

## الفصل الثاني

### الأسواق المالية وسوق فلسطين للأوراق المالية

يتناول هذا الفصل دراسة علمية عن السوق المالي عامةً، والسوق الفلسطيني بشكل خاص، وسوف نتطرق من خلاله إلى معرفة هل الأسواق المالية تعتبر أداة تمويلية، وما عملها الذي تقوم به، كما أن سوق فلسطين يعتبر نموذجاً للأسواق العربية، هل يوجد شروط لقيامه وهل يحكمه قواعد وما علاقة الوساطة في تلك الأسواق، وما هو دور الحوكمة في السوق المالي، لذلك قمنا بتقسيم الفصل إلى مباحث ومطالب وفروع لدراستها بالتفصيل لاحقاً، وتنقسم الدراسة في هذا الفصل إلى أربعة مباحث على النحو التالي:

**المبحث الأول: الأسواق المالية وماهيتها**

**المبحث الثاني: السوق المالي الفلسطيني**

**المبحث الثالث: القواعد التي يركز عليها سوق فلسطين للأوراق المالية**

**المبحث الرابع: مدى أهمية الحوكمة وتأثيراتها على الشركات المدرجة في سوق**

**فلسطين**

## المبحث الأول : الأسواق المالية وماهيتها

تم تقسيم هذا المبحث إلى خمسة مطالب، يتكلم المطلب الأول عن الأسواق المالية بشكل عام وأهميتها وعوامل نجاحها وشروط ومقومات قيامها وقد تفرع إلى أحد عشر فرعاً، كما تضمن المطلب الثاني أهم التعريفات لأسواق المال وأقسامها والمخاطر التي تتعرض لها تلك الأسواق والصعوبات التي تواجهها وانقسم إلى ثلاثة فروع، فيما تكلم المطلب الثالث عن البورصة وخصائصها والوظائف التي تقوم بها وقد قسم إلى فرعين، كما تضمن المطلب الرابع الوعي الاستثماري ومقوماته، والسياسات المؤثرة في الاستثمار ومن الإرشادات العامة للاستثمار والقواعد المتبعة من قبل المستثمر قبل بدئه في عملية الاستثمار وقد تفرع إلى ستة فروع، كما يحتوي المطلب الخامس على شركات الوساطة ودورها في نجاح أسواق الأوراق المالية والخدمات التي يقدمها الوسطاء للمستثمرين من خلال ثلاثة مطالب.

## مقدمة

حدثت في العالم تطورات وتغيرات في الجوانب الاقتصادية والسياسية، ونلاحظ أن العالم يزيد اهتمامه بالمال وكان لزاماً عليه البحث عن أماكن تواجهه، والبحث عن طرق للحصول عليه، وقد تعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات التمويلية لدى الكثير من الدول، لذلك أدتها الاهتمام الكبير وجعلتها في قمة الهرم المالي لديها، ولمواجهة التطورات والتغيرات التي يعرفها العالم والدور الممكن أن تلعبه هذه الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية واعتبارها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل لذا لا بد من إعطائها الأهمية البالغة.<sup>1</sup>

كما وتحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في معظم دول العالم خاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع الخاص والعام في تجميع رأس المال،<sup>2</sup> وأخذت الأسواق تلعب دوراً حيوياً في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية، فالدولة أو الأفراد تعمل على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية، وخاصة وأن الأموال اللازمة لا بد وأن تكون ضخمة لإنشاء بعض المشاريع فالأسواق المالية تعمل على توفير الأموال اللازمة.<sup>3</sup>

لذلك أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده .

### المطلب الأول : مقومات نجاح الأسواق المالية

#### وأهميتها

تم تقسيم المطلب الأول إلى أحد عشر فرعاً في المقومات والأهمية، الأول تكلم عن ماهية الأسواق المالية، كما أن الفرع الثاني السوق المالي يعتبر ثروة أم خطر، فيما الثالث والرابع تناول أهمية

<sup>1</sup> الأسواق المالية، شبكة ومنتديات طلبة الجزائر، منتديات العلوم الاقتصادية والتجارية، منتدى علوم التسيير والتجارة، منشور على الموقع الإلكتروني <http://etudiantdz.net> بتاريخ 2009/11/23، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/9/30.

<sup>2</sup> حسن، أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر، 2007، ص 13.

<sup>3</sup> دحور، محمد سعيد، سوق المال ماهيته وأهميته، منتدى جمعية المحاسبين والمراجعين الفلسطينية، البورصة وأسواق المال، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.paaa.ps> بتاريخ 2008/7/29، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2011/1/1.

الأسواق، وعوامل نجاحها، والفرع الخامس والسادس والسابع تكلموا عن آلية السوق، وأهدافه وتنظيمه في أسواق رأس المال، كما أن الثامن والتاسع تناول شروط قيام الأسواق ومقومات نجاحها، فيما العاشر تناول تنظيم السوق في إسهامه للأموال، والحادي عشر تكلم عن أنواع تلك الأسواق وأدواتها.

