلاع المراقب على محضر إجتماع الهيئة التأسيسية المتضمن إعلان تأسيس الشركة نهائياً، وعلى أعضاء مجلس الإدارة الأول، وإقتناعه بصحة الإجراءات يعلم الشركة كتابياً بحقها في الشروع بأعمالها.²⁵⁵

وقد أجازت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية للشركات الأجنبية التقدم بطلب للحصول على ترخيص بممارسة الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية، كما أجازت للبنوك أيضاً التقدم بذات

أنظر في هذا الشأن: فوز عبد الهادي، المرجع السابق، صفحة 70-74.

²⁵² المادة (57) من قانون الشركات الأردني للعام 1964. والمادة (62/1) من قانون الشركات لعام 1929.

²⁵³ المادة (59) من قانون الشركات الأردني للعام 1964. والمادة (62) من قانون الشركات لعام 1929.

²⁵⁴ المادة (60/ب-ج) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964.

²⁵⁵ المادة (60) من قانون الشركات الأردني للعام 1964. والمادة (92) من قانون الشركات لعام 1929.

الطلب،²⁵⁶ ومع ذلك فرضت عليهما شروطاً معينة يجب عليها إتباعها قبل الترخيص لها، وفيما يلي عرض لهذه الشروط:

أولاً: الشركات الأجنبية

أجاز قانونا الشركات الساريان في فلسطين للشركات الأجنبية تعاطي الأعمال التجارية شريطة أن تسجل كشركة أجنبية بمقتضى أحكام القانون،²⁵⁷ وقد أضافت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية شرطين إضافيين يتعلق الأول بأن تكون تلك الشركة شركة مساهمة، وأما الثاني فيقتضي أن تقوم تلك الشركة بتسجيل فرعاً لها في فلسطين.²⁵⁸

ويتم تسجيل الشركات الأجنبية وفق قانونا الشركات وفق الإجراءات التالية:²⁵⁹

1. يقدم طلب التسجيل إلى مراقب الشركات مرفقاً معه الوثائق التالية:

- (1) نسخة مصدقة عن عقد تأسيسها ونظامها الداخلي أو أي مستند آخر تألفت بموجبه يبين كيفية تأسيسها.
- (2) قائمة بأسماء أعضاء مجلس إدارتها وجنسية كل منهم.
- (3) أسماء وعناوين شخص واحد أو أكثر مقيم أو مقيم في فلسطين ومفوض أو مفوضين بقبول التبليغ بالنيابة عن الشركة وبقبول أية إعلانات أو مذكرات يقتضي تبليغها للشركة.
- (4) نسخة مصدقة من سند الوكالة الذي يفوض شخصاً يقطن عادة في فلسطين القيام بأعمال الشركة فيها.

²⁵⁶ المادة (3/7،1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁵⁷ المادة (219) من قانون الشركات الأردني للعام 1964، والمادة (248/1) من قانون الشركات لعام 1929.

²⁵⁸ المادة (3/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁵⁹ المادة (220) من قانون الشركات الأردني للعام 1964، والمادة (248) من قانون الشركات لعام 1929.

2. يتم توقيع الطلب أمام مراقب الشركات أو كاتب العدل.
3. يرفع مراقب الشركات طلب الشركة إلى الوزير مشفوعاً برأيه.
4. في حالة الموافقة على الطلب تستكمل بقية الإجراءات من تحصيل الرسوم والتسجيل والنشر في الجريدة الرسمية.

ثانياً: البنوك العاملة في فلسطين

أتاح المشرع الفلسطيني وفق تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية للبنوك العاملة في

فلسطين ممارسة النشاطات المالية المتعلقة بالأوراق المالية وذلك بعد تلبيتها لعدة شروط هي:²⁶⁰

1. يجوز للبنوك العاملة في فلسطين ممارسة النشاطات المتعلقة بالأوراق المالية شريطة قيامها بذلك عبر شركات تابعة أو حليفة،²⁶¹ وهذا يستوجب على البنوك التي ترغب بالعمل في هذا المجال تأسيس شركة جديدة تسجل وفق القانون.
2. موافقة سلطة النقد على ممارسة البنك لهذا النشاط، فسلطة النقد هي أهم الجهات الرقابية على البنوك وبالتالي فهي أقدر من غيرها على تحديد مدى إنكائية البنك على الخوض في هذا المجال من عدمه.
3. يجب أن تتوفر في الشركة التابعة أو الحليفة تلك الشروط الواجب توفرها في الشركات المؤسسة خصيصاً لهذا الغرض، كالححد الأدنى لرأس المال، والكفالات المصرفية المطلوبة والتي يجب أن تكون صادرة عن بنك مصنف تصنيفاً ممتازاً.²⁶²

²⁶⁰ المادة (3/6) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁶¹ وقد عرفت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية الشركة الحليفة، بأنها الشركة التي تسيطر على شركة أخرى أو يكون مسيطراً عليها من قبل شركة ما أو تشترك مع شركة أخرى في كونها مسيطر عليها من شركة أخرى بنسبة تتراوح بين 20-50% من رأس مالها دون أن يصدر عن الشركة ميزانية موحدة.

أما الشركة التابعة فقد عرفت التعليمات بأنها الشركة التي تخضع لشركة أخرى (الشركة الأم) وتكون مملوكة لها بما لا يقل عن 50% من رأس مالها بما يسمح لها بالتحكم في تكوين مجلس إدارتها.

²⁶² أنظر المادة (3، 4) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

الفرع الثاني: ترخيص شركة الوساطة المالية من قبل هيئة سوق رأس المال

يستوجب القوانين المقارنة على شركة الوساطة المالية تأسيس الشركة وفق قوانين الشركات السارية، فإذا قامت بهذه الخطوة على أكمل وجه إنتقلت إلى الخطوة اللاحقة وهي الترخيص الذي يتوجب عليها شركات الوساطة المالية الحصول عليه من قبل هيئة سوق رأس المال قبل ممارستها أي نشاط.

فبعد حصول الشركة على كتاب مراقب الشركات القاضي بحقها في الشروع بأعمالها، تتقدم شركة الوساطة المالية لهيئة سوق رأس المال للحصول على الترخيص اللازم قبل بدئها بممارسة عملها فعلياً، ويمر طلب الترخيص بأربعة خطوات هي:

1. تقديم الطلب: إذا ما رغبت الشركة بممارسة أي من الأعمال المنصوص عليها سواء في قانون الأوراق المالية أو تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، فإن عليها أن تتقدم بطلب لهيئة سوق رأس المال، ويقدم هذا الطلب في العادة وفق نموذج محدد تعده الهيئة لهذا الغرض، كما ويجب أن يكون هذا الطلب مذيلاً بتوقيع مقدم الطلب بالإضافة إلى شهادته على صحة المعلومات الواردة فيه.

وتعطي أغلب القوانين صلاحية ترخيص شركات الوساطة المالية لهيئة سوق رأس المال، فالقانون الفلسطيني ألزم أي شخص يرغب بممارسة أعمال شركات الوساطة المالية الحصول على ترخيص من الهيئة،²⁶³ وكذلك المشرع المصري حين نص على أنه لا يجوز ممارسة المهام المتعلقة بالأوراق المالية إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة،²⁶⁴ وكذلك فعل المشرع الأردني حين نص على أن طلب الترخيص يقدم خطياً إلى الهيئة وفق نموذج محدد معد من قبلها خصيصاً لهذه الغاية.²⁶⁵

²⁶³ المادة (42/1) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

²⁶⁴ المادة (28) من قانون سوق رأس المال المصري.

²⁶⁵ المادة (48/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني.

وفي مقابل ذلك نص المشرع الكويتي على أن صاحب الصلاحية بنظر طلبات الترخيص هي السوق عبر لجنة السوق، وقد بدا بذلك مخالفاً لما جرى عليه العمل في القوانين المقارنة التي أعطت تلك الصلاحية للهيئة وجعلت دور السوق دوراً إضافياً أو مسانداً.²⁶⁶

2. مرفقات ومشتملات الطلب: نصت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية الصادرة عن هيئة سوق رأس المال على ضرورة إحتواء الطلب على بعض المعلومات المهمة إلى جانب إرفاق بعض المرفقات الضرورية وهي على النحو التالي:²⁶⁷

- 1- إسم وعنوان مقدم الطلب.
- 2- نوع الشركة ورقم وتاريخ تسجيلها في سجل الشركات.
- 3- شهادة تسجيل الشركة على أن يوضح فيها أسماء أعضاء مجلس إدارتها والمفوضين بالتوقيع عنها ونموذج توقيعه.
- 4- أسماء وعناوين أعضاء الإدارتين العليا والتنفيذية للشركة ونبذة عن سيرتهم الذاتية والمسمى الوظيفي لكل منهم، بالإضافة إلى صور هوياتهم أو جوازات سفرهم.
- 5- عقد التأسيس والنظام الداخلي.
- 6- طبيعة عمل مقدم الطلب وصفته.
- 7- أسماء المالكين للشركة وعناوينهم ومقدار حصة كل واحد منهم، أو إسم كل من يملك 5% أو أكثر من رأس مال الشركة.
- 8- الهيكل التنظيمي ودراسة الجدوى الأولية للشركة، وخطة عملها متضمنة البيانات المالية المتوقعة للشركة خلال الأربعة والعشرون شهراً التالية لمباشرتها لعملها.
- 9- إسم مدقق حسابات الشركة الذي يجب أن تعتمده الهيئة.

²⁶⁶ المادة (3/1) من مرسوم بشأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في السوق.

²⁶⁷ المادة (7) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (48/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني، والمادة (7) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

- 10- إجراءات العمل المنوي تنفيذها.
- 11- أسس إحتساب العمولات أو بدل الخدمات التي سيتم إستيفاؤها من العملاء.
- 12- قائمة بالنشاطات المنوي ممارستها.
- 13- نماذج لإتفاقية التعامل، وفتح الحساب، وكشوف حساب العملاء الدورية، والكشوف التنظيمية اللازمة لسير العمل، على أنه يجوز تزويد الهيئة بتلك الكشوف بعد الحصول على الترخيص.
- 14- دليل إمتثال ويتضمن إجراءات الرقابة الداخلية التي ستقوم بها الشركة على الأعمال المنوي ممارستها.
- 15- تعهد بتقديم إتفاقية العضوية مع السوق.
- 16- ويجوز للهيئة طلب أوراق ومستندات إضافية في حاجة إستدعت الحاجة ذلك.
3. قرار الهيئة والقيد في السجل: وضعت تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية العديد من الشروط التي يجب توفرها في شركات الوساطة المالية قبل بدئها بممارسة عملها المتعلق بالأوراق المالية، وقد جاء النص على تلك الشروط في سياق المادة الثالثة من التعليمات، وقد سبق وأن أشرنا إلى تلك الشروط في سياق بحثنا عن الشخص المعنوي المصرح له بالعمل في مجال الأوراق المالية، ومن هذه الشروط شرط الشكل وشرط الجنسية والحد الأدنى لرأس المال، وغيرها من الشروط. ويكون للهيئة أن تتخذ الإجراءات الضرورية واللازمة للتحقق من صحة المعلومات الواردة في الطلب ومرفقاته،²⁶⁸ بالإضافة إلى توافر تلك الشروط. وبناء على ذلك وبعد التأكد مما جاء في الطلب وتوافر الشروط التي نص عليها القانون، تصدر الهيئة قرارها بالموافقة على طلب الترخيص أو رفضها له خلال ستين يوماً من تاريخ

²⁶⁸ المادة (8/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (9/ب) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

تقديم الطلب،²⁶⁹ فإذا ما قدم الطلب غير مستكماً اعتبر الطلب ملغىً إذا لم يقدمه بإستكماله خلال مدة ستة أشهر من تاريخ تقديمه.²⁷⁰

ولم يورد قانون الأوراق المالية الفلسطيني أو تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية ما هو الوضع لو أن طلب الترخيص قد رفض من قبل الهيئة، أو أن مدة الستين يوماً التي نص عليها القانون قد مضت بدون صدور قرار من الهيئة بالموافقة أو الرفض، كما فعل المشرع المصري حين إشتراط أن يكون قرار الهيئة مسيئاً، وأجاز التظلم منه أما لجنة التظلمات.²⁷¹ ومع ذلك وفي الحالة الأولى فلا يعتبر رفض الهيئة حاجزاً أمام حق مقدم الطلب في الطعن في قرار الهيئة أمام محكمة العدل العليا، وذلك إستناداً للقانون الأساسي الذي يحظر تحصين أي قرار أو عمل إداري من رقابة القضاء،²⁷² وبالتالي يجوز الطعن في قرار الهيئة بالرفض أمام محكمة العدل العليا صاحبة الإختصاص بنظر مثل هذه الأمور.

أما بالنسبة للحالة الثانية فمن المستقر في القانون الإداري سواء في فلسطين أو غيرها بأن مضي المدة بدون صدور قرار بالموافقة أو الرفض تعني رداً سلبياً، وعليه يكون عدم الرد على طلب الترخيص قراراً من الهيئة برفض الطلب، وبالتالي يخضع هذا القرار لذات خطوات الطعن الواردة على القرار الصريح بالرفض.²⁷³

وبعد حصول شركة الوساطة المالية على الترخيص اللازم من قبل الهيئة تقوم الهيئة بإدراج إسم شركة الوساطة المالية ضمن الشركات المرخص لها بالعمل في هذا المجال، في

²⁶⁹ المادة (43/1) من قانون الأوراق المالية، والمادة (8/2) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (48/هـ) من قانون الأوراق المالية الأردني، والمادة (9/ج) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، والمادة (28) من قانون سوق رأس المال المصري.

²⁷⁰ المادة (8/3) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁷¹ المادة (28) من قانون سوق رأس المال المصري.

²⁷² المادة (1، 30/2) من القانون الأساسي المعدل للعام 2003.

²⁷³ في سبيل ذلك أنظر قرار محكمة العدل العليا الأردنية رقم 272/1996 والقاضي بأن عدم اتخاذ أي قرار بالرفض أو القبول رغم مرور المدة المنصوص عليها في قانون محكمة العدل العليا يعتبر قراراً ضمناً بالرفض.

قائمة تعد خصيصاً من قبل الهيئة لهذا الغرض، ويدرج في هذه القائمة إلى جانب شركات الوساطة المالية، مستشاري الإستثمار والموظفين الإداريين والمستشارين الماليين والمهنيين.²⁷⁴

4. إنتهاء الترخيص وتجديده: ينتهي الترخيص الممنوح لشركة الوساطة المالية في 31 كانون الأول من كل عام، فإذا ما رغبت شركة الوساطة المالية بتجديد ترخيصها فإن عليها أن تقدم طلباً خطياً بذلك إلى الهيئة، قبل مدة سنتين يوماً على الأقل من إنتهاء موعد الترخيص، وبعد دفع الرسم السنوي المقرر من قبل الهيئة.²⁷⁵

ومن الجدير ذكره بأن شركات الوساطة المالية بحاجة إلى ترخيص أي من النشاطات التي ترغب بممارستها، فإذا ما رغبت بممارسة أعمال مدير الإصدار مثلاً إلى جانب أعمال الوساطة المالية فإن عليها الحصول على ترخيص من قبل الهيئة بممارسة هذا النشاط، إلى جانب ما يستتبعه ذلك من زيادة رأس مالها إذا كان أقل من مجموع الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب لكلا النشاطين.²⁷⁶

ومع ذلك يجوز لشركة الوساطة المالية المرخص لها من قبل الهيئة أن تقوم بأعمال مستشار للإستثمار دون الحاجة إلى ترخيص إضافي من الهيئة، ولكن لا يجوز لمستشار الإستثمار القيام بالأعمال الخاصة بشركة الوساطة المالية دون ترخيص إضافي من قبل الهيئة.²⁷⁷ إلا أنها وفي هذه الحالة يجب عليها تعيين شخص أو أشخاص مرخصين من قبل الهيئة للقيام بأعمال مستشار الإستثمار، وتصدر تلك الإستشارات بإسم الشركة، كما أنه لا يجوز لها ممارسة تلك المهنة إلا في حالة ذكر تلك المهمة ضمن المهام التي تقدمت بها للهيئة للحصول على ترخيص.²⁷⁸

²⁷⁴ المادة (43/2) من قانون الأوراق المالية.

²⁷⁵ المادة (9) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (10/أ) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

²⁷⁶ المادة (3/8) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁷⁷ المادة (42/2) من قانون الأوراق المالية.

²⁷⁸ البند تاسعاً (1، 2) من شروط وأحكام منح الترخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الإستثمار رقم 1 لسنة 2008، والصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 1/4/2008.

وقد إشتطرت الهيئة الفلسطينية في شروط وأحكام منح الترخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الإستثمار تلك الشروط السابق ذكرها، إذا ما رغبت الشركة بممارسة مهمة مستشار الإستثمار في حدود تعاملاتها مع عملائها، أما إذا ما رغبت في التوسع لتقدم إستشاراتها للغير عندها وجب عليها أن تحصل على ترخيص إضافي بما في ذلك الإلتزام الحد الأدنى من رأس المال اللازم في تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.²⁷⁹

إن هذا التفريق بين تقديم الإستشارات لعملاء الشركة أم للغير قد يجد مبرراته في أن النص العام الوارد في تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية قد يخلق نوعاً من الإرباك في التعامل في سوق الأوراق المالية خاصة وأن الشركات قد تستغل مثل هذا النص لإعطاء إستشارات من قبل أشخاص غير مختصين أو بدون دراسات وأبحاث وبالتالي يؤدي بالضرر للمستثمرين وبالسوق، وبالتالي فقد كان على الهيئة ضرورة تنظيم هذا النشاط.²⁸⁰

وقد يكون هذا التبرير له منطق، إلا أنه أبداً لا يتفق مع النص الوارد في تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية القاضي بإمكانية شركة الوساطة المالية الحاصلة على ترخيص من قبل الهيئة تقديم إستشارات تتعلق بتداول الأوراق المالية وتوجيه الإستثمارات، فهذا التدخل عبر تلك الشروط السابق الإشارة والصادرة بالإستناد لتعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية لا تتفق بأي شكل من الأشكال مع النص العام الوارد في التعليمات وبالتالي فإن تلك التقييدات على تقديم الإستشارات لا تتفق معه، فإذا ما أرادت الهيئة تعديل ذلك النص -وهذا حقها- فإن عليها أن تعدله في تلك التعليمات، أو أن تصدرت تلك الشروط في تعليمات تحمل نفس المستوى القانوني، لا أن تصدر شروط بالإستناد إليها ولا تتفق معاً وتضع قيود لم توجدتها تلك التعليمات.

²⁷⁹ البند تاسعاً (3، 4) من شروط وأحكام منح الترخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الإستثمار.

²⁸⁰ مقابلة أجريت مع الموظف في الشؤون القانونية لإدارة الرقابة على الأوراق المالية التابعة لهيئة سوق رأي المال الفلسطينية أمجد قبها، بتاريخ 17/8/2008، وذلك في الساعة 11:30 في مقر الهيئة في البيرة.

ومرة أخرى إذا ما أرادت الشركة ممارسة أي عمل من أعمال شركات الوساطة المالية إلى جانب عملها فإن ذلك يفرض عليها شروطاً خاصة، كتجنب التضارب في المصالح نتيجة ممارسة الشركة لأكثر من نشاط، عن طريق وضع الإجراءات الكفيلة بتجنب هذا التعارض،²⁸¹ أضف إلى ذلك بأن عليها أن تفصل بين رؤوس الأموال وأن تفتح حساباً فرعياً لكل نشاط.²⁸²

الفرع الثالث: عضوية شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية

كما أن ترخيص شركة الوساطة المالية من قبل الهيئة شرط لممارستها لمهامها كشركة وساطة مالية، فإن حصول الشركة على عضوية السوق شرط آخر لممارسة أعمالها داخل السوق، ويجب على الشركة الراغبة بالحصول على عضوية السوق أن تقدم طلباً خطياً للسوق وفق نموذج محدد معتمد من قبل السوق، على أن يحتوي الطلب على المعلومات التالية:²⁸³

1. نبذة عامة عن الشركة مقدمة الطلب.
2. تحديد جنسية الشركة.
3. عنوان المقر الرئيسي للشركة وفروعها.
4. أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة وعناوينهم ومؤهلاتهم العلمية، وأسماء الأشخاص المفوضين بالتوقيع عنها.
5. النشاطات المالية التي تنوي ممارستها والتي حصلت على ترخيص الهيئة بخصوصها.
6. رأس مال الشركة المصرح به والمكتتب به والمدفوع.
7. البيانات المالية للشركة المتقدمة عن السنين السابقة، أو دراسة جدوى بالنسبة للشركات حديثة التأسيس.

²⁸¹ المادة (2/4) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁸² المادة (3/10) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

²⁸³ المادة (7) من نظام العضوية، والمادة (9/أ) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004.

8. كشف بأسماء المساهمين والشركاء الرئيسيين ونسبة مساهمة كل منهم في رأس مال الشركة.

9. القضايا التي تكون الشركة أو أحد مساهميها أو مستخدميها طرفاً فيها.

10. إقرار بصحة المعلومات الواردة في الطلب.

ويجب أن يرفق مع الطلب بعض الوثائق التي تثبت صحة ما جاء في الطلب،²⁸⁴ وهذه الوثائق التي يتطلب نظام العضوية إرفاقها تشبه إلى حد بعيد تلك التي تتطلبها الهيئة ابتداءً، إلى جانب بعض المرفقات الجديدة وأهمها؛ إقرار يتضمن موافقة الشركة على قيام السوق بتزويد أية جهة مختصة بالمعلومات الخاصة بالشركة، وخطة الشركة المتعلقة بتوظيف مواطنين لتوطين المهنة في حال كان موظفيها من غير الفلسطينيين، ومخطط هندسي لمكتب الشركة الرئيس والفروع التابعة لها،²⁸⁵ تتوفر فيه الأجهزة اللازمة لعملها وفقاً للمواصفات المحددة من قبل السوق.²⁸⁶

يقدم طلب العضوية إلى لجنة العضوية في السوق التي تزوده بإيصال يفيد بتسليمها لطلبه وتاريخه ورقم تدوينه في سجل الطلبات، ومن ثم تقوم اللجنة بفحص الطلب ومرفقاته وتبلغ الشركة مقدمة الطلب خلال أسبوع بالمستندات اللازمة على أن تقوم الأخيرة بإستيفاء تلك الأوراق خلال فترة أسبوعين كحد أقصى، وترفع اللجنة توصيتها إلى المدير التنفيذي للسوق خلال واحد وعشرين يوماً من تاريخ تقديم الطلب، فإذا كانت التوصية بالرفض فيجب أن يكون قرار اللجنة مسبباً، ويرفع المدير التنفيذي بتوصيته بالإضافة إلى توصية لجنة العضوية إلى مجلس إدارة السوق الذي يتخذ قراره خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إستلامه.²⁸⁷

²⁸⁴ أنظر أيضاً المادة (3) من قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية.

²⁸⁵ المادة (8) من نظام العضوية.

²⁸⁶ أنظر المواد (2/3/هـ، 15) من نظام العضوية.

²⁸⁷ المادة (8/3-6) من نظام العضوية، المادة (10) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004. وقد تعرضت قواعد العضوية في بورصتي الأوراق المالية في القاهرة والإسكندرية إلى تلك مسألة العضوية، فيتم تقديم طلب العضوية إلى لجنة العضوية في البورصة، والتي تنظر في الطلب خلال ثلاثين يوماً، ويبلغ القرار إلى صاحب الشأن خلال ثلاثة أيام، وفي حالة رفض الطلب يجوز التظلم من قرار الرفض خلال ثلاثة أشهر من صدوره، المادة (7) من قواعد العضوية في بورصتي الأوراق المالية في

وفي حالة موافقة السوق على الطلب يتم إبلاغ الشركة طالبة العضوية خلال ثلاثة أيام بذلك، وتقوم السوق بتسجيل الشركة كعضو في السجل الخاص المعد من قبل السوق لهذا الغرض، وتعطي لها رقماً متسلسلاً، وتوقع مع الشركة إتفاقية العضوية، وتخطر الهيئة بذلك.²⁸⁸

أما إذا كان القرار بالرفض فيجوز للشركة الاعتراض على هذا القرار من خلال نظام فض المنازعات، ولا تستطيع الشركة تقديم طلب جديد إلا بعد مرور ستة أشهر على الأقل إذا قررت لجنة فض المنازعات التي تنظر في الشكوى خلاف ذلك،²⁸⁹ بينما إعتبر المشرع الكويتي قرار اللجنة في هذه الحالة نهائياً لا يمكن الطعن فيه ولم يجز تقديم طلب جديد من قبل شركات الوساطة المالية قبل مضي سنة كاملة على قرار الرفض،²⁹⁰ كما لم يشترط المشرع الكويتي أن يكون القرار مسبباً.²⁹¹

وتمر العضوية في سوق فلسطين للأوراق المالية بمرحلتين أساسيين، أما المرحلة الأولى فيتم خلالها حصول الشركة على الموافقة المبدئية على عضوية السوق، حتى يتسنى لها إكمال إجراءات ترخيصها لدى الهيئة، ومن ثم تحصل على الموافقة النهائية في المرحلة الثانية. وفيما يلي تفصيل لتلك المراحل:

المرحلة الأولى: مرحلة الحصول على الموافقة المبدئية لعضوية السوق، ويشترط للحصول على الموافقة المبدئية أن تكون الشركة قد تقدمت بطلب الترخيص للهيئة، وأن يكون هذا الطلب قد حول للسوق للنظر فيه،²⁹² ولدى نظر السوق لذلك الطلب فإنها تنظر وبوجه الخصوص إلى مجموعة من الأمور،²⁹³ وفي مقدمتها كون الشركة مؤسسة ومسجلة في فلسطين فإذا كانت الشركة طالبة العضوية شركة أجنبية فيجب أن يكون نشاطها في فلسطين عن طريق فرع أو شركة تابعة أو حليفة.

القاهرة والإسكندرية.

²⁸⁸ المادة (11) من نظام العضوية.

²⁸⁹ المادة (10) من نظام العضوية.

²⁹⁰ المادة (3/3،2) من مرسوم بشأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

²⁹¹ المادة (22) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت.

²⁹² المادة (1/2) من نظام العضوية.

²⁹³ المادة (2) من نظام العضوية.

كما تنظر السوق إلى غايات الشركة بموجب نظامها الداخلي وعقد تأسيسها والذي يجب أن يكون محصوراً في تلك الغايات التي نص عليها القانون، فإذا ما رغبت بممارسة عمل آخر فيشترط أن تحصل على ترخيص بذلك من الجهة صاحبة الإختصاص وهي الهيئة، إضافة إلى الفصل الكامل بين تلك الأنشطة. كما وتدقق السوق في رأس مال الشركة، وأعضاء مجلس إدارتها من حيث نسبة أصحاب الخبرة في المجال الذين لا يجب أن تقل نسبتهم عن 30% من مجموعهم، إلى جانب تدقيق فيما إذا كان أحدهم عضواً في مجلس إدارة شركة عضو أخرى أو أية وظيفة أخرى في تلك الشركة، أو عضواً في مجلس إدارة شركة مدرجة.

وتلتزم الشركة في هذه المرحلة بتقديم تعهد خطي للسوق بالالتزام بقواعد السوق، إلى جانب إلزامها بقبول حق السوق بفرض العقوبات والإجراءات الإحترازية التي تنص عليها القوانين، وكذلك عدم توظيف أي شخص كمسؤول إداري أو مستشار مالي أو مهني يتعاطى تداول الأوراق المالية ما لم يكن قد رخص له من الهيئة وسجل لدى السوق.

ويجوز للسوق تعديل تلك الشروط بموافقة الهيئة وتصبح سارية في حق الشركات الأعضاء من تاريخ إخطارها خطياً بذلك، ويكون على الشركة العضو أن توفق أوضاعها بناء على الشروط الجديدة خلال الفترة التي تحددها السوق.²⁹⁴

المرحلة الثانية: مرحلة الموافقة النهائية،²⁹⁵ بعد أن تحصل الشركة على الموافقة المبدئية من قبل السوق على عضويتها فيه، يصبح المجال أمامها مفتوحاً للحصول على الترخيص اللازم من الهيئة، ويكون ترخيص الهيئة هذا هو أول شرط للحصول على الموافقة النهائية من قبل السوق، أما الشرط الثاني فهو أن تقوم الشركة بفتح حساب تسوية لدى بنك التسوية، كما ويجب عليها أن تشترك في أي صندوق أو تأمين مشترك تؤسسه السوق، كما يجب عليها أن تقدم الكفالات المالية المطلوبة

²⁹⁴ المادة (2/4،3،2) من نظام العضوية.

²⁹⁵ المادة (3) من نظام العضوية.

كما يجب على الشركة أن توفر مقرأً لنشاطاتها يكون مستوفياً لشروط التي تتطلبها السوق ومحتوياً على جميع الإمكانيات اللازمة، كما يجب عليها على الأقل تعيين مديرٍ عامٍ للشركة، ونائبٍ له، ووسيطٍ معتمدٍ واحدٍ على الأقل بالإضافة إلى مديرٍ ماليٍ توافُق عليه السوق.

كما وتلتزم الشركة بتسديد المبالغ المستحقة في ذمتها كدفع رسوم العضوية والتداول ورسم الإنتساب الذي يدفع لمرة واحدة، بالإضافة إلى رسوم وعمولات مركز الإيداع،²⁹⁶ وربطها في شبكة إتصالات السوق، بالإضافة إلى تعهداتها بدفع مساهماتها وإشتراداتها في صناديق ضمان عمليات التسوية وحقوق المستثمرين وغيرها من الصناديق التي نص عليها القانون، كما وتلتزم بتنفيذ برامج التدريب والتطوير التي تقررها السوق، بالإضافة إلى العديد من الإلتزامات المهنية التي تتطلب المحافظة على مستويات محددة من الخدمة للجمهور، وصناعة الأسواق، والإفصاح وفقاً لنظام الإفصاح.

رأينا فيما سبق كيف أن تأسيس وترخيص شركات الوساطة المالية يمر بمراحل مختلفة، ابتداءً بتأسيسها وفق قانون الشركات، مروراً بالحصول على ترخيص الهيئة وعضوية السوق، وأينا كيف يحكم ترخيص شركات الوساطة المالية بتعليمات الترخيص الصادرة عن الهيئة، وكيف تحكم العضوية بنظام العضوية الصادر هو الآخر عن الهيئة.

وبعد أن إستعرضنا لآليات تسجيل وترخيص شركات الوساطة المالية لتتمتع بالشخصية القانونية بعدها، إلا أن هذا الوجود القانوني للشركة محكوم بظروف معينة، ففي العادة تحدد قوانين الشركات أحوالاً معينة تنتهي فيها تلك الشخصية المعنوية للشركة وبالتالي تصفيتها، و تصفى الشركة إما تصفية إختيارية بقرار من جمعيتها العامة غير العادية أو تصفية إجبارية (بحكم) نهائي من المحكمة أو بحكم القانون أو عقد التأسيس.²⁹⁷

²⁹⁶ المادة (18/1) من نظام العضوية.

²⁹⁷ أنظر المواد (142) من قانون الشركات المساهمة لسنة 1929، والمادة (182) من قانون الشركات الأردني لسنة 1964، والمادة (289) من مشروع قانون الشركات الفلسطيني، والمادة (252) من قانون الشركات الأردني للعام رقم 22 لسنة 1997، والمادة (244) من قانون الشركات الكويتي رقم 15 لسنة 1960 كما أضيفت بالمرسوم بقانون رقم 52 بتاريخ 15/6/1999.

وينص القانون أو عقد التأسيس في العادة على حالات تنتهي فيها الشركة، فقانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964 والساري في الضفة الغربية يحدد في المادة 183 بعض تلك الحالات؛ كإتمام المدة المعينة للشركة أو إتمام الغاية التي نشأت من أجلها، أو وقع حادث نص عليه عقد التأسيس ينهي بوقوعه الشركة.²⁹⁸

وإلى جانب إنتهاء شركة الوساطة المالية بحسب القواعد العامة في قانون الشركات، فهناك العديد من الحالات التي قد تنتهي فيها شركات الوساطة المالية بهذه الصفة كإنتهاء ترخيصها من الهيئة أو عضويتها في السوق بدون تجديده، وكذلك إنهاء الترخيص أو العضوية كإجراء عقابي وتأديبي نتيجة قيام الشركة ببعض الأمور أو تخلفها عن تنفيذ بعض إلتزاماتها.

كما يكون للشركة أن تطلب إنهاء عضويتها في السوق، وفي هذه الحالة يترتب عليها تقديم كتاب خطي للسوق بنيتها تلك مبينة فيه الأسباب وراء هذا الطلب مرفقة معه البيانات المالية المدققة للشركة حتى تاريخ تقديم الطلب توضح فيه ما إذا كانت الشركة قادرة على الوفاء بإلتزاماتها تجاه عملائها، بالإضافة إلى شهادة من مدقق حسابات قانوني توافق عليه الهيئة.²⁹⁹

وبعد أن تتأكد السوق من صحة المعلومات الواردة في الطلب يرفع المدير التنفيذي بتوصيته إلى اللجنة التنظيمية التي تقدم هي الأخرى توصيتها للسوق، ويتم رفع تلك التوصيات إلى الهيئة لتصدر القرار المناسب خلال سبعة أيام من تاريخ إستلامها لتوصية السوق، وفي حالة الرفض يكون للشركة الإلتجاء للإعتراض على القرار عبر نظام فض المنازعات.³⁰⁰

كما ويجوز للهيئة إلغاء الترخيص الممنوح للشركة أو يجوز للسوق إنهاء عضوية الشركة فيه، وقد حددت القوانين بعض الحالات التي يجوز للهيئة أو للسوق إنهاء عضوية الشركة، وبالتالي فقـدانها لصفة شركات الوساطة المالية، وإنتهاء الشركة حيث أن هذه الشركات يكون هدفها هو العمل على

²⁹⁸ أنظر أيضاً المادة (41) من نظام العضوية.

²⁹⁹ المادة (31) من نظام العضوية، والمادة (34) من قانون سوق رأس المال المصري.

³⁰⁰ المواد (32-35) من نظام العضوية.

تداول الأوراق المالية فإذا إستحال ذلك فقدت الشركة صفة وجودها وأصبحت غير ذات محل وبالتالي
وجب تصفيته، وسنقوم بالتعرض إلى حالات إلغاء العضوية أو إنهاء الترخيص لدى تعرضنا لمسؤولية
شركات الوساطة المالية.

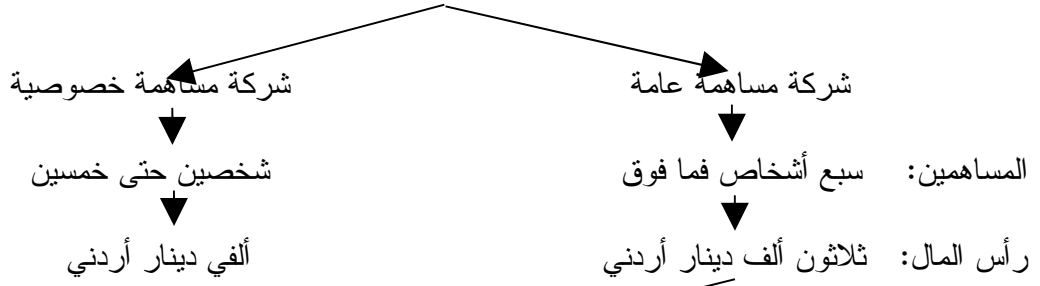
ولدى إستعراضنا لتلك الإجراءات التي تمر بها شركات الوساطة المالية قبل أن يسمح لها
بممارسة مهامها كشركات للأوراق المالية، نجد بأن تلك الإجراءات طويلة ومعقدة، وتتسبب بإعاقة
الإستثمار، ويمكن مناقشة تلك الإجراءات من خلال بعض النقاط على النحو التالي:

1. من حيث التأسيس، فإذا كانت الشركات المساهمة عموماً وشركات الوساطة المالية
خصوصاً تدخل ضمن صلاحيات الهيئة في العديد من الجوانب كالصلاحيات الرقابية مثلاً،
فما هو الداعي لبقاء تسجيل تلك الشركات بيد مراقب الشركات الذي يعمل تحت إطار
وزارة الإقتصاد، فلماذا لا يتم دمج وظيفة مراقب الشركات ضمن وظائف الهيئة ذاتها،
ليعمل على تخفيف المعاملات والتقليل من البيروقراطية التي تعيق الإستثمار.
2. من حيث طلبي الترخيص والعضوية، من الملاحظ على هذين الطلبين بأنهما يحتويان
على ذات المتطلبات، وبخاصة مرفقات الطلب، وإذا كان الحال كذلك، فلماذا لا يتم التعاون
بشكل أكبر بين الهيئة والسوق للتخفيف من الإجراءات الطويلة قبل الحصول على
الترخيص والعضوية.

فإذا كان طلب الترخيص سيحول إلى السوق ليدرسه ويبدى ملاحظاته للهيئة، فلماذا لا
يكون الطلب المقدم للهيئة يشمل الطلب الذي يجب أن يقدم للسوق في ظل تشابههما إلى حد
بعيد؟ ولماذا يقدم طلب لعضوية السوق والطلب المقدم للهيئة سيحول إليه؟

الشكل التالي يوضح المراحل التي تمر بها شركات الوساطة المالية والسابق الإشارة إليها حتى

بدءها فعلياً بممارسة عملها



يطلب التسجيل إلى مراقب / مسجل الشركات يرفق معه عقد التأسيس والنظام الداخلي ويشتمل الطلب

على البيانات الأساسية للشركة والشركاء

يجاب على الطلب خلال 30 يوم وتسجل الشركة في حال الموافقة في سجل الشركات وينشر في الجريدة

الرسمية / نشرة وزارة الإقتصاد

تقوم الشركة بإجراء عملية الإكتتاب أو تغطية رأس المال بحسب القانون

إجتماع الهيئة العامة التأسيسي

تمنح الشركة شهادة التسجيل بعد إتمام الإجراءات

ترخيص الهيئة

يقدم طلب الترخيص على نموذج معد من قبل الهيئة يحوي على معلومات الشركة والشركاء

ويرفق مع الطلب بعض الأوراق كعقد التسجيل والنظام الداخلي وتعهد بتقديم إتفاقية العضوية

يحول الطلب إلى السوق ليقوم بدراسته ومن ثم يعطي موافقته الأولية على الطلب

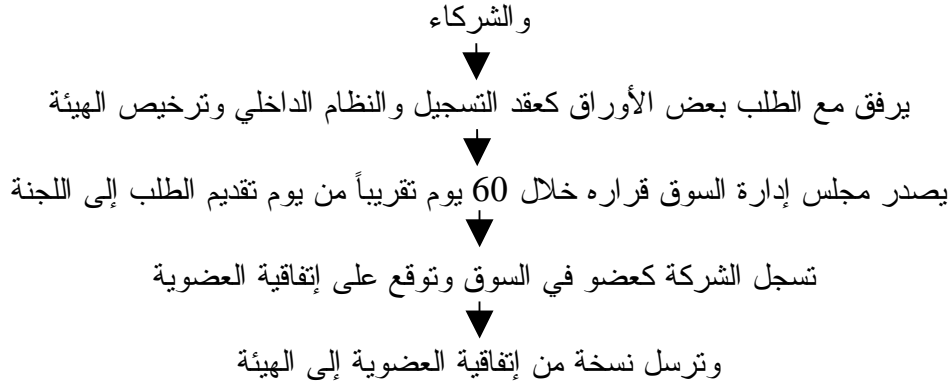
تصدر الهيئة قرارها خلال 60 يوم من تقديم الطلب

في حالة الموافقة تدرج الشركة في سجل خاص وتمنح ترخيصاً بالعمل لمدة عام وتدفع الشركة رسوم

الترخيص

عضوية السوق

يقدم طلب العضوية إلى لجنة العضوية في السوق على نموذج معين يحوي معلومات عن الشركة



المطلب الثاني: التنظيم الداخلي لشركات الوساطة المالية

تتدخل القوانين في العادة في تنظيم شركات الوساطة المالية من الداخل تماماً كما تدخلت في وقت سابق في تنظيمها من الخارج، أضف إلى ذلك تنظيمها لآليات عملها، ويأتي تدخل القانون هذا ليضع آليات وأسس للتعامل داخل شركات الوساطة المالية مع السوق والهيئة من جهة ومع عملاء الشركة من جهة أخرى.