### الفرع الأول: ماهية الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً بارزاً في النظم الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، وذلك بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها للمشروعات المختلفة لتمويل عملياتها التجارية والاستثمارية،<sup>1</sup> حيث أخذت فكرة الأسواق تحتل مركزاً مهماً في تفكير معظم الدول لما توفره من تعبئة للمدخرات وإعادة توظيف الأموال، لذا تعددت واختلقت مفاهيم الأسواق المالية على النحو التالي:

**تعني الأسواق المالية:** "هي العديد من المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية أو مجموعاتها المختلفة التي توفر خدمات للمقرضين".<sup>2</sup>

**كما وتعرف:** "هي أسواق الاستثمار من أموال الأفراد أو المصارف التجارية أو صناديق التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال، ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو غيرها، وهو السوق التي تباع وتشتري به الأوراق المالية".<sup>3</sup>

**ويمكن تعريفه بالمفهوم التالي:** "هو مكان محدد تجتمع فيه رغبة المستثمرين في الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم مع رغبة المدخرين في توظيف أموالهم مما يحقق السهولة في انتقال الأموال بين المدخرين والمستثمرين عن طريق عمليات بيع وشراء الأوراق المالية".<sup>4</sup>

**أوهي:** "المكان أو أسلوب الاتصال أو الإجراءات المتداخلة مما يجمع البائع والمشتري لانجاز تبادل تجاري معين ينطوي على تقابل في المصالح بينهما"، ولكل سوق من الأسواق أنظمة تنظم

<sup>1</sup> حسن، أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 9.

<sup>2</sup> الأسواق المالية، شبكة ومنتديات طلبة الجزائر، مرجع سابق.

<sup>3</sup> دحور، محمد سعيد، سوق المال ماهيته وأهميته، مرجع سابق.

<sup>4</sup> الأسواق المالية أنواعها- تعريفها- أدواتها، منتديات الفضول، العدد العاشر، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.alfothool.com>

بتاريخ 2009/12/2، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/10/10.

العمل فيه، وتمتع الأسواق التي هي أكثر تطوراً أو أهمية بأنظمة خاصة لها قواعد وبيئة عمل معينة تضبط أداؤها وتحفظ الحقوق الخاصة والعامّة المتعلقة بنشاطها.<sup>1</sup>

من خلال المفاهيم السابقة نستخلص التعريف أو المفهوم التالي: يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لتبادل السلع فيما بينهم، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من البيع والشراء داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، مع وجود ضوابط معينة تحكمه، حيث تتركز فكرته على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، ومع تطور حجم المشاريع وكبرها وتنوع نشاطاتها زادت حاجة المشاريع إلى مزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى وجود مؤسسات مالية تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها وتوسيع نشاطاتها الاستثمارية وفقاً لسياسات معينة في خدمة أهداف محددة.

### الفرع الثاني: السوق المالي ثروة أم خطر

- إن المشاكل التي تظهر في الأسواق المالية ما هي إلا ردة فعل للتصرفات والأفعال للقائمين عليها بالإضافة إلى الإطار السياسي والقانوني والاجتماعي.
- إن ميكانيكية السوق هو إجراء بسيط ذو تأثير داخلي وخارجي متبادل يسمح للأفراد القيام بالنشاطات التي تعود بالنفع على الجميع، والمشاكل لها أسبابها المختلفة ولا تعالج المشاكل بإلغاء الأسواق، وإنما السماح لها العمل أفضل بطريقة عادلة.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: أهمية الأسواق المالية

أثبتت الأسواق المالية خلال فترات الطويلة الماضية دورها الفعال في كافة الاقتصاديات وتكمن أهميتها في التالي:

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية وهذا ما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات المختلفة.
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين من خلال رفع عوائد مدخراتهم.

<sup>1</sup> الأسواق المالية، الموسوعة العربية، العلوم القانونية والاقتصادية، المجلد الثاني، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.arab-ency.com>

تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/9/10.

<sup>2</sup> فاتح، دبلّة، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق، مرجع سابق.

- تسجيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيها بين الأشخاص والمؤسسات كأطراف اقتصادية.
- ربط الأسواق المالية بالنشاطات قصيرة الأجل وبالأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل وهذا ما يساهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية في الأسواق المالية.
- تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات.
- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية عن طريق عمليات التحويط.
- إعداد مرجعاً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
- إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخاً استثمارياً يتسم بالشفافية.<sup>1</sup>

نستنتج من السابق بأن أهمية السوق تكمن في:

تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشاريع، وتحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة إليها، كما أن السوق المالي يمكنه من تنمية المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، من هنا تبرز أهمية الأسواق المالية للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية، ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلاً عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

### الفرع الرابع: عوامل نجاح الأسواق المالية

لنجاح الأسواق المالية لا بد من توفر شروط بعضها موضوعي والبعض الآخر شكلي على النحو التالي:

#### ❖ الشروط الموضوعية:

- تنظيم الأسواق المالية وتوفير المعلومات المختلفة.
- إنشاء بورصات داخل الدول تمهيداً لخلق سيولة كافية بتوفير ونشر البيانات والمعلومات عن أسعار الأوراق المدرجة.