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لشركات الوساطة المالية

ونقصد بالهيكل التنظيمي: ذلك التنظيم الذي يحكم تلك الشركات سواء من حيث عدد الموظفين ومسمياتهم الوظيفية، أو الحد الأدنى من الإمكانيات التي يجب على شركة الوساطة المالية توفيرها في المقر الرئيسي للشركة أو فروعها.

أولاً: التنظيم الإداري لشركات الوساطة المالية

تنظيم شركة الوساطة المالية يتطلب التخطيط والتنسيق وتنظيم علاقات الموظفين في الشركة بما يضمن فعاليتها، وترتبط تلك الفعالية بالتنظيم الإداري للشركة. ونقصد بالتنظيم هنا المفهوم العام له والقاضي بوضع الموظف في المكان المناسب له بما يخلق نوعاً من الروابط بين هؤلاء الموظفين وصولاً إلى تحقيق نوع من التكامل بينه وبين بقية الموظفين.

ويعرف التنظيم الإداري للمؤسسة بالإطار الذي تتعاون بداخله الجهود البشرية لتحقيق هدف عام، ويعرف أيضاً بالنظام الذي تتداخل فيه علاقات مجموعة من الأفراد المكونين للتنظيم، ومع ذلك ومهما تعددت تعريفات التنظيم فإن هناك عناصر رئيسية لابد من توافرها في التنظيم الإداري وهي:³⁰¹

1. وجود هدف محدد ومتفق عليه، والهدف في حالتنا هذه هو تحقيق شركة الوساطة المالية لغاياتها.

2. وجود نشاط وعمل يؤدي إلى الهدف.

3. وجود أفراد تقوم بينهم علاقات ويشتركون في استخدام الإمكانيات المادية للوصول إلى الهدف.

وبناء على ما سبق يمكن القول بأن أولى أولويات التنظيم الهيكلي لشركة الوساطة المالية هو التنظيم الإداري لها، وقد تدخلت التشريعات المقارنة في هذا الشأن وفرضت على شركات الوساطة المالية تعيين عدد من الموظفين يمكن لشركة الوساطة المالية البدء من خلاله بممارسة المهام المرخص لها بالعمل فيها، أضف إلى ذلك تحديد المسميات الوظيفية لهؤلاء الموظفين.

وهذا يعني بأن المشرع تدخل في موضوع تنظيم شركات الوساطة المالية حتى فيما يتعلق بتعيينها لموظفيها، فقد وضعت العديد من الشروط على الشركة لتعيين موظفين بدرجات وظيفية مختلفة، إلى جانب وضع الشروط أمامها لتعيينهم من تخصصات محددة، حتى أنها لم تترك -كما سنرى لاحقاً-

³⁰¹ سوسن الذهب، التنظيم الإداري وبناء الهياكل التنظيمية، على الرابط

لشركة الوساطة المالية إختيار موظفيها بحسب رغبتها، إنما قيدت تلك الحرية بحصول بعض الفئات من الموظفين على تراخيص خاصة من هيئة سوق رأس المال والسوق.

وقد وضع نظام العضوية لشركات الوساطة المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية شرطاً على الشركات التي ترغب بالإنضمام لعضوية السوق أن تعين على الأقل بعض الموظفين حتى تتمكن من الحصول على العضوية وبالتالي تباشر عملها كشركة مصرح لها بالعمل في السوق، وهذا الحد الأدنى للموظفين الذين حددهم النظام يشتمل على:³⁰²

1. مدير عام متفرغ للعمل في الشركة.

2. نائب مدير عام متفرغ.

3. وسيط معتمد من قبل السوق.

4. مدير مالي يوافق عليه السوق.

كما إشتراط النظام حتى تستمر الشركة بعضويتها للسوق تعيين هيئة مديرين أو مجلس إدارة،³⁰³ وتراقب كل من هيئة سوق رأس المال الفلسطينية والسوق المالي توافر هذا الشرط بحيث لا تمنح ترخيص أو عضوية السوق بدون توفره،³⁰⁴ وفيما لم تقم أي من القوانين المقارنة بالطلب من شركة الوساطة المالية بتعيين عدد من الموظفين كشرط لعضوية السوق، إلا أنها نصت في أماكن أخرى على ضرورة تعيين موظفين بمسميات محددة، أضف إلى ذلك أن هذه القوانين كانت تنص على ضرورة وجود بعض الوظائف في شركة الوساطة المالية، وبالتالي ضرورة شغلها من قبل موظف معين.

³⁰² المادة (3/1 و) من نظام العضوية.

³⁰³ المادة (5/2) من نظام العضوية.

³⁰⁴ مقابلة أجريت مع الموظف في الشؤون القانونية لإدارة الرقابة على الأوراق المالية التابعة لهيئة سوق رأى المال الفلسطينية أمجد قبحا.

فمثلاً إستلزمت تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 الأردنية ضرورة تعيين موظف يسمى ضابط إمتثال على أن يكون معتمداً فنياً لدى الهيئة،³⁰⁵ ونصت اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية على ضرورة تعيين الشركة من ينوب عنها في القيام بأعمال الوساطة في السوق.³⁰⁶

أضف إلى ذلك الطلب من الشركة التي ترغب بالترخيص لها بممارسة أعمال شركات الوساطة المالية أن تقدم هيكلها التنظيمي ضمن مرفقات طلب الترخيص،³⁰⁷ وفي العادة ما يحتوي هذا الهيكل التنظيمي على الوظائف التي ترغب الشركة بشغلها، والتي يجب أن تتفق مع الحد الأدنى من الوظائف المطلوب شغلها.

ومن خلال ما سبق نجد بأن التشريعات المقارنة إنتهجت ثلاثة مناهج مختلفة فيما يتعلق بالتنظيم الإداري للشركة، أما النهج الأول فهو النص صراحة على ضرورة تعيين حد أدنى من الموظفين في الشركة مع تحديد طبيعة الوظائف التي سيشغلونها قبل منحها ترخيص العمل في تداول الأوراق المالية كما فعل المشرع الفلسطيني، وأما النهج الثاني فيتم فيه الإشارة إلى وجود وظائف محددة يجب شغلها كما رأينا بالنسبة لضابط الإمتثال في التشريع الأردني، أما النهج الثالث فهو عدم تحديد عدد موظفين أو وظائف محددة يجب ملؤها كما فعل المشرع المصري.

وأياً كانت نوعية هذا التدخل؛ تسوق تلك الجهات مبرراتها له والتي تراها في زيادة فعالية الشركة، وزيادة نوعية الخدمات المقدمة من قبل تلك الشركات، وزيادة في كفاءة الأداء للشركة على صعيد تعاملاتها في السوق، بالإضافة إلى زيادة الضمانات الرقابية على عمل تلك الشركات عبر إشتراط بعض الوظائف الرقابية كمدقق الحسابات مثلاً والذي يجب أن توافق عليه السوق.

³⁰⁵ أنظر المادة (68) من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، وتوكل لضابط الإمتثال هذا مهمة التحقق من مدى إلتزام الشركة والمعتمدين لديها وموظفيها بالقانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه.

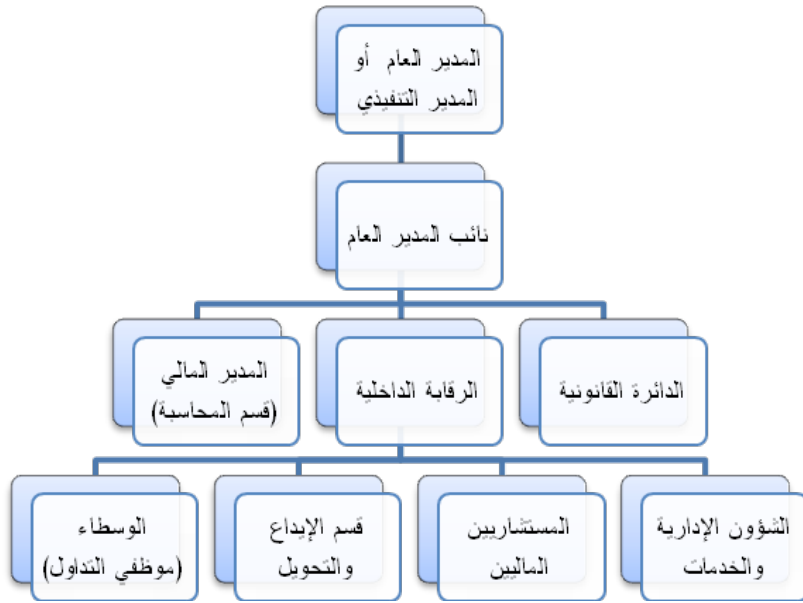
³⁰⁶ أنظر المادة (24) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

³⁰⁷ أنظر المادة (7/8) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (7/ي) من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

ومع أن هذا التنظيم يعتبر الحد الأدنى للتعيينات التي يجب على الشركة تنفيذها، إلا أن النص على ضرورة تعيين عدد معين من الموظفين مع تحديد مسمياتهم الوظيفية قد يرى فيه أمراً زائداً خاصة وأن بعض الوظائف التي نصت عليها القوانين لا إستغناء عنها، فلا شركة بدون مدير لها، ولا شركة بدون شخص طبيعي يقوم بأعمال الوساطة مثلاً نيابة عن الشركة.

وإلى جانب ذلك فإن شركة الوساطة المالية تستطيع بناء هيكلها الإداري معتمدة في ذلك على حجم نشاطاتها ورأس مالها وتطلعاتها إلى المستقبل، فإذا تطلب القانون مثلاً وجود آليات للرقابة الداخلية على عمل الشركة،³⁰⁸ تستطيع الشركة تنفيذ تلك الوظيفة عن طريق قسم خاص بالرقابة، ومع ذلك فلا ضير من النص على بعض الوظائف التي تحقق المصلحة وقد لا تحتويها هيكليات تلك الشركات. وبشكل عام فإن الهيكل الوظيفي لشركة الوساطة المالية لا بد أن يحتوي على بعض الوظائف

على النحو المبين في الشكل التالي:³⁰⁹



ثانياً: الإمكانيات المادية والفنية لشركة الوساطة المالية

³⁰⁸ أنظر المادة (7/14) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (16) من نظام العضوية، والمادة (7/ع) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

³⁰⁹ مقابلة أجريت مع الوسيط عمر سلامة من شركة الوساطة المالية بتاريخ 2/3/2008، وذلك في مقر فرع الشركة الكائن في شارع الإرسال في مدينة رام الله، أنظر أيضاً المادة (60) من نظام العضوية.

قلنا سابقاً بأن التنظيم الإداري الجيد لأي مؤسسة يستلزم بناء الهيكل الإداري لتلك المؤسسة بشكل تستطيع معه تنفيذ أهدافها، هذا طبعاً إلى جانب توفير الإمكانيات المادية اللازمة لعمل هذه المؤسسة، لذلك وإلى جانب تدخلها في موضوع الموظفين، تدخلت التشريعات مرة أخرى لترسم حدود الإمكانيات المادية التي يجب على شركة الوساطة المالية توفيرها قبل البدء بعملها أو حتى بعد ذلك، من ضرورة توفير مقر للشركة مجهز بكافية الإمكانيات المادية التي تكفل عمل الشركة بطريقة سلسلة.

وفي العادة ما تترك القوانين للسوق مسألة تنظيم متطلبات وشؤون العضوية في السوق والتي من بينها الإمكانيات المادية التي يجب على شركات الوساطة المالية تجهيزها،³¹⁰ إلا أن بعض هذه التشريعات كالشريع الأردني يتطلب من طالب الترخيص تزويد هيئة سوق رأس المال بالبيانات المتعلقة بالإمكانيات المتوفرة له للقيام بأعماله، بما في ذلك أنظمة الكمبيوتر والاتصالات الإلكترونية والأجهزة والمعدات، والمتطلبات الأخرى اللازمة لممارسة الأعمال بشكل كفو.³¹¹

ولا يوجد نص مقابل لهذا في تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، ليكون شرطاً من شروط ترخيص شركات الوساطة المالية، ولكن هذا لا يقف حائلاً أمام الهيئة من طلب مثل هذا الطلب خاصة وأن التعليمات تركت الباب مفتوحاً أمام الهيئة لطلب أية بيانات إضافية تعتبرها الهيئة ضرورية أو مناسبة للنظر في طلب الترخيص.³¹²

أما نظام العضوية فإشترط ضرورة توفير مقر رئيسي تمارس الشركة أعمالها من خلاله؛ شريطة إستيفاء هذا المقر للشروط التي تحددها السوق من حين لآخر، بما في ذلك توفير الأجهزة اللازمة لعملها وفقاً للمواصفات المحددة من قبل السوق.³¹³

³¹⁰ أنظر المادة (7) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، والمادة (70) من قانون الأوراق المالية المؤقت الأردني.

³¹¹ المادة (8) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

³¹² المادة (7/16) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

³¹³ أنظر المواد (3/2هـ، 15) من نظام العضوية.

كما إشتراط نظام العضوية على شركة الوساطة المالية أن يكون لها وإلى جانب مقرها الرئيسي ثلاثة فروع على الأقل موزعة بين قطاع غزة وثلاثة محافظات مختلفة في الضفة الغربية،³¹⁴ غير أن ترخيص هذه الفروع يخضع لشروط أخرى غير تلك التي خضعت لها الشركة الأم، وبالتالي فإن الشركة إذا ما رغبت بإفتتاح فروع لها في مناطق أخرى فإن عليها الحصول على موافقة الهيئة على ذلك عن طريق تقديم طلب إلى الهيئة تبين فيه ما يلي:³¹⁵

1. عنوان الفرع.
2. طبيعة الأعمال التي سيتم ممارستها من خلال ذلك الفرع.
3. إسم مدير الفرع مع نبذة عن سيرته المهنية المتعلقة بالأوراق المالية.
4. قائمة بأسماء و عناوين الأشخاص المهنيين العاملين في الفرع مع بيان صفة كل منهم ومسماه الوظيفي.
5. دراسة جدوى أولية للفرع.
6. إجراءات الرقابة والإشراف من قبل الشركة الأم على الفرع.
7. أية معلومات إضافية قد تطلبه الهيئة.

وعليه فإن التشريعات تتطلب في العادة توفير بعض الإمكانيات والتجهيزات في شركات الوساطة المالية قبل منحها ترخيص مزاولة المهنة كأجهزة الحاسوب ووسائل الإتصال وغيرها من الأمور التي يجب أن تحتويها مباني الشركة بالإضافة إلى توفير المقرات والفروع ذاتها التي تعمل من خلالها هذه الشركة.

³¹⁴ أنظر المواد (57) من نظام العضوية.

³¹⁵ المادة (10) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (11/ج) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

الفرع الثاني: الهيكل الإداري لشركات الوساطة المالية

يمكن تعريف الهيكل الإداري لشركات الوساطة المالية بأنه تلك القواعد التي تحكم عمل ونشاط وتأهيل وترخيص موظفي شركات الوساطة المالية. وبما إن ممارسة الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية لا يكون إلا من خلال شركة، أي من خلال شخص معنوي، وبالتالي فإن ممارسة تلك الأعمال المرخص بها يتطلب من الشركة تعيين أشخاص طبيعيين لينوبوا عنها في القيام بتلك المهام، وقد قيدت التشريعات المقارنة حق الشركة بإختيار بعض موظفيها بالأشخاص المرخص لهم من قبل الهيئة لممارسة تلك الأعمال بصفتهن المهنية.

وسنناقش هذا الموضوع من ثلاثة زوايا مختلفة هي: الأشخاص الذين يلزم حصولهم على ترخيص من الهيئة قبل بدءهم بممارسة تلك المهام، وآليات وشروط الترخيص لهم، وأخيراً التزامات هؤلاء الأشخاص وطبيعة علاقتهم بشركة الوساطة المالية والهيئة والسوق.

أولاً: الأشخاص الطبيعيين الموكلة إليهم مهام ممارسة أعمال شركة الوساطة المالية

ذكرنا في وقت سابق بأن شركة الوساطة المالية تستطيع ممارسة العديد من الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية شريطة منحها ترخيصاً بممارسة تلك المهام، وبما أن شركات الوساطة المالية لا بد لها أن تمارس مهامها من خلال أشخاص طبيعيين، فقد اختلفت التشريعات فيما بينها في آليات إختيار هؤلاء الأشخاص، والتي تتم بطريقتين على النحو التالي:

الطريقة الأولى: إختيار الأشخاص الطبيعيين من ضمن قائمة محددة

وهي الطريقة التي إعتمدها كل من المشرعين الفلسطيني والأردني والمصري، وتعتمد هذه الطريقة على إختيار الأشخاص الممثلين لشركات الوساطة المالية من بين قائمة من الأشخاص الحاصلين على التراخيص اللازمة من قبل الهيئة والسوق والمدرجين في قوائمها.

فهذه الطريقة لا تجيز لشركات الوساطة المالية ممارسة أعمالها المرخص لها بممارستها إلا من خلال أشخاص طبيعيين معتمدين من قبل الهيئة لممارسة تلك الأعمال،³¹⁶ وبالتالي حصر المشرعين خيارات شركة الوساطة المالية في إختيار من يمثلونها ويعملون بإسمها فيمن ترى الهيئة وسوق الأوراق المالية إمتلاكه للقدرة على ممارسة تلك الأعمال، وسيتم لاحقاً التطرق إلى الكيفية والشروط لحصول هؤلاء الأشخاص على الترخيص من قبل الهيئة والسوق.

ومع ذلك لا يوجد ما يمنع شركة الوساطة المالية من تعيين شخص تتوفر فيه الشروط اللازمة لحصوله على الترخيص، أو إختيار شخص من بين موظفيها الذين لا يتطلب القانون حصولهم على تراخيص معينة، لترشحهم للحصول على الترخيص، ولكنها لا تستطيع بأي حال من الأحوال أو توكل إليهم أي من المهام التي يشترط تنفيذها من قبل شخص معتمد.

ومن جهة أخرى، يختلف المشرعين الفلسطيني والأردني من حيث الأشخاص الطبيعيين الذين يشترط حصولهم على ترخيص الهيئة قبل عملهم لدى شركات الوساطة المالية، فنجد المشرع الأردني يحظر على أي شخص طبيعي أن يكون معتمداً لدى الشركة إلا بعد إعتماده لدى الهيئة.³¹⁷

وقد عرف قانون الأوراق المالية الأردني الشخص المعتمد بأنه "الشخص الطبيعي الذي يكون عضواً في مجلس إدارة شركة خدمات مالية أو هيئة مديريها أو مديراً أو مسؤولاً إدارياً أو موظفاً فيها، أو ممن يشغل وضعاً مشابهاً في الشركة أو يمارس صلاحيات مماثلة لدى وسيط مالي أو وسيط لحسابه أو أمين إستثمار أو مدير إستثمار أو مستشار مالي أو مدير إصدار أو شركة خدمات مالية ولا يشمل ذلك المستخدمين في الوظائف المكتبية والخدمانية وتلك التي لا علاقة لها بالنشاط المتعلق بالأوراق المالية".³¹⁸

³¹⁶ المادة (2/3) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (3/ب) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

³¹⁷ المادة (47/ب) من قانون الأوراق المالية الأردني.

³¹⁸ المادة (2) من قانون الأوراق المالية الأردني.

وبهذا يكون المشرع الأردني قد شمل جميع موظفي الشركة من موظفين إداريين أو مهنيين، ولم يستثن إلا المستخدمين في الوظائف المكتبية كالكسرتارية مثلاً وموظفي الخدمات فالفراشين والسعاة، وتأكيداً لهذا المبدء فقد قسمت تعليمات الترخيص والإعتماد الصادرة عن الهيئة الأردنية للإعتماد الممنوح للموظفين العاملين في شركة الوساطة المالية إلى إعتماد إداري ويختص بإعتماد الشخص الطبيعي لمزاولة الأعمال الإدارية، وآخر مهني وهو الإعتماد الممنوع للشخص الطبيعي الممارس لأعمال شركات الوساطة المالية.³¹⁹

أما المشرع الفلسطيني، فينص في قانون الأوراق المالية على أنه ينبغي على "أي شخص الحصول على ترخيص من الهيئة والتسجيل لدى السوق قبل ممارسة عمله كمسؤول إداري أو كمستشار مالي أو كمهني آخر في الأوراق المالية"، كما أضاف عدم جواز توظيف أية شركة أوراق مالية مسؤول إداري أو مستشار مالي أو مهني يتعاطى تداول الأوراق المالية ما لم يكن قد رخص له من الهيئة وسجل لدى السوق.³²⁰

وهذا التوجه للمشرع الفلسطيني هو ذاته السابق الإشارة إليه والذي تبناه المشرع الأردني، من حيث الإشارة إلى ضرورة حصول الموظفين الإداريين على ترخيص من الهيئة قبل العمل لدى شركة الوساطة المالية إلى جانب الموظفين المهنيين.

غير أن تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية لم تنص على منح الترخيص للأشخاص الإداريين وقصرت حق منحه على الأشخاص المهنيين، حين نصت على أن تتولى الهيئة صلاحية ترخيص الأشخاص المهنيين العاملين لدى شركة الوساطة المالية،³²¹ وقد عرفت التعليمات ذاتها الشخص المهني بأنه "الشخص الطبيعي المرخص له من قبل الهيئة بممارسة أي من النشاطات المالية

³¹⁹ المادة (44/ب) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

³²⁰ المادة (42/4،3) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

³²¹ المادة (29/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

الواردة في القانون والمسموح له بممارستها".³²² ومع ذلك فقد أخضعت الأشخاص الإداريين- كما رأينا سابقاً- لشروط خاصة كالمؤهل الجامعي وسنوات الخبرة ولكن لا ترقى إلى مستوى الإعتماد.

وكما فعل المشرعين الفلسطيني والأردني، فعل المشرع المصري من حيث إشتراطه لضرورة ترخيص الأشخاص الذين يمارسون مهام بالبورصة أو مع عملاء العضو من قبل الهيئة، على أن يتم تسجيل هؤلاء المرخصين لدى البورصة قبل بدئهم بممارسة عملهم، ويقدم طلب التسجيل إلى البورصة خطياً مع ضرورة إرفاق بعض الأوراق كتلك التي تثبت خلو سجله من الأحكام الجنائية، وكذلك ترخيص الهيئة والخبرة....³²³

الطريقة الثانية: حرية الشركة في إختيار موظفيها

وهي الطريقة التي يعتمدها المشرع الكويتي، وعلى خلاف الطريقة الأولى؛ فإن شركات الوساطة المالية لها مطلق الحرية في تعيين من يمثلها من بين الأشخاص الذين ترى فيهم الشركات الكفاءة والقدرة على ممارسة تلك الأعمال.

فهذه الطريقة لا تحصر خيارات الشركات في أشخاص بعينهم، وبالتالي لا تشترط منح هؤلاء الأشخاص تراخيص سابقة على تعيينهم في شركات الوساطة المالية، إنما تترك للشركات حرية إختيار من تراه مناسباً بحسب حاجاتها وقدراتها، شريطة أن تتوفر فيهم شروط معينة نص عليها القانون.

فإذا ما إختارت تلك الشركات من يمثلها؛ تلزم السوق بتسجيل هؤلاء المستخدمين في السجل الخاص المعد لهذه الغاية، عبر كشف يقدم للسوق من قبل الشركات يشمل أسمائهم ونموذجاً من توقيعاتهم على أن يتم إعلام الهيئة بهذا القيد خلال أسبوع من تاريخه.³²⁴

³²² المادة (1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

³²³ أنظر أيضاً المادة (8) من قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، والمادة (88) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

³²⁴ أنظر المادة (5) من مرسوم في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (24) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

والفرق واضح بين الطريقتين المذكورتين؛ فالأولى تشترط منح هؤلاء الأشخاص ترخيص من قبل السوق قبل الدخول في المنافسة على شغل الوظائف في شركات الوساطة المالية، بينما تترك الطريقة الثانية لشركات الوساطة المالية حرية إختيار من يمثلها، على أن يتم تسجيلهم قبل بدء عملهم لدى السوق مع إخطار الهيئة بهذا القيد.

ولدى عمل مقابلة بين الطريقتين المذكورتين، نرى بأن الطريقة الثانية أقرب إلى الصواب من الأولى، فهي ترك للشركة الحرية في إختيار من يمثلها ضمن شروط محددة، في مقابل تعهدا عبر كتاب خطي منها بتحمل المسؤولية عن الأفعال التي يرتكبها ممثليها.³²⁵

فإذا كان هذا الشخص سيعمل لدى شركة الوساطة المالية سيخضع لرقابتها، وستتحمل المسؤولية عن تصرفاته، وفق عقد الإستخدام الموقع بينها وبينه، فلماذا يكون للهيئة أو للسوق دور في هذا الشأن، ما دامت الشركة ستختار موظفيها وفق الشروط التي يضعها القانون.

أما عن الشروط الواجب توفرها في مستخدمي شركة الوساطة المالية،³²⁶ سواء من الإداريين أو المهنيين وفق التشريعين الفلسطيني والأردني، أو الأشخاص ممثلو شركة الوساطة المالية في ممارسة الأعمال التي رخص للشركة ممارستها، فهي موحدة إلى حد ما بين التشريعات المقارنة، بغض النظر عن طريقة التعيين السابق الإشارة إليها، وهذه الشروط هي:³²⁷

³²⁵ المادة (4) من تعليمات التداول عبر الإنترنت، أنظر المادة (5) من مرسوم في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (24) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

³²⁶ تشمل عبارة إستخدام بحسب نظام العضوية طاقم الإدارة التنفيذي، والمستشارين الماليين، والوسطاء المعتمدين، أنظر المادة (60) من النظام.

³²⁷ المادة (61) من نظام العضوية، والمادة (89) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمادة (هـ) من المرسوم في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (24) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (45) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، والمادة (12) من قرار رقم (1) لسنة 2000 بشأن النظام الخاص بالوسطاء الإماراتي، وأنظر أيضاً شروط التسجيل لممثل الوسيط، هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة على الرابط، "http://www.sca.ae/arabic/brokers/index.asp?process=reprules" تاريخ الزيارة 24/5/2008.

1. حصول المستخدم على المؤهلات اللازمة لقيامه بوظيفته، وهذا المؤهل بحسب القانون الكويتي هو الثانوية العامة، والشهادة الجامعية الأولى بالنسبة للقانونيين الفلسطينيين والأردني، بينما يشترط المشرع المصري أن يكون حاصلاً على مؤهل علمي عال من دون تحديد نوعية هذا المؤهل.

2. أن لا يقل عمره عن إثنان وعشرين سنة وفق المشرع الفلسطيني، بينما حدده المشرع الكويتي بخمسة وعشرون عاماً، بينما يشترط المشرعين المصري والأردني تمتعه بالأهلية القانونية.

3. حسن السيرة والسلوك، وغير محكوم عليه بجناة أو جنحة مخلة بالشرف، ما لم يرد إليه إعتباره، أو كان قد فصل تأديبياً أو منع نهائياً من التعامل بالأوراق المالية.

4. الخبرة في الأمور المالية والتجارية، وإجتياز الإختبارات التي تنظمها الهيئة أو السوق، والإنتظام في الدورات التدريبية التي تقرها السوق أو الهيئة.

5. التفرغ الكامل لعمله.

وفيما يشترط المشرعين الكويتي الإماراتي إضافة إلى ما سبق تمتعه بجنسية الدولة؛ لم يرد مثل هذا الشرط في أي من القوانين المقارنة الأخرى، فاتحة المجال أما غير الحاملين لجنسية الدولة من ممارسة تلك المهام.

ثانياً: آليات وشروط ترخيص الأشخاص المهنيين

قلنا بأن هناك توجهين مختلفين في إختيار الأشخاص العاملين لدى شركة الوساطة المالية، التوجه الأول يترك لشركة الوساطة المالية حرية إختيار ممثليها أو الأشخاص المهنيين فيها، بينما تتطلب الطريقة الثانية حصول الأشخاص المهنيين على التراخيص اللازمة قبل تعيينهم في شركة الوساطة المالية، فإذا كان هذا الشخص يشترط حصوله على ترخيص من قبل الهيئة، فإنه بالتالي يخضع لآليات وشروط معينة قبل منحه هذا الترخيص.

هذه الشروط والآليات تختلف بإخلاف طبيعة عمل الشخص المتقدم لطلب الترخيص من الهيئة، فإذا كان هذا الشخص سيتولى أعمالاً إدارية يخضع لشروط مختلفة عن تلك الشروط الواجب توفرها في الشخص المهني، وهنا سندرس أولاً شروط منح الترخيص الإداري وفق التشريع الأردني، يليه شروط منح الترخيص المهني.

1. شروط منح الإعتماد الإداري للشخص الطبيعي؛³²⁸ إشتراطت تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، أن يكون متمتعاً بالأهلية الكاملة وحسن السيرة والسلوك، وقد تركت التعليمات الباب مفتوحاً أمام الهيئة لإشتراط أمور أخرى.
2. شروط منح الترخيص للأشخاص المهنيين؛ يشترط فيمن يرغب بالعمل في الأمور المهنية لدى شركة الوساطة المالية بعض الشرط على النحو التالي:³²⁹

1. أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية الكاملة وحسن السيرة والسلوك، على أن يقدم للهيئة شهادة تثبت ذلك.
2. أن يكون حاصلاً على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى في تخصص ذي علاقة بالمال أو الإقتصاد.
3. أن يتمتع بخبرة عملية لا تقل عن أربع سنوات في نشاطات الأوراق المالية.
4. المشاركة في الدورات التي تعتمدها الهيئة لغايات الحصول على الترخيص المطلوب، يستثنى من ذلك الشخص الحاصل على مؤهلات علمية أو خبرات عملية كافية توافق عليها الهيئة.
5. تسديد الرسوم المقررة للتخخيص ورسوم تجديده.
6. أن يتم إستخدامه من قبل شركة عضو واحدة.

³²⁸ المادة (1/45) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

³²⁹ المادة (30) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (9/2) من نظام العضوية، والمادة (45/2) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، وأنظر أيضاً إسماعيل طراد، المرجع السابق، صفحة 249.

7. أي شروط أخرى تقررها الهيئة.

أما فيما يتعلق بإجراءات الحصول على الترخيص وفق التشريع الفلسطيني والأردني فهي على

النحو التالي:³³⁰

1. يقدم طلب الترخيص خطياً إلى الهيئة على النموذج المعد لهذه الغاية، موقِعاً من مقدمه مع التعهد بصحة المعلومات الواردة فيه.
2. يرفق مع الطلب الوثائق اللازمة والتي تثبت توافر الشروط السابق ذكرها، ويجوز للهيئة طلب أية بيانات أخرى تراها الهيئة ضرورية.
3. للهيئة القيام بما تراه ضرورياً للتأكد من صحة البيانات الواردة في الطلب. ولها تفويض السوق للمصادقة على مؤهلات المتقدمين للحصول على الترخيص.³³¹
4. تصدر الهيئة قرارها بمنح الترخيص خلال مدة ستين يوماً من تاريخ تقديمه، وفي حالة كن الطلب غير مكتمل؛ يلغى إذا مضت مدة ثلاثة أشهر بدون إستكماله من قبل مقدمه.
5. مدة الترخيص سنة، ويجدد بناء على طلب خطي يقدم لهذه الغاية، بعد دفع الرسوم المقررة. بينما ينتهي الترخيص وفق التشريع الأردني في 31/12 من كل عام. بعد حصول الشخص الطبيعي على ترخيص الهيئة بالعمل في مجال الأوراق المالية، يقدم من يرغب بالعمل كوسيط معتمد لدى السوق طلباً خطياً وفق النموذج المعد لهذه الغاية بإعتماده كوسيط لدى السوق، مرفقاً مع الطلب ما سبق وأن قدمه للهيئة حتى يحصل على الترخيص المطلوب.³³²

³³⁰ المواد (31-34) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (47-49) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

³³¹ أنظر المادة (6/42) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

³³² المادة (9/ب) من نظام العضوية.

يقوم السوق بدراسة الطلب ويتحقق من توافر الشروط المطلوبة والتي سبق بيانها فيه، ومن بين هذه الشروط مشاركته في دورة الوسيط المعتمد، وإجتيازه لإمتحان الوسيط المعتمد بشقيه النظري والعملية الذي تقيمه السوق.³³³ وتقوم السوق بإجراء تلك المقابلات والإمتحانات والدورات والتدريبات للتأكد من تأهيل وصلاحيه مستخدمي شركات الوساطة المالية المرخص لهم من قبل السوق.³³⁴

وبعد حصول المعتمد على ترخيص الهيئة وإعتماد السوق تقوم الهيئة يقيدهم في سجل خاص بهم،³³⁵ كما تلتزم السوق بتسجيل مستخدمي الشركات الأعضاء من المستشارين الماليين والوسطاء المعتمدين وأي أشخاص قامت الهيئة بترخيصهم في سجل خاص بها.³³⁶

ثالثاً: إلتزامات المعتمد وطبيعة علاقتهم بالهيئة والسوق.

بعد حصول الشخص المعتمد على الترخيص والإعتماد لممارسة مهامه فإنه تقع على عاتقه إلتزامات عديدة تبعاً لهذا الترخيص، وفي مقدمة هذه الإلتزامات، الإلتزام بأحكام وقواعد السوق وكافة التعليمات والقرارات التي تصدر عن الهيئة والسوق، ويمكن إجمال أهم إلتزامات الوسيط على النحو التالي:³³⁷

1. عدم المساس بسمعة معتمد آخر أو أن ينتقص من مكانته المهنية.
2. على المعتمد التقيد بمبادئ الشرف والإستقامة والنزاهة والأمانة ومعايير السلوك المهني.
3. توخي مصلحة العملاء بصورة دائمة وحماية حقوقهم.
4. الإمتناع عن أي عمل من شأنه إلحاق الضرر بالشركة العضو أو السوق.

³³³ المادة (9/2) من نظام العضوية.

³³⁴ المادة (67) من نظام العضوية.

³³⁵ المادة (43/2) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

³³⁶ المادة (62/2) من نظام العضوية.

³³⁷ المادة (52) من تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، والمادة (6) من مرسوم في شأن إدراج

الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

5. عدم إفشاء أي من الأسرار التي تقع تحت يده بحكم عمله لدى الشركة العضو، بما فيها المعلومات الخاصة بالعملاء.

6. العمل لدى شركة عضو إذا ما أراد ممارسة مهامه.³³⁸ ويبقى ترخيصه سارياً لمدة سنتين كحد أقصى في حال لم يلتحق بشركة مرخصة.

يخضع الشخص الطبيعي لرقابة كل من الهيئة والسوق، بالشكل الذي يكفل سلامة التداول، ورفع مستوى النشاطات والخدمات التي تقدمها الشركة العضو،³³⁹ كما وتستمران بمراقبة إستمرار توفر الشروط التي منح ترخيصه وإعتماده لوجودها،³⁴⁰ مع جواز تفويض تلك الصلاحية للسوق،³⁴¹ فإذا ما إنقضت أي من تلك الشروط فإن الهيئة تستطيع أن تسحب ترخيصها من ذلك الشخص، كما يكون للسوق سحب إعتمادها منه.

كما يجوز أيضاً لكل من الهيئة والسوق إلغاء الترخيص وسحب الإعتماد في حالة ما إذا تبين أن هذا الشخص قد خالف متطلبات الترخيص والإعتماد الممنوحان له أو لأي أسباب قد تراها الهيئة أو السوق مناسبة،³⁴² وإلى جانب عقوبة سحب الإعتماد وإلغاء الترخيص تستطيع السوق تجميد عضوية المعتمد لديها لفترة لا تتجاوز الستة أشهر،³⁴³ فإذا ما إنقضت تلك المدة بدون أن يقوم الشخص المعتمد بتصويب أوضاعه التي أدت إلى تجميد إعتماده فيجوز للسوق عندها سحب الإعتماد.

أما من جانب الشركة العضو، فإن عليها التزامات تجاه الهيئة والسوق فيما يتعلق بمسئولياتها المرخص لهم أهمها، إشعار السوق بإنهاء استخدام أي مستخدم لديها، أو توقف مستخدم لديها عن العمل بما في ذلك الإجازات العادية التي تستمر لأكثر من ثلاثة أيام، مع توضيح أسباب الإنهاء أو التوقف عن

³³⁸ المادة (62/2) من نظام العضوية.

³³⁹ المادة (66) من نظام العضوية.

³⁴⁰ المادة (31) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

³⁴¹ المادة (42/7) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني.

³⁴² المادة (35/3) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

³⁴³ المادة (68/2) من نظام العضوية.

العمل. كما ويجب على الشركة العضو إبلاغ السوق والهيئة في حالة أي دعوى قضائية أو التحقيق مع أي من مستخدميها من قبل أي من الأجهزة الأمنية، كما ويجب على الشركة إشعار الهيئة والسوق فور تغيير عنوان المرخص له أو مكان إقامته أو مكان عمله.³⁴⁴

الفصل الثاني

الإطار الوظيفي لشركات الوساطة المالية

تتعامل شركات الوساطة المالية من خلال عضويتها في السوق في تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة فيها إلى جانب العديد من الوظائف الأخرى،³⁴⁵ ويتم هذا التعامل بعدة طرق تختلف تبعاً للنظام الذي تعتمده السوق، فنظام الصالة مثلاً يفرض آليات للتعامل غير تلك التي تفرضها الأسواق التي تعتمد على نظام التداول الإلكتروني.

فإذا ما مارست الشركة مهامها في تداول الأوراق المالية فإن ذلك يفرض عليها ضوابط محددة داخلية وفق نظام رقابي داخلي، وخارجية تتم من قبل العديد من الجهات التي يقف على رأسها كل من الهيئة والسوق. ومن هنا سنناقش من خلال هذا الفصل مبحثين يتعلق الأول بالآليات التداول فيما يبحث الثاني في ضوابط عمل تلك الشركات.

³⁴⁴ المادة (70-71) من نظام العضوية، المادة (36) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (51) من تعليمات

الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005

³⁴⁵ هناك العديد من الوظائف الأخرى التي تستطيع شركات الوساطة المالية القيام بها إلى جانب تداول الأوراق المالية إلا أننا من خلال هذا البحث سنركز على وظيفة واحدة وهي تداول الأوراق المالية نظراً لأهمية هذا الدور وشيوعه، هذا بالإضافة إلى صعوبة الإحاطة بجميع الوظائف التي تقوم بها شركات الوساطة المالية، فاتحين المجال بهذا إلى باحثين آخرين للبحث بهذه الوظائف.

المبحث الأول: آليات عمل شركات الوساطة المالية

إن تداول الأوراق المالية هو حق مقصور -كما سنرى لاحقاً- على شركات الأوراق المالية المرخص لها بذلك والحاصلة على عضوية السوق، ولكن السؤال المطروح الآن هو كيف تتم عملية التداول تلك؟

مرت عملية التداول بالأوراق المالية كما رأينا سابقاً بمراحل متعددة، فبدت بشكل غير منظم، ومن ثم تم تنظيمها لتتم من خلال سوق محدد وفق نظام أطلق عليه بنظام الصالة، وهو النظام الذي يجمع الوسطاء في مكان محدد في وقت محدد ليقوموا بعمليات التداول.

ولكن مع تطور الوسائل التقنية والاتصالات، تطورت معه آليات تداول الأوراق المالية بحيث أصبحت تتم عن بعد، من خلال شبكات الإتصال، فأصبح هذا النظام الإلكتروني يجمع بين الوسطاء بحسب العرض والطلب، من غير تواجدهم في مكان محدد، ولم يقف الأمر عند هذا الحد فقد تطور الأمر إلى الحد الذي أصبح معه بإمكان المستثمرين أنفسهم التداول بيعاً وشراءً من خلال شبكة الإنترنت، وفق نظام محدد لهذا الغرض.

وبما أن نظام الصالة بات نظاماً لا تعتمده التشريعات المقارنة التي نحن بصدددها، فسنعصر دراستنا هذه على التداول الإلكتروني دون التطرق إلى نظام الصالة، ولهذا سندرس في الفرع الأول التداول عبر شركات الوساطة المالية، وسنكرس الجزء الثاني للبحث في التداول عبر الإنترنت من قبل المستثمرين.

المطلب الأول: التداول عبر شركات الوساطة المالية

نقصد بالتداول عبر شركات الوساطة المالية، التداول العادي الذي تقوم فيه شركات الوساطة المالية بالتداول وفق أوامر عملائها التي يرسلونها إليها، وبالتالي سنركز من خلال دراستنا في هذا

الجزء على هذه العملية منذ اللحظة الأولى لها، أي منذ لحظة إختيار شركة الوساطة التي يرغب العميل بالتعامل معها وتوقيعه لعقد التداول، إلى أن تتم عملية تسوية العمليات التي قامت بها الشركة.

الفرع الأول: إختيار شركة الوساطة المالية وفتح حساب التداول لديها

أولاً: إختيار شركة الوساطة

إختيار شركة الوساطة المالية هي المرحلة الأولى في طريق الإستثمار في الأوراق المالية، ولعل البعض يقول بأن شركات الوساطة المالية تؤدي في النهاية نفس الغرض، وهذا قد يكون صحيحاً في جانب منه، ولكنه لا يشكل كل الحقيقة، فالحقيقة هي أنه يمكن إجراء مفاضلة بين شركات الوساطة المالية وفق عدة إعتبرات، يكون لهذه الإعتبرات أثرها على المستثمر سلباً أو إيجاباً.

ومن تلك الإعتبرات المهمة في إختيار شركة الوساطة المالية إمتلاكها قسماً خاصاً بالبحوث والتحليل المالي، بالإضافة إلى باحثين ومحللين ماليين ذوي خبرة وكفاءة، يكون ذلك مقياساً للمفاضلة بين تلك الشركات، خاصة للنفع الذي قد يجنيه المستثمر من وراء البحوث والتحليلات والتقارير التي تصدر عنهم، إذا ما أخذنا بعين الإعتبار نوعية المحللين الماليين ومستوى تعليمهم وخبرتهم، وحجم القسم الذي يديرونه.³⁴⁶

ومن جانب آخر فهناك عنصر ثانٍ للمفاضلة بين شركات الوساطة المالية يتعلق بالتاريخ المهني للشركة،³⁴⁷ والذي يدل مدى خبرة وكفاءة الشركة، ويشتمل هذا التاريخ على الإجراءات التأديبية التي قد تكون قد فرضت على الشركة نتيجة لعملها في مجال الأوراق المالية، وكذلك على الشهادات التقديرية التي قد تكون الشركة قد حصلت عليها، وما شابهها من أمور قد تؤثر على سمعة الشركة.

وهناك معايير أخرى للمفاضلة تتعلق نوعية النشاطات التي تمارسها شركة الوساطة المالية، فمثلاً إذا ما رغب المستثمر بالإستثمار في الإصدارات الجديدة يكون عليه حين إذن البحث عن الشركات

³⁴⁶ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 75.

³⁴⁷ الإستثمار في البورصة خطوتك الأولى، المرجع السابق، صفحة 17.

التي تعمل في مجال ترويج الإصدارات الجديدة أو تغطيتها،³⁴⁸ أضف إلى ذلك من أسس للمفاضلة ما توفره الشركة من إمكانيات لعملائها، كأجهزة محاكاة لعملية التداول مثلاً، أو توفير مكتبة مثلاً يستطيع المستثمر من خلالها أن يفهم آليات الإستثمار، ويستطيع قراءة توجهات السوق، من خلال الكتب والأبحاث والتقارير التي توفرها الشركة في مكتبتها.

كما أن إختيار شركة الوساطة المالية لا يعتمد فقط على العلاقة مع الشركة ذاتها، بل يمتد ذلك إلى العلاقة مع الموظفين في هذه الشركة وبخاصة الوسيط المعتمد ومستشار الإستثمار، إذ لا بد من التأكد من توفر الصفات الشخصية والمؤهلات المطلوبة في الموظفين قبل إختيار الشركة التي يمكن التعامل معها.³⁴⁹

وخلاصة الأمر يمكن تلخيص آليات المفاضلة بين شركات الوساطة المالية على النحو التالي:

1. التاريخ المهني لشركة الوساطة المالية.
2. الأنشطة التي تمارسها تلك الشركات.
3. أقسام البحوث سواء من حيث الحجم أو الموظفين الذين يعملون فيها.
4. المكتبات.
5. الدراسات والتحليلات والتقارير التي توفرها شركات الوساطة المالية عن عمل السوق.
6. عدد الوسطاء والمستشارين الماليين المكلفين بمتابعة أمور العملاء، لأنه كلما قل عددهم إزدادت أعباؤهم وأصبحوا غير قادرين على إعطاء المستثمر الإهتمام الكافي.
7. سهولة الإتصال بالشركة، ومدى قدرة المستثمر على إيفائها بملاحظاته.
8. قدرة الشركة على إدراك السياسة الإستثمارية لعملائها.

ثانياً: فتح حساب التداول لدى شركات الوساطة المالية

³⁴⁸ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 76.

³⁴⁹ نبذة عن سماسرة الأوراق المالية والشراء على الهامش، بورصتي القاهرة والإسكندرية، أنظر الرابط :

"http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html" تاريخ الزيارة 2/6/2008.

وبعد إختيار شركة الوساطة المالية نأتي إلى الخطوة التالية وهي توقيع إتفاقية التداول مع الشركة، فلا يجوز تداول الأوراق المالية إلا بتوقيع تلك الإتفاقية.³⁵⁰ وتشبه عملية فتح الحساب لدى شركة الوساطة المالية فتح حساب جاري لدى بنك،³⁵¹ ويتم ذلك عبر تقديم طلب خطي لشركة الوساطة معد من قبل السوق وموقع عليه من مقدمه، ويشتمل على العديد من المعلومات الأساسية حول العميل كإسمه الرباعي ورقم بطاقة هويته أو جواز سفره، وعنوانه وتاريخ ميلاده وإسم وعنوان بنكه، ورقم الحساب الذي يصدره نظام الإيداع المركزي، وعلاقته بأي من الشركات المدرجة إن وجدت.³⁵²

أما إذا كان العميل شخصاً معنوياً، فيجب أن يحتوي الطلب كحد أدنى على أمور إضافية تفرضها طبيعة الشخص المعنوي،³⁵³ كإسم الشخص المفوض بالتوقيع، ونسخة عن قرار تفويضه، وعنوان الشخص المعنوي وشهادة تسجيله ورقمها، ونسخة عن النظام الداخلي وعقد التأسيس، إضافة إلى أسماء لمؤسسين وأسماء مجلس الإدارة وموظفي الإدارة العليا، وعناوينهم وعدد أسهمهم. كما يجب بيان نوع علاقة الشخص المعنوي بأي من الشركات المدرجة أو المؤهلة للإدراج.

وبعد تقديم طلب فتح الحساب تستطيع شركة الوساطة المالية أن تفتح لعميلها أي من الحسابات

التالية:³⁵⁴

1. الحساب العادي: وهو النوع الإعتيادي من الحسابات، ويجوز فتحه مهما كان نوع العميل.

2. الحساب المشترك: وهو حساب عادي يتم فتحه لأكثر من عميل، ويستعمل لإشترك

أفراد عائلة العميل من الدرجة الأولى، ويسجل فيه العميل الرئيسي الذي يكون مسؤولاً أمام

الشركة.

³⁵⁰ المادة (18/1) من نظام تداول الأوراق المالية.

³⁵¹ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 77.

³⁵² المادة (19/2) من نظام التداول.

³⁵³ المادة (19/3) من نظام التداول.

³⁵⁴ المادة (28) من نظام التداول.

3. الحساب المدار تقديرياً: وهو الحساب العادي أو المشترك الذي يتم فيه بيع أو شراء الأوراق المالية من قبل الشركة العضو بموجب إتفاقية تفويض، بين العميل والشركة لإدارة هذا الحساب، وتحدد فيه التزامات وحقوق كل من العميل والشركة، ولا يجوز للشركة قبول أية تعليمات بفتح أو تشغيل هذا النوع إلى بعد موافقة السوق، الذي يمنح هذا الترخيص بعد التأكد من كفاية رأس مال الشركة، وكفاءة موظفيها.³⁵⁵

4. الحساب المسمى: وهو الحساب الذي يكون معروفاً برقم أو بإسم مختلف عن الإسم الحقيقي لمالك الحساب، ويجب أخذ موافقة السوق أيضاً على فتح مثل هذا الحساب.³⁵⁶

ويجب على شركة الوساطة المالية فتح حساب موازي بإسم كل عميل من عملائها لدى نظام الإيداع الإلكتروني في مركز الإيداع،³⁵⁷ ويستخدم في هذا الحساب نفس الرقم الخاص الذي يصدره نظام الإيداع الإلكتروني،³⁵⁸ ويبقى هذا الحساب مسجلاً بإسم العميل تحت إسم الشركة،³⁵⁹ ولا يعفي هذا الحساب الشركة العضو من مسؤولية الحفاظ على سجلات منظمة لحسابات عملائها، فهذا الحساب لا يشكل بأي حال بديلاً عن حسابات التداول الموجودة لدى الشركة العضو.³⁶⁰

كما ويجوز للعميل فتح حسابات موازية لدى أكثر من شركة عضو بحيث يقوم نظام الإيداع المركزي الإلكتروني بإعطاء رقماً خاصاً بكل هذه الحسابات، وذلك بربطها بالأرقام الخاصة برمز الشركة العضو.³⁶¹ كما ويستطيع المستثمر تحويل الأوراق المالية من حساب تحت سيطرة شركة أوراق مالية إلى شركة أخرى بعد توقيع نموذج مخصص لهذه الغاية لدى شركة الوساطة المالية المراد تحويل الأسهم منها، وتوقيع نموذج آخر لدى الشركة التي يريد نقل أوراقه إليها، وترسل تلك النماذج إلى مركز

³⁵⁵ المادة (2،3/30) من نظام التداول.

³⁵⁶ المادة (1/33) من نظام التداول.

³⁵⁷ المادة (22) من نظام التداول.

³⁵⁸ المادة (26) من نظام التداول.

³⁵⁹ المادة (24) من نظام التداول.

³⁶⁰ المادة (23) من نظام التداول.

³⁶¹ المادة (25) من نظام التداول.

الإيداع والتحويل الذي يقوم بدوره بنقل تلك الأوراق من حساب المستثمر في الشركة الأولى إلى حسابه في الشركة الثانية،³⁶² وبعد إتمام فتح الحساب تزود تلك الشركات السوق بنسخ عن تلك الإتفاقيات مع مرفقاتها.³⁶³

الفرع الثاني: الأوامر التي يرسلها المستثمر لشركات الوساطة المالية

بمجرد فتح المستثمر لحساب التداول لدى الشركة العضو، يمكن له أن يعطي أوامره للشركة العضو بالبيع أو بالشراء للأوراق المالية المتداولة في السوق، ويستخدم في ذلك النموذج الخاص المعد من قبل السوق والمصمم خصيصاً ليتوافق مع الشروط والإجراءات الرقابية وفي ضوء القانون،³⁶⁴ والذي يجب أن يحتوي بشكل أساسي على المعلومات التالية:³⁶⁵

1. إسم العميل وصفته.
2. رقم الحساب الذي أصدره نظام الإيداع الإلكتروني.
3. نوع الأمر، الذي يجب أن يكون بيعاً أو شراءً ومقيداً بورقة مالية محددة.³⁶⁶
4. رمز التداول للورقة.
5. عدد الأوراق المالية المنوي التعامل بها، أو ترك تلك المسألة للشركة.
6. السعر، بإستثناء أمر السوق.
7. تاريخ ووقت إستلام الأمر.
8. مدة صلاحية التنفيذ.

³⁶² دليل المستثمر، المرجع السابق، صفحة 23.

³⁶³ المادة (35) من نظام التداول.

³⁶⁴ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 76.

³⁶⁵ المادة (52) من نظام التداول، والمواد (6/2، 8) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان للعام 2004.

³⁶⁶ المادة (53) من نظام التداول.

ويتسلم هذا الأمر المستشار المالي أو الوسيط المعتمد،³⁶⁷ ليتأكد بعدها من صحة تلك الأوامر وملكية صاحبها للأوراق المالية في حالة الأمر بالبيع، والنقدية في حالة الشراء،³⁶⁸ ومع ذلك يجوز للشركة الرجوع على البائع إذا ما تبين بأن عدد الأسهم التي يملكها تقل عن عدد الأسهم التي وسط الشركة ببيعها فاضطرت الشركة شراء عدد من الأسهم لسد العجز في المبيع وطالبت البائع بقيمة ما قبضه من ثمنها،³⁶⁹ أما في حالة نقص معلومات الأمر كالسعر ونوع الأمر فإن على شركة الوساطة المالية التأكد من عميلها بخصوص تلك المعلومات.³⁷⁰

ويبقى السؤال المطروح حول الشكل الذي يستطيع العميل إتباعه في مخاطبة شركة الوساطة بأوامره؟ وقد جاء في نظام تداول الأوراق المالية الفلسطيني بأن العميل يستطيع تزويد شركة الوساطة المالية بأوامره إما شفاهةً عبر الهاتف، أو خطياً بأي من الطرق المتاحة، باليد أو بالفاكس أو التلكس أو البريد الإلكتروني...، وفي حالة وجود نقص في المعلومات أو ورود الأمر شفاهةً عبر الهاتف، فإن على المستشار المالي أو الوسيط المعتمد تعبئة نموذج الأمر، على أن يتم تعزيز الأمر في حالة وروده شفاهةً خلال مدة أسبوع من تاريخه، ويكون على شركة الوساطة المالية تسجيل جميع المكالمات الهاتفية التي تتم بين الوسطاء والعملاء على أن تحتفظ بهذه التسجيلات لمدة ثلاثة سنوات على الأقل، ويكون لهذه التسجيلات الحجية الكاملة في الإثبات بين الشركة و عميلها.³⁷¹

وهنا يثور التساؤل التالي: على من تقع المسؤولية في حالة إنتحال شخص لصفة شخص آخر والطلب من شركة الوساطة أن تجري عملية معينة؟ وللإجابة على هذا السؤال يجب أولاً التأكيد على أن إستلام الأوامر عبر الهاتف أو بأية طريقة أخرى غير مباشرة كالفاكس مثلاً هو أمر جوازي لشركة

³⁶⁷ المادة (54) من نظام التداول.

³⁶⁸ المادة (51) من نظام التداول، وأيضاً الإستثمار في البورصة خطوتك الأولى، المرجع السابق، صفحة 27، وأيضاً إجراءات

التداول، بورصتي القاهرة والإسكندرية، أنظر الرابط :

"http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html" تاريخ الزيارة 2/6/2008.

³⁶⁹ محكمة التمييز الأردنية بصفتها الحقوقية الصادر في الدعوى رقم 1807/1997، بتاريخ 9/11/1997.

³⁷⁰ المادة (55/2) من نظام التداول.

³⁷¹ المواد (55 - 57) من نظام التداول.

الوساطة،³⁷² وبالتالي فهي تستطيع عدم قبول أية أوامر إلا بالطريقة المباشرة، كما يكون لها أن ترفض إستلام أمر عبر الهاتف في حالات معينة كالشك مثلاً.

كما أن القانون يلزم شركة الوساطة المالية بالتأكد مباشرة من عملائها حول أية بيانات ناقصة في الطلب، وتلتزم برفض الطلب في حالة عدم إتمام تلك البيانات،³⁷³ ومع ذلك فالفرض هنا أن شخصاً إنحل شخصية شخص آخر وأصدر أمراً عبر الهاتف إلى شركة الوساطة المالية لتنفيذ عملية معينة.

في العادة لا تتعامل شركة الوساطة مع عملائها من خلال الهاتف إلا مع أشخاص تعتبرهم تلك الشركة ثقة بالنسبة لها، وسبق أن تعاملت معهم ولم تواجه بمشكلات في تعاملاتها معهم، وفي العادة ما يقوم ذلك العميل بالإتصال مع الوسيط المعتمد أو المدير المالي والذي يعرفه جيداً، وإن حدث هناك بعض الشك يستطيع ذلك الشخص ان يطلب من العميل بعض البيانات التي تعزز ثقة الوسيط وبالتالي يقبل تنفيذ أوامره.³⁷⁴

ولنفترض جدلاً بأن خطأ ما حدث ونجح المنتحل بتمرير ذلك الأمر، عنده نعود إلى القواعد العامة في المسؤولية التي يتطلب لوقوعها وجود عناصرها الثلاث وهي الخطأ والضرر والعلاقة السببية، أما الخطأ فيجب إثباته، ووجود تسجيل لتلك المكاملة يمكن معه إثبات وجود الخطأ وعدم أخذ الحيطة والحذر اللازمين، ثم أن هناك مؤشرات عديدة قد تشير إلى وجود هذا الخطأ، فسابق المعرفة بين طرفين المكاملة وسابق التعامل بينهما هو قرينة على أن المتلقي لم يأخذ وسائل الحيطة والحذر، كما أنه في حالة عدم طلب المتلقي لبيانات إضافية قد يدل على خطئه، وأما الضرر فهة مسألة نسبية بالنسبة للأوراق المالية تقدر عند رفع الدعوى أو عند تقديم الشكوى، فقد يكون تنفيذ ذلك الأمر في ذلك اليوم قد جلب أرباحاً للعميل أو أنه جلب خسارة ومن ثم حققت أرباحاً، كسواء أسهم بسعر مرتفع وفي اليوم التالي إرتفع السعر أكثر، وفي هذه الحالة لا يتوفر العنصر الثاني وهو الضرر وبالتالي لا تقوم

³⁷² المادة (55/1) من نظام التداول.

³⁷³ المادة (55/2) من نظام التداول.

³⁷⁴ مقابلة أجريت مع الوسيط عمر سلامة من شركة الوساطة المالية بتاريخ 2/3/2008.

المسؤولية، ومع ذلك لا يكون ذلك مانعاً من حصول الشركة على عقوبة تأديبية من الهيئة أو السوق إذا ثبت تقصيرها.

أما العلاقة السببية بين الخطأ والضرر فيجب إثباتها هي الأخرى لتظهر بأن الخطأ المرتكب هو ما أدى إلى الضرر، وليس أمر آخر، فإذا ما كانت صفقة الشراء التي طلبها المنتحل تحقق أرباحاً وبالتالي أبقاها العميل مدة معينة وبعد إن هبط سعر السهم إدعى ببطلان تلك العملية عندها يكون سبب الضرر هو تأخر العميل في إتخاذ المقتضى اللازم. وخالصة الأمر أن من يثبت وقوعه في الخطأ هو من يتحمل مسؤولية التنفيذ.

وكما فعل المشرع الفلسطيني بالنسبة لقبول الأوامر الواردة من العملاء شفاهة أو خطياً، أكد كل من المشرعين المصري الذي لم يتطلب شكلاً معيناً في الأمر،³⁷⁵ والأردني الذي أجاز قبول الأوامر مهما كان شكلها، سواء الشفهية أو الكتابية،³⁷⁶ وفق ذات الشروط التي نص عليها المشرع الأردني من ضرورة تسجيل المكالمات والإحتفاظ بها وإكمال النقص في الأوامر.³⁷⁷

أخضع المشرع الأردني التفويض الوارد إلى شركة الوساطة المالية عبر البريد الإلكتروني لقانون المعاملات الإلكترونية، غير أن المشرع الفلسطيني أعطاها قيمة السندات العرفية شريطة إقترانها بتوقيع المرسل، بحيث يكون هذا السند حجة على من وقع ما لم ينكر توقيعه عليه،³⁷⁸ ويعتبر سكوته في هذه الحالة إقراراً بصحة ما نسب إليه.³⁷⁹

³⁷⁵ المادة (91) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

³⁷⁶ لم يشترط قانون سوق عمان المالي وجود تفويض خطي من طالب الشراء، لأن العرف الجاري في السوق المالي يجيز إتمام عمليات البيع والشراء بناء على أوامر أو طلبات شفوية. أنظر في هذا الشأن قرار محكمة التمييز الأردنية بصفتها الحقوقية رقم 465/2004 والصادر بتاريخ 29/9/2004.

³⁷⁷ المواد (7/ب، 10) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان للعام 2004.

³⁷⁸ المادة (19/2) من قانون البيئات في المواد المدنية والتجارية رقم 5 لسنة 2001.

³⁷⁹ المادة (16/1) من قانون البيئات في المواد المدنية والتجارية

أما المشرع الكويتي فقد رفض التفويضات الشفهية الواردة من العملاء، مشترطاً أن تكون تلك التفويضات كتابية لإشراطه أن يوقع كل من الوسيط والعميل على هذا التفويض وأن يأخذ العميل نسخة منه.³⁸⁰

وبعد ما تعرضنا للآلية التي يتم إرسال الأوامر بها إلى شركة الوساطة، نأتي هنا إلى تحديد نوعية الأوامر التي يرسلها المستثمر إلى شركة الوساطة التي يتعامل معها. وهناك أربعة متغيرات أساسية تحكم الأوامر الواردة من المستثمرين إلى الوسطاء، وهذه المتغيرات هي نوع الأمر، وحجمه، والسعر، والنطاق الزمني.

1. نوع الأمر: هناك إحتمالين لا ثالث لهما بالنسبة لنوع الأمر، فهو إما أن يكون أمراً بالشراء؛ ويحدث نتيجة لتوقع المستثمر ارتفاع سعر الورقة المالية في المستقبل، ويحكم هذا الأمر ببعض المحددات كحجم الأمر وسعره ونطاقه الزمني، أو أن يكون أمراً بالبيع؛ ويحدث أمر البيع عندما يتوقع المستثمر انخفاض سعر الورقة المالية التي يملكها، أو في حالة حاجته إلى أموال نقدية، وينقسم هذا الأمر إلى قسمين، الأول هو بيع ورقة مالية مملوكة للمستثمر، أما النوع الثاني فهو بيع ورقة غير مملوكة للمستثمر وهو ما يسمى بالبيع على المكشوف كما سنرى لاحقاً.³⁸¹

2. حجم الأمر: أي عدد الأسهم أو السندات المراد التعامل فيها، ويتم التعامل مع هذه الأوامر على أساس وحدات تتكون كل وحدة من عدد من الأسهم يسمى بوحدة التداول، ويأخذ حجم الأمر أحد شكلين، الأول هو التعامل على أساس وحدة التعامل أو أحد مضاعفاتها، وقد حددت تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان وحدة التداول

³⁸⁰ المادة (5) من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم 1 لسنة 1984.

³⁸¹ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 40 - 41.

بورقة مالية واحدة أو أحد مضاعفاتها، إلا إذا قرر مجلس إدارة السوق خلاف ذلك حسب مقتضى الحال.³⁸²

وقد حددت الأنظمة الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وحدة التعامل بحسب القيمة السوقية و/أو الإسمية للورقة، فحددها بمائة سهم إذا كانت أي من القيمتين السابقين أقل من خمسة دنانير أردنية أو خمسة دولارات أمريكية، كما حدده بعشرين سهماً إذا كانت أي من تلك القيم أقل من عشرة دنانير أو دولارات، وعشرة أسهم إذا كانت أي من تلك القيم أكثر من عشرة دنانير أو دولارات، أما فيما يتعلق بالسندات فأبي عدد من تلك السندات تساوي قيمتها الإسمية أو السوقية ثلاث مئة دينار أو دولار.³⁸³

أما الشكل الثاني فهو التعامل على أساس أجزاء وحدة التعامل، أو ما يطلق عليه بالتعامل القطاعي،³⁸⁴ أو الكسري، فمثلاً إذا كان الأمر بشراء 220 سهم على فرض أن وحدة التداول هي مئة سهم، عندها سيتم التعامل مع هذا الأمر على أساس 200 سهم ككمية غير كسرية، و 20 سهم ككمية كسرية، وتكمن أهمية هذا التفريق في أنه يتم في العادة التعامل مع الوحدات الكسرية بسعر أعلى من ذلك الذي يتم التعامل فيه بوحدة التداول.³⁸⁵

3. تحديد السعر: هناك طريقتين لتحديد سعر التنفيذ، أما الطريقة الأولى فهي ترك المسألة لشركة الوساطة لتنفيذ الأمر بأعلى سعر ممكن في حالة البيع، وبأقله في حالة الشراء، ويسمى الأمر بأمر السوق، كما يكون للمستثمر تحديد سعر البيع أو الشراء كما يرى عندها يسمى الأمر بأمر محدد السعر. وبالتالي يكون سعر التنفيذ في هذا النوع من الأوامر هو الفيصل في تنفيذ الأمر من عدمه.

³⁸² المادة (28) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.

³⁸³ أنظر المواد (1) من نظام التداول، (1) من نظام العضوية.

³⁸⁴ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 42.

³⁸⁵ منير هندي، المرجع السابق، صفحة 65.

أما أمر السوق، فيعني أن يطلب المستثمر من وسيطه تنفيذ أمره بأفضل سعر متاح وبأسرع وقت،³⁸⁶ وفي العادة ما يتم التنفيذ خلال دقائق من تلقي الأمر، وأهم مزايا هذا الأمر السرعة والدقة وضمان التنفيذ، غير أن هذه المزايا قد لا تكون ذات قيمة في الأسواق المالية المستقرة التي تكون فيها سرعة تقلب الأسعار محدودة.³⁸⁷ ويعاب عليه بأن المستثمر قد لا يعرف السعر الذي ستتم فيه الصفقة.

وأما الأمر المحدد؛ فيتم خلاله تحديد للسعر الذي يرغب المستثمر بتنفيذ الأمر عنده، فيحدد حداً أعلى في حالة الشراء، وحداً أدنى في حالة البيع، فإذا ما وصل الوسيط إلى تلك الأسعار ينفذ الأمر وإلا لا ينفذه،³⁸⁸ ويتم التنفيذ في حالة البيع عند السعر المحدد أو سعر أعلى منه، وفي حالة الشراء ينفذ عند السعر المحدد أو سعر أقل منه. ويعاب على هذا الأمر بأنه قد لا ينفذ مع أن الفرق في السعر قد يكون بسيطاً جداً،³⁸⁹ فقد ينقص السعر عن ذلك المراد البيع به بمبلغ بسيط جداً فلا يتم البيع ومن ثم ينزل إلى أقل من ذلك فيتعرض المستثمر لخسارة كبيرة بسبب الفرق الضئيل.

وقد يتم تحديد السعر ليس بسعر محدد إنما بربطه بفترة معينة من مراحل التداول، كالأمر بسعر محدد عند السعر الأول، وفيه ينفذ الأمر بسعر الإفتتاح، وقد يكون الأمر بسعر محدد عند السعر الأخير، أي تنفيذ الأمر عند سعر الإقفال، وقد يعطى الأمر للوسيط هامشاً من الحرية في التنفيذ، ويسمى بالأمر بالسعر حوالي.³⁹⁰

³⁸⁶ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 81، وأنظر أيضاً عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، صفحة 49، أنظر المادة (39/1) من نظام التداول.

³⁸⁷ منير هندي، المرجع السابق، صفحة 69.

³⁸⁸ أنظر المادة (40) من نظام التداول.

³⁸⁹ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 44.

³⁹⁰ صلاح السيبي، المرجع السابق، صفحة 17.

4. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:³⁹¹ من الواضح بأن هذه الأوامر تعتمد على وقت التنفيذ كعنصر أساسي، فهذا الوقت إما أن يكون محدداً بيوم واحد، فيكون سارياً حتى نهاية يوم التعامل،³⁹² وتعتبر أوامر السوق في العادة أوامر يومية، وقد يتم تحديد الأمر لمدة أسبوع أو شهر أو سنة، وتنتهي هذه الأوامر بتنفيذها أو بنهاية المدة أو بإيقافها من مصدرها. وقد يكون الأمر مفتوح المدة وبالتالي يبقى سارياً حتى تنفيذه أو إلغائه، ولكن تواجه هذا الأمر مفتوح المدة أو الذي يستمر لفترات طويلة مخاطر ذلك أن المستثمر قد لا يستطيع إيقافها في الوقت المحدد، أو أن الأمر قد ينفذ في ظروف أو بأسعار غير مواتية له، وقد لا يتم تنفيذ الأمر على الإطلاق.³⁹³ أما المشرع الفلسطيني فقد حدد مدة الأمر المفتوح حيث نص على سريانه حتى تنفيذه أو حتى مضي شهر على إدخاله بدون تنفيذ.³⁹⁴ وهناك بعض الأوامر التي قد تجمع بين سعر التنفيذ ووقته، كالأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة، فهو إلى جانب تحديده للسعر فإنه تم ربط التنفيذ بوقت محدد يلغى الأمر بعده في حالة لم ينفذ، أضيف إلى ذلك الأمر المفتوح في حدود سعر معين، وهو كسابقه غير أنه فتح المجال أمام تطبيقه من دون ربط في وقت محدد.³⁹⁵

الشكل التوضيحي التالي يوضح تلك المتغيرات السابق ذكرها ومحدداتها.

³⁹¹ أنظر المادة (41) من نظام التداول.

³⁹² أنظر المادة (42) من نظام التداول.

³⁹³ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 47 - 48.

³⁹⁴ أنظر المادة (43/2،1) من نظام التداول.

³⁹⁵ منير الهندي، المرجع السابق، صفحة 74 - 75.



ومع وجود هذه المتغيرات إلا أن هناك حالات من الأوامر التي قد تجمع أي من تلك المتغيرات

بغيره، وهي ما يطلق عليها بالأوامر الخاصة:³⁹⁶ وأهم هذه الأوامر:

1. أمر الإيقاف: وهو الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين،³⁹⁷

ويهدف هذا الأمر إلى الحد من تضاؤل هامش الربح أو زيادة الخسائر، ويعني هذا الأمر

العميل من ملاحظة حركة السوق طوال اليوم، وله نوعان:

النوع الأول؛ هو أمر الإيقاف المتعلق بالبيع، وفيه يصبح لزاماً على الوسيط تنفيذ الأمر إذا

بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو إنخفض عنه، فإذا وصل سعر تلك الورقة ذلك

المستوى تحول أمر الإيقاف إلى أمر السوق وأصبح واجب التنفيذ، فإذا لم يستطع الوسيط

إبرام الصفقة عند السعر المحدد وإستمر السعر بالإنخفاض يبقى الوسيط ملزماً بتنفيذ الأمر

عند أي سعر يمكنه اللحاق به. ذلك أن الوسيط يمكنه تنفيذ الأمر عند السعر المحدد أو سعر

أقل منه.

³⁹⁶ المرجع نفسه، صفحة 75 - 80، وأنظر أيضاً أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 53 - 65، ومنير هندي، الاوراق المالية

وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، صفحة 123- 131..

³⁹⁷ أنظر المادة (44) من نظام التداول.

فإذا كان للمستثمر 100 سهم إشتري الواحد منها بعشرة دنانير، وكان سعر السائد حينها ثلاثة عشر ديناراً، فإذا خشي من حدوث إنتكاسة في سعر الورقة فإنه قد يصدر أمر إيقاف بالبيع إذا بلغ سعر الورقة أحد عشر ديناراً أو عند سعر أقل منه يستطيع الوسيط اللحق به. أما النوع الثاني؛ فهو أمر الإيقاف الخاص بالشراء، ويقضي هذا الأمر بأن يقوم الوسيط بشراء أوراق مالية معينة إذا ما وصل سعرها إلى مستوى معين عندها يتحول الأمر إلى أمر سوق.

2. أوامر الإيقاف المحددة؛ ويعالج هذا الأمر عدم التأكد من السعر الذي تنفذ به الصفقة وفق الأمر السابق، وفيه يضع العميل حداً أعلى لسعر الشراء، وحداً أدنى لسعر البيع، ولا يتم التعامل إلا بهذا السعر.

ومن الأمثلة على هذا النوع من الأوامر، إمتلاك المستثمر لمئة سهم سبق وأن إشتراها بخمسين ديناراً للسهم الواحد، وفي الوقت ذاته يخشى من هبوط السعر، فيمكنه إصدار أمر إيقاف محدد بسعر وليكن 48 ديناراً، وعادة ما يأخذ الأمر الشكل التالي، بيع الأسهم عند 49 ديناراً وإيقافه عند 48، وهذا يعني بأن الوسيط سيبدء بالبيع عند سعر 49 ويستمر في ذلك حتى وصول قيمة السهم إلى 48، فإذا ما وصل السعر إلى ذلك الحد توقف الوسيط عن البيع.

وفي حالة الشراء تتقلب الصورة، فيطلب المستثمر من الوسيط عبر أمر إيقاف محدد شراء أسهم شركة معينة إذا بلغ حداً معيناً، ولنفرض أنه طلب من وسيطه شراء ألف سهم إذا بلغ سعر السهم لورقة مالية خمسون ديناراً والتوقف عن الشراء إذا بلغ سعر الورقة واحد وخمسون ديناراً، فإذا وصل سعر الورقة إلى ذلك الحد تحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق وإستمر الوسيط بالشراء حتى إكتمال الكمية، أما إذا لم يتمكن الوسيط من شراء كل الكمية ووصل سعر السهم إلى واح وخمسون ديناراً توقف تنفيذ الأمر.

3. أمر التنفيذ حسب مقتضى الحال؛ أو الأمر الذي يترك للشركة حرية التقدير، وهو أن يترك المستثمر لشركة الوساطة الحق في إبرام الصفقة بحسب ما يراه مناسباً، فالوسيط هو من يختار الورقة المالية وطبيعة الصفقة (بيع أم شراء) والسعر ووقت التنفيذ،³⁹⁸ ويمكن إستغلال هذا النوع في حال عدم قدرة المستثمر على إدارة محفظته الإستثمارية بنفسه خلا فترة محددة.

4. البيع على المكشوف؛³⁹⁹ ويقصد به البيع السابق على الشراء، ويقنصر دور المستثمر بإبلاغ وسيطه بنيته ببيع سهم معين لا يملكه على المكشوف، عندها يقوم السمسار بإقتراض ذلك السهم من أي كان ويقوم بتسليمها للمشتري، وقد يقوم الوسيط بإرسال قيمة الأوراق المالية المباعة إلى المقرض كضمان لأسهمه حتى ينتهي هذا الوضع.

ويتمثل الربح أو الخسارة في مثل هذه الحالة في الفرق بين الإيرادات المحصلة عن البيع والتكلفة الحاصلة بالشراء اللاحق من السوق، أما بالنسبة للمشتري فلا فرق عنده لأنه حصل على الأوراق المالية التي إشتراها، بالإضافة إلى أية أرباح او توزيعات تتم على تلك الأسهم. أما المقرض فهو كالمشتري تماماً فهو يحص على الأرباح والتوزيعات عن أسهمه ولكن من ومصدر آخر وهو المقرض، فيقوم الوسيط بإضافة التوزيعات المستحقة والموزعة على أسهم المقرض ويخصمها من حساب البائع.

ولا يوجد أي قيد على الفترة التي يستطيع المستثمر أن يبقى فيها مكشوفاً، ولكن يشترط أن يكون للبائع نقدية كافية في حسابه لدى الوسيط، ويفضل أن يبقى البائع بهذا الوضع ما دام سعر السهم في إنخفاض، فإذا ما إستمر سعر السهم بالإرتفاع بعد الشراء على المكشوف

³⁹⁸ أنظر المادة (46) من نظام التداول.

³⁹⁹ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 53 - 54. عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، صفحة 53. ومحمد عوض، وآخر، المرجع السابق، صفحة 66 - 67. عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 81.

عندها يجب على المستثمر أن يضع حداً لخسائره بالشراء من السوق عند السعر المرتفع للورقة المالية.

5. الأمر المتدرج؛⁴⁰⁰ وهو أمر بيع أو شراء لعدد معين من الأوراق المالية بالتدرج وبأسعار متفاوتة، فمثلاً بيع 200 سهم إذا بلغ سعر السهم عشرة دنانير، و 200 سهم آخر إذا بلغت قيمة السهم أحد عشر ديناراً.

6. الأمر القاضي بتنفيذ الأمر كله أو رفضه كله، وهو أمر سوق أو أمر محدد السعر يطلب فيه المستثمر من الوسيط التنفيذ الكامل في أسرع وقت أو معاملته كطلب إلغاء.

7. الأمر القاضي بتنفيذه بشكل كلي، أو جزء منه على أن يعتبر الأمر بالنسبة للجزء المتبقي بدون تنفيذ لاغياً.

8. الأمر القاضي بتنفيذه بمجرد وصوله أو إعتبره لاغياً.

9. أمر الشراء القاضي بأن لا يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر السابق الذي جرى عليه التعامل.

10. أمر البيع القاضي بأن لا يكون سعر التنفيذ أقل من السعر السابق الذي جرى عليه التعامل.

وقد نظم المشرع الفلسطيني مسألة الأوامر التي ترد إلى شركات الوساطة من خلال نظام التداول في إثني عشر مادة تبدء من المادة 38، ولا يتعارض ما سبق الإشارة إليه مع ما أورده المشرع الفلسطيني من أنواع مختلفة للأوامر، فالمشرع الفلسطيني أعطى الخطوط العامة لتلك الأوامر من تحديد للسعر ووقت التنفيذ وحجم الأمر، مضيفاً بعض الأشكال الخاصة كأمر الإيقاف والأمر الذي يترك للشركة حرية التقدير والأمر المفتوح ولم يغلق الباب أمام أومر أخرى تفرضها الضرورة العملية لا يمكن التنبؤ بها.

⁴⁰⁰ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 63.

وخيراً فعل المشرع الفلسطيني بترك تحديد أي صور أخرى للأوامر إلى الضرورات العملية، عدا أن هذه الصور الخاصة لا تتعارض أصلاً مع تلك الأوامر الرئيسية إنما قد تشكل صوراً خاصة لها.

ويثور التساؤل فيما إذا قامت شركة الوساطة المالية بإبرام إتفاق على خلاف ما يتوقعه العميل؟ وتجيب قواعد المسؤولية العقدية عن هذا السؤال، فإذا ما قامت شركة الوساطة بإبرام إتفاق على خلاف ما أمر به العميل عندها تتحمل الشركة المسؤولية عن الضرر الواقع على المستثمر، أما إذا ما أبرمت الشركة الإتفاقية ضمن الحدود التي أمر بها المستثمر ولكن هذا الأخير لم يتوقع أن تبرم هذه الإتفاقية بهذا السعر أو قد أصابه ضرر نتيجة تعاقده الشركة مع نفسها أو مع غيرها فإن المسؤولية تقع عليه لعدم وجود خطأ من الشركة في التنفيذ.⁴⁰¹

الفرع الثالث: تنفيذ أوامر العملاء وتغطيتها

أولاً: تنفيذ الأوامر

تختلف إجراءات تنفيذ الأوامر الواردة إلى شركة الوساطة المالية تبعاً للنظام الذي تعتمده تلك البورصة، فإذا كانت تعتمد تلك البورصة نظام الصالة فإن تنفيذ أوامر العملاء بإحدى طريقتين، الأولى هي المفاوضة، أما الطريقة الثانية فهي المزايمة، وهي الطريقة المعتمدة في بورصة نيويورك، فبمجرد إصدار الأمر من العميل يجتمع الوسطاء الراغبين بالبيع والشراء، وتتم المزايمة بينهم وتنفذ بأفضل سعر.

أما بورصة لندن فهي تعتمد على صناع السوق أي التفاوض معهم، فبدوره يقوم الوسيط بالاتصال مع أحد صناع السوق بالبورصة الذي يتعامل بالورقة المالية، فإذا أمكن تنفيذ الصفقة نفذها

⁴⁰¹ المادة (49) من نظام التداول.

وإلا لجأ إلى صانع سوق آخر، حتى ينفذ الأمر، وفي هذه الحالة الأخيرة يعمل الوسيط كوكيل بينما يكون صانع السوق طرفاً أصيلاً (بائع أو مشتري).⁴⁰²

أما إذا اعتمدت السوق على النظام الإلكتروني، فقبل أن تتمكن شركة الوساطة من تنفيذ أوامر عملائها، لا بد من تسجيل وإدراج المعلومات الأساسية عن كل مستثمر لدى قاعدة بيانات السوق، الذي يقوم بدوره بإعطاء كل عميل رقم تداول خاص به لا يتم إدخال أوامر البيع والشراء الخاصة بالعميل إلا من خلاله.⁴⁰³

عندها يقوم الوسيط بإدخال أوامر عملائه على نظام التداول الإلكتروني، بحيث يتم من خلال هذا النظام مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء إلكترونياً.⁴⁰⁴ فيجب على الوسيط المعتمد إدخال أوامر العملاء إلى نظام التداول الإلكتروني بالتتالي وحسب التسلسل الزمني التي وردت فيه، ويجب عليه في حالة ورود الأوامر إليه أثناء جلسة التداول إدخالها إلى النظام خلال عشرة دقائق من ورودها إليه مع مراعاة ترتيب الإدخال بحسب التسلسل الزمني.⁴⁰⁵

وينحصر الحق في التعامل بنظام التداول الإلكتروني في الأعضاء المرخص لهم بالعمل في هذا المجال، أما إدخال الأوامر إلى ذلك النظام فلا يجوز إلا من قبل الوسطاء المعتمدين من قبل السوق،⁴⁰⁶ ويتم تنفيذ تلك الأوامر وفق أولويات محددة جاء عليها نظام التداول، وهذه الأولويات هي:⁴⁰⁷

1. الأمر صاحب السعر الأفضل، فتكون الأولوية لأمر الشراء المتضمن أعلى سعر،

وأمر البيع المتضمن أقل سعر.

⁴⁰² أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 72، 77.

⁴⁰³ الإستثمار في البورصة خطوطك الأولى، المرجع السابق، صفحة 27.

⁴⁰⁴ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 77.

⁴⁰⁵ المادة (61) من نظام التداول.

⁴⁰⁶ المواد (59، 60) من نظام التداول، والمادة (34) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.

⁴⁰⁷ المواد (64 - 66) من نظام التداول، وأيضاً إجراءات التداول، بورصتي القاهرة والإسكندرية، أنظر الرابط: "

http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html تاريخ الزيارة 2/6/2008.

2. إذا ما تساوت الأسعار تعطى الأولوية للأقدم إدخالاً إلى النظام، حيث يقوم برنامج التداول الإلكتروني بتسجيل الوقت الذي يدخل فيه كل أمر وينفذ تلك الأوامر بحسب الأقدمية.

3. كما تقدم الأوامر الواردة من الشركة لعملائها على تلك الواردة من الشركة لحسابها. فعندما يتم إدخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول، يعمل هذا النظام آلياً على ترتيب ومطابقة الأوامر بحسب الأولويات التي أشرنا إليها أعلاه، أما بالنسبة للأوامر التي لا تتطابق بشكل مباشر عند إدخالها بسبب وجود أوامر سابقة أو بسبب وجود فرق بين سعري العرض والطلب، فتبقى على نظام التداول إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها أو تسحب من النظام، أو تنتهي مدتها.⁴⁰⁸ أما إذا كان الأمر كبيراً لا تستطيع السوق إستيعابه فوراً، فيستطيع الوسيط أن يدخل هذا الأمر بشكل غير معلن، لا يظهر إلا للوسيط نفسه، أما بقية الأعضاء فيمكن أن يعلموا بوجود هذا الأمر غير المعلن ولكنهم لا يستطيعون معرفة محتواه، والهدف من وراء ذلك هو منع الضغط غير المبرر على سعر الورقة المالية نتيجة لجم الأمر مما يساعد على إستقرار الأسعار.

وقد يظهر جزء من هذا الأمر على أن لا يتجاوز المعروض منه نصف الأمر الأصلي، فإذا ما نفذ الجزء المعلن يظهر على شاشة التداول جزء آخر من الأمر غير المعلن لا يتجاوز ما تم عرضه سابقاً، ويظل الأمر هكذا حتى تنفيذ الأمر بالكامل. ويكون هذا الأمر كبيراً إذا ما تجاوز عدد الأسهم المراد التعامل بها في صفقة واحدة الخمسين ألف سهم أو ما قيمته مئة ألف دينار أردني من السندات.⁴⁰⁹ لا يتم إدخال الأوامر إلى نظام التداول إلا في أوقات محددة ترك الأمر في تحديدها لمجلس إدارة السوق،⁴¹⁰ وقد حددت مراحل التداول بخمسة مراحل هي:⁴¹¹

⁴⁰⁸ كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت؟، سوق فلسطين للأوراق المالية.

⁴⁰⁹ المواد (68 - 71) من نظام التداول.

⁴¹⁰ المادة (24) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان للعام 2004.

⁴¹¹ المواد (12 - 16) من نظام التداول، وأنظر أيضاً سوق فلسطين للأوراق المالية، على الرابط:

" <http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/DailySummery.aspx?TabIndex=2> " تاريخ الزيارة 1/6/2008

1. مرحلة ما قبل الإفتتاح: وهي مرحلة إستكشافية يتم خلالها إدخال وتعديل وإلغاء أوامر البيع والشراء وإستعراض البيانات المتاحة.
2. مرحلة الإفتتاح: ويقوم نظام التداول بحساب سعر إفتتاح لكل سهم، ويتم تحويل الأوامر غير المنفذة إلى سعر الإفتتاح، أما الأوامر المنفذة بشكل جزئي فيتم تحويلها إلى مرحلة التداول المستمر.
3. مرحلة التداول المستمر: يتم فيها تنفيذ الصفقات، ويستطيع خلالها الوسطاء تنفيذ أو إلغاء أو تعديل الأوامر وكذلك إستعراض البيانات المتاحة.
4. مرحلة ما قبل الإغلاق: يتوقف التداول فيها ولا يقبل إدخال أي أوامر جديدة ويستطيع الوسطاء فيها إلغاء أو تعديل صفقات التداول، كما يتيح النظام للوسطاء طباعة التقارير.
5. مرحلة الإغلاق: يتم إغلاق التداول ويتم فيها تحديد سعر الإغلاق، ولا يكون النظام بعدها متاحاً إلا للإستعراض وطباعة التقارير فقط.

ثانياً: تغطية الصفقات

هناك ثلاثة طرق لتمويل قيمة صفقات الأوراق المالية المشتراة وهي:

1. التمويل النقدي؛ أو ما يسمى بالحساب النقدي، وتتم التغطية فيه عن طريق رأس المال المملوك للمستثمر، أي التمويل الكلي لصفقة الأوراق المالية يتم من خلال الحساب الخاص بالمستثمر. ومع ذلك فإن شركة الوساطة المالية تسدد قيمة الصفقات التي أجرتها لبنك التسوية حتى اليوم الثالث بعد يوم التداول،⁴¹² وفي حالة تخلفها عن السداد يتم إبلاغ السوق فوراً والتنفيذ على الغطاء المالي المقدم من الشركة كضمان لعملية التسوية. ولا يضير بنك التسوية هنا أو السوق أن الشركة تدفع من حسابها الخاص أو من حسابات المستثمرين، فالمهم أن تسدد الشركة قيمة صفقاتها خلال الفترة المحددة، أما العلاقة بين

⁴¹² المادة (108) من نظام التداول.

العميل والشركة فهي متروكة لهم، ينظّمونها وفق ما أرادوا، ويمكن للشركة سداد قيمة الصفقات بالنيابة عن عملائها في حالات معينة تحكمها طبيعة التعامل مع مستثمر معين. ففي حالات معينة يمكن للعميل أن يطلب من شركة الوساطة المالية التي يتعامل معها أن تقوم بعمليات لحسابه من دون أن يكون في حسابه لدى الشركة ما يغطي تلك التعاملات، ولكن هذا يتوقف على نوعية العلاقة التي تربط العميل بالشركة، فالأمر في هذه الحالة جوازي لشركة الوساطة المالية فإما أن توافق على هذا النوع من التعامل أو أن لا تلي ذلك الطلب حتى يوفر المستثمر التغطية المالية اللازمة.⁴¹³

وفي حالة لم تقبض الشركة قيمة الأوراق المالية المترصدة في ذمة عملها خلال ثلاثين يوماً من تاريخ نشوء تلك الذمة، عندها يكون لشركة الوساطة المالية أن تبيع الأوراق المالية لصالحها، كما وتستطيع اللجوء لمطالبة عملها قضائياً في حالة عدم كفاية المبلغ.⁴¹⁴

2. الرفع التمويلي أو الحساب الهامشي؛ هو إقتراض المستثمر من البنك أو من شركة الوساطة التي يتعامل معها المستثمر على أن تكون الأوراق المالية ضماناً لقيمة القرض، وبالتالي يعمل الشراء الهامشي على زيادة القدرة الشرائية للمستثمر بمعنى أنه سيسطيع شراء كمية أكبر من الأوراق المالية مع عدم قدرته على دفع كامل قيمتها من موارده الذاتية.⁴¹⁵

ويتم من خلال هذه الطريقة تغطية جزء من قيمة الأوراق المالية المشتراة بإستخدام رأس المال المملوك للمستثمر، بينما يتم تمويل الجزء المتبقي من خلال رأس المال المقترض، وتهدف هذه الطريقة إلى زيادة العائد على رأس المال المملوك للمستثمر.⁴¹⁶

⁴¹³ مقابلة أجريت مع الوسيط عمر سلامة من شركة الوساطة المالية بتاريخ 2/3/2008.

⁴¹⁴ المادة (4) من تعليمات معايير الملاءمة المالية لشركات الأوراق المالية رقم 4 لسنة 2008.

⁴¹⁵ نبذة عن سماسرة الأوراق المالية والشراء على الهامش، بورصتي القاهرة والإسكندرية، أنظر الرابط :

" http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html " تاريخ الزيارة 2/6/2008.

⁴¹⁶ أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 80، وأنظر أيضاً عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، صفحة 50.

ويستطيع المستثمر الاستفادة من الحساب الهامشي بعد توقيع إتفاقية مع شركة الوساطة المالية تسمح له بذلك، وفي العادة ما تضع تلك الإتفاقية سقفاً للمبالغ التي يمكن للمستثمر إقتراضها من هذا الحساب، ويتم تحديد قيمة هذا السقف بحسب ملائمة المستثمر المالية.⁴¹⁷ وبموجب إتفاقية أخرى بين شركات الوساطة المالية والبنوك، يحصل الوسيط على قرض لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة نقداً، ويتم وضع الأوراق المالية المشتراة عبر الحساب الهامشي تحت الرهن كضمان لسداد قيمة القرض، كما وتسجل بإسم شركة الوساطة المالية لا المستثمر حتى يتم تسديد قيمتها.⁴¹⁸

ويمكن توضيح هذه الطريقة من خلال المثال التالي: فبإفتراض أن مستثمر لديه فائض نقدي يساوي ألف دينار أردني، ويرغب في إستثمارها في أوراق المالية، وبحسب تقديره فإن قيمة سهم معين سيرتفع بنسبة 10%، فإذا ما إستغل ما معه من فائض في شراء تلك الأسهم فإنه سيجني ربح يعادل مئة دينار، ولكن في حالة شرائه أسهم بما يعادل 2000 دينار، ألف هي الفائض معه، وألف أخرى هي ما يقترضه المستثمر من البنك أو من الوسيط، فهذا يعني بأنه سيجني ربحاً إن تحققت توقعاته تعادل مئة دينار أخرى مخصص منها قيمة عمولة البنك.

وبمعنى آخر فإن الربح يساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الفائدة، أما في حالة عدم تحقق توقع المستثمر ومنيت الأسهم بخسارة، فإن المستثمر يحقق نوعين من الخسائر يكمن الأول في الخسائر الرأسمالية، وهي الفرق بين سعري الشراء والبيع، أما الخسارة الثانية فهي الفوائد على المبلغ المقترض.⁴¹⁹

⁴¹⁷ محمد عبد الجواد، وآخر، المرجع السابق، صفحة 159.

⁴¹⁸ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 82.

⁴¹⁹ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، صفحة 50.

لم تأت القوانين الفلسطينية أو أي من الأنظمة الصادرة بموجبها على مسألة الشراء الهامشي، إلا أن سلطة النقد الفلسطينية وبالتوافق مع سوق فلسطيني للأوراق المالية،⁴²⁰ أصدرت تعميماً للبنوك العاملة في فلسطين بتاريخ 19/9/2007 يقضي بالسماح لهذه البنوك بمنح قروض للمستثمرين أو لشركات الوساطة المالية بعد عرض إتفاقية التعاقد بينها وبين الشركة على سلطة النقد، وتمنح هذه القروض بضمان الأوراق المالية.⁴²¹

ومع أن هذا التعميم الذي يحمل عنوان "تمويل الإستثمار في الأسهم" جاء ليضع أولى ملامح التمويل الهامشي إلا أنه لا يعتبر كافياً من حيث محدودية قدرته على التماشي مع الغاية التي وجد أمر البيع على الهامش من أجلها، ذلك أن هذا التعميم وإن كان يمهد لهذا النوع من التعامل إلا أنه يضع الكثير من القيود والعراقيل التي قد تقف حائلاً أمام الإستفادة من هذا التسهيل وذلك سواء في وجه المستثمر أو شركات الوساطة المالية أو من جهة البنوك نفسها.

فمن جهة المستثمر مثلاً؛ فإنه لا يستطيع تمويل إستثماراته بهذه الطريقة إلا بنسبة 50% من قيمة الصفقة، وعلى شكل قرض فلا يسمح بطريقة أخرى كالحساب الجاري مدين مثلاً، أضف إلى ذلك إلزامه بتقديم ضمانات كبيرة كرهن كامل الأسهم المشتراة في تلك الصفقة أو ضمان آخر يعادل 150% من حجم التسهيلات الممنوحة، هذا بالإضافة إلى تسهيل محفظة الأسهم إذا بلغت القيمة السوقية لها ما يعادل 120% من رصيد القرض القائم بعد إشعار المستثمر بضرورة تخفيض قيمة القرض أو تقديم ضمانات إضافية إذا ما بلغت القيمة السوقية للأسهم 130% من قيمة القرض.⁴²²

⁴²⁰ سلطة النقد الفلسطينية، تعميم رقم 140/2007، الصادر بتاريخ 19/9/2007 والقاضي بمنح تسهيلات من قبل البنوك العاملة في فلسطين لأغراض الإستثمار في الأسهم.

⁴²¹ تعميم سلطة النقد للبنوك العاملة في فلسطيني رقم (140/2007) والمؤرخ في 19/9/2007 .

⁴²² المرجع نفسه.

أما البنوك فهي لا تستطيع تمويل إستثمارات شراء أسهمها، كما لا تستطيع تمويل شراء أسهم بنك آخر إلا بعد موافقة سلطة النقد، على أن لا تتجاوز قيمة تلك التسهيلات 10% من إجمالي محفظة تسهيلات المصرف.⁴²³

وبناء على ما سبق فإنه ينبغي إعادة النظر في هذا التعميم عن طريق وضع آليات وأدوات جديدة ومنتطورة لتمويل الإستثمار بهدف إتاحة فرصة أكبر أمام المسثمرين وشركات الوساطة المالية وحتى أمام البنوك للإستفادة من الطفرة الربحية التي تحققها تجارة الأوراق المالية.

3. البيع على المكشوف؛ كنا قد أشرنا في معرض حديثنا عن الأوامر التي ترد إلى شركة الوساطة المالية من قبل عملائها قد تأخذ شكل أمر البيع على المكشوف، وقلنا بأنه المستثمر بإعطائه هذا الأمر يبيع أوراقاً مالية غير مملوكة له، وإنما يقترضها عبر وسيطه من الشركة التي يتعامل معها أو من أي مستثمر آخر. ويكون حق المستثمر في البيع على المكشوف مقابل لإلتزامه بإعادة شراء تلك الأوراق في موعد لاحق.⁴²⁴

ويختلف هذا الأمر عن سابقه في أن المستثمر في حالة الحساب الهامشي يقترض مبلغاً من المال لتسديد ما تبقى من قيمة صفقة الشراء التي أنجزها لحسابه، بينما في حالة البيع على المكشوف، فإن المستثمر يقترض أوراقاً مالية ليبيعهها، ويعاود شرائها في وقت لاحق وإعادتها إلى المقرض، من دون أن ترتب عليه أية إلتزامات إلا في مواجهة المقرض الذي يتحمل البائع في مواجهته كل ما قد ينتج عن هذا البيع من خسائر للمقرض كقيام الشركة مصدره ذلك السهم بإجراء توزيعات معينة على الأسهم، عندها يتحملها البائع.

وتتم تغطية قيمة صفقة بيع الأوراق المالية على المكشوف من قبل المستثمر نفسه ولكن في وقت لاحق، فإذا ما توقع إنخفاض قيمة السهم وحدث ما توقعه فإنه يعاود شراء الأسهم

⁴²³ المرجع نفسه.

⁴²⁴ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 81.

التي أمر ببيعها، ويعيدها إلى من إقترضها منه، فالتغطية في هذه الحالة ليست تغطية نقدية، إنما ضمان بإعادة الأسهم إلى الشخص المقرض، ويلزم لإمكان قيام المستثمر بإعطاء مثل هذا الأمر توفر رصيد كافي في حسابه الشخصي كضمان للتنفيذ.

وفي سبيل ذلك قسم المشرع المصري شركات الوساطة أو شركات الوساطة المالية إلى قسمين، القسم الأول هو ما يعرف بشركات الوساطة: وهي تلك الشركات التي يقتصر دورها على عمليات الوساطة المالية من دون أن يكون لها تقديم أي خدمات أخرى كالتسهيلات الائتمانية لصالح عملائها، أما النوع الثاني فهو الشركات ذات العضوية الكاملة: وهي تلك الشركات التي تستوفي العديد من المتطلبات الضرورية كشرط الحد الأدنى للأرباح، إلى جانب الملاءمة المالية،⁴²⁵ وغيرها من الشروط، وتتميز هذه الشركات عن غيرها في قدرتها على تقديم التسهيلات الائتمانية، كتقديم القروض أو البيع على الهامش.⁴²⁶

ولكن إذا ما أرادت الشركات التعامل بنظام التمويل الهامشي فإن عليها أن تقدم طلباً للهيئة للسماح لها بالتعامل وفق هذا النظام، ويشترط في الشركات الراغبة بتقديم هذا الطلب أن لا يقل رأس مالها عن 15 مليون جنيه مصري، بالإضافة إلى شرط تحقيقها لأرباح في السنوات الأخيرة، إلى جانب شرط الخبرة، وغيرها من الشروط، فإذا ما تحققت تلك الشروط تعطي الهيئة ترخيصاً لشركة الوساطة المالية للتعامل بهذا النظام.⁴²⁷

⁴²⁵ معايير الملاءمة المالية هي تلك المعايير المالية والمحاسبية والتنظيمية الواجب على شركة الأوراق المالية الإلتزام بها لضمان قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيد إستحقاقها (أنظر المادة (1) من تعليمات معايير الملاءمة المالية لشركات الأوراق المالية).

⁴²⁶ أنظر في هذا الشأن: نبذة عن سماسة الأوراق المالية والشراء على الهامش، بورصتي القاهرة والإسكندرية، أنظر الرابط : " http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html " تاريخ الزيارة 2/6/2008.

⁴²⁷ دليل إسترشادي لإجراءات التداول بالبورصة، بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2007، صفحة 30.

أما المشرع الفلسطيني فلم يحدث مثل هذا التقسيم، ولكن في ظل عدم تنظيم مسألة الشراء الهامشي والبيع على المكشوف، مع إبقاء الطريقة الوحيدة لتغطية صفقات الأوراق المالية هي الحساب النقدي، ومع ذلك فإذا ما أراد المشرع الفلسطيني مواكبة التطور في عمليات تداول الأوراق المالية فإن عليه تبني مثل هذا التوجه، وفي هذه الحالة نرى بضرورة تبني ذلك التقسيم المعمول به وفق التشريع المصري، ذلك أن مثل هذه العمليات بحاجة إلى شركات أوراق مالية يسمح وضعها التجاري والمالي بمثل هذه العمليات، فلا يجوز ترك تلك المسألة لجميع الشركات حتى تلك التي قد تعاني من صعوبات مالية أو ضعف قدرتها الائتمانية.

ثالثاً: تسوية صفقات التداول

رأينا في الفصل التمهيدي من هذا البحث كيف تم تنظيم مركز الإيداع والتحويل، وما هي الصلاحيات التي يتمتع بها هذا المركز، فمركز الإيداع والتحويل يعمل كحلقة متممة لعملية التداول، فمن خلال المركز يتم نقل ملكية الأوراق المالية المباعة إلى المشتري وتحويل قيمة هذه الصفقة إلى البائع. وتعمل هذه الحلقة وفق إجراءات محددة نظمتها قواعد السوق، فبعد أن يتم تنفيذ عمليات التداول للأوراق المالية عبر نظام التداول الإلكتروني، وتسجيل تلك التعاملات لدى مركز الإيداع والتحويل، تكون شركة الوساطة مدينة بتسليم الأوراق المالية المباعة إلى المشتري، وكذلك بتسديد قيمة صفقات الشراء التي تمت لحساب عملائها، بالإضافة إلى كونها دائنة للشركات الأعضاء الأخرى بئمن الأوراق المالية المباعة، وبتسليمها للأوراق المالية المشتراة، ولا يؤثر على علاقة الدائنة تلك تسوية علاقة الشركة العضو بعميلها.⁴²⁸

بعد نهاية جلسة التداول في نهاية يوم العمل، يقوم مركز الإيداع بإصدار تقاريره عن تلك الجلسة موجهاً إياها إلى بنك التسوية، وتتضمن هذه التقارير قائمة بأسماء الشركات الأعضاء والمتداولة،

⁴²⁸ المادة (83) من نظام التداول.

بالإضافة إلى صافي القبض والدفع لتلك الشركات، كما يصدر المركز تقرير عمولات الشركات الأعضاء وتسلمه إلى الدائرة المالية في الشركة العضو.⁴²⁹

وتلتزم الشركة العضو بدفع المبالغ المستحقة لبنك التسوية حتى اليوم الثالث بعد يوم التداول ويرمز لذلك الموعد بـ (T3)،⁴³⁰ وذلك حسب كشف التسوية المرسل من المركز إلى البنك، وفي حالة تخلف الشركة عن الوفاء بالتزاماتها خلال تلك المهلة الزمنية يقوم بنك التسوية بإبلاغ السوق فوراً، بالإضافة إلى التنفيذ على الغطاء المالي المقدم من الشركة كضمان لعملية التسوية، أما السوق فيقوم بوقف الشركة العضو عن التداول لتلك الجلسة، حتى تقوم الشركة بدفع ما عليها لبنك التسوية. وبالإضافة إلى الإجراء المتخذ بحق الشركة العضو، فإن الشركة بفعلها هذا تعرض نفسها لإجراء تأديبي من قبل السوق بحقها.⁴³¹

وعلى الرغم من هذه الإجراءات والتي قد تستمر لثلاثة أيام عمل قادمة فإن المستثمر الذي يقوم بعملية الشراء يعتبر مالكاً لتلك الأوراق من تاريخ شرائها، وليس من تاريخ تغطيتها،⁴³² ويمكن للسوق إصدار شهادات بتلك الملكية بناء على طلب المستثمر مقابل رسم محدد.⁴³³

وتدون ملكية الأوراق المالية بموجب قيود إلكترونية في سجلات المركز، وعند بيعها أو بيع جزء منها من خلال حساب التداول لدى الشركة العضو، فإن المركز يعمل على خصم تلك الأوراق من حساب المستثمر البائع ويضيفها إلى حساب المستثمر المشتري إلكترونياً.⁴³⁴

وبعد أن تتم تلك العمليات بين المركز وبنك التسوية والشركة العضو، تقوم شركة الوساطة بتحرير شيك بنكي لحساب عميلها، بقيمة الصفقات التي نفذت لمصلحته، بعد خصم عمولة التداول

⁴²⁹ المادة (106) من نظام التداول.

⁴³⁰ المادة (108) من نظام التداول.

⁴³¹ المادة (107) من نظام التداول.

⁴³² المادة (111) من نظام التداول.

⁴³³ المادة (112) من نظام التداول.

⁴³⁴ دليل المستثمر، المرجع السابق، صفحة 20.

والضريبة، على أن يختم الشيك بعبارة يصرف للمستفيد الأول، أو أن يتم تحويل تلك المبالغ إلى حساب العميل عن طريق البنك.⁴³⁵

المطلب الثاني: التداول عبر شبكة الإنترنت

مع التطور المطرد الذي شهدته وسائل الإتصالات على الصعيدين الشخصي والمهني، ظهرت الحاجة إلى وجود نظام يمكن المستثمر في الأوراق المالية من رعاية مصالحه بنفسه، خاصة بأنه صاحب المصلحة المباشرة في تلك الإستثمارات، ونظراً للمشكلات التي قد تواجه المستثمر في الإتصال بشركة الوساطة التي يتعامل معها، ظهر نوع جديد من التداول يعرف بإسم التداول عبر الإنترنت، كنوع من البدائل للتداول التقليدي، يمكن المستثمر من إدارة محفظته الإستثمارية بالشكل الذي يراه مناسباً.

الفرع الأول: مفهوم التداول عبر شبكة الإنترنت وشروطه

ويقصد بالتداول عبر الإنترنت؛ الخدمة التي تقدمها شركة الوساطة المالية لعميلها بحيث تمكنه من إدخال أوامره إلى نظام التداول الإلكتروني ومتابعتها بنفسه عن طريق إستخدام شبكة الإنترنت،⁴³⁶ فهو نظام تقني متطور يتم من خلاله تنفيذ عمليات التداول عبر الإنترنت من خلال البرنامج الذي توفره شركة الوساطة المالية على موقعها الإلكتروني، بحيث يتيح هذا النظام للمستثمرين إدارة محافظهم الإستثمارية بأنفسهم.⁴³⁷

وتعد تلك الخدمة التي تقدمها شركات الوساطة إلى عملائها النتيجة الطبيعية للتطور العلمي في مجال الإتصالات، فهذه الخدمة على محاذيرها ومخاطرها، إلا أنها تربط المستثمر مباشرة بإستثمارته وأعماله وتلغي تأثير المسافات، فالمستثمر يستطيع إدارة محافظه الإستثمارية من أي مكان كان. كما أن

⁴³⁵ سوق فلسطين للأوراق المالية، المرجع السابق، صفحة 12.

⁴³⁶ المادة (2) من تعليمات التداول عبر الإنترنت

⁴³⁷ كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت، المرجع السابق، صفحة 2.

دخول تلك الخدمة إلى السوق الفلسطينية ساهم إلى حد بعيد بإبقاء المستثمرين على صلة باستثماراتهم على الرغم من جميع الظروف التي يفرضها واقع فلسطين الإستثنائي.

وتواجه المستثمر عبر تعامله بهذا النظام مخاطر جمة كالأعطال الفنية لجهاز الحاسوب، أو بطء خدمة الإنترنت نتيجة لتزاحم الزوار، أو التغيرات المفاجئة على أسعار التداول،⁴³⁸ بالإضافة إلى إتاحة هذا النظام لعمليات البيع والشراء لنفس الأوراق المالية في ذات الجلسة مما قد يتسبب في تذبذب الأسعار، إلا أن له مميزات مهمة قد تغطي على سيئاته، وأهم هذه المميزات:⁴³⁹

1. سرعة إجراء معاملات البيع والشراء، خاصة إذا ما قورنت بالطريقة التقليدية التي تستلزم إتصال المستثمر بشركة الوساطة المالية وإعطاء الأوامر والإنتظار حتى يحين الدور على الإدخال إلى النظام.
2. القدرة على إجراء عمليات التداول من أي مكان، فلا يحتاج المستثمر في ذلك إلا إلى جهاز حاسوب، وإتصال إنترنت، وعندها يستطيع إدارة محفظته من أي مكان يتواجد فيه.
3. إتاحة الفرصة للمستثمر لمراقبة تنفيذ تعاملاته ومتابعة استثماراته.
4. إمداد العميل ببيانات السوق بشكل لحظي.
5. الإستفادة من رسوم التداول المخفضة والتي قد تفرض على مثل هذا النوع من التداول، ولا يجوز وفق النظام الفلسطيني تخفيض عمولات التداول ذلك أنها محددة كما رأينا سابقاً، لذلك لا بد من تعديل هذا النص الذي يحدد العمولات بما يسمح بتخفيض العمولة في حالة تداول المستثمر بنفسه.

⁴³⁸ المرجع نفسه، صفحة 5.

⁴³⁹ أنظر كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت، المرجع السابق، صفحة 3، وأيضاً التداول عبر الإنترنت، بورصتي القاهرة والإسكندرية، على الرابط:

"http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html" تاريخ الزيارة

6. يسمح هذا النظام للمستثمر لأخذ قرارات إستثمارية بسرعة كبيرة من خلال مراقبته

لعمليات التداول الجارية.

هذه الخدمة التي تقدمها شركات الوساطة المالية تخضع لشروط ومعايير محددة قبل إتاحتها لأي

من المستثمرين المتعاملين مع شركات الوساطة، فالشركة تملك حرية منح أو حجب تلك الخدمة عن أي

من عملائها، وفق معايير محددة تضعها بنفسها، وفي هذا السياق قد تضع شركات الوساطة المالية

شروطاً خاصة في ظل تحملها للمسؤولية الكاملة عن فعل عملائها.

وأهم تلك الشروط التي تضعها شركات الوساطة عادة داخل إتفاقية التداول عبر الإنترنت

وهي:⁴⁴⁰

1. بند تحديد مسؤولية الشركة أو أي من موظفيها والتي قد تسبب ضرراً مباشراً أو غير

مباشر أو خسارة أو أية مصاريف قد يتكبدها المستثمر نتيجة التداول عبر برنامج التداول

الإلكتروني سواء كان بصورة صحيحة أو خاطئة، أو تأخر تسوية المعاملات التي قام بها،

أو قيامه بأية أعمال إحتيالية أو تزوير أو ضياع كلمة السر له....

2. صلاحية الشركة بالرقابة على أعمال التداول التي يقوم بها المستثمر، بالإضافة إلى

صلاحية التعديل أو الإلغاء.

3. تخويل شركة الوساطة المالية قيد ما يستحق على المستثمر نتيجة لتداوله عبر الإنترنت

أية رسوم أو مصاريف أو عمولات قد تترتب نتيجة لتعاملاته تلك.

4. إحتفاظ العميل بأي من المعلومات أو البرمجيات التي قد توفرها شركة الوساطة المالية

للمستثمر.

هذه هي أهم الشروط التي تفرضها شركات الوساطة المالية عادة، وإلى جانب ذلك فهناك العديد

من الشروط الأخرى التي يفرضها القانون وأهم تلك الشروط:

⁴⁴⁰ إتفاقية التداول الإلكتروني، شركة سهم للإستثمار والأوراق المالية، على الرابط " <http://www.sahem->

inv.com/agreements/agreement_ar.pdf تاريخ الزيارة 28/12/2008.

1. توقيع المستثمر على إتفاقية التداول عبر شبكة الإنترنت مع الشركة.⁴⁴¹
2. الحد الأدنى لفتح حساب التداول عبر الإنترنت هو خمسة آلاف دولار أمريكي.⁴⁴²
3. يتم إيداع المبلغ في حساب المستثمر لدى الشركة.⁴⁴³

الفرع الثاني: إجراءات التداول عبر شبكة الإنترنت

لا تختلف إجراءات التداول عبر الإنترنت كثيراً عن تلك الإجراءات التي سبق وبينها لدى حديثنا عن إجراءات التداول عبر شركة الوساطة المالية خاصة فيما يتعلق بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الإلكتروني وألوية تنفيذ الأوامر، وتسوية الصفقات.

ولكن نظراً لطبيعة التداول عبر الإنترنت الذي يتم من خلال المستثمر نفسه، هناك بعض الاختلافات أولاًها أن المستثمر نفسه هو من يدخل أوامره إلى نظام التداول وهذا يرتب بحسب إتفاقية التداول الموقعة مع الشركة مسؤوليته عن كافة أعماله بغض النظر عن صحتها أو جهله.

وقد نظمت تعليمات التداول عبر الإنترنت الصادرة عن مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية في العام 2007، والتي وضعت نظاماً محدداً لهذه الخدمة، مسألة التداول عبر شبكة الإنترنت بشكل دقيق، وذلك على النحو التالي:

1. لم تترك تعليمات التداول عبر الإنترنت مسألة تزويد شركات الوساطة المالية لعملائها لخدمة التداول عبر الإنترنت لتلك الشركات، حتى وإن توفرت لديها الإمكانيات اللازمة لتزويدها، إنما تطلبت حصولها على ترخيص من سوق فلسطين للأوراق المالية. فالخطوة الأولى على طريق التداول عبر شبكة الإنترنت هي حصول الشركة على ترخيص من السوق، وهذا الترخيص يتطلب حصول الشركة على حد أدنى من الإمكانيات المادية والبشرية قبل السماح لها بتوفير هذه الخدمة.

⁴⁴¹ المادة (3) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴² المادة (6/ب) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴³ كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت؟، المرجع السابق، صفحة 3.

ويمكن للشركة الحصول على هذا الترخيص عبر تقديمها لطلب لهذا الغرض إلى السوق، وتملك السوق حق رفض الطلب أو قبوله، بعد تأكدها من توفر البيئة التقنية المناسبة لهذه الخدمة لدى الشركة مقدمة الطلب.⁴⁴⁴

2. بعد موافقة السوق على طلب الشركة العضو بشمولها بنظام التداول عبر الإنترنت، يوقع الجانبان إتفاقية التداول عبر الإنترنت.

3. تملك الشركة العضو حرية منح أو حجب تلك الخدمة عن أي من عملائها، وفق معايير محددة يجب أن توافق عليها السوق،⁴⁴⁵ وقد يبدو ذلك منطقياً خاصة في ظل تحمل شركات الوساطة المالية للمسؤولية الكاملة عن الأوامر المدخلة إلى نظام التداول، سواء عبر أحد الوسطاء المعتمدين العاملين لديها أو عبر أحد عملائها،⁴⁴⁶ فتعاملات عملاء تلك الشركة بنظام التداول الإلكتروني خاضع لرقابة الشركة وتستطيع أن تلغي أي أمر إذا رأت فيه تحقيقه لأضرار معينة أو مخالفته لقواعد السوق، وبالتالي فإن إدخال الامور إلى نظام التداول تكون تلك الشركة مسؤولة عنه لأنه يفترض علمها ورقابتها عليه، ويجب على الشركة العضو أن تقدم تعهداً خطياً بذلك.⁴⁴⁷

4. تمنح الشركة أحد عملائها القدرة على التداول عبر الإنترنت بعد توقيعه لإتفاقية التداول عبر الإنترنت مع الشركة،⁴⁴⁸ ويجوز أن تحتوي تلك الإتفاقية على نص يحمل العميل مسؤولية جميع أوامر البيع والشراء المدخلة من قبله إلى نظام التداول،⁴⁴⁹ كما يجب على العميل أن يوقع تعهداً بالترامه بالقانون أثناء قيامه بعمليات التداول بنفسه.⁴⁵⁰

⁴⁴⁴ المادة (5) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴⁵ المادة (6/أ) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴⁶ المادة (4) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴⁷ المادة (15) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴⁸ المادة (3) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁴⁹ المادة (4) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁵⁰ المادة (17) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

5. حددت تعليمات التداول عبر الإنترنت الحد الأدنى لفتح حساب التداول عبر الإنترنت بخمسة آلاف دولار أمريكي، مع جواز تعديل هذا المبلغ من قبل السوق شرط إبلاغ الشركات الأعضاء بهذا التعديل قبل أسبوعين على الأقل،⁴⁵¹ ويتم إيداع هذا المبلغ في الحساب لدى الشركة.⁴⁵²

6. تزود الشركة عميلها بإسم المستخدم (User Name) والرقم السري الأولي (Password) الذي يكون على المستثمر تغييره لاحقاً، ويكون العميل هو المسؤول الوحيد عن حفظ وإستعمال إسم المستخدم وكلمة المرور، بما في ذلك تبعات الإستعمال الخاطيء لهما.⁴⁵³

7. لتداول الأوراق المالية، يجب على العميل أن يقوم بتحميل البرنامج الخاص بالتداول الإلكتروني، ومن ثم إدخال إسم المستخدم والرقم السري، والدخول إلى حساب العميل لدى شركة الوساطة، وبعدها يمكن للعميل البدء بعمليات التداول بإدخال أوامره للبيع أو للشراء إلى نظام التداول الإلكتروني.⁴⁵⁴

8. يتم التحقق من الأرصدة اللازمة والأوراق المالية للعملاء إلكترونياً عند إدخال أوامر البيع والشراء.⁴⁵⁵ أما بعد إدخال تلك الأوامر فيتم ما يلي:⁴⁵⁶

1. حجز تكلفة الأوراق المالية المنوي شراؤها والعمولات المستحقة من رصيد الحساب النقدي للعميل فور قبول الطلب، كما يتم حجز كمية الأوراق المالية المنوي بيعها من حساب العميل فور قبول طلب البيع.

⁴⁵¹ المادة (6/ب) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁵² كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت؟، المرجع السابق، صفحة 3.

⁴⁵³ المرجع نفسه، صفحة 3.

⁴⁵⁴ المرجع نفسه، صفحة 3 - 4.

⁴⁵⁵ المادة (10) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁵⁶ المادة (13) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

2. عند تنفيذ الأمر كلياً أو جزئياً يقوم النظام وبشكل تلقائي بزيادة رصيد حساب العميل من الأوراق المالية المشتراة بمقدار الأوراق المالية الناتجة عن عملية الشراء، كما يقوم بزيادة رصيد حساب العميل النقدي بمقدار مبلغ البيع مخصوماً منه قيمة العمولة.

3. أما في حالة رفض الطلب أو تعديله أو إلغائه من قبل المستثمر يعيد النظام الوضع إلى ما كان عليه.

9. تخضع عمليات تداول المستثمرين لرقابة السوق والشركة العضو، بحيث يحق لهما إلغاء الأوامر المدخلة من جانب العميل في عدة حالات هي:⁴⁵⁷

1. إذا كانت الأسعار خارج إطار التذبذب السعري المسموح به خلال الجلسة.
2. إذا كان القصد من وراء هذه الأوامر إعطاء صورة مشوهة عن أي ورقة مالية، أو حجم التداول أو نشاطها بشكل يؤثر على تفاعل قوى العرض والطلب.
3. إذا كان الأمر قد صنف من الأعمال المحظورة من قبل الهيئة أو السوق أو الشركة العضو.

4. أية أسباب أخرى قد تراها الهيئة أو السوق أو الشركة العضو مضرّة بمصالحها، أو قد تؤدي إلى مخالفة القوانين.

10. في حالة إذا ما نشأ خلاف حول التداول الإلكتروني، ينشئ المدير التنفيذي للسوق

لجنة تعنى بمعالجة هذا الخلاف على أن يكون بعضويتها أحد الشركات الأعضاء.⁴⁵⁸

ويكون لهذه اللجنة أن تتخذ أحد أو أكثر من الإجراءات التالية:⁴⁵⁹

1. منع أي شركة عضو من تقديم هذه الخدمة.

⁴⁵⁷ المادة (16) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁵⁸ المادة (19) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

⁴⁵⁹ المادة (20) من تعليمات التداول عبر الإنترنت.

2. تقييد نشاط أي من الوسطاء في استخدام هذه الخدمة.
 3. منع أي عميل من الحصول على هذه الخدمة.
 4. إعادة النظر في تنظيم التداول عبر الإنترنت.
11. حتى يتمكن العميل من التداول عبر شبكة الإنترنت لا بد أولاً من تفويض شركة الوساطة التي يتعامل معها العميل بأن تقيد في حسابه ما يستحق عليه من رسوم وعمولات، ويتم هذا التفويض من خلال الإتفاقية الموقعة بين الطرفين.⁴⁶⁰
12. تخضع بقية الإجراءات المتعلقة بالتنفيذ لذات الإجراءات التي تمر بها عملية التداول بحسب النظام العادي السابق الإشارة إليه.

المبحث الثاني: ضوابط عمل شركات الوساطة المالية

دخول شركات الوساطة المالية إلى السوق يتطلب وجود حد أدنى من الضوابط التي تحكم عمل هذه الشركات، ونقصد بالضوابط لأغراض هذا المبحث: مجموعة القواعد التي تحكم عمل شركات الوساطة المالية من حيث تطبيق معايير الرقابة عليها، وتنقسم تلك الضوابط إلى قسمين رئيسيين، الأول هو قواعد الرقابة الداخلية، أما القسم الثاني فهو رقابة الأجهزة الإدارية المختلفة -كمراقب الشركات، وهيئة سوق رأس المال، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية- على شركات الوساطة المالية. وعليه سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين؛ نناقش في الأول قواعد الرقابة الداخلية، بينما نناقش في الثاني رقابة الأجهزة الإدارية المختلفة على شركات الوساطة المالية.

المطلب الأول: الرقابة الداخلية على شركات الوساطة المالية

مع تصاعد الأزمة المالية الآسيوية خلال العام 1997، والتي يمكن وصفها بأزمة الثقة في المؤسسات والتشريعات الناطمة لنشاط وأعمال وعلاقات منشآت الأعمال والحكومة، أخذ العالم ينظر

⁴⁶⁰ كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت؟، المرجع السابق، صفحة 6.

نظرة جديدة إلى وضع قواعد للرقابة الداخلية تضاف إلى الرقابة الخارجية على الشركات، تلك القواعد أصبحت تعرف فيما بعد بحوكمة الشركات، وإضافة إلى ذلك فقد كان للأحداث الأخيرة وفي مقدمتها فضيحة عملاق الطاقة إنرون "Enron" وما تلاهم من إكتشاف تلاعب الشركات في قوائمها المالية، أثره البالغ في الإهتمام المتنامي بحوكمة الشركات.⁴⁶¹

ولكن ما هي الحوكمة؟ وما علاقتها بشركات الوساطة المالية؟ وكيف يمكن تطبيق قواعدها على شركات الوساطة المالية؟ هذه الأسئلة ستكون مدار بحثنا خلال هذا الجزء من البحث.

الفرع الأول: قواعد الرقابة الداخلية على شركات الوساطة المالية

يجب أن يكون لدى أية شركة نظام محكم للرقابة الداخلية، على أن يتولى تنفيذ هذا النظام إدارة مختصة بذلك، مع وجوب تمتع هذه الإدارة بالصلاحيات اللازمة والتي تمكنها من القيام بعملها على أكمل وجه، ويكون هدف هذه الوحدة وضع نظم وإجراءات المراجعة الداخلية بناء على تصور ودراسة المخاطر التي تواجه الشركة بالإضافة إلى تطبيق قواعد الحوكمة.⁴⁶²

وتعتبر حوكمة الشركات أهم قواعد الرقابة الداخلية، إذ تجمع بين ثناياها مجمل تلك القواعد التي تحكم عمل الشركات من الداخل، والخارج أيضاً. ويمكن تعريف قواعد الحوكمة بأنها مجموع الأسس والقواعد والإجراءات التي تستخدم لإدارة الشركة، سواء من النواحي القانونية أو التمويلية أو المحاسبية والتي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من جهة والممولين وأصحاب المصالح من جهة أخرى".⁴⁶³

كما وعرف مركز المشروعات الدولية الخاصة حوكمة الشركات بأنها "الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها، وتركز الحوكمة على العلاقات فيما بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة

⁴⁶¹ سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد الخامس، 2008، صفحة 4.

⁴⁶² زياد بهاء الدين، ماجد شوقي، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، أنظر الرابط http://www.tashreaat.com/view_studies2.asp?std_id=59 " تاريخ الزيارة 5/6/2008.

⁴⁶³ عاطف علاونة، حوكمة الشركات في فلسطين "التحديات والآفاق المستقبلية"، أنظر الرابط

"http://www.pcma.ps/news/ar/Lecture_DRATEF.htm" تاريخ الزيارة 5/6/2008.

والمساهمين وأصحاب المصالح وواضعي التنظيمات الحكومية، وكيفية التفاعل بين كل هذه الأطراف في الإشراف على عمليات الشركة.⁴⁶⁴

على أية حال ومهما تعددت تعريفات حوكمة الشركات إلا أنها تجمع بين ثناياها عناصر موحدة تجمع تلك التعريفات، وأهم هذه العناصر؛ أنها تحكم عمل إدارة الشركة، وترتيب العلاقات بين القائمين على الإدارة ومجلس إدارة الشركة، وكل من له مصلحة في تلك الشركة، سواء كان من المساهمين فيها، أو غيرهم من أصحاب المصالح المتعاملين مع الشركة.

وهناك العديد من الأهداف لنظام الحوكمة الشركاتية، وتساهم هذه الأهداف في تقليل مستوى التدهور الإداري لدى الشركات على إعتبار أن الممارسات الإيجابية لنظام حوكمة الشركات تعني حماية أكبر لأصول وممتلكات الشركة، وبالتالي تساهم تلك القواعد في الإبقاء على المستثمرين الحاليين إلى جانب إستقطاب رؤوس أموال أخرى تساعد في مجملها على تنمية إقتصاد الدول، أما أهم أهداف نظام الحوكمة فيمكن إجمالها على النحو التالي:⁴⁶⁵

1. ضمان قيام شركات ناجحة على صعيد المجتمع ككل أو حتى على صعيد المساهمين فيها.

2. حماية حقوق كل من المساهمين وأصحاب المصالح.

3. خلق إطار من الشفافية.

4. تعزيز مستوى المسؤولية لدى إدارة الشركة.

وفي سبيل تحقيق الحوكمة لأهدافها؛ فقد حددت منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية للحوكمة

الشركاتية "OECD" قواعد الحوكمة الشركاتية بستة هي:⁴⁶⁶

⁴⁶⁴ مركز المشروعات الدولية الخاصة، قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات، أنظر الرابط

"http://jpsdirectory.brinkster.net/forum/uploads/1364/Key.pdf" تاريخ الزيارة 5/6/2008.

⁴⁶⁵ تامر حماد، حوكمة الشركات بطريقة العسا والجزرة، عن موقع إدارة وإقتصاد، أنظر الرابط

"http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad(27)/793.htm" تاريخ الزيارة 13/6/2008.

⁴⁶⁶ مبادئ منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية للحوكمة الشركاتية، أنظر الرابط

1. تأمين الأسس لإطار حوكمة فعالة للشركات؛ هذا الإطار يجب أن يكون مشجعاً لقيام أسواق شفافة وفعالة، ومتوافقاً مع حكم القانون، وأن يُحدّد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف السلطات الإشرافية والتنظيمية والتي تفرض تطبيق القوانين.
2. حقوق حملة الأسهم ووظائف الملكية الرئيسية؛ فيجب أن يكون إطار الحوكمة قادراً على حماية وتسهيل ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم.
3. المعاملة العادلة لحملة الأسهم؛ وتدعو هذه القاعدة إلى ضمان المعاملة العادلة لجميع حملة الأسهم بمن فيهم حملة الأسهم الذين ينتمون إلى الأقلية وحملة الأسهم الأجانب.
4. دور أصحاب المصالح؛ وذلك عن طريق الإقرار بحقوق أصحاب المصالح المنصوص مع تلك الشركات والمنصوص عليها في القانون أو عبر إتفاقيات متبادلة معهم، بالإضافة إلى تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح من أجل خلق الثروة وفرص العمل واستدامة مشاريع الأعمال السليمة من الوجهة المالية.
5. الإفصاح والشفافية؛ تدعو هذه القاعدة إلى ضمان الإفصاح الدقيق وفي الوقت المناسب عن كل المسائل المادية التي تتعلق بالشركة، بما في ذلك الوضع المالي والأداء والملكية. وتعتبر هذه القاعدة عصب مبادئ حوكمة الشركات.⁴⁶⁷
6. مسؤوليات مجلس الإدارة؛ وتدعو هذه القاعدة إلى الرقابة الفعّالة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة، وضمان مسؤولية مجلس الإدارة تجاه الشركة وحملة الأسهم. وإذا كانت تلك هي أهم مبادئ الحوكمة التي وضعتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية للحوكمة الشركات، إلا أن هذه القواعد غير متفق عليها بعد، وإن كانت تمثل عصب قواعد الحوكمة التي يتم مناقشتها بين حين وآخر، فمثلاً وضعت لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية مجموعة من

" <http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijea/oecd.htm> " تاريخ الزيارة 5/6/2008.

⁴⁶⁷ جلال العبد، حوكمة الشركات.. ماذا تعني؟ وما انعكاساتها على سوق المال وحملة الأسهم؟، أنظر الرابط

" <http://www.saudstock.com/art.php?id=218> " تاريخ الزيارة 8/6/2008.

القواعد العامة للحوكمة، ومع أن هذه القواعد لا تختلف عن تلك السابق إليها من حيث خطوطها العامة، إلا أنها وضعت قواعد أخرى إلى جانب ما ذكرناه سابقاً يمكن جمالها بالتالي:⁴⁶⁸

1. وضع إستراتيجيات جيدة للشركة يمكن معها قياس نجاح الشركة.
2. التوزيع السليم للمسؤوليات ومراكز إتخاذ القرار في الشركة.
3. وضع آليات للتعاون الفعال بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومدققي الحسابات.
4. وضع آليات للرقابة الخاصة في المواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح.
5. وضع جدول للحوافز المالية والإدارية للإدارة العليا التي تحقق العمل بطريقة سليمة، بالإضافة إلى المديرين والموظفين.

على أي حال؛ ومهما تعددت قواعد حوكمة الشركات بحسب الجهة التي تقدمها، إلا أن قواعد حوكمة الشركات الرئيسية هي ذاتها، مع إختلافات بسيطة تصب جميعها في خانة ضمان أداء أفضل للشركات.

وتتداخل قواعد الحوكمة مع العديد من القوانين أهمها قوانين الشركات، وأسواق المال والبنوك، وغيرها من القوانين، ومع ذلك فهذه القوانين تعد صمام الأمان الرئيسي لضمان حوكمة جيدة للشركات،⁴⁶⁹ كما ويمكن إعتبار تلك القواعد كقواعد تكميلية لما ورد في تلك القوانين.

قواعد الحوكمة هي قواعد موجهة بشكل خاص إلى الشركات المقيدة في البورصة، ومع ذلك فقواعد الحوكمة تخص كافة أنواع الشركات، سواء تلك المقيدة في البورصة أم لا، كما ويجوز أن تكون موجهة إلى شركات القطاع العام، فقواعد الحوكمة تحقق التوازن المطلوب بين المصالح التي قد تتعارض فيما بينها، كما أنها تدعو إلى ثقافة جديدة في أسلوب إدارة تلك الشركات.⁴⁷⁰

⁴⁶⁸ محمد حسن يوسف، المرجع السابق.

⁴⁶⁹ نرمين أبو العطايا، حوكمة الشركات سبيل التقدم، عن مركز المشروعات الدولية الخاصة، أنظر الرابط " <http://www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.htm> " تاريخ الزيارة 12/6/2008.

⁴⁷⁰ زياد بهاء الدين، وآخر، المرجع السابق.

فكلما إزداد إلتزام الشركات بهذه القواعد، كلما إنعكس ذلك إيجاباً عليها والمساهمين فيها وأصحاب المصالح معها، فعلى صعيد الوضع الفلسطيني مثلاً؛ يعتبر وجود قواعد حوكمة الشركات أكثر إلحاحاً وذلك لعدة أسباب يقف على رأسها ضعف النظام الرقابي، ولهذا يمكن إعتبار قواعد الحوكمة نوعاً من الوقاية اللازمة لمنع سوء الإدارة، ونشر ثقافة الإفصاح والشفافية،⁴⁷¹ ليساعد ذلك في بناء أسس متينة تساعد الإقتصاد على النمو بشكل سليم.

وفي هذا الإطار فقد تشكلت في فلسطين لجان وفرق فينة تعنى بوضع قواعد حوكمة شركاتية تحكم عمل الشركات الفلسطينية، ولكن سرعان ما تعثرت جهود تلك اللجان بسبب توقف الدعم المالي لها، إلا أنه وبناء على مبادرة سوق فلسطين للأوراق المالية تم تشكيل فريق وطني للإشراف على مهمة تطوير قواعد حوكمة وطنية تأخذ بعين الإعتبار الخصوصية الفلسطينية،⁴⁷² وبالفعل فقد صدر مؤخراً عن هذا الفريق ما يعرف بالمسودة النهائية لمدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين.

وقد خلصت تلك المدونة في فلسطين إلى أن تطبيق قواعد الحوكمة يؤثر بشكل إيجابي على الشركة بشكل خاص وعلى الإقتصاد الكلي بشكل عام، فعلى صعيد الشركة فإن قواعد الحوكمة الشركاتية تعمل على تحسين أداء مجلس الإدارة عبر زرع مفاهيم الإدارة السليمة والشفافية، إضافة إلى تحسن أداء الشركة ورفع قدرتها على المنافسة، وتعزيز ثقة المستثمرين بها، وصولاً إلى تحقيق أكبر قدر من الأرباح. أما على صعيد الإقتصاد الكلي فهي تهدف إلى تحسين المناخ الإستثماري، ورفع القدرة التنافسية للإقتصاد.⁴⁷³

ويسعى واضعوا قواعد الحوكمة في فلسطين إلى تطبيقها بالتدرج بحيث يتم البدء أولاً بتلك الشركات التي يكون لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية سلطة رقابية عليها، سواء الشركات المدرجة أو

⁴⁷¹ أحمد عيسى العصا، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد الثاني، نابلس، فلسطين، 2007، صفحة 24.

⁴⁷² محمد أبو بكر، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد الثاني، نابلس، فلسطين، 2007، صفحة 26.

⁴⁷³ مسودة مدونة حوكمة الشركات في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 6 - 7.

غير المدرجة بالإضافة إلى شركات الوساطة المالية، ومن ثم تمتد بعد ذلك لتشمل بقية الشركات وحتى مؤسسات القطاع العام.⁴⁷⁴

وتقسم قواعد الحوكمة الشركاتية بحسب المسودة إلى قسمين، القسم الأولى واجب التطبيق تحت طائلة المسؤولية وتستند تلك القواعد إلى القوانين المعمول بها في فلسطين، والقسم الثاني قواعد جوازية أو إختيارية، وتستند إلى القواعد والمعايير الدولية للحوكمة، وهناك قسم ثالث يستند إلى تلك المعايير الدولية ولكنه يتعارض مع القوانين السارية وبالتالي وضعت كتوصيات لتعديل النصوص القانونية المتعارضة.⁴⁷⁵

ومن جهة أخرى فقد قسمت مسودة مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين قواعد الحوكمة الشركاتية إلى ستة أقسام رئيسية هي:⁴⁷⁶

1. إجتماع الهيئة العامة.
2. حقوق المساهمين المتكافئة.
3. إدارة الشركة.
4. التدقيق.
5. الإفصاح والشفافية.
6. أصحاب المصالح الآخرين في الشركة.

ومع ذلك تواجه الحوكمة الفعالة في المناطق العربية بشكل عام وفي فلسطين بشكل خاص بجملة من التحديات التي قد تعني عدم فعالية تلك القواعد حتى وإن تم إدراجها في إطار وطني شامل وجعلها معياراً للتمييز بين الشركات، ففي دراسة خاصة بدول الخليج العربي عنونت ب "حوكمة

⁴⁷⁴ المرجع نفسه، صفحة 8.

⁴⁷⁵ المرجع نفسه، صفحة 10.

⁴⁷⁶ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، المسودة النهائية لمدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين، على الرابط "

http://www.pcma.ps/News/Ar/Governance_rules.pdf " تاريخ الزيارة 15/12/2008.

الشركات في دول الخليج العربي" أظهرت هذه الدراسة جملة من التحديات يمكن تعميمها على المناطق العربية نظراً لتشابه الظروف بين تلك الدول، وأهم تلك التحديات:⁴⁷⁷

1. العلاقات المتداخلة بين الحكومة والأنظمة المالية.
2. أنظمة قضائية ضعيفة.
3. عدم تطور النظام المؤسسي بما يوفر مزايا مراقبة فعالة للشركات.
4. غياب الرغبة الحكومية الجادة في تطوير الأنظمة القضائية.
5. تفشي الرؤية على أساس المصالح الشخصية.
6. صغر حجم الأسواق المالية، وكذلك صغر حجم الشركات نسبياً، وقلة عدد الشركات المدرجة.

والسؤال المطروح الآن هو: ما أهمية إخضاع شركات الوساطة المالية لقواعد الحوكمة؟ وكيف يمكن حكمها من خلال تلك القواعد؟

قلنا سابقاً بأن شركات الوساطة هي أحد أهم مكونات بورصة الأوراق المالية إلى جانب الشركات المدرجة، فبالإضافة إلى تعلق حقوق الغير بتلك الشركات، فهم مجبرون على التعامل مع الأوراق المالية للشركات المدرجة من خلال تلك الشركات، فأى خلل ناتج عن سوء الإدارة قد يعني ضياع حقوق المتعاملين معها، وبالتالي تكون شركات الأوراق المالية من بين أهم الجهات التي يجب أن تخضع لقواعد الحوكمة الشركاتية.

ويمكن حكم شركات الوساطة المالية من خلال قواعد الحوكمة حالها حال بقية الشركات، فشركات الوساطة المالية جزء من الشركات التي وضعت تلك القواعد أساساً لحكمها، فالقاعدة الأولى لقواعد الحوكمة تفترض وجود أساس قوي يؤمن لإطار حوكمة فعالة على الشركات، هذا الإطار المتفق

⁴⁷⁷ تامر حماد، حوكمة الشركات بطريقة العصا والجزرة، عن موقع إدارة وإقتصاد، المرجع السابق.

مع القانون يجب أن يحدد ويوضح ويوزع المسؤوليات بين مختلف الجهات الرقابية، بطريقة تضمن فعالية نظام المراقبة والتنظيم.

ولتحديد مدى إنطباق قواعد الحوكمة الشركاتية على شركات الوساطة المالية؛ سنقوم فيما يأتي بدراسة إمكانية ذلك عبر إسقاط القواعد التي وضعتها مسودة مدونة حوكمة الشركات في فلسطين على تلك الشركات وذلك على النحو التالي:

1. إجتماع الهيئة العامة، وحقوق المساهمين المتكافئة؛⁴⁷⁸ وقد جاءت أغلب تلك القواعد مستتدة إلى قانون الشركات الساري في فلسطين، فمثلاً فقد نظمت مسودة مدونة الحوكمة مسألة عقد إجتماعات الهيئة العامة من الدعوة إلى الإجتماع وحقوق حملة الأسهم في ذلك الإجتماع، وقدرة ما نسبته ربع أسهم الشركة الدعوة إلى إجتماع للهيئة العامة غير عادي. وإضافة إلى ذلك بقية الأمور الشكلية والموضوعية حول مكان وزمان إنعقاد الإجتماع، وما ستم تناوله فيه. هذا كله إضافة إلى ضمان وجود حقوق متكافئة لحملة الأسهم سواء كبار المساهمين أو صغارهم بحيث يجوز لحملة ما نسبته 10% من الأسهم الطلب من الوزير أو المراقب تدقيق بيانات الشركة، كما ويجوز لهم ترشيح شخص منهم في عضوية مجلس الإدارة. وتختص هذه القاعدة بشكل أكبر بشركات المساهمة العامة، فإذا كانت شركة الوساطة المالية تحمل هذا الشكل فلا بد من إلزامها بتلك المعايير، غير أن شركات الوساطة المالية قد تكون شركات مساهمة خصوصية وبالتالي فإنها تخضع لأحكام أخرى تختلف عن تلك السابق ذكرها بالقدر الذي تختلف فيه الشركة المساهمة العامة عن تلك الخصوصية.

2. إدارة الشركة؛⁴⁷⁹ نظمت مسودة مدونة الحوكمة مسألة إدارة الشركات بما فيه شركات الوساطة المالية بطريقة مفصلة، بحيث تناولت المدونة شروط العضوية فيه، وصلاحياته

⁴⁷⁸ مسودة مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 13 - 19.

⁴⁷⁹ المرجع نفسه، صفحة 20 - 34.

ومكافأته وتقييم أداءه واللجان المنبثقة عنه سواء المتعلقة بالتدقيق أو تلك التي تعنى بالنظر في مدى تطبيق قواعد الحوكمة.

وإذا كانت المدونة قد نظمت مسألة مجلس إدارة الشركات بوجه عام، فقد قامت العديد من القوانين الأخرى بتنظيم إدارة شركة الوساطة المالية ومن بينها تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية؛ كما سبق ورأينا في معرض حديثنا عن الشخص المعنوي المصرح له بممارسة مهام الوساطة المالية، فقد إشتطت تلك التعليمات في عضو مجلس إدارة الشركة حالها حال غيرها من التشريعات المقارنة أن يكون مدير الشركة حاصلاً على مؤهل جامعي من جامعة معترف بها، إضافة إلى تمتعه بخبرة عملية لا تقل عن سبع سنوات في مجال الأعمال المالية أو المصرفية أو الإستثمار.⁴⁸⁰

كما عملت تلك التعليمات على ضمان عدم تضارب المصالح بين الشركة وعميلها، فأشتطت مثلاً إفصاح الشركة لعميلها عن أي مصلحة لها في ورقة مالية معينة يريد العميل تداولها.⁴⁸¹

3. التدقيق؛⁴⁸² وتضع المدونة مسألة التدقيق على ثلاثة مستويات، المستوى الأول هو مستوى مجلس الإدارة الذي يجب أن يشكل لجنة مكونة من ثلاثة أشخاص من بين أعضائه على أن يكون أحدهم عالماً بالأمور المالية والمحاسبية، توكل إليه مهمة تدقيق البيانات المالية سواء تلك التي تقوم في إدارة الرقابة الداخلية أو المدقق الخارجي. أما المستوى الثاني فهو يتكون من إدارة تعين من قبل مجلس الإدارة تتولى مهمة التدقيق المالي لبيانات الشركة، إلى جانب المدقق الخارجي الذي يتولى تلك المهمة من خلال المستوى الثالث للرقابة.

⁴⁸⁰ المادة (3/5) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

⁴⁸¹ المادة (46) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

⁴⁸² مسودة مدونة حوكمة الشركات في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 35 - 43.

وهذه المهمة أيضاً منظمة في جلها من خلال القوانين المنظمة لشركات الوساطة، فقانون الشركات يجبرها على تعيين مدقق حسابات خارجي،⁴⁸³ وتعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية تجبرها على مسك دفاتر مالية ومحاسبية،⁴⁸⁴ كما ووضعت الهيئة تعليمات خاصة تعني بمعايير الملاءمة المالية لشركات الأوراق المالية رقم 4 لسنة 2008. وخيراً فعلت المدونة حينما تبنت إجراءات ومعايير رقابية لا بد للجان الرقابة إتباعها، فمثل هذه الإجراءات والمعايير تضمن شفافية عالية في الشركة مما تساهم في تنميتها وزيادة أرباحها وما يعكسه ذلك من الأثر الإيجابي على الإقتصاد الكلي.

4. الإفصاح والشفافية؛⁴⁸⁵ وقد إكتفت المدونة تقريباً بالإفصاحات التي تتطلبها القوانين المختلفة إلى جانب بعض الأمور الأخرى التي نصت عليها القوانين المختلفة كالمصلحة مثلاً، ولكن بالنسبة لشركات الأوراق المالية فمسألة الإفصاح فيها منظمة بطريقة جيدة جداً من خلال قانون الأوراق المالية، وتعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، ونظام الإفصاح.

ويقصد بالإفصاح "الكشف عن المعلومات و/أو الأمور الجوهرية أو تلك التي تهم المستثمرين والمستثمرين المستقبلين والجمهور والتي تؤثر أو يمكن أن تؤثر في سعر الورقة المالية".⁴⁸⁶ فالإفصاح يعني الكشف في الوقت المحدد والمناسب عن كافة البيانات والمعلومات الجوهرية المتعلقة بنشاط الشركة، التي تهم المستثمرين الحاليين والمستقبليين والجمهور والتي قد تؤثر على سعر الورقة المالية،⁴⁸⁷ ويساعد الإفصاح على محاربة الشائعات التي قد تنطلق بين حين وآخر مما يساعد في إستقرار السوق، وعدم إتباعه

⁴⁸³ المادة (153/د) من قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964.

⁴⁸⁴ المادة (59/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

⁴⁸⁵ مسودة مدونة حوكمة الشركات في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 44 - 47.

⁴⁸⁶ المادة (2) من قانون الأوراق المالية، والمادة (1) من نظام الإفصاح.

⁴⁸⁷ المادة (1) من تعليمات الإفصاح رقم 5 لسنة 2008 والصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 31/3/2008.

للشائعات التي قد تؤدي به إلى الإنهيار، فمن شأن الإفصاح أن يعزز الثقة بالسوق، وفي ذات الوقت قد يعزز من البيئة التنافسية بين الشركات الأعضاء، فترتقي الشركات ذات نتائج الإفصاح الإيجابية بينما تعاقب الشركات ذات النتائج السلبية.

وقد بدأت تجربة الإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية منذ نشأة السوق في العام 1997، إلا أن هذه التجربة بقيت غير فعالة وغير مأسسة، فقد كانت عمليات الإفصاح تتم بموجب إتفاقيات العضوية أو الإدراج في السوق، حتى تم تنظيمها في وقت لاحق بموجب قانون الأوراق المالية الصادر في العام 2004، وما تبعه من لوائح وتعليمات صادرة عن هيئة سوق رأس المال بهدف تنظيم هذه المسألة.⁴⁸⁸

وفي العادة ما تنقسم عمليات إفصاح شركات الوساطة المالية إلى قسمين رئيسيين، الأول هو الإفصاحات الدورية، وهي تلك الإفصاحات التي تتم في وقت محدد وبشكل مستمر ومنتظم، أما القسم الثاني من الإفصاحات فهو الإفصاح الطارئ، وهو يتم في حالات محددة سننعرض إليها وإلى مضمونها لاحقاً.

فأما الإفصاحات الدورية؛ فقد ألزمت القوانين المقارنة بما فيها القانون الفلسطيني شركات الوساطة المالية بالإفصاح عن بياناتها المالية والإدارية الربع والنصف سنوية،⁴⁸⁹ كما وتسري تعليمات الإفصاح إلى جانب شركة الوساطة المالية على أعضاء ومجالس إدارتها والوسطاء المعتمدين فيها.⁴⁹⁰

⁴⁸⁸ نصر عبد الكريم، تقييم تجربة الإفصاح والإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية بعد مرور عشر سنوات على تأسيسه، مداخلة مقدمة إلى الملحق السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، أنظر الرابط "

<http://212.14.224.121/forum/workpapers.aspx> تاريخ الزيارة 12/6/2008.

⁴⁸⁹ المادة (45/2 أ) من قانون الأوراق المالية، والمادة (65) من نظام الإفصاح، والمادة (37، 38) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، أنظر أيضاً المادة (8) من مرسوم في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (27) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (16) من نظام العضوية في بورصتي الأوراق المالي في القاهرة والإسكندرية، والمادة (13/ب) من قانون سوق عمان المالي، والمادة (33) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي للعام 2004.

⁴⁹⁰ المادة (37) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

وفي العادة ما تنص القوانين على ضرورة الإفصاح تاركة مسألة تنظيم الإفصاحات للأسواق المالية، بحيث يتم الإفصاح للسوق مع إرسال نسخة من ذات التقرير للهيئة،⁴⁹¹ وفي سبيل ذلك فقد نظم نظام الإفصاح الفلسطيني والتعميم الصادر عن هيئة سوق رأس المال رقم 3/خ/2007/1 تلك المسألة على النحو التالي:

1. تعد شركة الوساطة المالية تقريرها السنوي والذي يشتمل على شقين مالي وإداري،⁴⁹² ويشتمل الشق الإداري على وصف لأنشطة الشركة، والشكل القانوني لها، بالإضافة إلى الإنجازات التي حققتها الشركة، والوضع التنافسي لها على وحصتها من السوق لسنتين سابقتين، وتطور رأس مالها، وهيكلها الإداري وموظفيها.
- أما في الشق المالي فيجب أن يتضمن التقرير تحليلاً للمركز المالي للشركة العضو، إلى جانب بياناتها المالية المدققة من قبل مدققي الحسابات في الشركة العضو، خلال فترة لا تزيد عن شهر من تاريخ إنتهاء السنة المالية، وكذلك التقرير المالي المدقق من قبل مدقق الحسابات الخارجي خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية.
1. التقرير النصف سنوي،⁴⁹³ ويتضمن هذا التقرير الميزانية العمومية مدققة حسب الأصول، بالإضافة إلى قائمة الدخل، وقائمة التدفق النقدي، والتغير في حقوق المساهمين، وأية بيانات مالية مهمة أخرى مع الإيضاحات عليها.
2. تقارير شهرية مقدمة من أعضاء مجلس الإدارة أو هيئة إدارتها، وكذلك الموظفين في الشركة حول تعاملاتهم وتعاملات أقربائهم حتى الدرجة الأولى بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، وذلك خلال سبعة أيام عمل من نهاية ذلك الشهر.⁴⁹⁴

⁴⁹¹ تعميم هيئة سوق رأس المال الفلسطينية رقم 3/خ/1/2007، والصادر بتاريخ 23/1/2007، والمادة (68) من نظام الإفصاح.

⁴⁹² المادة (63) من نظام الإفصاح.

⁴⁹³ المادة (74) من نظام الإفصاح.

⁴⁹⁴ المادة (75) من نظام الإفصاح.

3. إفصاح الشركات الأعضاء لمرة واحدة في العام على الأقل حول الوسطاء والوسطاء المعتمدين لديها ووكلائها، وكذلك الإعلان عن بدء وإنهاء علاقة أي ممن سبق ذكرهم بالشركة.⁴⁹⁵

4. إفصاحات بحسب طلب السوق، تستطيع السوق الطلب من الشركة العضو تزويدها ببياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية في أي وقت.

وبالإضافة إلى تلك الإفصاحات يجب على الشركة العضو تزويد كل من الهيئة والسوق بكل التقارير التي تتطلبها القوانين المعمول بها، حتى تلك التقارير التي يفرضها قانون الشركات في العادة على الشركات.⁴⁹⁶ وتقوم السوق بنشر تلك التقارير بالطريقة التي تراها مناسبة،⁴⁹⁷ ومع ذلك يمكن للشركة العضو بموافقة السوق عدم نشر أية بيانات قد تضر بالشركة، مع ضرورة تزويد السوق بتلك المعلومات.⁴⁹⁸

وأما الإفصاحات الطارئة فهي إفصاحات عن أمور جوهرية أو أحداث هامة من المحتمل أن تؤثر على ربحية الشركة أو مركزها المالي، وتقدم هذه الإفصاحات إلى السوق والهيئة خلال 72 ساعة من وقوعها، ومعيار تلك الأمور الطارئة أو المستعجلة أن تأخر إفصاحها إلى موعد التقرير الدوري قد يتسبب بنتائج سلبية أو إيجابية.⁴⁹⁹

وقد حدد قانون الأوراق المالية بعض الحالات التي يجب الإفصاح عنها بوصفها ظرفاً متأثر على وضع الشركة وهذه الظروف هي:⁵⁰⁰

1. توقف الشركة عن القيام بالعمل الذي منحت الترخيص لأجله.

⁴⁹⁵ المادة (76) من نظام الإفصاح.

⁴⁹⁶ المادة (71) من نظام الإفصاح.

⁴⁹⁷ المادة (67) من نظام الإفصاح.

⁴⁹⁸ المادة (70) من نظام الإفصاح.

⁴⁹⁹ نصر عبد الكريم، تقييم تجربة الإفصاح والإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية بعد عشر سنوات على تأسيسه.

⁵⁰⁰ المادة (47) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، والمادة (26) من تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة سوق رأس المال

الفلسطينية رقم 5 لسنة 2008، والمادة (33/ب) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 2004.

2. توقف الشركة عن توظيف مديرين أو مسؤولين إداريين أو موظفين مشرفين حاصلين عن ترخيص يتناسب وأعمال الأوراق المالية التي رخصت الشركة لأجلها.
3. تغيير جوهرى في المعلومات المبينة على القائمة المعتمدة الخاصة بالشركة لدى الهيئة.

4. وجود وقائع من شأنها أن تضر بالوضع المالية للشركة.

5. أي نوع آخر من الظروف والأحداث تقررها الهيئة.

وإلى جانب الإفصاح للسوق، فهناك وكما قلنا سابقاً إفصاح لعملاء الشركة العضو، تفصح فيه الشركة عن أية مصلحة مباشرة أو غير مباشرة لها في ورقة مالية معينة، وذلك قبل قيام الشركة العضو بتنفيذ أوامر عملاتها بالبيع أو بالشراء.⁵⁰¹

وبالإضافة إلى ذلك فيجب أن تكون المعلومات الواردة في الإفصاحات المشار إليها سابقاً صحيحة ويمكن الإعتماد عليها،⁵⁰² وإلا تعرضت الشركة للمسؤولية عن الأضرار التي قد تصيب الغير من جراء الإفصاح الخاطيء، وعيه فقد نص المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية على مسؤولية الشركة المدرجة أو الشركة العضو في حالة قدمت معلومات غير صحيحة، حيث جاء "يحق لأي مستثمر تعرض لأضرار مالية نتيجة عدم صحة أو دقة أو كفاية الإفصاح الوارد في نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقارير الواجب تقديمها إلى الهيئة وفق أحكام هذا القانون مطالبة أي شخص وقّع على أي منها بالتعويض عن الأضرار التي لحقتة".⁵⁰³

ويشترط حتى تقع المسؤولية بالنسبة للمادة المشار إليها سابقاً ما يلي:

⁵⁰¹ المادة (44) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (10) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان للعام 1999.

⁵⁰² المادة (69) من نظام الإفصاح.

⁵⁰³ المادة (111) من قانون الأوراق المالية الأردني.

1. عدم تضمين التقرير المعلومات الجوهرية والضرورية لاتخاذ القرار المناسب بشأن بيع أو شراء أو الاحتفاظ بأوراق مالية.
 2. تضمن التقرير لبيانات غير صحيحة أو مضللة كان لها اثر على قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- ولا يوجد نص في القانون الفلسطيني مقابل لما جاء في القانون الأردني، إلا أن ذلك -كما نرى- لا يمنع الشخص المتضرر من اللجوء للقضاء في حالة تعرضه لخسائر نتيجة إفصاح شركات الوساطة المالية المضلل أو المنقوص، ذلك أن تقديم بيانات الإفصاح صحيحة وغير منقوصة إلتزام على شركة الوساطة المالية، وبالتالي مخالفة هذا الإلتزام يجعلها متحمة لأية أضرار تنتج عن إخلالها بالإلتزام كما سنرى ذلك لدى بحثنا موضوع مسؤولية الشركة التقصيرية.
5. حقوق أصحاب المصالح الآخرين في الشركة؛⁵⁰⁴ وقد عرفت المدونة أصحاب المصالح بأنهم مساهميها، وموظفيها ودائنيها وزبائنها، أو أي شخص له علاقة بالشركة، فوضعت المدونة آليات لتعيين الموظفين في الشركة، وتمكين الموظفين من الإبلاغ عن المخالفات المحتملة، وحق أصحاب المصالح في الحصول على المعلومات، وغيرها من الأمور الأخرى التي تتعلق بأصحاب المصالح.
- وقد حدد نظام العضوية حداً أدنى من الموظفين الذين يجب أن تعينهم شركة الوساطة المالية وكذلك توزيعهم في الشركة، فيما قامت التعليمات بوضع شروط التوظيف في تلك الوظائف التي حددها نظام العضوية والمؤهلات التي يجب أن يحوزها المرشح للتوظيف، وبينت تلك التعليمات حقوقهم وإلتزاماتهم ومسؤولياتهم.

⁵⁰⁴ مسودة مدونة حوكمة الشركات في فلسطين، المرجع السابق، صفحة 47 - 49.

أما أصحاب المصالح الآخرين باستثناء العملاء أو الزبائن الذين نظمت التعليمات وغيرها من الأنظمة المنظمة لعمل الشركة طبيعة علاقة الشركة بهم وعلاقتهم، فلم يتم التطرق إليهم إلا من خلال المدونة، وهذا أمر إيجابي ويحسب للمدونة.

وإلى جانب القواعد الإيجابية التي أوردتها المدونة، والتي سبق التطرق إليها، فقد تجاهلت المدونة القاعدة الأولى من القواعد التي تبنتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية للحكومة الشركاتية "OECD" وهي تأمين الأسس لإطار حوكمة فعالة للشركات، وهذه القاعدة لا تتعلق بشركة الوساطة المالية ذاتها بالقدر الذي تتعلق بالنظام القانوني الذي تخضع له هذه الشركات، وبالتالي يكون من باب أولى إعادة هيكلة النظام القانوني بما يكفل رقابة شاملة وفعالة على تلك الشركات، عن طريق تحديد جهات الرقابة وصلاحياتها بشكل أفضل، وبعيداً عن تعدد الجهات الرقابية التي قد تعيق عمل تلك الشركات.

فمن الملاحظ تزامم الجهات الرقابية على مراقبة وتنظيم شركات الوساطة المالية، فمن جهة تخضع تلك الشركات لقانون الشركات التي يضعها تحت رقابة مراقب الشركات، ومن جهة أخرى تخضع لهيئة سوق رأس المال بصفقتها الجهة صاحبة الصلاحية بمنح الترخيص، وأيضاً تخضع إلى السوق بصفة الشركة أحد أعضائه، وإذا كانت تلك الشركة مؤسسة من قبل بنك فإن ذلك أيضاً يخضعها لرقابة سلطة النقد، والبنك أيضاً، وكل يبرر رقابته تلك بقيامه بواجبه القانوني وأنه في حال عدم قيامه بهذا الواجب فإنه يعتبر مقصراً.

هذا التزام المفروض من قبل تلك الجهات يجعل موضوع مراقبة تلك الشركات مسألة عقيمة، فإذا كانت تلك الشركات تخضع لرقابة الهيئة والسوق فلماذا يتم إخضاعها لمراقب الشركات الذي يعمل بشكل متوازي إلى جانب بقية الجهات، وإذا كان له مهمات خاصة فلماذا لا يتم ترحيل تلك المهمات لتتولاها الهيئة نيابة عن المراقب؟

وخلاصة الأمر، فإن تلك القواعد تعمل على ضبط عمل الشركات من جميع جوانبها وبالتالي ينبغي الإسراع في اعتماد تلك القواعد وتعميمها ووضع جداول زمنية للتنفيذ والتقييد بها أمام الشركات وبخاصة شركات الوساطة المالية لتطبيقها، فمن الممكن مع إقرار القواعد الخاصة بالحوكمة ملئ أي فراغ ناشئ عن قصور القوانين والأنظمة المنظمة لعمل شركات الوساطة المالية، لذلك يجب الإسراع في إقرار تلك القواعد.

الفرع الثاني: جهات الرقابة على شركات الوساطة المالية

كما الشركات العادية؛ تخضع شركات الوساطة المالية لرقابة العديد من الجهات فبحكم أنها شركة منذ البداية فإنها تخضع لرقابة مراقب الشركات، وحصولها على ترخيص من الهيئة سابق على بدءها ممارسة عملها في مجال الأوراق المالية يخضعها لرقابة الهيئة، كما أن اشتراط حصولها على عضوية السوق كشرط لممارستها عملها في تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة يخضعها لرقابة السوق، فإذا كانت شركة الوساطة شركة تابعة أو حليفة لبنك فهذا يعني خضوعها لرقابة سلطة النقد والبنك في أن واحد.

والرقابة على شركات الوساطة المالية تعني مراقبة تنفيذ الشركة لالتزاماتها ومهامها التي رخص لها من أجل مزاولتها، فإذا ما أخلت الشركة بالتزاماتها فإن ذلك يعرضها للمسؤولية. وكما أشرنا سابقاً هناك ثلاثة جهات رقابية رئيسية تتولى الإشراف على شركات الوساطة المالية، وهذه الجهات هي: مراقب الشركات، وهيئة سوق رأس المال، وسوق الأوراق المالية، ولن تكون رقابة سلطة النقد في مجال بحثنا هذا لكونها ليست جهة رقابية رئيسية.

أولاً: مراقب الشركات

"يحق للوزير (وزير الاقتصاد) وللمراقب (مراقب الشركات) مراقبة الشركات المساهمة في كل ما يتعلق بتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بموجبه ونظام الشركة، ويحق لهما في أي وقت

تكليف مدقق حسابات الشركة أو إنتداب مدقق حسابات آخر وعلى حساب الشركة للقيام بتدقيق حساباتها وقيودها وسائر أعمالها".⁵⁰⁵

وهكذا فإن شركات الوساطة المالية كشركات مساهمة تخضع للرقابة المباشرة لوزير الإقتصاد الوطني بالإضافة إلى مراقب الشركات، ويختص الوزير والمراقب بشكل خاص بالرقابة عن مدى إلتزام الشركة بالقانون والأنظمة الصادرة بموجبه ويعقد تأسيسها ونظامها الداخلي، أضف إلى ذلك مراقبة إلتزام إدارة الشركة بالقرارات الصادرة عن هيئتها العامة، وفي سبيل ذلك، يمكن للوزير وللمراقب تكليف مدقق الحسابات الداخلي أو إنتداب مدقق أو أكثر من خارج الشركة للقيام بعملية تفتيش على تلك الشركة.

ويستطيع ما نسبته 20% من مجموع مساهمي الشركة أو 15% بحسب قانون الشركات الأردني لسنة 1997 الطلب من الوزير والمراقب القيام بعملية التدقيق تلك، على أن يجوز الطلب من الوزير والمراقب القيام بتلك العملية بناء على طلب مقدم من عدد من المساهمين في الشركة بنسبة أقل من تلك المذكورة سابقاً إذا ما اقتنع الوزير بأسباب الطلب بعد تتسيب المراقب للوزير بهذا الأمر.⁵⁰⁶

وإلى جانب صلاحية الرقابة تلك، فإن مراقب الشركات يقوم بالإضافة إلى ذلك بالعديد من الأعمال الأخرى كحضور إجتماعات الهيئات العامة العادية أو غير العادية، ويتأكد خلالها من النصاب القانوني للحضور، إلى جانب العديد من المهام، كما ويستطيع المراقب أن يطلع بنفسه أو عبر أشخاص يندبهم لهذه المهمة على قيود ودفاتر ومستندات الشركة وأية أوراق في حوزتها ويكون على إدارة الشركة تسهيل تلك المهمة، وقد أضاف قانون الشركات الأردني لسنة 1997 بالإضافة إلى ذلك حق توجيه الإستيضاحات لموظفيها ومدققي حساباتها.⁵⁰⁷

⁵⁰⁵ المادة (213) من قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964، والمادة (273) من قانون الشركات الأردني لسنة 1997.

⁵⁰⁶ المادة (214) من قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964، والمادة (275/أ) من قانون الشركات الأردني لسنة 1997.

⁵⁰⁷ المادة (215) من قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964، والمادة (276) من قانون الشركات الأردني لسنة 1997.

ويتدخل مراقب الشركات إلى جانب ذلك في العديد من الأمور الأخرى كتلك المتعلقة برأس مال الشركة زيادة أو نقصان، فلا تستطيع الشركة ذلك إلا من خلال مراقب أو مسجل الشركات الذي يكون له دور رئيسي في هذه العملية.⁵⁰⁸

أما قانون الشركات الكويتي للعام 1960 فقد نص على صلاحية المراقب في "الإطلاع على جميع دفاتر الشركة وسجلاتها ومستنداتها، وفي طلب البيانات التي يرى ضرورة الحصول عليها. وله كذلك أن يحقق موجودات الشركة وإلتزاماتها. وعلى المراقب في حالة عدم تمكنه من إستعمال هذه الحقوق إثبات ذلك كتابة في تقرير يقدم إلى مجلس الإدارة ويعرض على الجمعية العامة".⁵⁰⁹

ولا يقصد بالمراقب هنا مراقب الشركات، إنما المراقب الذي تُعيّنه الهيئة العامة،⁵¹⁰ فلا يوجد ما يقابل مراقب الشركات في القانون الكويتي، إنما صلاحيات الرقابة تكون محصورة في المراقب المعين من قبل الهيئة العامة، ومجلس رقابة من ثلاثة من الشركاء على الأقل. ويختص هذا المجلس بفحص دفاتر الشركة ووثائقها، والقيام بعمليات جرد الصندوق والبضائع والأوراق المالية والوثائق المثبتة لحقوق الشركة، وله مطالب المديرون في أي وقت بتقديم تقارير عن إدارتهم. ويراقب هذا المجلس الميزانية وتوزيع الأرباح والتقرير السنوي، ويقدم تقريره في هذا الشأن إلى الجمعية العامة للشركاء.⁵¹¹

أسلوب الرقابة الداخلية للشركات بما فيها شركات الوساطة المالية تقره جميع القوانين بلا إستثناء، غير أنه ونظراً للطبيعة الخاصة لشركات الوساطة المالية، فقد إشتطرت القوانين وجود مثل تلك الآلية للرقابة الداخلية لدى هذه الشركات على أن تشمل تلك الآلية مراقبة مستخدمي الشركة والعمليات التي تتم داخلها.⁵¹²

⁵⁰⁸ المواد (81 - 84) من قانون الشركات رقم 12 لسنة 1964، المواد (43، 93) من قانون الشركات المساهمة لسنة 1929.

⁵⁰⁹ المادة (163) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

⁵¹⁰ المادة (161) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

⁵¹¹ المادة (206 - 207) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

⁵¹² أنظر على سبيل المثال المادة (16) من نظام العضوية، والمادة (31) من النظام الداخلي لسوق عمان المالي للعام 2004.

وعلى أية حال، وبإستثناء المشرع الكويتي، فإن أغلب التشريعات ومن بينها القانون الفلسطيني يخضع الشركات بشكل عام وشركات الوساطة المالية بشكل خاص، لرقابة مراقب أو مسجل الشركات، فالمراقب هو شخص مسؤول عن تسجيل الشركة في البداية، بالتالي يكون له صلاحية رقابية على تلك الشركات للتحقق من إستمرار إلتزامها بشروط تسجيلها.

وكنا سابقاً قد ناقشنا وظيفة مراقب الشركات بالنسبة لشركات الوساطة المالية، وهذا ما يقودنا إلى التساؤل عن جدوى رقابة المراقب على الشركات في ظل وجود جهة أكبر وأعم وتهتم بشكل خاص بالرقابة على المؤسسات المالية غير المصرفية ومن بينها شركات الوساطة المالية، ففي ظل وجود الهيئة يجب إعادة النظر في الدور المنوط بالمراقب،⁵¹³ وقد يكون الحل الأمثل -كما نرى- إحالة تلك الإختصاصات إلى هيئة سوق رأس المال بصفتها الجهة المكلفة بالرقابة على شركات الوساطة المالية ومتابعة عملها، ومن جانب آخر فإن إناطة تلك الصلاحيات بالهيئة يمنع من ازدواجية الأجهزة الرقابية على تلك الشركات مما يساعد في تحديد الصلاحيات والإختصاصات الرقابية وبالتالي تحسين ظروف عمل تلك الشركات.

ثانياً: هيئة سوق رأس المال

يشتمل الهيكل المؤسسي لسوق الأوراق المالية على الآليات المختلفة لإدارة أنشطة التداول والإشراف عليها، وهناك نموذجين من التنظيم المؤسسي، التنظيم الأول هو النموذج البريطاني الذي يدمج الوظائف التنفيذية والإشرافية تحت مظلة لجنة الأوراق المالية والبورصات ومن الأمثلة عليه التنظيم الكويتي والفلسطيني قبل إنشاء هيئة سوق رأس المال، والبعض الآخر يفصل بين هاتين الوظيفتين، تبعاً للنظام الأمريكي، ومن بين أهم الأمثلة عليه التنظيم القانوني الأردني والمصري والفلسطيني.⁵¹⁴

⁵¹³ هبة الحسيني، البيئة القانونية لأسواق رأس المال، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، أنظر الرابط "http://212.14.224.121/forum/workpapers.aspx" تاريخ الزيارة 12/6/2008.

⁵¹⁴ الإسكوا، المرجع السابق، صفحة 15 - 16.

وتبعاً لذلك أنشأت ما تسمى بهيئة سوق الأوراق المالية، وهي هيئة رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع بالإستقلال المالي والإداري،⁵¹⁵ تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والقوانين والتشريعات المنظمة لعمل البورصات، وتتولى وضع القواعد المنظمة للتعامل في الأوراق المالية كالإدراج والإفصاح.⁵¹⁶

وفي فلسطين إكتملت البنية القانونية لقطاع الأوراق المالية بعد صدور قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال، الذي أنشأت بموجبه هيئة سوق فلسطين للأوراق المالية في 11/8/2005،⁵¹⁷ لتتولى مسؤولياتها في الإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية.

وقد رأينا فيما سبق الدور الذي تلعبه شركات الوساطة المالية في عملية تسجيل وترخيص شركات الوساطة المالية والأشخاص العاملين فيها الذي يمارسون المهام المرخص بها لشركات الوساطة المالية كمستشاري الإستثمار والوسطاء المعتمدون، أما فيما يأتي فسناقش دور هيئة سوق رأس المال في الرقابة على شركات الوساطة المالية.

وقد حددت القوانين المقارنة طبيعة علاقة الهيئة بشركات الوساطة المالية وذلك على النحو

التالي:⁵¹⁸

1. منح الترخيص والإعتماد لشركات الوساطة المالية والعاملين فيها، وتجديده، وتحديد الرسوم المتعلقة بالترخيص.
2. إصدار التعليمات التي تحدد واجبات وإلتزامات شركات الوساطة، بما فيها إعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق.

⁵¹⁵ المادة (2) من قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004، والمادة (7) من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم 76 لعام 2002، وأنظر أيضاً إسماعيل إبراهيم طراد، المرجع السابق، صفحة 231.

⁵¹⁶ عنايات النجار، المرجع السابق، صفحة 73، وأنظر أيضاً أحمد سعد، المرجع السابق، صفحة 32.

⁵¹⁷ عاطف علاونة، مراجعة لدور وأهمية سوق رأس المال في الرقابة على السوق المالي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، أنظر الرابط "<http://212.14.224.121/forum/workpapers.aspx>" تاريخ الزيارة 12/6/2008.

⁵¹⁸ أنظر على سبيل المثال المادة (11/2، 41، 46) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، والمادة (12) من قانون الأوراق المالية الأردني، والمواد (43/4، 44/2) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

3. تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات شركات الوساطة المالية.

4. طلب تقديم معلومات وتقارير عن أعمال الشركة.

5. مراجعة وتدقيق كافة الدفاتر والسجلات والنشرات والوثائق والمراسلات والعقود

الخاصة بشركات الوساطة المالية.

6. فرض العقوبات والتدابير اللازمة على شركة الوساطة المالية عن أية مخالفة.

يحدد النص السابق من قانون الأوراق المالية العلاقة بين الهيئة كجهة رقابية وشركات الوساطة

المالية، منذ حصولها على الترخيص، وأثناء ممارستها لعملها، والعقوبات التي قد تفرض عليها من

جاء إخلالها بالتزاماتها ولها في سبيل فرض رقابتها تلك إجراء التحقيقات التي تراها الهيئة مناسبة في

حالة إخلال شركة الوساطة المالية بالتزاماتها التي يفرضها عليها القانون والأنظمة أو في حالة توقع تلك

المخالفات.⁵¹⁹

كما يكون لها إجراء عمليات التفتيش والإستجواب، وإصدار مذكرات التبليغ وسماع الشهود،

وغيرها من تلك الصلاحيات اللازمة لضمان الإلتزام بالقانون، وفي سبيل ذلك منح القانون موظفي

الهيئة المختصون بإجراء مثل تلك الإجراءات السابق ذكرها صلاحيات الضابطة العدلية.⁵²⁰

فإذا ما وجدت الهيئة شركة الوساطة المالية مخلة بالتزامها أو كان الإخلال متوقعاً، أو واجهت

الشركة صعوبات قد تهدد إستقرار السوق أو مصالح المساهمين فيها أو عملائها، يكون لها إتخاذ بعض

التدابير الوقائية ضد الشركة، كإيقافها عن العمل، ومن ثم يحق لها إتخاذ بعض الإجراءات كإلغاء أو

إيقاف الترخيص أو الإعتماد للمدة التي تراها مناسبة، أو تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة،

أو تسييل الكفالات أو زيادة قيمتها أو أية تدابير أخرى تراها الهيئة مناسبة.⁵²¹

⁵¹⁹ المادة (98/2) من قانون الأوراق المالية.

⁵²⁰ أنظر المادة (98) من قانون الأوراق المالية، والمادة (50) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية، والمادة (49) من قانون

سوق رأس المال المصري، والمادة (21/أ، 54/ب) من قانون الأوراق المالية الأردني.

⁵²¹ المادة (51، 65) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

وخالصة الأمر تلعب هيئات سوق رأس المال في الأنظمة القانونية التي تعتمد النظام الأمريكي الذي يفصل بين المهام الإشرافية والتنفيذية دوراً هاماً في ضبط عمل بورصات الأوراق المالية بما فيها شركات الوساطة المالية، فالهيئات تلك تعتبر صاحبة الولاية العامة في الرقابة على البورصات، وبالتالي يجب أن تتحد كل الصلاحيات الرقابية في الهيئة بما فيها صلاحيات مراقب الشركات مثلاً.

ثالثاً: سوق الأوراق المالية

إضافة إلى مراقب الشركات وهيئة سوق رأس المال، تخضع شركات الوساطة المالية لرقابة البورصة التي تكون عضواً فيها، فسوق الأوراق المالية تلعب أدواراً مهمة أثناء حياة شركة الوساطة المالية ابتداءً من تسجيلها، وإنهاءً برقابتها على تلك الشركات.

ويأتي دور السوق الرقابي على شركات الوساطة المالية كدور تكميلي لدور الهيئة، حيث لا تستطيع البورصة إتخاذ أي من القرارات بحق شركة معينة إلا في إطار ضيق وإستثنائي، وبعد موافقة الهيئة على أي تدبير.

وقد شهد مر دور السوق الرقابي في فلسطين بمرحلتين، الأولى هي قبل عملية الضبط التشريعي، حيث كانت تتحمل السوق جميع المسؤوليات الرقابية بداية من ترخيص الشركات الأعضاء، وإنهاءً بفرض العقوبات على تلك الشركات في حالة مخالفتها للإلتزامات الملقاة على عاتقها،⁵²² ولكن وبعد عملية الضبط التشريعي إنتقلت العديد من تلك الصلاحيات إلى الهيئة بصفتها صاحبة الولاية على كل من السوق وأعضائه، بما في ذلك إصدار اللوائح والتعليمات المنظمة لعمل كل منهما.

وقد حدد قانون الأوراق المالية الفلسطيني صلاحيات السوق الرقابية على الشركات الأعضاء

وذلك على النحو التالي:⁵²³

1. تطبيق قواعد وإجراءات الرقابة على الأعضاء، وتشمل ما يلي:

⁵²² أنظر المادة (سادساً/5، 7، 8) من إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية.

⁵²³ المادة (7/5 - 7) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني، والمادة (68/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني، والمادة (34) من

النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 2004.

(1) مراقبة الوضع المالي للشركات الأعضاء ومتطلبات التدقيق المالي وفقاً للمعايير الدولية.

(2) الإطلاع على دفاتر وسجلات الأعضاء.

(3) إرسال التقارير الدورية إلى الهيئة حول نشاطات الأعضاء.

(4) مراعاة أخلاقيات المهنة المقررة والنافذة حسب التعليمات الصادرة عن الهيئة.

2. الإطلاع على جميع السجلات والمستندات والوثائق والمراسلات والعقود والقرارات، وطلب أية معلومات أو وثائق تراها مناسبة.⁵²⁴

3. إجراء التحقيقات الخاصة بالشركات الأعضاء وفرض الغرامات عند مخالفة قواعدها، على أن تعرض الغرامات التي تفرضها السوق على الهيئة، وتبقى سارية المفعول ما لم تنقضها الهيئة.

4. الطلب من الهيئة وقف أعمال أي من أعضائه للمدة التي تراها مناسبة.

ويكون للسوق إتخاذ إجراءات إحترازية إذا ما وجدت الشركة تعاني من صعوبات مالية أو إدارية كوقف العضوية أو وضع قيود على الخدمات التي تقدمه الشركة على أن يتم إعلام الهيئة بذلك، على أن تقوم الهيئة كما رأينا سابقاً بإتخاذ الإجراء المناسب في حق تلك الشركة.⁵²⁵

كانت تلك بعض أهم صلاحيات السوق الرقابية على الشركات الأعضاء فيها، ومن الواضح بأن دور السوق الرقابي دور مهم جداً وفاعل ولكنه في الوقت نفسه دور تكميلي لدور الهيئة، إذ لا تستطيع السوق إتخاذ أي قرار في حق الشركة العضو إلا بعد أخذ موافقة الهيئة على ذلك، إلا في أحوال إستثنائية كمواجهة الشركة العضو لصعوبات مالية أو إدارية، عندها تستطيع السوق إتخاذ بعض التدابير الأولية وتترك للهيئة إتخاذ القرار المناسب بحق الشركة العضو.

⁵²⁴ المادة (27) من نظام العضوية.

⁵²⁵ أنظر المادة (28) من نظام العضوية، والمادة (70/د) من قانون الأوراق المالية الأردني.

وهذا لا يعني أبداً عدم وجود دور للسوق ففي العادة ما تتخذ الإجراءات التأديبية في حق الشركة العضو بعد توصية السوق للهيئة بإتخاذ قرار بعينه، فتوصية السوق أحد أهم عوامل إتخاذ قرار معين من قبل الهيئة.

المطلب الثاني: أحكام عمل شركات الوساطة المالية

شركات الوساطة المالية هي شخص من أشخاص القانون، فلها حقوق كما لها أهلية التحمل بالإلتزامات، فإذا ما أخلت بها ترتب عليها أو على الموظف المخل فيها أو على كليهما مسؤوليات، هذه المسؤوليات قد تكون ناتجة عن الإخلال بالإلتزامات التي يفرضها القانون أو العقد أو الأنظمة المنظمة لعملها والتي تصدرها الهيئة.

وعليه سنقسم هذا المطلب إلى قسمين نتناول في الأول حقوق وإلتزامات شركات الوساطة المالية بينما نتناول في الثاني مسؤوليتها.

الفرع الأول: حقوق شركات الوساطة وإلتزاماتها

شركات الوساطة المالية كسائر الأشخاص المعنوية الأخرى لها حقوقها وعليها إلتزاماتها، وهذه الحقوق والإلتزامات تختلف بحسب الزاوية التي ينظر إليها منها، فهي تختلف مثلاً إذا ما نظرنا إليها من جانب كونها شركة، أو من جانب عضويتها للسوق.

أولاً: حقوق شركات الوساطة

لشركات الوساطة المالية حقوق كما عليها إلتزامات، وتختلف تلك الحقوق تبعاً للزاوية التي ننظر إليها منها، فإذا ما نظرنا إليها من زاوية كونها شركة تحكم بموجب قانون الشركات، فتكون حقوق هذه الشركات عندها مستقاة من هذا القانون إلى جانب بعض القوانين الأخرى، وأهم هذه الحقوق التي تنص عليها القوانين في العادة حق الشركة في إسمها، أو العلامة التجارية لها، وحقوقها في مزاوله

نشاطاتها دون معيقات، وما إلى ذلك هذه الحقوق، ولكن ما يهنا من خلال هذا البحث هو حقوق هذه الشركات بحكم تعاملها بالأوراق المالية، وكعضو في بورصة الأوراق المالية. وأهم هذه الحقوق هي:

1. حق الإمتياز

ونقصد بحق الإمتياز؛ إحتكار تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية. وقد قلنا سابقاً بأن وسيط الأوراق المالية يختلف عن الوسيط أو السمسار العادي، فالسمسار العادي يستطيع التوسط في أي عمل تتوفر له الخبرة الكافية للقيام به، غير أن الوسيط في الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه صفات معينة، والحصول على تراخيص معينة قبل البدء بمزاولة هذه المهنة، ولأجل ذلك فقد منح الوسيط في الأوراق المالية الحق في الإمتياز على التعامل في الأوراق المالية المدرجة في البورصة.

ويعتبر هذا الحق قاعدة عامة في الأسواق المالية، فهو حق كفلته أغلب القوانين للوسطاء الماليين، فهي تمنع غير الوسطاء المرخص لهم العمل بتداول الأوراق المالية، فقانون الأوراق المالية الفلسطيني نص على أنه لا يجوز تداول الأوراق المالية المدرجة لدى السوق إلا من قبل الشركات الأعضاء في السوق،⁵²⁶ ويحظر على غير هذه الشركات أن تظهر أمام الغير بصفتها مرخص لها للعمل في هذا المجال سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة.⁵²⁷

أما المشرع المصري فقد أورد نص مشابهاً لذلك الذي سبق وأوردناه، ولكنه أضاف ببطلان التعامل خلافاً لذلك،⁵²⁸ وكذلك فعل المشرع الأردني حين منع مزاولة الأعمال التي تتم داخل البورصة ومن بينها أعمال الوساطة إلا بعد الحصول على التراخيص اللازمة،⁵²⁹ وكذلك فعل المشرع الكويتي

⁵²⁶ المادة (10) من قانون الأوراق المالية.

⁵²⁷ المادة (62/1) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية.

⁵²⁸ المادة (18) من قانون سوق رأس المال المصري.

⁵²⁹ المادة (47/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني، والمادة (5/ب) من قانون سوق عمان المالي رقم 1/1990 حيث جاء فيها

"ينحصر حق القيام بالتعامل بالأوراق المالية المتبادلة في السوق بالوسطاء.

حين نص على قصر عمليات الوساطة في السوق المالي بالشركات المرخص لها،⁵³⁰ وجميع هذه القوانين تقرر قاعدة واحدة مفادها أن تدخل الوسيط في تداول الأوراق المالية إجباري وإلا وقع التداول باطلاً، وهذا البطلان المقرر جاء لحماية هذا الحق،⁵³¹ ومع ذلك فحق الوسيط في إحتكار تداول الأوراق المالية مقيد بتلك الأوراق المالية المدرجة، أما الأوراق المالية غير المدرجة فلا يرد عليها مثل هذا الحق.

فإذا كانت القاعدة العامة تقر بإجبارية تدخل الوسيط في عملية تداول الأوراق المالية إلا أنه لكل قاعدة إستثناء، وقد أوردت العديد من التشريعات بعض هذه الإستثناءات ومن بينها التشريع الكويتي الذي إستثنى عمليات التداول التي تتم بالإرث أو الهبة أو الوصية،⁵³² ومن الملاحظ على هذه التشريعات أنها لم تقفل الباب أمام المزيد من الإستثناءات التي تستطيع لجنة السوق تقريرها، فما ذكرته هذه التشريعات جاء على سبيل المثال لا الحصر.

أما المشرع الفلسطيني فقد إستثنى بعض العمليات من التداول عبر النظام الإلكتروني وسمح بالتعامل بها عبر مركز الإيداع والتحويل مباشرة؛ وهذه العمليات هي عمليات التحويل الإرثي والتحويل العائلي،⁵³³ وفي هذا الطرح للمشرع الفلسطيني يمكن أن نستنتج أمرين مهمين، أولهما هو مصير بعض العمليات التي قد لا تحتاج إلى عمليات تداول عبر النظام الإلكتروني، كالهبة مثلاً، فهل مثل هذه

⁵³⁰ أنظر المادة (4) من مرسوم بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (1) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، وكذلك أنظر للقانون القطري في المادة (5)، (7) من قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رق 14/1995 حيث جاء فيهما، أنه يجب أن يتم التداول داخل قاعة السوق عن طريق الوسطاء المقيدين فيه اللذين لا يجوز لغيرهم القيام بأعمال الوساطة.

⁵³¹ أورد المشرع المصري نصاً صريحاً يفيد ببطلان تداول الأوراق المالية بدون تدخل من الوسطاء، بينما لم يفعل ذلك كل من المشرعين الأردني والفلسطيني اللذان لم يقرأ صراحة بذلك، وإن كانا قد سمحا للسوق بإلغاء أي صفقة تتم بالمخالفة لنص القانون، (أنظر المادة (5/ج) من قانون سوق عمان المالي، والمادة (7) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني) وبالإضافة إلى بطلان التصرف فقد فرضت القوانين العديد من العقوبات على المخالفين فالمشرع الفلسطيني نص في المادة (100) من قانون الأوراق المالية على عقوبات لكل شخص يخالف أحكام القانون أو التعليمات الصادرة بموجبه، أما المشرع المصري فقد نص في المادة (63) من قانون رأس المال على أن كل شخص باشر نشاطاً من الأنشطة الخاصة بهذا القانون من دون ترخيص بذلك عوقب بالحبس وبالغرامة أو بأيهما.

⁵³² المادة (31) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

⁵³³ المادة (3/2) من نظام التداول.

العمليات يجب أن تمر عبر النظام الإلكتروني للتداول؟ أما الأمر الثاني فهو أن الإستثناءات من التداول عبر النظام لا تعني أن التداول يجب أن لا يمر عبر الوسطاء، وهذا يعني إستحقاق الوسيط لعمولة التداول عن عمليات التحويل الإرثي والعائلي.⁵³⁴

ويمكن تقييم نهج المشرع الفلسطيني بطريقتين مختلفتين، فالأولى جانبه الصواب فيها عندما لم يفتح المجال أمام عمليات أخرى كإستثناءات على هذا المبدء، كالهبة مثلاً، أما الثانية فنجد المشرع الفلسطيني أصاب من خلال عدم تبنيه لذات النهج المتبع في القوانين السابق ذكرها من إستثناء بعض التعاملات من التداول عبر الوسطاء، ذلك أن الحكمة من وجود الوسيط في تعاملات السوق أصلاً لم تتغير في هذه الحالات وبالتالي لا بد من وجوده فيها أيضاً.

2. الحق في العمولة

على شركة الوساطة المالية أن تبين لعميلها وقبل توقيع عقد تداول الأوراق المالية معه كافة الخدمات التي تقدمها بالإضافة إلى الرسوم والعمولات التي تتقاضاها مقابل تلك الخدمات،⁵³⁵ وبحسب نظام الرسوم والعمولات في فلسطين فإن شركة الوساطة المالية لا تستطيع التدخل بتعديل تلك الرسوم زيادة أو نقصان أو إضافة أية رسوم أو مصاريف أخرى حتى يصدر قرار من السوق بهذا الخصوص بناء على طلب شركة الوساطة، فإذا ما أرادت شركة معينة تقاضي مصاريف أو رسوم مقابل خدمات إضافية تقدمه الشركة فإن عليها أولاً أن ترفع بذلك توصية إلى السوق ومن ثم يجب إصدار قرار بذلك من قبل السوق.

ويستحق الوسيط عمولته متى إنعقد العقد صحيحاً وتم تنفيذه، فالوسيط لا يستحق عمولته بمجرد عقد الصفقة، ذلك أنه إلى جانب مهمته بعقد الصفقة فإنه يكون بالإضافة إلى ذلك ضامناً لتنفيذها، فإذا

⁵³⁴ أنظر البند أولاً/11، 12 من لائحة الرسوم التي تعطي شركات الوساطة المالية حصة من الرسوم الإجمالية على التحويل العائلي والإرثي.

⁵³⁵ المادة (58/1) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

كان مكلفاً بالبيع فإنه يضمن الوفاء بالثمن، أما إذا كان مكلفاً بالشراء فإنه يضمن تسليم الأوراق المالية المشتراة إلى عميله.⁵³⁶

وبالنظر إلى آلية تحديد العمولات في القوانين المقارنة نجد بأن هناك أربعة طرق مختلفة لتحديد تلك العمولة نأتي عليها كما يلي:

(1) ترك تحديد العمولة للوسطاء: كانت العمولة في الولايات المتحدة الأمريكية قبل تاريخ

1/5/1975 محددة مسبقاً، فكانت المنافسة بين الشركات مبنية على الخدمات التي تقدمها كل

شركة وليست منافسة سعرية، ولكن بعد هذا التاريخ تم إلغاء شرط العمولة الثابتة وترك الأمر

لبوت السمسرة لتحديد عمولتها عن طريق التفاوض.⁵³⁷

(2) تحديد العمولة بنسبة مئوية معينة: وهو النهج المتبع في النظام الفلسطيني، الذي لم

يترك أمر تحديد العمولة للشركات وإنما ترك الأمر للسوق لتحديدها،⁵³⁸ وقد حدد السوق تلك

العمولة بـ 0.72% موزعة بين الشركات الأعضاء، وسوق رأس المال، وهيئة سوق رأس

المال.⁵³⁹

(3) تحديد العمولة بمبلغ مقطوع: وقد إتخذ هذا النهج المشرع الكويتي حين حدد العمولة

بفلس واحد عن كل سهم مهما بلغت قيمة الصفقة.⁵⁴⁰

(4) تحديد حد أعلى وحد أدنى للعمولة: وهو ذات النهج المتبع في مصر والأردن، وقد

ترك المشرع المصري للوزير مسألة إصدار نظام عمولات السمسرة والحدود القصوى مقابل

⁵³⁶ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 67.

⁵³⁷ رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 98-99.

⁵³⁸ أنظر البند أولاً/ 1 من لائحة الرسوم والعمولات والغرامات والعقوبات الصادرة عن مجلس السوق إستناداً قواعد السوق المصادق عليها من قبل هيئة سوق رأس المال بتاريخ 11/6/2007.

⁵³⁹ أنظر البند أولاً/ 5 من لائحة الرسوم والتي جاء فيها تحديد لعمولات الوساطة لحساب الغير والتي نتقاضاها شركات الوساطة المالية بـ 0.72% موزعة على النحو التالي، شركات الوساطة المالية (0.0047) سوق فلسطين للأوراق المالية (0.0020) هيئة سوق فلسطين للأوراق المالية (0.0005). وأنظر أيضاً دليل المستثمر، سوق فلسطين للأوراق المالية، صفحة 21.

⁵⁴⁰ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 65.

الخدمات والعمليات التي تتم في البورصة وذلك بناء على إقتراح مجلس إدارة الهيئة،⁵⁴¹ وقد إتخذ النظام موقفاً وسطاً بين ما أخذ به المشرع الأمريكي الذي ترك أمر تحديد العمولة للمفاوضات بين الجانبين، وبين المشرع الفلسطيني الذي حدد العمولة بنسبة مئوية، وقد حددت العمولة بحد أدنى أياً كان حجم العملية، وحدد حداً أقصى للعمليات التي لا تتجاوز قيمتها العشرة آلاف جنية،⁵⁴² وفيما عدا ذلك تحدد العمولة بطريقة المفاوضات بحسب العرض والطلب والمنافسة.⁵⁴³

أما المشرع الأردني فقد ترك للجنة السوق مسألة تحديد العمولات بشرط مصادقة الوزير على ذلك،⁵⁴⁴ وقد حددت لك العمولة للوسيط بحسب الورقة المالية التي يتم التعامل عليها، بحدين أعلى وأدنى.⁵⁴⁵

من الملاحظ بأن التشريعات تباينت فيما بينها من حيث تحدد العمولة، فالبعض يرى بأن ترك مسألة التحديد للتفاوض بين الوسيط والعميل تأتي لمصلح العملاء بحيث يكون بإستطاعته أن يتفاوض مع العديد من الوسطاء ليصل إلى السعر الذي يناسبه، ولكن هذا النظام بحاجة إلى جهاز رقابي قوي

⁵⁴¹ المادة (24) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95/1992.

⁵⁴² حدد الحد الأدنى (بجنيهان) أي كان حجم التداول، و(0.005 جنيهه في حالة تداول الأسهم و 0.002 لبقية الأوراق المالية) كحد أقصى للعمليات التي لا تتجاوز قيمتها العشرة آلاف جنية مصري.

⁵⁴³ أنظر المادة (1) قرار وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية المصري رقم 478 لسنة 1994، وأنظر أيضاً عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 64.

⁵⁴⁴ المادة (14) من قانون سوق عمان المالي.

⁵⁴⁵ فإذا كانت الورقة المالية هي الأسهم كانت عمولة الوسيط (0.006) كحد أدنى (0.004) كحد أعلى، أما إذا كانت الورقة سند قرض كانت عمولة الوسيط في حدها الأدنى (0.0008) أما الحد الأعلى فهو (0.0003)، وبالنسبة لوحدات الإستثمار الأخرى (0.0008) الحد الأدنى و(0.0006)، أنظر في هذا الشأن موقع بورصة عمان على الرابط:

"http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=177&local_type=0&local_id=0&local_details=0" تاريخ الزيارة

28/4/2008. ويستوفي الوسيط عمولته التي تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية في حالتي البيع والشراء، أنظر دليل

المستثمر، بورصة عمان على الرابط:

http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?

menu_id=161&local_type=0&local_id=0&local_details=0&local_details1=0&localsite_branchname=ASEx

change، تاريخ الزيارة 28/4/2008.

وأنظر أيضاً في هذا الشأن إسماعيل طراد، المرجع السابق، صفحة، 238.

يحمي المستثمرين من تعسف الوسطاء عبر تحديد شروط العقد بما يقارب عقود الإذعان، أو الإتفاق بين الوسطاء على تحديد سعر معين للعمولة، وبالتالي تصبح العمولة غير خاضعة للعرض والطلب والمنافسة، كما كان يرجى من تحريرها.

أما الجانب الذي يتخذ من تحديد العمولة سلفاً سواء بنسبة مئوية أو بمبلغ مقطوع؛ فقد يرى بأن ترك الأمر لشركات الوساطة المالية يثير العديد من المخاوف وفي مقدمتها فرض تعرفه باهظة على الخدمات التي تقدمها هذه الشركات وبالتالي فيجب أن تبقى هذه العمولة تحت الرقابة، وقد يكونون محقين في هذا، ولكن مثل هذا النهج قد يضر بالمنافسة ويؤثر سلباً على الخدمات المقدمة خاصة إذا ما كانت شروط عقد التداول موحدة في الغالب، وكذلك فإن الخدمات الإضافية التي تقدمها شركات الوساطة كالإستشارات يترك لها تحديد قيمتها، فلماذا لا يترك تحديد أمر العمولة على التداول للمفاوضات أيضاً.

أما الجانب الأخير الذي دمج بين الإتجاهين السابقين؛ فقد حاول تلافى النقد الموجه لكل طريقة، وقد نجح إلى حد ما في ذلك، ومع ذلك فالعمل داخل أسواق الأوراق المالية يحتاج إلى مرونة أكثر من أي تعامل آخر، وبالتالي نرى وجوب عدم تحديد هذه التعاملات بأية طريقة تبعاً لطبيعة التعامل في الأسواق المالية، فلماذا لا يتم إلغاء أي قيود على عمولات التداول؟ ليصبح التنافس بين شركات الوساطة المالية تنافساً سعرياً وتنافساً خدماتياً، وهو ما يزيد من المنافسة بين هذه الشركات بما يحقق مصلحة المستثمرين لأخذ الخدمات التي تتناسب مع قدراتهم المالية، وعليه فإن على المشرع الفلسطيني تبني مبدء تحرير العمولة أو على الأقل تبني النهج المزدوج المتبع في مصر وهو ما سيساعد على تنمية السوق بشكل أكبر.

3. الحق في ممارسة أنشطة مالية أخرى

إلى جانب أعمال الوساطة المالية يجوز لشركات الوساطة المالية ممارسة أنشطة أخرى تتعلق بالأوراق المالية إذا ما حصلت على ترخيص من هيئة سوق رأس المال بممارسة ذلك النشاط، وقد

جاءت العديد من القوانين على ذكر هذه الأنشطة،⁵⁴⁶ وبالتالي فإن الوسيط يستطيع ممارسة العديد من الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية كإدارة المحافظ المالية، وتغطية الإصدارات الأولية.

إما في الكويت فلا يستطيع الوسيط المالي إلا ممارسة أعمال الوساطة المالية، فتعريف الوسيط بحسب المشرع الكويتي هو:⁵⁴⁷ من يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية، وبالتالي لا يجوز للوسطاء في الكويت إلا ممارسة أعمال الوساطة دون غيرها من الأعمال.

ولو دققنا النظر في تلك الأعمال لوجدنا بأن شركات الوساطة المالية لا يجوز لها إلا أن تمارس أي من هذه الأعمال، وبالتالي ينقلب الحق في هذه الحالة إلى التزام بعدم مزاوله أي من الأعمال إلا تلك التي يسمح القانون في العادة لهذه الشركات ممارستها.

4. حق شركات الوساطة في الحصول على ضمانات التنفيذ

أجمعت التشريعات تقريباً على واجبات الوسطاء قبل البدء بتداول ورقة مالية لحساب عميل معين وأهم هذه الواجبات:⁵⁴⁸

- (1) التحقق من صحة الأوامر الواردة إليهم من عملائهم.
- (2) التحقق من ملكية عملائهم للأوراق المالية التي يرغبون ببيعها، وأنها غير محجوزة أو مرهونة.
- (3) التحقق من الأرصدة المالية لعملائهم.

فإذا ما تحققت الشركة من هذه الأمور تكون عندها قد ضمنت حقها في تغطية تكاليف الصفقات التي تجريها لمصلحة عميلها، وعادة لا تنثور أية مشاكل بالنسبة للتداول عبر الحساب النقدي، ولكن

⁵⁴⁶ أنظر المادة (40) من قانون الأوراق المالية، والمادة (27) من قانون سوق رأس المال المصري، والمادة (3/أ) من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005.

⁵⁴⁷ المادة (1) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونتهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

⁵⁴⁸ المادة (51) من نظام التداول، والمادة (29) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، والمادة (53/ج) من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 (أردني).

المشاكل تبدأ في الظهور نتيجة لطرق التغطية الأخرى كالبيع على المكشوف، فإذا ما عجز العميل عن تغطية صفقاته، عندها جاز للشركة إحتباس الأوراق المالية و التصرف فيها لتسديد قيمة الصفقة.⁵⁴⁹

ويمكن تأصيل حق شركة الوساطة المالية في إحتباس الأسهم المشتراة والتنفيذ عليها في حال لم يوف العميل بالتزامه بتسديد قيمة صفقاته، في نظرية الرهن الحيازي الضمني،⁵⁵⁰ فشركة الوساطة المالية التي نفذت أمر عميلها بالشراء تكون بتنفيذها ذلك الأمر قد حازت تلك الأسهم ويكون لها إمتياز عليها ما دام عميلها لم يقم بتسديد ما يتوجب عليه دفعة نتيجة لأمره بالشراء، وبهذا تكون حيازة الشركة لتلك الأسهم نوع من الرهن الحيازي، ولكنه غير منفق عليه صراحة بل ضمناً. وتستطيع التحكم بالأسهم المشتراه وبيعها لتغطية قيمة الصفقات.⁵⁵¹

5. الحفاظ على سرية المعلومات حول شركات الوساطة المالية

لا يجوز للسوق أو لأحد موظفيه أو للمركز الإفصاح لأي شخص عن المعلومات المتعلقة بالشركات الأعضاء في السوق،⁵⁵² وبالتالي فإن من حق الشركة أن تكون معلوماتها الخاصة سرية لا يطلع عليها أحد غير من يجب إطلاعها عليها، كالهيئة مثلاً، وبالطبع فإن هذه السرية لا تنطبق على تلك المعلومات التي يسمح القانون بنشرها، ومن الأمثلة على هذه المعلومات التي يجوز الإفصاح عنها، تلك اللازمة لإتخاذ إجراء قانوني معين من قبل السوق أو بهدف حماية المستثمرين.⁵⁵³

ثانياً: إلتزامات شركات الوساطة

⁵⁴⁹ المادة (4) من تعليمات معايير الملاءمة المالية لشركات الوساطة المالية رقم 4 لسنة 2008 الصادرة عن هيئة سوق رأس المال.

⁵⁵⁰ الرهن الحيازي هو: إحتباس مال في يد الدائن ضماناً لحق يمكن استيفاءه منه كله أو بعضه بالتقدم على سائر الدائنين، أما شروط الرهن الحيازي فهي ان يكون مقدور التسليم عند الرهن صالحاً للبيع، وأن يكون في مقابل الرهن الحيازي ديناً ثابتاً ثبوتاً صحيحاً في النمة أو موعوداً به محدداً عند الرهن، إضافة إلى أنه يشترط لتمام الرهن الحيازي ولزومه ان يقبضه الدائن او العدل وللراهن ان يرجع عن الرهن قبل التسليم (المواد 1372 - 1375 مدني أردني)، وجميع تلك الشروط متوفرة في حالة الأسهم المشتراة لمصلحة عميل الشركة، ولكن لعدو وجود إتفاق بين طرفي عقد الرهن أطلق الفقهاء على هذه الحالة إسم الرهن الحيازي الضمني.

⁵⁵¹ المادة (67/1) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

⁵⁵² المادة (13) من قانون الأوراق المالية.

⁵⁵³ أنظر المادة (7) من نظام فض المنازعات.

كما أن لشركات الوساطة المالية حقوقاً فإن عليها التزامات، وقد أفردت العديد من القوانين أجزاء كبيرة من قواعدها لتحديد التزامات شركات الوساطة المالية، وتطبيقاً لذلك فقد وضع المشرعين الفلسطيني والأردني قواعد للسلوك المهني تحكم سلوك الشركات الأعضاء وتضع عليهم العديد من الالتزامات، هذا طبعاً إلى جانب العديد من الالتزامات المفروضة بموجب القوانين وقواعد السوق الأخرى.

ونظراً لتشعب التزامات شركات الوساطة المالية وتناول العديد من القوانين والأنظمة والتعليمات تنظيمها فسنحاول حصرها وتصنيفها من خلال دراستنا لتلك الالتزامات من ثلاثة زوايا رئيسية، الأولى شركة الوساطة المالية العضو في السوق، والثانية هي شركة الوساطة المالية كشركة مساهمة، وأخيراً شركة الوساطة المالية بحكم عملها كوسيط في الأوراق المالية.⁵⁵⁴

1. إلتزامات شركات الوساطة المالية بوصفها عضواً في سوق الأوراق المالية

ومثل هذه الإلتزامات تفرضها طبيعة عضوية هذه الشركات في سوق الأوراق المالية، وعادة ما تفرض عبر القوانين والأنظمة المنظمة لعمل السوق وأهم هذه الإلتزامات:

(1) الإلتزام بقوانين السوق بما في ذلك الأنظمة والتعليمات التي تنظم عمل السوق والأعضاء.⁵⁵⁵

(2) تقديم البيانات والإحصائيات والمعلومات التي يطلبها السوق أو الهيئة.⁵⁵⁶

(3) تقديم كفالة أو تأمين تتناسب وحجم النشاط الذي يمارسه الوسيط، ونقصد بالتناسب زيادة حجم الكفالة طردياً مع نوع النشاط الذي تمارسه شركة الوساطة المالية، فكلما كانت المخاطرة أعلى من جانب شركة الوساطة المالية كان مبلغ التأمين أكبر والعكس بالعكس.

⁵⁵⁴ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 69-91.

⁵⁵⁵ المادة (44/ج) من قانون الأوراق المالية، المادة (3) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان لعام 1999.

⁵⁵⁶ المادة (2/45-3) من قانون الأوراق المالية، وكذلك أنظر المادة (2/8) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

وقد فرض المشرع اللبناني على هذه الشركات تقديم كفالة بنكية منظمة حصرياً لمصلحة البورصة بقيمة مائتي مليون ليرة لبنانية.⁵⁵⁷ أما المشرع الكويتي فقد ترك مسألة تحديد قيمة الكفالة للسوق على أن تظل قيمتها كاملة وإلا تعرضت الشركة لعقوبات.⁵⁵⁸ أما المشرع الفلسطيني فقد أوجب على الشركات تقديم مبلغ ثلاثة ملايين دينار أردني لضمان تقاص صفقاتها اليومية نصفها عبر خطاب ضمان لمصلحة بنك التسوية والنصف الآخر إيداع نقدي لدى بنك التسوية مع تخويل البنك بالسحب منه عند عدم وفاء العضو بالتزاماته.⁵⁵⁹

وإلى جانب ذلك فقد إشتراط المشرع الفلسطيني في حال كان نشاط شركة الوساطة المالية متعلق بتغطية الإصدارات أو الحفظ الأمين أن لا يقل رأس مالها عن خمسة ملايين دينار أردني على أن لا يقل ذلك عن ما نسبته 10% من القيمة الإجمالية للإصدار وإلا إلتزمت بتقديم كفالة لصالح الهيئة بقيمة خمسة ملايين دينار من مصرف مصنف تصنيفاً ممتازاً.

(4) حفظ السر المهني، والمقصود بالسر هنا ما قد يرد إلى شركة الوساطة المالية من معلومات سرية نتيجة عملها في تداول الأوراق المالية وعضويتها في السوق، وقد حظرت القوانين على الشركات إفشاء هذه الأسرار،⁵⁶⁰ أو حتى الإستفادة منها لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية لمصلحتها أو لمصلحة أحد موظفيها أو حتى لمصلحة الغير؛ سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة،⁵⁶¹ بل وفرض عليهم عقوبات شديدة لتخلفهم عن هذا الإلتزام.⁵⁶²

⁵⁵⁷ أنظر محمد ياسين، البورصة، صفحة 75.

⁵⁵⁸ المادة (9/3) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

⁵⁵⁹ المادة (85) من نظام التداول.

⁵⁶⁰ المادة (3/2، 37) من قواعد السلوك المهني الصادرة عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 7/20)، والمادة (25/ذ) من قانون سوق عمان المالي.

⁵⁶¹ المادة (3) من تعليمات المحافظة على سرية المعلومات رقم 3 لسنة 2008 الصادرة عن هيئة سوق رأس المال بتاريخ 5/2/2008.

⁵⁶² المادة (24) من تعليمات المحافظة على سرية المعلومات، المادة (64) من قانون سوق رأس المال المصري، فقد فرض المشرع المصري عقوبة لكل من "أفشى سراً إتصل به بحكم عمله أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده".

وقد أضاف القانون الفلسطيني بالإضافة إلى تلك العقوبات والغرامات بطلان التعامل الذي

تجريه الشركة أو أحد موظفيها إذا وقع نتيجة إستغلال تلك المعلومات.⁵⁶³

كما أن حظر نشر المعلومات أو الإستفادة منها موصول إلى تلك المعلومات التي ترد إلى

شركة الوساطة المالية أو رئيس أو أحد أعضاء مجلس إدارتها، أو أحد مديريها أو موظفيها

تتعلق بمعاملات العملاء أو أوامرهم للبيع أو الشراء أو ودائع الأوراق المالية الخاصة بهم

دون إذن خطي من العميل. ويستثنى من ذلك تلك المعلومات التي تتطلب القوانين

والأنظمة تقديمها للسوق.

(5) التأمين على حسابات المستثمرين،⁵⁶⁴ وهذه وسيلة إضافية لضمان أموال المستثمرين،

إلى جانب الكفالات المطلوب تقديمها عند تقديم هذه الشركات بطلب العضوية للسوق، فيما

أن هذه الشركات قد تتعرض للخسارة أو الإفلاس، فقد حاولت بعض الشركات في العالم

إنشاء شركات تأمين تعنى بالتأمين على شركات الوساطة المالية لتفادي أية خسائر قد تلحق

بها.⁵⁶⁵

(6) يحظر على الشركات الأعضاء إدخال أي من الأوامر على نظام التداول بهدف التأثير

على الأسعار أو السوق.⁵⁶⁶

(7) يحظر على الشركة العضو القيام بأي عمل من أن ينتقص من سمعة أو من شأن

الأعضاء الآخرين في السوق، أو السوق نفسه أو حتى المتعاملين فيها.⁵⁶⁷

⁵⁶³ المادة (18/3) من تعليمات المحافظة على سرية المعلومات، والمادة (3/1، 34) من قواعد السلوك المهني، والمادة (16) من

تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق عمان المالي لسنة 2004.

⁵⁶⁴ وقد أوجب المشرع القطري على شركات الوساطة تقديم بوليصة تأمين بقيمة لا تقل عن خمسة ملايين ريال قطري ضد مخاطر

التداول وسوء الإدارة وعدم القدرة على سداد الإلتزامات، أنظر في هذا الشأن موقع سوق الدوحة للأوراق المالية على الرابط "

http://www2.dsm.com.qa/pps/dsm/portal/Pages/DSM_AR_Membership وتمت الزيارة بتاريخ 27/4/2008.

⁵⁶⁵ محمد عبد الجواد، على الشديفات، الإستثمار في البورصة (أسهم - سندات - أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد

للنشر والتوزيع، عمان، 2006، صفحة 162، أنظر أيضاً رسمية قرياقص، المرجع السابق، صفحة 97-98.

⁵⁶⁶ المادة (9/11) من قواعد السلوك المهني.

⁵⁶⁷ المادة (3/1) من قواعد السلوك المهني.

2. إلتزامات شركة الوساطة المالية بحكم عملها كوسيط في تداول الأوراق المالية

وهذه الإلتزامات تفرضها طبيعة العالقة بين الوسيط وعميلة، فهي تقرر في العادة لمصلحة

العميل، وأهم هذه الإلتزامات:

- (1) تلتزم شركات الوساطة المالية بتنفيذ الصفقات التي تتم عن طريقها، فعليها نقل قيمة الصفقة إلى البائع في مقابل نقل الأوراق المالية المباعة إلى المشتري، وبهذا يكون إلتزام شركة الوساطة المالية إلتزام بتحقيق نتيجة، كما سبق وأشرنا لدى حديثنا عن الفرق بين السمسار العادي والوسيط في الأوراق المالية.
- (2) عدم إفشاء أسرار عملائهم، إلا تلك التي كانت عامة، ولا يقع ضمن هذا الشرط إلتزام الشركة العضو بتقديم بيانات العملاء للسوق أو للهيئة.⁵⁶⁸ ويقع ذلك الإلتزام على تلك المعلومات السرية التي قد تكون وصلت إليهم بحكم عملهم، وسواء في ذلك حققت الشركة مكاسب مادية أو معنوية لها أو للغير مباشرة أو غير مباشرة.⁵⁶⁹
- (3) مراعاة الفصل التام بين حسابات العملاء فيما بينها من جهة، وفصلها عن حسابات الشركة من جهة أخرى، فلا يجوز بأي حال إستخدام حسابات عميل معين لتغطية حسابات عميل آخر، كما لا يجوز الإستفادة من أوامر العملاء من خلال إستباقه بأمر آخر لحساب الشركة أو للغير أو المراهنه على نتيجة إدخال أمر العميل.⁵⁷⁰

⁵⁶⁸ أنظر المادة (48) من قانون الأوراق المالية، والمادة (12/أ) من قانون سوق عمان المالي، المادة (8/3) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان لعام 1999.

⁵⁶⁹ المادة (3) من تعليمات المحافظة على سرية المعلومات رقم 3 لسنة 2008.

⁵⁷⁰ المادة (6) من تعليمات معايير الملاءمة المالية لشركات الوساطة المالية رقم 4 لسنة 2008، والصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 4/2/2008، المادة (21/2، 32/3) من قواعد السلوك المهني، والمادة (2/60/هـ) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية، والمادة (41) من قانون الأوراق المالية الأردني. أنظر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 66 لسنة 2007 بشأن ضوابط وآليات فصل الحسابات لدى الوسطاء.

- (4) تفضيل مصالح العملاء على مصالح الشركة ذاتها، من حيث أولوية أوامر العملاء على أوامر الشركة وتفضيل مصالح العملاء على مصالح الشركة.⁵⁷¹
- (5) توقيع إتفاقية التداول مع العميل، وتنفيذ أوامر عملائهم بالكم والكيف التي يحددها عملائهم، وإبلاغهم بنتيجة أوامرهم فوراً،⁵⁷² والتثبت من ملائمة عمليات الشراء والبيع مع أهداف العملاء الإستثمارية في حالة إدارة محافظهم الإستثمارية. بالإضافة إلى عدم التصرف بأموالهم إلا بناء على الإتفاقية الموقعة معهم.⁵⁷³
- (6) لا يجوز للوسيط تضمين إتفاقية التداول التي يبرمها مع عميلة نصاً يعفيه من المسؤولية المفروضة عليه بحسب الأنظمة والقوانين المعمول بها.⁵⁷⁴ ولا يوجد نص فلسطيني مقابل يمنع الوسيط من تضمين الإتفاقية نص يعفيه من المسؤولية.
- (7) تقديم النصح والإرشاد للعملاء حول تداول الأوراق المالية.⁵⁷⁵ ومن ذلك إخطار العملاء بأية معلومات جوهرية يتم الإفصاح عنها للسوق وتكون ذات صلة بأوامر البيع والشراء التي يصدرها هؤلاء العملاء، خاصة تلك الأوامر التي لم تكن قد نفذت بعد عند الإفصاح.⁵⁷⁶
- (8) التحقق من هوية العملاء وأهليتهم أو شخصية الوكيل في حالة وجود وكالة، وكذلك التأكد من صحة الأوامر. والمصادقة على صحة توقيعاتهم.⁵⁷⁷
- (9) ضمان سلامة الصفقات التي تتم لمصلحة العملاء وضمن حسن التنفيذ.

⁵⁷¹ أنظر المادة (44/د) من قانون الأوراق المالية، والمواد (21/1، 18/أ، 22، 35) من قواعد السلوك المهني، والمادة (66/2) من نظام الإدراج.

⁵⁷² المادة (44/أ) من قانون الأوراق المالية، والمادة (78) من نظام الإدراج.

⁵⁷³ المادة (56/3/أ، 60/1/و) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية، المادة (63) من قانون الأوراق المالية الأردني.

⁵⁷⁴ المادة (5/ب) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004، المادة (8) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان لعام 1999.

⁵⁷⁵ المادة (44/هـ) من قانون الأوراق المالية.

⁵⁷⁶ المادة (32/6) من قواعد السلوك المهني.

⁵⁷⁷ المادة (56/3/ب، 57/2/ج) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية.

- (10) تقديم كشف حساب لمصلحة العملاء بشكل دوري ومنتظم.⁵⁷⁸
- (11) الإمتناع عن تقديم ضمانات للمستثمرين بأرباح معينة.⁵⁷⁹
- (12) تقديم بيانات أو معلومات مضللة أو وهمية أو استخدام الأوراق المسجلة لمصلحة العملاء لتحقيق مصالح خاصة، أو القيام بعمليات وهمية لمصلحة العملاء بهدف الحصول على العمولة، أو استخدام الغش والخداع بطريقة مباشرة لحمل المستثمر على إتخاذ قرار معين.⁵⁸⁰

3. إلتزامات شركات الوساطة المالية بوصفها شركات مساهمة

تخضع شركات الوساطة المالية لقانون الشركات قبل أي قانون آخر فهو القانون الذي يحكم تأسيسها وتمتعها بالشخصية المعنوية، وبالتالي فهناك متطلبات يفرضها هذا القانون على هذه الشركات بوصفها شركات مساهمة، وأهم هذه المتطلبات:

- (1) الإلتزام بمسك الدفاتر التجارية، وهذه الدفاتر هي تلك التي يفرضها القانون في العادة بالإضافة إلى الدفاتر التي يلزم السوق تلك الشركات بمسكها.⁵⁸¹
- (2) الإمتناع عن المنافسة غير المشروعة، وهذا مطلب قانوني آخر تفرضه طبيعة شركات الوساطة المحتكرة لعمليات التداول داخل أسواق المال، وأهم الأعمال التي ينبغي على تلك الشركات الإبتعاد عنها بإعتبارها أعمال منافسة غير مشروعة، الإنتقاص من

⁵⁷⁸ المادة (44/ط) من قانون الأوراق المالية، وهذا الكشف بحسب قواعد السلوك المهني يجب أن يكون مرة في الشهر على الأقل، أنظر المادة (32/7) من قواعد السلوك المهني.

⁵⁷⁹ المادة (44/ز) من قانون الأوراق المالية.

⁵⁸⁰ المادة (87، 88) من قانون الأوراق المالية، والمادة (9) من قواعد السلوك المهني، المادة (15) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق عمان المالي لسنة 2004، و المادة (1/3) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان لعام 1999.

⁵⁸¹ أنظر المواد (16-18) من قانون التجارة الأردني رقم 12/1966، والمادة (59/1د) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية، والمادة (2/3-5) من قواعد السلوك المهني، والمادة (7/1) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، و المادة (26) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت لأوراق المالية لسنة 1983.

سمعة ومكانة الشركات المنافسة،⁵⁸² أو محاولة الإتفاق على توحيد العمولات التي تتقاضاها الشركات عن خدماتها، في الحالات التي تكون فيها العمولة غير محددة.

(3) حظر الأعمال التجارية التي لا تدخل ضمن الأعمال التي أجاز المشرع ممارستها من قبل شركات الوساطة المالية.

(4) الإفصاح عن بياناتها المالية والإدارية النصف سنوية والربع سنوية، كما وتسري تعليمات الإفصاح إلى جانب شركة الوساطة المالية أعضاء ومجالس إدارتها⁵⁸³

(5) تلتزم شركات الوساطة المالية بالإحتفاظ بسجل خاص للأوامر التي ترد إليها من عملائها لمدة ثلاثة سنوات على الأقل، كما وتلتزم بتزويد السوق نسخة عن أي من الأوامر الموجودة في هذا السجل عند الطلب.⁵⁸⁴

الفرع الثاني: المسؤوليات التي تقع على عاتق شركات الوساطة المالية

تعتبر المسؤولية عنصراً مكملاً للإلتزامات، فإذا وجدت الإلتزامات وجدت المسؤولية على مخالفتها، وبالتالي قد يترتب عقوبة على هذه المخالفة قد تصل إلى حد الشطب من عضوية السوق وبالتالي إلغاء الترخيص، وإنهاء الشركة.

وتقسم مسؤولية شركات الوساطة المالية إلى أربعة أنواع هي: مسؤولية الشركة نتيجة العقد الموقع بينها وبين عميلها، والمسؤولية الناتجة عن مخالفة القانون، والمسؤولية التأديبية، والنوع الأخير هو المسؤولية الجنائية.

أولاً: المسؤولية العقدية

⁵⁸² المادة (63/1) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية، المادة (4/أ/3) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان لعام 1999، والمادة (25/ج) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت لأوراق المالية لسنة 1983.

⁵⁸³ المادة (45) من قانون الأوراق المالية، والمادة (65) من نظام الإفصاح، والمادة (37، 38) من تعليمات ترخيص شركات الوساطة المالية.

⁵⁸⁴ المادة (55/3) من نظام تداول الأوراق المالية.

تنقسم المسؤولية المدنية بالنظر إلى وجود العلاقة التعاقدية إلى قسمين، المسؤولية العقدية، وهي تلك المسؤولية التي يكون مصدرها العقد، والمسؤولية التصيرية وهي تلك التي يكون مصدرها القانون، فأما المسؤولية التصيرية فستكون مجال بحثنا لاحقاً، وأما المسؤولية العقدية فتجب على أي من أطراف العقد لم يوف بالالتزامه، ويختلف الإلتزام باختلاف ما إشتمل على العقد من إلتزامات، وتقع المسؤولية على من أحدث بفعله خلافاً للمسؤوليات الملقاة على عاتقه بموجب العقد ضرراً لطرف آخر، وبالتالي فإن معيار الإلتزام في المسؤولية العقدية واحد وهو عدم الإضرار بالغير.⁵⁸⁵

ولتوافر المسؤولية العقدية يجب توفر ثلاثة عناصر هي: الخطأ والضرر والعلاقة السببية بينهما، والخطأ الموجب للمسؤولية هنا هو الفعل المخل بالإلتزام الذي إستوجب عليه ضرر للطرف الآخر في العقد، وإثبات الخطأ يكون بإثبات وجود الإلتزام فهو غير ثابت ولا مفترض، ونفيه من قبل الطرف الآخر يكون بإثبات التخلص منه أي بتنفيذه.⁵⁸⁶ وعدم تنفيذ الإلتزام يقصد به عدم تنفيذه كله أو جزء منه أو تنفيذه المعيب أو تنفيذه المتأخر.⁵⁸⁷

وقد قلنا سابقاً بأن إلتزام الوسيط في تداول الأوراق المالية هو إلتزام بتحقيق نتيجة، وبالتالي يكون المدين مسؤولاً بمجرد عدم التنفيذ، ولكن لو كان الإلتزام ببذل عناية كما في حال إلتزام الوسيط بتغطية إكتتاب معين مثلاً فإن المطلوب من الوسيط أن يبذل عناية الشخص العادي في تنفيذه لإلتزامه فإذا ما إنحرف عن سلوك الشخص العادي أعتبر ذلك خطأ، وبالتالي قامت مسؤوليته عنه.⁵⁸⁸

أما الضرر فقد يكون مباشراً وقد يكون غير مباشر، وقد يكون متوقفاً أو غير متوقع، ولا يسأل المدين إلا عن الضرر المباشر المتوقع، ويقع عبء إثبات الضرر على مدعيه فهو غير مفترض لمجرد

⁵⁸⁵ حسن عكوشن، المسؤولية العقدية والتصيرية في القانون المدني الجديد، الطبعة الثانية، دار الفكر الحديث للطباعة والنشر، القاهرة، 1973، صفحة 11.

⁵⁸⁶ المرجع نفسه، صفحة 533.

⁵⁸⁷ أمين دواس، المرجع السابق، صفحة 208.

⁵⁸⁸ المرجع نفسه، صفحة 210.

وقوع الخطأ العقدي.⁵⁸⁹ أما العلاقة السببية فهي مفترضة، بمعنى أنه لا يطلب من المدعي إثباتها، فإذا ما أرد الطرف الآخر نفيها فهو لا يستطيع ذلك إلا أن يثبت بأن الضرر ناتج عن قوة قاهرة أو حادث مفاجئ أو نتيجة لفعل المدعي أو الغير،⁵⁹⁰ وإلا حكم عليه بالتعويض.⁵⁹¹

ويعتبر الوسيط مسؤولاً عن أفعاله وأفعال من يتبعونه، وتقوم المسؤولية لدى توفر عناصرها، وينشأ الخطأ بالنسبة للوسيط في الحالات التي لا يراعي فيها الشروط التي يتوجب عليه إعمالها كالتأكد من شخصية العميل أو أهليته، والتأكد من ملكيته للأوراق المالية، وعدم تسليم الأوراق المالية إلى العميل المشتري، أو عدم تسليم مبلغ الصفقة للعميل البائع، ويجوز الإتفاق على إعفاء الوسيط من المسؤولية في بعض الحالات التي تكون مقررة لمصلحة العميل، أما في الحالات الأخرى التي يفرضها القانون على الوسيط فلا يجوز الإعفاء منها.⁵⁹²

وأما الضرر فيجب أن يكون محققاً ومتوقفاً أي أن يدخل في توقع جانبي العقد عند إبرامه، فإذا كان الضرر محتملاً فلا يعرض عنه، إلا إذا كان محقق الحصول في المستقبل، وكذلك الضرر غير المتوقع لا يعرض عنه إلا إذا ارتكب أحد الطرفين غشاً أو خطأ جسيماً، وعلاقة السببية هي أن يكون الضرر نتيجة للخطأ، وهي مفترضة بالنسبة للعميل ولا يستطيع هذا الأخير نفيها إلا بإثبات السبب الأجنبي، أي بإثبات القوة القاهرة أو الظرف الطارئ.⁵⁹³

وقد نص المشرع المصري في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه في حالة قيام شركة السمسرة بتنفيذ عملياتها خلافاً لأوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو

⁵⁸⁹ حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 539، وأنظر أيضاً أمين دواس، المرجع السابق، صفحة 211.

⁵⁹⁰ يطلق على هذه الدفوع "أسباب الإعفاء من المسؤولية" فإما القوة القاهرة فهي ذلك الظرف الذي لا يمكن توقعه أو دفعه، وهي بالتالي تجعل تنفيذ الإلتزام مستحيلاً، وأما فعل المتضرر فقد يكون نتيجة إهماله أو تسرعه أو قد يكون قاصداً له، أما فعل الغير فهو الفعل الذي يصدر عن شخص متدخل في حادثتين وشكا منه المتضرر مطالباً مدينه بالتعويض من دون أن يشارك الغير في هذه المطالبة، للمزيد أنظر: عاطف النقيب، النظرية العامة للمسؤولية الناشئة عن فعل الأشياء في مبادئها القانونية وأوجهها العملية، الطبعة الثانية، منشورات عويدات، بيروت - باريس، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1981، صفحة 295-336.

⁵⁹¹ حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 541.

⁵⁹² عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 109.

⁵⁹³ محمد ياسين، المرجع السابق، صفحة 79-80.

محجوز عليها أن تسلم للعميل ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة، وإلا وجب عليها تعويض العميل.⁵⁹⁴

أما المشرع الفلسطيني وعلى خلاف المشرع المصري فقد جاء في نص المادة 100 من قانون الأوراق المالية الفلسطيني بصيغة عامة ليعاقب بغرامة لا تزيد على مائة ألف دينار أردني أو الحبس مدة لا تزيد عن سنة أو بكلتا العقوبتين لكل شخص يخالف أحكام هذا القانون أو اللوائح أو التعليمات أو الأنظمة الصادرة بمقتضاه بالإضافة إلى إلزام الشخص المخالف بإعادة الربح الذي حققه أو تضمينه قيمة الخسارة التي وقعت على الغير أو ما فاته من ربح. وهذا النص يقابل نص المادة 110 من قانون الأوراق المالية الأردني.

إن المشرع الفلسطيني وبالإضافة على التعويض الذي يمنح للمتضرر عن الخطأ الذي أصابه بفعل شركة الوساطة أو احد مستخدميها، فقد قرر عقوبة إضافية على هذا الإخلال، ألا وهي الحبس أو الغرامة أو كلتا العقوبتين، وبالتالي زاد العبء الملقى على عاتق شركات الوساطة المالية فإذا كان مقرراً عليها التعويض عن الضرر الذي لحق بالغير جراء تصرفها، أو حتى التنازل عن الربح الناتج عن الفعل المخل بالالتزامات في ظل عدم وجود ضرر، فلماذا تضاف عقوبات أخرى؟ خاصة أن فعل شركات الوساطة المالية قد لا يرقى إلى مستوى الجرم الذي تستحق عليه عقوبة إضافية.⁵⁹⁵

⁵⁹⁴ المادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95/1992.

⁵⁹⁵ وقد تضمنت بعض اللوائح والأنظمة الصادرة عن هيئة سوق رأس المال بعض العقوبات جراء مخالفة بعض الإلتزامات كالمادة (31) من قواعد السلوك المهني، ولكن ومع وجود نص المادة 100 من قانون الأوراق المالية لا نرى متسعاً لمثل هذه النصوص التي تقرر عقوبة خاصة، فلا صلاحية لأحد بموجبها بفرض عقوبات خاصة، ذلك أن هذه المادة فرضت عقوبة على كل مخالفة لأحكام القانون أو أي من التعليمات أو الأنظمة، وبالتالي فلا حاجة للأنظمة بإقرار عقوبة معينة إلا عند تعديل هذه المادة التي تمثل عائقاً حقيقياً أما الكافة، فلذا نتمنى على المشرع الفلسطيني تعديل هذه المادة بما يسمح للهيئة والسوق بفرض عقوبات على مخالفات معينة.

ومع ذلك نرى بأن ما ورد في الأنظمة والتعليمات من نصوص عقابية يمكن إعتبارها مكماً لما ورد في المادة 100 السابق الإشارة إليها فيما لا يخالفه، وإلا فإن أي ضبط للعقوبات بموجب أي قانون أو نظام آخر يعتبر تجاوزاً لقانون الأوراق المالية، الذي إعتبر أن أي مخالفة للقانون أو أي من التعليمات والأنظمة الصادرة بموجبه خاضعة لحكمه، وبالتالي لا يكون هناك مجالاً أمام أي نص لتنظيم عقوبة أخرى، وإلا خالف قانون الأوراق المالية

وبالتالي فإن هذا النص في قانون الأوراق المالية يكون واجب التعديل بما يتناسب مع حجم الإخلال بالالتزامات، سواء تلك التي يفرضها القانون أو تلك التي يفرضها العقد، فوجود نص كهذا في قانون ينظم مسألة بغاية الحساسية، قد يكون معيقاً أمام تطور هذا القطاع.

ثانياً: المسؤولية التقصيرية

تقوم المسؤولية التقصيرية على التزام قانوني مصدره نص القانون، ويقع على عاتق المسؤول تعويض المتضرر عن الأضرار التي لحقته نتيجة إهماله في تنفيذ واجب قانوني أو تنفيذه بشكل معيب، وذلك دون وجود علاقة عقدية، وتجب المسؤولية التقصيرية على من أحدث بخطئه ضرراً للغير، فالإلتزام القانوني واحد في جميع الحالات وهو عدم الإضرار بالغير.⁵⁹⁶

ويمكن تعريف المسؤولية التقصيرية بأنها "مساءلة المخطئ عما ارتكبه من خطأ في حق المضرور، وإلزامه بتعويض هذا الضرر، دون أن يكون هناك ثمة عقد بينهما"،⁵⁹⁷ فكل من سبب بفعله ضرراً للغير ألزم من ارتكبه بالتعويض.⁵⁹⁸

ونتيجة لما سبق هناك ثلاثة أركان يجب تحققها في المسؤولية التقصيرية حتى يمكن القول بوجودها، وهذه الأركان هي: الخطأ والضرر والعلاقة السببية بينهما. فأما الخطأ فهو إخلال بالالتزام قانوني، وهو عيب يشوب سلوك الإنسان لا يأتيه رجل عاقل أحاطته ظروف خارجية كذلك التي أحاطت بالمسؤول،⁵⁹⁹ وهو غير مفترض ويقع على عاتق المتضرر إثباته،⁶⁰⁰ فإذا دفع الطرف الآخر بأحد موانع المسؤولية وهي القوة القاهرة، أو السبب الأجنبي، أو فعل الغير أو المضرور، كان غير ملزم بالضمان.⁶⁰¹

⁵⁹⁶ حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 11.

⁵⁹⁷ عبد الحكم فودة، الخطأ في نطاق المسؤولية التقصيرية: دراسة تحليلية عملية على ضوء الفقه والقضاء، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 1996، صفحة 8.

⁵⁹⁸ أنظر المواد (163) من القانون المدني المصري، و(256) من القانون المدني الأردني.

⁵⁹⁹ حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 28.

⁶⁰⁰ عبد الحكم فودة، المرجع السابق، صفحة 157.

⁶⁰¹ المادة (261) من القانون المدني الأردني.

وأما الضرر وهو ثاني شروط المسؤولية التقصيرية، فيجب أن يترتب عن الخطأ ضرر يصيب الغير وإلا إنتفت شروط المسؤولية،⁶⁰² ويجب بالإضافة إلى ذلك أن يتحقق في الضرر عدة شروط هي: أن يكون الضرر محققاً وأن يكون شخصياً للطالب، وأن يصيب حقاً مكتسباً،⁶⁰³ وثالث عناصر المسؤولية العلاقة السببية، فيجب أن يكون الضرر ناشئ عن الخطأ، فإذا كان الضرر يتصور وقوعه بدون الخطأ إنعدمت الرابطة السببية.⁶⁰⁴

وبتطبيق ما سبق على شركات الوساطة المالية، نجد بأن القانون قد فرض العديد من الإلتزامات على شركات الوساطة المالية، سواء ألتزامات إيجابية بالقيام بأعمال معينة، أو سلبية بالإمتناع عن القيام بأفعال أخرى، كالإلتزام بحفظ أسرار عملائها، والإلتزام بالإفصاح لعملائها عن وجود مصلحة معينة للشركة في الورقة المالية التي يريد عملائها تداولها، فإهمال الشركة في الإفصاح لعميلها عن تلك المصلحة أو إفشاء أسرارها، يعتبر خطأً من الشركة، فإذا ما أصاب العميل ضرر نتيجة هذا الخطأ إلتزمت شركة الوساطة المالية بالتعويض عن ذلك الضرر حتى في ظل عدم وجود نص في العقد الموقع بين الطرفين يلزم بهذا الإلتزام.

وتتحقق مسؤولية الشركة على ذات النحو الذي تتحقق به مسؤولية الأفراد، فقواعد المسؤولية في هذا الشأن واحدة للطرفين،⁶⁰⁵ فإذا إستلزم الأمر تطبيق نص قانون أجنبي لا يقر بمسؤولية الشخص المعنوي وجب إستبعاده،⁶⁰⁶ ويسأل الشخص المعنوي عن أفعال ممثليه طالما كانوا يعملون لحسابه وعند قيامهم بإدارة شؤونه. وبناء على ذلك فإذا ما حكم بالتعويض للمتضرر فإن شركة الوساطة هي من يتحمل هذا التعويض.

⁶⁰² حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 110.

⁶⁰³ المرجع نفسه، صفحة 111.

⁶⁰⁴ المرجع نفسه، صفحة 122.

⁶⁰⁵ عبد الحكم فودة، المرجع السابق، صفحة 66.

⁶⁰⁶ المادة (55) مدني مصري.

فإذا ما كان الفعل يشكل جريمة جزائية يعاقب عليها القانون كإفشاء الأسرار، عوقب الشخص المعنوي ومن يمثله، فإما العقوبات الجزائية التي يمكن فرضها على الشركة فهي الغرامة والمصادرة والحل، وأما العقوبات الأخرى المقيدة للحرية مثلاً فيتحملها الشخص الطبيعي الممثل للشركة، وذلك تحت قاعدة أن ممثلوا الشركة يتحملون العقوبات البدنية فيما تتحمل الشركة العقوبات المالية.⁶⁰⁷

وقد تجتمع المسؤولية العقدية والمسؤولية التقصيرية في حالات معينة، فأما الجمع بينهما فهو أمر غير جائز، فأى كان الضرر ومهما تعددت صفاته فهو لا يعطي إلا حقاً واحداً في التعويض،⁶⁰⁸ وأما الخيرة بينهما طبقاً لمصلحة المدين فيه خلاف، فبينما يرى بعض الفقهاء إمكانية ذلك، يرى البعض الآخر بأنه ليس مع المدعي إلى الدعوى العقدية، وهذا الفرض الثاني قد يضيع حق الدائن، فإذا ما احتوى العقد على نص يعفي من المسؤولية إمتنع التعويض إستناداً للمسؤولية العقدية، كما يمتنع إستناداً للمسؤولية التقصيرية لوجود العقد.⁶⁰⁹

وإذا ما نظرنا إلى هذا الفرض الأخير عندها يتوجب أن يترك المجال للدائن للإختيار خاصة في ظل حالة كتلك التي أمامنا، فعقد الوساطة المالية الموقع بين شركة الوساطة المالية وعميلها هو عقد أقرب إلى عقود الإذعان، بسبب عدم القدرة على التعديل فيه، وبالتالي يجب أن يترك المجال أمام الإختيار بين أي من المسؤوليتين، أو ترك مسألة تحديد شروط العقد لعاقديه، مع وجوب الرقابة على أي نص قد يعفي من المسؤولية.

ثالثاً: المسؤولية الجزائية

تختلف المسؤولية الجزائية عن المسؤولية المدنية (العقدية أو التقصيرية) من حيث الضرر، فبينما يمس الضرر في المسؤولية المدنية بفرد أو مجموعة بعينها، يقع الضرر في المسؤولية الجزائية

⁶⁰⁷ عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 125.

⁶⁰⁸ حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 14.

⁶⁰⁹ للمزيد أنظر: المرجع نفسه، صفحة 14 - 16.

على المجتمع، ويختلف تقدير المسؤولية الجزائية تبعاً لإختلاف تقدير النية،⁶¹⁰ فحكم الجرائم العمدية يختلف عن تلك الغير عمدية، وفي العادة ما تنص القوانين صراحة على تلك الأفعال التي تعتبرها أفعالاً ماسة بالمجتمع، وترتب عقوبة على كل فعل منها.

ويعتبر مبدء المسؤولية الجزائية من الأمور المنفق عليها في القوانين المقارنة فيما يتعلق بشركات الوساطة المالية، حيث يتحمل ممثلو الشركة للمسؤولية الجزائية ويحكم عليهم بالعقوبات البدنية، أما العقوبات المالية فتتحملها الشركة،⁶¹¹ وقد أقر المشرع الفلسطيني وفق نص المادة 100 من قانون الأوراق المالية نص عقابي عام يعاقب بموجبه بغرامة لا تزيد على مائة ألف دينار أردني أو الحبس مدة لا تزيد عن سنة أو بكلتا العقوبتين لكل شخص يخالف أحكام هذا القانون أو اللوائح أو التعليمات أو الأنظمة الصادرة بمقتضاه.

ويفهم من هذا النص إقراره بالمسؤولية الجزائية عن مخالفة نص القانون. وبالتالي فتح المشرع الفلسطيني الباب واسعاً ليعاقب بعقوبة جزائية كل من يخالف أحكامه أو أي من الأنظمة الصادرة بموجبه. وهذا النص -كما قلنا سابقاً- يبقى الباب مشرعاً أمام تقييد حركة شركات الوساطة وموظفيها إلى الحد الذي قد يعيق عملهم؛ ولا نقصد هنا طبعاً ترك المخالفات دون عقاب، إنما نقصد ضرورة تخفيف صيغة النص وترك المجال لتشريعات أخرى لتتحدد أفعال وعقوبات، فبسط سلطة هذا النص إلى أبعد من القانون ذاته قد يخلق صعوبات جمّة خاصة في ظل التمسك به في ظروف قد لا تستحق كل هذا التشدد، ولا يبقى أي معنى للنصوص عقابية أي كان موقعها.

ومن جانب آخر فقد أجاز القانون الفلسطيني اللجوء إلى النيابة العامة في بعض الحالات، كمناعة شركة الوساطة المالية من إجراء التحقيق أو الإستجواب من قبل الهيئة أو السوق،⁶¹² وبالتالي، تحمل الشخص للمسؤولية الجنائية عن أفعاله.

⁶¹⁰ حسن عكوشن، المرجع السابق، صفحة 10.

⁶¹¹ المادة (74/3) من قانون العقوبات الأردني رقم 16 لسنة 1960، أنظر أيضاً عاشور عبد الحميد، المرجع السابق، صفحة 125.

⁶¹² أنظر المادة (50/2) من تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.

وإضافة إلى الحكم بمحاسبة كل من يخالف نص القانون أو أي من اللوائح والأنظمة الصادرة بموجبه، فقد أشار المشرع الفلسطيني في المادة 99 من قانون الأوراق المالية إلى بعض الممارسات التي تعتبر مخالفات جزائية يعاقب عليها القانون، وأهم تلك الممارسات بث أو ترويج الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق أو على سمعة الجهة المصدرة، إضافة إلى حظر التعامل بالأوراق المالية منفرداً أو بالتواطؤ مع غيره بقصد:

أ. إيهام الجمهور بوجود تعامل حقيقي بأي أوراق مالية أو حثه بالتعامل بها.

ب. القيام بعمليات وهمية وغير حقيقية يقصد بها إيهام الجمهور بنشاط مفتعل في سوق الأوراق

المالية.

ج. التأثير سلباً بأي شكل من الأشكال على السوق.

د. القيام بأعمال المضاربة غير المشروعة على الأوراق المالية بقصد التأثير على أسعار

الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح السريع.

هـ. إعطاء أوامر بيع أو شراء متعددة من قبل شخص واحد لأكثر من وسيط لنوع واحد من

الأسهم وفي فترة تداول واحدة.

و. تقديم معلومات كاذبة أو مضللة للهيئة بهدف الحصول على الترخيص.

ز. الوصول بطريق الغش والخداع والتضليل لرفع أسعار الأوراق المالية أو تخفيضها.

أما المشرع المصري فقد قرر مسؤولية المسؤول الفعلي عن الإدارة في الشركة عن المخالفات

لأحكام القانون، على أن تكون أموال الشركة ضامنة لما يحكم به من غرامات، وكذلك عاقب بالحبس

وبالغرامة كل من خالف نص المادة 33 من قانون سوق رأس المال المصري والتي تنص على عدم

جواز وقف الشركة عن تعاطي أعمالها إلا بعد سماح الهيئة لها بذلك.⁶¹³

⁶¹³ المادة (65، 68) من قانون سوق رأس المال المصري.

وإلى جانب ذلك عدد المشرع المصري في قانون سوق رأس المال بعض الجرائم الأخرى التي

تشكل جرائم جنائية يعاقب عليها القانون وهي:⁶¹⁴

1. ممارسة المهنة بدون ترخيص.
2. عمليات التداول الصورية.
3. التزوير في سجلات الشركة.
4. إفشاء سر إطلع عليه بحكم عمله.
5. تداول أوراق مالية مقيدة في البورصة خارجها.
6. التصرف بأوراق مالية على خلاف القانون.

أما المشرع الكويتي فقد قرر بأنه إذا ما تبين للجنة التأديب بأن الواقعة التي تحقق فيها تشكل

جريمة جنائية فإن عليها إحالة الأمر إلى النيابة العامة من دون أن تؤثر الإحالة على توقيع أي من

الجزاءات التأديبية.⁶¹⁵

ولا تختلف تلك القوانين عن بعضها البعض من حيث تقرير المسؤولية الجزائية، سواء تلك التي

حددت الوقائع التي تشكل جرائم جزائية أو تلك التي تركت الأمر لتقدير جهة معينة بارتكاب أفعال تشكل

جرائم يعاقب عليها القانون، فكلها قررت مسؤولية المخل عن أفعاله جزائياً، إذا شكل فعله ذلك جريمة

تمس المجتمع ويحاسب عليها القانون.

وفي مقابلة بين النهجين السابق الإشارة إليهما نرى بأن تحديد الجرائم التي يعاقب عليها القانون

جزائياً أفضل من النص العقابي العام، ذلك أن هذا التوجه لا يترك أي مجال للإجهاد أو التفسير أو

التأمين كما هو الحال في النص العقابي العام الذي يفتح المجال واسعاً أمام تجريم أفعال لم يجرمها

المشرع، أو الإعفاء من جرائم جرمها المشرع، وبهذا تحديد الجرائم على وجه الخصوص قد يكون

أفضل من ذهب إليه المشرع الفلسطيني من خلال نص المادة 100 السابق ذكرها.

⁶¹⁴ المواد (63 - 67) من قانون سوق رأس المال المصري.

⁶¹⁵ المادة (60) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

رابعاً: المسؤولية التأديبية

لا تحول مسؤولية شركات الوساطة المالية مدنياً أو جزائياً عن أفعالها دون معاقبة الشركة تأديبياً من قبل السوق أو الهيئة، فأى إخلال بأي بند من بنود القانون أو بأي من قواعد السوق يعنى تعرض شركة الوساطة المالية للمسؤولية التأديبية، والتي تتم عادة من خلال السوق أو الهيئة.

والمسؤولية التأديبية لشركات الوساطة المالية تسير في إتجاهين بحسب طبيعة المخالفة

المرتكبة، وسنقوم فيما يلي بعرض لهذين الإتجاهين:

1. لجنة ضبط المخالفات: وتتشكل اللجنة من خمسة أعضاء، يتم إختيارهم من ضمن قائمة

تعددها السوق لهذا الغرض على أن يتمتع أعضائها ببعض الشروط كحسن السيرة والسلوك

وأن يكون قد أتم الخامسة والثلاثين من العمر، ولا يجوز أن يكون أعضائها من بين موظفي

السوق أو المدير التنفيذي له.⁶¹⁶

ويجوز للسوق إذا ما وجدت الشركة العضو قد خالفت القانون أو أي من قواعد

السوق،⁶¹⁷ سواء من تلقاء نفسها أو بناء على شكوى إحالة مخالفات الشركات الأعضاء إلى

لجنة ضبط المخالفات،⁶¹⁸ وتقوم الشركة العضو بتقديم جواب خطي حول إجراءات ضبط

المخالفات خلال عشرون يوماً ما لم تحدد اللجنة موعداً أقل لتقديم مثل هذا الجواب،⁶¹⁹ ويقع

عبء الإثبات في جميع الحالات على السوق.⁶²⁰

فإذا ثبت لهذه اللجنة بأن أحد الشركات الأعضاء قد خالفت قواعد السوق جاز لها أن

توصي للهيئة باتخاذ أي من العقوبات التالية:⁶²¹

⁶¹⁶ المادة (22- 24) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

⁶¹⁷ المادة (8) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

⁶¹⁸ المادة (16/1) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

⁶¹⁹ المادة (32) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

⁶²⁰ المادة (44) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

⁶²¹ المادة (17) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

- التنبيه الكتابي.
 - الغرامة بما لا يزيد عن عشرة آلاف دينار.
 - تعويض المتضرر عن الضرر الذي لحق به.
 - تسهيل خطاب الضمان.
 - منع الشركة العضو أو أي ممن لهم علاقة بها من ممارسة أعمال معينة في السوق ولمدة محددة.
 - تعليق تداول الشركة العضو بالأوراق المالية المدرجة لدى السوق.
 - إلغاء عضوية الشركة لدى السوق.
 - إنهاء خدمات أي مستخدم من مستخدمي الشركة العضو.
- كما يكون للجنة أن توصي للسوق بعقوبات أخرى، في حالة تم إحالة القضية إليها نتيجة مخالفة الشركة العضو أو توقع مخالفتها لقواعد التداول في السوق، بعد إشعار الشركة بضرورة التوقف عن المخالفة، وهذه التوصيات هي:⁶²²
- تقييد تعامل العضو بالأوراق المالية المدرجة بيعاً أو شراءً.
 - منعه من التعامل العضو بالأوراق المالية المدرجة بيعاً أو شراءً.
 - إبطال الصفقة التي قام بها.
 - إجباره على القيام بعمل أو الإمتناع عن عمل.
- ويجب أن تشمل التوصية بالإضافة إلى العقوبة، على سبب العقوبة والجهة التي تتحمل نفقات السير في الإجراءات، على أن ترفع التوصية إلى الهيئة عبر المدير التنفيذي للسوق، وتصدر الهيئة قرارها خلال فترة أسبوعين، وفي حالة موافقة الهيئة على العقوبات الصادرة عن اللجنة، تدفع الغرامات خلال فترة عشرة أيام من تاريخ قرار الهيئة، ويجوز للسوق أن

⁶²² المادة (18) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

تفرض غرامة تأخير بنسبة تسعة في المائة عن كل سنوياً من وقت صدور القرار حتى تنفيذه.⁶²³

2. اللجنة التنظيمية: ويقصد باللجنة التنظيمية، تلك اللجنة التي تعين من قبل مجلس إدارة

السوق بهدف مراجعة ممارسات ونشاطات الشركات الأعضاء في السوق، وقد أورد نظام العضوية ثلاثة حالات يجب معها اللجوء إلى هذه اللجنة، وهذه الحالات هي:

الحالة الأولى: إتخاذ المدير التنفيذي للسوق قراراً بوقف نشاطات الشركة العضو، أو ضرورة استثمارها لمبالغ إضافية، أو تعيين شخص ترضى عنه السوق للإشراف على أعمال الشركة، أثناء نظر بعض المسائل أمام لجنة فض المنازعات،⁶²⁴ التي تقوم خلال عشرة أيام بإبلاغ شركة الوساطة المالية بقرارها سواء بتأييد أو برفض قرارات المدير التنفيذي.⁶²⁵

الحالة الثانية: إنهاء شركة الوساطة المالية لعضويتها في السوق، ويتوجب عليها إشعار السوق قبل ثلاثة أشهر على الأقل بنيتها تلك موضحة الأسباب من وراء هذا القرار، عندها يقدم المدير التنفيذي للسوق بتوصيته حول إنهاء العضوية بعد التأكد من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه المستثمرين والسوق، وعد إضرار قرارها بهم، وتصدر اللجنة قرارها بالموافقة أو الرفض المسبب خلال أسبوع من تاريخ تقديم التوصية، ويرفع القرار إلى الهيئة لإتخاذ القرار عبر المدير التنفيذي، وتتخذ الهيئة قرارها خلال سبعة أيام من تاريخ إستلام التوصية.⁶²⁶

⁶²³ المادة (46 - 47) من نظام فض المنازعات والتحكيم.

⁶²⁴ وأهم هذه المسائل كما جاء في نص المادة (22) من نظام العضوية، تلك المسائل التي تتعلق بأي تغيير يطرأ على بيانات طلب عضويتها أو أي تغيير جوهري يؤثر على قيام الشركة بأعمالها، كإندماج الشركة مثلاً، أو أية مخالفة لأحكام القانون أو الأنظمة، أو توقفها عن أي من نشاطاتها، أو تعرضها للمساءلة من قبل القضاء، أو إفلاسها، وما إلى ذلك من أسباب تؤثر على عمل الشركة، يجب عليها إشعار السوق بها.

⁶²⁵ المواد (23، 24) من نظام العضوية.

⁶²⁶ المواد (33، 34) من نظام العضوية.

الحالة الثالثة: تعليق العضوية، فيجوز للمدير التنفيذي بعد موافقة الهيئة تعليق عضوية أي من الشركات الأعضاء مؤقتاً بحيث يمنعها عن كل أو بعض نشاطاتها، على أن يتم إشعار الشركة العضو بهذا القرار قبل أسبوع على الأقل من سريانه، مع جواز أن يكون التعليق فورياً في حالات القيام بعمل غير مشروع كالتداول الوهمي أو عدم تسديد ما عليها لبنك التسوية. وتستطيع اللجنة أن تقرر إستمرارية الإيقاف أو إلغائه، وكذلك متطلبات الرجوع عن الإيقاف.⁶²⁷

كما ويجوز للسوق في حالة وجود صعوبات مالية أو إدارية تواجه أي من الشركات الأعضاء أو أن إستمرارها في العمل يهدد مصالح المستثمرين أو السوق أن تعلق نشاط الشركة العضو أو أن تضع قيوداً على الخدمات الإضافية التي تقدمها السوق لتلك الشركة، على أن تعلم الهيئة بهذه الخطوة وأن تعقد جلسة إستماع للشركة العضو توضح فيه موقفها، ويكون لها التظلم من هذا القرار وفق نظام فض المنازعات والتحكيم.

ويكون للهيئة كما للسوق إجراء عمليات التفتيش والتحقيق في مخالفات للقانون أو توقع مخالفته، سواء من تلقاء نفسها أو بناء على شكوى، كما يكون لها التحقق من إستمرار توافر شروط الترخيص، ويكون للهيئة إتخاذ القرار الذي تراه مناسباً في حق الشركة العضو المخالفة ابتداءً من التنبيه والإنذار وصولاً إلى إلغاء الترخيص أو تجميده لفترة معينة.

أما المشرع الكويتي، فقد نص على تشكيل لجنة تأديب مكونة من أربعة أعضاء من السوق إضافة إلى مدير السوق أو من يفوضه،⁶²⁸ تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء من مخالفات لأحكام المرسوم المنظم لسوق الكويت للأوراق المالية واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، إضافة إلى

⁶²⁷ المواد (36، 38) من نظام العضوية.

⁶²⁸ المادة (57) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

المخالفات التي تمس حسن سير العمل والنظام في السوق والقواعد المتعلقة بممارسة مهنة الوساطة.⁶²⁹

ويكون لهذه اللجنة إتخاذ قرارات تتراوح بين التنبيه، أو الإنذار والشطب من عضوية السوق.⁶³⁰

أما القانون المصري والأردني فيجيزان لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال في حالة مخالفة شركة الوساطة المالية لأي من القوانين المنظمة للسوق الطلب من تلك الشركة إزالة المخالفة خلال ثلاثين يوماً وإلا عرضت نفسها لوقف نشاطها بقرار من المجلس. إضافة إلى العديد من الإجراءات التي يستطيع مجلس إدارة الهيئة إتخاذها في حالة كان النشاط يهدد إستقرار السوق أو المتعاملين فيه تبدأ بالتنبيه، ومنع الشركة من مزاوله كل أو بعض نشاطاتها، بالإضافة إلى مطالبة مدير الشركة بدعوة هيئتها العامة للإعقاد، وحل مجلس الإدارة أو زيادة قيمة التأمين المودع.⁶³¹ ومن الأمثلة على عمليات الرقابة التي قامت بها هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وسوق فلسطين للأوراق المالية،⁶³² عملية التفتيش التي تمت على الشركة المتحدة للأوراق المالية،⁶³³ وبعد أن أظهرت التقارير وجود مخالفات إدارية ومالية للشركة تمثلت في تنفيذ عمليات بيع وشراء أسهم في السوق الأردنية عبر شركة وساطة أردنية، بأسماء عدة أشخاص وبدون علمهم، وإجراء قيود وهمية في حساباتهم، قررت الهيئة إتخاذ العديد من العقوبات التأديبية في حق هذه الشركة وهي:

1. إنتداب ممثلين عن الهيئة لمتابعة سير العمل في الشركة بشكل يومي إلى حين الإنتهاء

من تصويب أوضاع الشركة.

⁶²⁹ المادة (56) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

⁶³⁰ المادة (60) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

⁶³¹ المواد (30 - 31) من قانون سوق رأس المال المصري، والمادة (42) من قانون سوق عمان المالي، وأنظر أيضاً إسماعيل طراد، المرجع السابق، صفحة 248.

⁶³² بيان صحفي صادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية حول مخالفات الشركة المتحدة للأوراق المالية. المؤرخ في 27/12/2007، أنظر الرابط "<http://212.14.224.121/PSEWEB/Forms/ar/Default.aspx>" تاريخ الزيارة 12/6/2008.

⁶³³ وللحصول على معلومات إضافية حول تلك الواقعة، توجهنا إلى هيئة سوق رأس المال للسؤال عن وقائع تلك القضية فرفضت الهيئة تقديم أية معلومات حولها مدعية بسرية تلك المعلومات وعدم إنتهاء التحقيق حولها، مكتفية بالبيانات الصحفية التي صدرت عنها، وهنا يثور التساؤل حول جدوى الشفافية التي تعتمدها المؤسسات الرقابية، فإذا كانت المعلومات التي تهم السوق والمستثمرين؟

2. تعليق التداول على محفظة الشركة وعلى حسابات الشركاء والأطراف ذات العلاقة من

الدرجة الأولى إلا بموافقة الهيئة.

3. الإجتماع مع أصحاب الشركة والحصول على إقرار منهم بالوفاء بحقوق المتضررين.

4. إتخاذ جميع الإجراءات المتعلقة بحصر قيمة الأضرار وإثبات المسؤوليات من خلال

عمليات التفنيش والتدقيق داخل الشركة والتنسيق مع النيابة العامة.

ومن جانبها حملت الشركة مسؤولية تلك الأفعال لمديرها الذي إدعت الشركة قيامه بإختلاسات

وتلاعب بحسابات الشركة وبعض العملاء، فأتخذ بحقه مجموعة من العقوبات كإيقافه عن العمل وإحالته

إلى النيابة العامة، وتصويب الحسابات التي حدث فيها التلاعب.⁶³⁴

⁶³⁴ بيان صادر عن الشركة المتحدة للأوراق المالية، صادر في صحيفة القدس في عددها الصادر بتاريخ 28 و 29/12/2008 رقم

13778 و 13779، الصفحة الأولى.

الخاتمة

تناولت هذه الدراسة شركات الوساطة المالية من حيث الإطار المنظم لها من خلال محورين، ناقشنا في المحور الاول الإطار الهيكلي لها، وذلك من زاويتين، أما الأولى فكانت ماهية تلك الشركات، وأما الثانية فكانت تأسيسها، بينما ناقشنا من خلال المحور الثاني الآليات التي تعمل من خلالها شركات الوساطة المالية في تداول الاوراق المالية، إضافة إلى ضوابط عملها.

وقد تم معالجة هذا الموضوع من خلال دراسة وصفية تحليلية مقارنة مع العديد من الأنظمة القانونية الاخرى وفي مقدمتها، النظام القانوني الأردني، والمصري، وأيضاً الكويتي، إضافة إلى بعض الأنظمة الأخرى كالإماراتي والقطري، وقد خلصت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج التي كان أهمها: أولاً: أهمية شركات الوساطة المالية بالنسبة لعملية التنمية، فتعمل تلك الشركات على إستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وتوجيهها إلى المشاريع الإقتصادية المختلفة، فتزيد بذلك من قدرة تلك المشروعات الإقتصادية على المنافسة، وتمكنها من مجابهة التحديات التي تقف أمامها. وهذا الدور المهم لها جعل منها ظاهرة تستحق تستحق البحث والدراسة.

ثانياً: مرت شركات الوساطة المالية بعدة مراحل، فكانت نشأتها سابقة لسوق الأوراق المالية نفسه، وكانت تهدف في حينه إلى الإستثمار برأس المال الفلسطيني في العديد من الأسواق العالمية والإقليمية كالأردن ومصر، وغيرها من الأسواق، قبل أن تتوجه بمهمتها تلك إلى السوق

الفالسطيني بعد نشأة السوق، وإعادة ضبط عملها بما يتفق مع المصالح الفلسطينية، وقد تمت عملية الضبط تلك عن طريق إتفاقية إنشاء وتشغيل السوق الموقعة بين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية ووزارة المالية الفلسطينية، ومن ثم من خلال القوانين اللاحقة وبخاصة قانون الأوراق المالية وقانون هيئة سوق رأس المال الصادران في العام 2004.

ثالثاً: لشركات الوساطة المالية العديد من الحقوق كحق الإمتياز على التعامل بالأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة، كما ان عليها العديد من الإلتزامات التي يترتب على مخالفتها مسؤولية تلك الشركات سواء مسؤوليتها العقدية نتيجة العقد الموقع مع عميلها، أو مسؤوليتها التقصيرية نتيجة إلتزاماتها القانونية، أو مسؤوليتها الجزائية، أو المسؤولية التأديبية.

رابعاً: يختلط عقد تداول الأوراق المالية بغيره من العقود المعروفة في القوانين الأخرى وبخاصة القانون التجاري، كعقد السمسرة أو الوكالة بالعمولة، إلا أن عقد تداول الأوراق المالية وإن كان يقترب من هذه العقود في بعض الأحيان، ونظراً للتنظيم الخاص له عبر العديد من القوانين والأنظمة، أصبح عقداً مميزاً عن غيره من العقود حتى أنه إقترب من العقود المسماة.

خامساً: تنحصر مهمة الوساطة المالية في فلسطين بالشركات المساهمة، سواء العامة او الخصوصية، وبذلك يكون المشرع قد رفض نظام الوسيط الفرد الذي أقرته العديد من الانظمة كالنظام اللبناني.

سادساً: تمر شركات الوساطة المالية بثلاثة مراحل قبل بدئها بممارسة مهامها في تداول الأوراق المالية، حيث يجب عليها أولاً أن تؤسس وفق قانون الشركات، ومن ثم عليها أن تحوز ترخيص الهيئة، ومن ثم عليها أن تحصل على عضوية السوق، ولكل من هذه المراحل متطلباته الخاصة به.

سابعاً: ترتبط شركة الوساطة المالية مع عميلها بعقد قبل أن تبدأ بإستلام أوامره التي تحكم بمحددات قيمية وزمانية وكمية، وتأخذ أشكالاً متعددة تبعاً لغير المتغيرات السابقة.

ثامناً: تخضع شركات الوساطة المالية لنوعين من الرقابة، داخلية، وخارجية، فأما الداخلية فهي جهات رقابية تنشئ داخل الشركة تعمل على مراقبة عملها وتدقيق بياناتها، وأما الخارجية ففتولاها العديد

من الجهات، في مقدمتها هيئة سوق رأس المال، وسوق رأس المال، إضافة إلى مراقب الشرات، وأيضاً سلطة النقد في حالة ما إذا تم تأسيسها من قبل بنك.

تاسعاً: تواجه شركات الوساطة في فلسطين العديد من التحديات والصعوبات التي يجب وضع تصورات جديدة حول حلها، وأهم تلك الصعوبات قلة عدد الشركات المدرجة، وعدم وجود أدوات مالية متداولة داخل السوق بإستثناء الأسهم، مما تصبح معه مهنة الوساطة المالية غير مجدية للعديد من المستثمرين.

كانت تلك أهم النتائج التي خلصت إليها هذه الدراسة، ويظهر من خلال هذه النتائج حجم التنظيم الذي توليه التشريعات المختلفة لهذه الشركات، منذ لحظة تأسيسها وحتى زوال شخصيتها المعنوية. هذا التنظيم الحديث نسبياً في فلسطين نظراً لحاثة السوق نفسه هو تنظيم جيد بالمقارنة مع أسواق أخرى أكثر عراقية من السوق الفلسطيني، ولكن هذا التنظيم قد شابه بعض الأمور التي كان يمكن تلافي بعضها، وظهر بعضها الآخر كنتيجة طبيعية لتطور العمل داخل أسواق المال مما إقتضى على المشرع الفلسطيني إعادة النظر في تلك التشريعات بما يتفق مع الواقع الجديد والمتطور الذي تعيشه السوق. لذلك فقد خلصت هذه الدراسة إلى التوصيات التالية:

أولاً: ضرورة إقرار قانون شركات جديد يحل محل القانونين الساريين منذ حوالي أربعة عقود، مع ضرورة تضمين هذا القانون للعديد من الأمور التي إفتقدها القانون القديم كالأسهم الممتازة مثلاً. ثانياً: إعادة النظر في موضوع تعدد الجهات الرقابية المسؤولة عن الرقابة على شركات الوساطة المالية، فتعدد هذه الجهات يخلق العديد من الإرباكات في عمل هذه الشركات، لذلك يجب معالجة هذا الأمر بطريقة تضمن رقابة جيدة على شركات الوساطة إلى الحد الذي لا يعيق عملها.

ثالثاً: يجب على المشرع الفلسطيني إعادة النظر في العديد من النصوص القانونية التي إحتوتها التشريعات المختلفة، وفي مقدمة هذه النصوص نص المادة 100 من قانون الأوراق المالية الفلسطيني للعام 2004، هذا النص العقابي العام قد يسبب في فرار المستثمرين عن هذه المهنة

وقد يعقد الامور أكثر، وبالتالي يجب معالجة كل مخالفة للقانون بص خاص بها لا معالجة كل المخالفات بنص واحد.

رابعاً: يجب السماح للمستثمرين بإجراء عمليات البيع على المكشوف، أو من الحساب الهامشي، لما لذلك من فوائد كبيرة تعود على المستثمرين وشركات الوساطة المالية السوق بوجه عام.

خامساً: لا بد من إعادة النظر في مسألة إرفاق عقد تداول الأوراق المالية بنظام التداول، وإجبار الشركة على الأخذ بهذا العقد، وترك أمر تحديد بنود العقد لعاقديه، مع إمكانية إقرار نصوص إجبارية وضوابط معينة كمنع إدارج بند يعفي من المسؤولية، تماماً كما فعل المشرع الأردني حين أقر بضرورة وجود معلومات معينة في العقد وأخضعه لرقابة السوق، وترك باقي النصوص لعاقديه. وفي الختام أرجو أن تكون هذه الدراسة فاتحة الأفكار التي تتناول موضوع شركات الوساطة المالية ليتم بعدها إنجاز دراسات أخرى تناقش ذات الموضوع من زوايا مختلفة قد تتفق أو تخالف هذه الدراسة.

قائمة المراجع

المراجع العربية

1. أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، القاهرة، جامعة القاهرة، 1994.
2. أحمد شوقي عبد الرحمن، المسؤولية العقدية للمدين المحترف، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
3. إسماعيل طراد، جمعة عباد، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
4. أمين دواس، المصادر الإرادية: العقد والإرادة المنفردة، دار الشروق، رام الله، 2004.
5. أيمن سليم، القود النموذجية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005.
6. حسن عكوشن، المسؤولية العقدية والتقصيرية في القانون المدني الجديد، الطبعة الثانية، دار الفكر الحديث للطباعة والنشر، القاهرة، 1973، صفحة 11.
7. صاحب عبيد الفتلاوي، تحول العقد، دار الثقافة، عمان، الطبعة الأولى، 1997.
8. صلاح الدين السيبي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
9. عاشور عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
10. عاطف النقيب، النظرية العامة للمسؤولية الناشئة عن فعل الأشياء في مبادئها القانونية وأوجهها العملية، الطبعة الثانية، منشورات عويدات، بيروت - باريس، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1981.
11. عبد الحكم فودة، الخطأ في نطاق المسؤولية التقصيرية: دراسة تحليلية عملية على ضوء الفقه والقضاء، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 1996.
12. عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم - سندات - صناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995.
13. عنايات النجار، ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006.
14. فوز عبد الهادي، الشخصية المعنوية لشركات المساهمة العامة المحدودة في فلسطين، معهد الحقوق - جامعة بيرزيت، رام الله، 2000.

15. قدرى الشهاوي، أحكام عقد الوكالة في التشريع المصري والمقارن، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005
16. رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق - رأس المال - المؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
17. محمد عبد الجواد، على الشديفات، الإستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
18. محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة - تنازع القوانين - إختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
19. منير هندي، سلسلة الأسواق المالية (2)، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الإختيار وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية.
20. منير هندي، المرجع السابق صفحة 65 - 80 الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
21. محمد الشحات الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988.
22. معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية "ماس"، تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الإستثمارات الخارجية، رام الله، 2008.
23. وهبة الزحيلي، العقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 1987، صفحة 282.

المراجع الأجنبية

1. George A. Fontan, Tom Gentile, The Stock Market Course, John Wiley and Son, United States, 2001.
2. Esme Faerber, Fred Plemenos, All About Stocks, McGraw-Hill Professional, 1999.

مقالات

1. أحمد عيسى العصا، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد الثاني، نابلس، فلسطين، 2007.
2. محمد أبو بكر، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد الثاني، نابلس، فلسطين، 2007.
3. نصر عبد الكريم، سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة) سياسات وبدائل، مجلة السياسة الفلسطينية، العدد السادس، 1995، مركز البحوث والسياسة الفلسطينية.

مجلات ونشرات وتقارير

1. الأسكوا، إستجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الإسكوا، نيويورك، الأمم المتحدة، 2004.
2. المجلس الإقتصادي الفلسطيني للتنمية والإعمار "بكدار"، مناخ الإستثمار في فلسطين، رام الله، 1997.
3. سوق فلسطين للأوراق المالية، الإستثمار في البورصة خطوتك الأولى، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2006.
4. سوق فلسطين للأوراق المالية، الإستثمار في البورصة خطوتك الثانية، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2006.
5. سوق فلسطين للأوراق المالية، دليل المستثمر: نصائح وإرشادات للإستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2007.
6. سوق فلسطين للأوراق المالية، وجهة النظر الإسلامية في الأوراق المالية المعاصرة، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2007.
7. سوق فلسطين للأوراق المالية، كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت؟، نابلس، 2007.
8. سوق فلسطين للأوراق المالية، نشرة صادرة عن سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الإستثمارية، نابلس، 2007.
- 2005.
9. هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، التقرير السنوي، البيرة، 2007.
10. إعلان صادر عن هيئة سوق رأس المال وآخر صادر عن الشركة المتحدة للوساطة، صحيفة القدس في عدديها الصادران بتاريخ 28 و 29/12/2008 رقم 13778 و 13779.

القوانين والأنظمة والإتفاقيات

1. قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم 12 لسنة 2004، والمنشور في الوقائع الفلسطينية في العدد 53 بتاريخ 38/2/2005.
2. قانون سوق عمان المالي رقم 1/1990.
3. قانون الأوراق المالية الأردني رقم (76) لعام 2002.
4. قانون الشركات الأردني رقم 12 لسنة 1964.
5. قانون الشركات الإنتدائي لسنة 1929.
6. قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14/1995.
7. قانون رقم (95) لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال المصري، والمنشور في الجريدة الرسمية في 25/6/1992، في العدد 25 مكرر.
8. قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966.

9. قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999.
10. قانون التجارة الكويتي رقم 68 لسنة 1980.
11. قانون الشركات الكويتي رقم 15 لسنة 1960، وتعديلاته.
12. قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.
13. قانون البيئات في المواد المدنية والتجارية رقم 5 لسنة 2001.
14. قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 لسنة 1995.
15. قانون نقل السلطات والصلاحيات الفلسطينية رقم 5 لسنة 1995.
16. قانون العقوبات الأردني رقم 16 لسنة 1960.
17. القانون المدني الأردني لسنة 1976.
18. القانون الأساسي المعدل للعام 2003.
19. مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 1983.
20. مرسوم في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية.
21. مرسوم بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية الصادر عن وزير التجارة والصناعة الكويتي بتاريخ 14/8/1993.
22. مجلة الأحكام العدلية.
23. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 135 لسنة 1993.
24. لائحة الرسوم والعمولات والغرامات والعقوبات الصادرة عن مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية إستناداً لقواعد السوق المصادق عليها من قبل هيئة سوق رأس المال بتاريخ 11/6/2007.
25. تعليمات الترخيص والإعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 (الأردن).
26. تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.
27. تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان لعام 1999.
28. تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية رقم (1) لسنة 2006، الصادرة عن مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (13/3) والمنعقدة بتاريخ 31/7/2006.
29. تعليمات المحافظة على سرية المعلومات رقم 3 لسنة 2008 الصادرة عن هيئة سوق رأس المال بتاريخ 5/2/2008.
30. تعليمات معايير الملاءمة المالية لشركات الأوراق المالية رقم 4 لسنة 2008، والصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 4/2/2008.
31. تعليمات الإفصاح رقم 5 لسنة 2008 والصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 31/3/2008.

32. تعليمات الإدراج في سوق عمان للأوراق المالية لسنة 2004.
33. نظام العضوية الصادر عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 2/20).
34. نظام الإدراج الصادر عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 3/20).
35. نظام التداول الصادر عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 4/20).
36. نظام الإفصاح الصادر عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 5/20).
37. نظام فض المنازعات والتحكيم الصادر عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 6/20).
38. قواعد السلوك المهني الصادرة عن إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية في جلسته رقم (20) والمنعقدة بتاريخ 18/12/2006 (قرار رقم 7/20).
39. النظام الداخلي لسوق الكويت للأوراق المالية.
40. النظام الداخلي لسوق عمان المالي لسنة 1980 الملغي.
41. النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004.
42. شروط وأحكام منح الترخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الإستثمار رقم 1 لسنة 2008، والصادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 1/4/2008.
43. قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية.

تعاميم وقرارات

1. تعميم هيئة سوق رأس المال الفلسطينية رقم 3/خ/1 / 2007، والصادر بتاريخ 23/1/2007.
2. تعميم سلطة النقد للبنوك العاملة في فلسطيني رقم (140/2007) والمؤرخ في 19 / 9/2007 .
3. سلطة النقد الفلسطينية، تعميم رقم 140/2007، الصادر بتاريخ 19/9/2007 والقاضي بمنح تسهيلات من قبل البنوك العاملة في فلسطين لأغراض الإستثمار في الأسهم.
4. قرار وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية المصري رقم 478 لسنة 1994.
5. قرار وزاري رقم (35) لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية.

6. قرار مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية رقم 66/ر لسنة 2007 بشأن ضوابط وآليات فصل الحسابات لدى الوسطاء.
7. قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم 1 لسنة 1984.

إتفاقيات

1. إتفاقية تشغيل سوق فلسطين للأوراق المالية، الموقعة بين شركة سوق فلسطين للأوراق المالية المساهمة الخصوصية المحدودة، ووزارة المالية الفلسطينية ممثلة للسلطة الوطنية الفلسطينية والموقعة في نابلس بتاريخ، 7/11/1996.
2. إتفاقية الشراكة الفلسطينية الأوروبية

أحكام قضائية

1. محكمة التميز الأردنية بصفتها الحقوقية الصادر في الدعوى رقم 1807/1997، بتاريخ 9/11/1997.
2. قرار محكمة التمييز الأردنية بصفتها الحقوقية رقم 465/2004 والصادر بتاريخ 29/9/2004.
3. قرار محكمة العدل العليا الأردنية رقم 272/1996، والصادر في العام 1996، أنظر التشريعات الأردنية على الرابط <http://www.lob.gov.jo/ui/principles/print.jsp?no=272&year=1996&type=9&page=004419> تاريخ الزيارة 3/1/2009.

المقابلات

1. مقابلة أجريت مع الوسيط عمر سلامة من شركة الوساطة المالية في مقر الشركة في رام الله، شارع الإرسال الساعة الثانية عشر ظهراً، بتاريخ 2/3/2008.
2. مقابلة أجريت مع الموظف في الشؤون القانونية لإدارة الرقابة على الأوراق المالية التابعة لهيئة سوق رأي المال الفلسطينية أمجد قبها، في مقر الهيئة في البيرة وذلك في الساعة 11:30، بتاريخ 17/8/2008.

المواقع الإلكترونية

1. زياد بهاء الدين، ماجد شوقي، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، على الرابط

"http://www.tashreaat.com/view_studies2.asp?std_id=59" تاريخ الزيارة
5/6/2008.

2. محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، 2007. على الرابط "[http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad\(27\)/764.htm](http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad(27)/764.htm)
تاريخ الزيارة 5/6/2008.

3. عاطف علاونة، حوكمة الشركات في فلسطين "التحديات والآفاق المستقبلية"، على
الرابط "http://www.pcma.ps/news/ar/Lecture_DRATEF.htm" تاريخ الزيارة
5/6/2008.

4. عاطف علاونة، مراجعة لدور وأهمية سوق رأس المال في الرقابة على السوق المالي،
مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، على الرابط "<http://212.14.224.121/forum/workpapers.aspx>
تاريخ الزيارة 12/6/2008.

5. تامر حماد، حوكمة الشركات بطريقة العصا والجزرة، عن موقع إدارة وإقتصاد، على
الرابط

"[http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad\(27\)/793.htm](http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad(27)/793.htm)"

تاريخ الزيارة 13/6/2008.

6. جلال العبد، حوكمة الشركات.. ماذا تعني؟ وما انعكاساتها على سوق المال وحملة
الأسهم؟، على الرابط "<http://www.saudstock.com/art.php?id=218>" تاريخ
الزيارة 8/6/2008.

7. نرمين أبو العطايا، حوكمة الشركات سبيل التقدم، عن مركز المشروعات الدولية
الخاصة، على الرابط "<http://www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.htm>"
تاريخ الزيارة 12/6/2008.

8. نصر عبد الكريم، تقييم تجربة الإفصاح والإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية
بعد مرور عشر سنوات على تأسيسه، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس
المال الفلسطيني، على الرابط "<http://212.14.224.121/forum/workpapers.aspx>"
تاريخ الزيارة 12/6/2008.

9. هبة الحسيني، البيئة القانونية لأسواق رأس المال، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي
الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، على الرابط

"<http://212.14.224.121/forum/workpapers.aspx>" تاريخ الزيارة 12/6/2008.

10. أبو القاسم الطبولي، على عبد السلام، سالم القماطي، تفعيل سوق الأوراق المالية في
لبيبا، 2005، على الرابط "www.lsm.gov.ly/point/libans.ppt"، تاريخ الزيارة
8/3/2008.

11. جليل طريف، التطورات الحديثة في بورصة عمان، ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، طرابلس، ليبيا، 2005، على الرابط
www.lsm.gov.ly/point/jordan.ppt " تاريخ الزيارة 27/6/2008.
12. جمال حسين السميطي، المحفظة الإستثمارية المثلى، على الرابط " <http://www.alaswaq.net/views/2006/09/14/3065.html> " تاريخ الزيارة 30/6/2008.
13. محمد خير الفرج، مستثمرون يطالبون البورصة بالتدخل الفوري لوقف مخالفات عقود دلالة، على الرابط " <http://qatarshares.com/vb/showthread.php?t=22886> " تاريخ الزيارة 27/6/2008.
14. هيثم الزعبي، البيئة القانونية لسوق رأس المال في فلسطين، لقاء قانوني في جامعة بيرزيت بتاريخ 13/2/2008، أنظر الرابط
http://lawcenter.birzeit.edu/iol/ar/conEdu/legal_encounters/2008/341_1.doc?PHPSESSID=5edfa9352612d3c53b043a7cd3a7c9c53b6a5db2 تاريخ الزيارة 20/7/2008.
15. مركز المشروعات الدولية الخاصة، قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات، على الرابط " <http://jpsdirectory.brinkster.net/forum/uploads/1364/Key.pdf> " تاريخ الزيارة 5/6/2008.
16. مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية للحوكمة الشركاتية، على الرابط " <http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijea/oecd.htm> " تاريخ الزيارة 5/6/2008.
17. بيان صحفي صادر عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية حول مخالفات الشركة المتحدة للأوراق المالية. المؤرخ في 27/12/2007، على الرابط " <http://212.14.224.121/PSEWEB/Forms/ar/Default.aspx> " تاريخ الزيارة 12/6/2008.
18. دليل الإستثمار في بورصة عمان، بورصة عمان، على الرابط " http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?uploads/ASE_Investment_Booklet.pdf/194.165.154.66 " تاريخ الزيارة 28/4/2008.
19. عمولات التداول، بورصة عمان على الرابط: http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=177&local_type=0&local_id=0&local_details=0 تاريخ الزيارة 28/4/2008.

20. دليل المستثمر، بورصة عمان على الرابط:
http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=161&local_type=0&local_id=0&local_details=0&local_details1=0&localsite_branchname=ASExchange
 تاريخ الزيارة 28/4/2008.
21. بورصتي القاهرة والإسكندرية، خطوة أولى للإستثمار في البورصة، على الرابط
http://www.egyptse.com/download/research_papers/educational_brochure/Investor_guide_arabic.pdf
 تاريخ الزيارة 27/6/2008.
22. دليل إسترشادي لإجراءات التداول بالبورصة، بورصتي القاهرة والإسكندرية،
 2007، على الرابط "http://www.egyptse.com/download/pdf/Trading_Manual.pdf" تاريخ
 الزيارة 27/6/2008.
23. شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي، على الرابط "
www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/overview/m.c.s.d%20profile" بتاريخ
 10/3/2008.
24. شركات الوساطة في سوق فلسطين للأوراق المالية، على الرابط "
<http://www.pse.com/PSEWEBSITE/Brokers.aspx>" بتاريخ 15/3/2008.
25. شركات الوساطة في بورصة عمان على الرابط
http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=218&local_type=0&local_id=0&local_details=0
 بتاريخ 15/3/2008.
26. بورصة عمان، على الرابط: "
http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=-1&local_type=21&local_id=22&local_details=1" تاريخ الزيارة
 6/4/2008.
27. شروط ترخيص الوسطاء ووكلائهم، سوق الدوحة للأوراق المالية، على الرابط:
http://www2.dsm.com.qa/pps/dsm/portal/Pages/DSM_AR_Membership
 تاريخ الزيارة 27/6/2008.
28. المستندات المطلوب إرفاقها بطلب قيد شركة الوساطة، هيئة الأوراق المالية والسلع
 الكويتية، على الرابط
http://www.sca.ae/arabic/forms/Broker_Listing/index.asp
 تاريخ الزيارة 28/4/2008.

29. تسجيل شركات الأوراق المالية، الهيئة العامة لسوق المالي المصري على الرابط "www.cam.gov.eg/cam/content/arabic/guiding_manuals/portfolio.htm تاريخ الزيارة 5/6/2008.
30. سوسن الذهب، التنظيم الإداري وبناء الهياكل التنظيمية، على الرابط "faculty.ksu.edu.sa/26189/DocLib/tanzeem_idari.ppt" تاريخ الزيارة 18/5/2008.
31. إجراءات التداول، بورصتي القاهرة والإسكندرية، على الرابط http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html تاريخ الزيارة 2/6/2008.
32. أوقات التداول، سوق فلسطين للأوراق المالية، على الرابط: "<http://www.p-s-e.com/PSEWEBSITE/DailySummery.aspx?TabIndex=2>" تاريخ الزيارة 1/6/2008.
33. نبذة عن سماسرة الأوراق المالية والشراء على الهامش، بورصتي القاهرة والإسكندرية، على الرابط http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html تاريخ الزيارة 2/6/2008.
34. التداول عبر الإنترنت، بورصتي القاهرة والإسكندرية، على الرابط http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html تاريخ الزيارة 2/6/2008.
35. شروط التسجيل لممثل الوسيط، هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة على الرابط "<http://www.sca.ae/arabic/brokers/index.asp?process=reprules>" تاريخ الزيارة 24/5/2008.
36. إتفاقية التداول الإلكتروني، شركة سهم للإستثمار والأوراق المالية، على الرابط "http://www.sahem-inv.com/agreements/agreement_ar.pdf" تاريخ الزيارة 28/12/2008.
37. نبذة عن سماسرة الأوراق المالية والشراء على الهامش، بورصتي القاهرة والإسكندرية، على الرابط http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html تاريخ الزيارة 2/6/2008.
38. هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، المسودة النهائية لمدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين، على الرابط "http://www.pcma.ps/News/Ar/Governance_rules.pdf" تاريخ الزيارة 15/12/2008.