<sup>1</sup> الأسواق المالية، شبكة ومنتديات طلبة الجزائر، مرجع سابق.

- جعل الادخار اختيارياً وليس إجبارياً.

### ❖ الشروط الشكلية:

- الموقع الجغرافي ومدى قربه أو بعده من الأسواق المالية.
- الاهتمام بالمرافق العامة كالمواصلات والاتصالات المختلفة.
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار.
- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة وعملية وضع رقابة على الصرف.
- وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالي في أسعاره.<sup>1</sup>

### الفرع الخامس: آلية السوق

عُلم السوق يُعرف بأنه القدرة على توليد ما يكفي من الطلبات دون التأثير على سعر الأوراق المالية، أو يمكن تعريفه بأنه السوق المقاس بحسب كمية السيولة، فكلما زادت السيولة في الأسواق كلما زاد عمقها، وهناك عوامل قد تؤثر على عمق السوق منها: (حجم التغييرات، تقييدات حركة الأسعار، تقييدات المداولة، نسبة الرفع المالي المتاح، شفافية الأسواق).<sup>2</sup>

### الفرع السادس: أهداف السوق

تتحقق أهداف السوق من خلال:

- توفير أنظمة تداول ورقابة وتسوية وتحويل ونقل ملكية الأوراق المالية بما تكفل السرعة والدقة في انجاز صفقات البيع والشراء، وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وتيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية لها من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب.

<sup>1</sup> الأسواق المالية، شبكة ومنتديات طلبة الجزائر، مرجع سابق.

<sup>2</sup> الأسواق المالية، الجلسة الرابعة، 24 مارس 2008، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.ecpulse.com>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/10/18.

- القيام بوضع أسس للتداول وإيصال المعلومة، لتضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية، بغض النظر عن هويتهم أو حجم تعاملاتهم مما يوفر فرص متكافئة لجميع المستثمرين.<sup>1</sup>
- إقرار الأنظمة والتشريعات بالتنسيق مع هيئة سوق رأس المال بما يُلي ويدعم الاستقرار في حركة الأسعار، بحيث يتم صعود أسعار الأوراق المالية أو هبوطها بشكل منتظم وتدرجي.
- توفير انتشار واسع ودقيق للمعلومات المطلوبة وإيصالها بالسرعة اللازمة وذلك ليتسنى للمستثمر اتخاذ القرار المناسب له.
- حماية المستثمرين من كافة أشكال التلاعب والاحتيال.
- تطوير خدمات وفعالية السوق عن طريق أساليب وإجراءات جديدة للتعامل بالأوراق المالية من خلال استقطاب المعلومات والابتكارات التقنية والخبرات في هذا المجال.<sup>2</sup>

### الفرع السابع: أهداف عملية التنظيم في أسواق رأس المال

- تخفيض تكلفة التمويل داخلياً وخارجياً.
- تسهيل نوعية الخدمات والتسهيلات المالية وتحسينها.
- الجاذبية والثقة في كل معطيات النظام المالي ومكوناته.
- تحديد الواجبات والالتزامات لكل الأطراف العاملة بالسوق المالي.
- تأكيد حماية المستثمرين وكل الأطراف من خلال الحصول على معلومات صحيحة.
- تحسين نوعية القرارات الاستثمارية.
- تحقيق الكفاءة لأسواق رأس المال والنظام المالي والاقتصادي ككل من خلال تعزيز الثقة بالنظام الاقتصادي للدول.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> قديح، وائل، تطور سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة مركز التخطيط الفلسطيني، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.oppc.pna.net>، بتاريخ 2006/1/16، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2011/1/10.

<sup>2</sup> جريدة الأيام، 10 سنوات على انطلاق سوق فلسطين للأوراق المالية- النشأة والأهداف والإطار القانوني والرقابي، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.al-ayyam.com>، بتاريخ 17 آذار 2007، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2011/1/12.

<sup>3</sup> شاهين، ياسر، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية، مداخلة مقدمة إلى المنتدى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني 2007/9، ص 10.

## الفرع الثامن: شروط قيام الأسواق المالية

لقيام أسواق مالية لا بد من توافر شروط منها:<sup>1</sup>

**1) الزيادة في عدد وكفاءة المؤسسات المالية في الدولة:** إذ تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية تقوم بعملية الإقراض من أجل الاستثمار، لذا فإن تشجيع الأسواق المالية تقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص الذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة.

**2) تحويل الإيرادات المحصل عليها إلى استثمارات:** وهو الهدف الأساسي والنهائي من تشجيع المدخرات في الأسواق المالية، وفي سوق استثمار الأموال تدفع كل الأفراد والمؤسسات نحو شراء الأوراق المالية.

**3) إنشاء بورصة الأوراق المالية:** وتعتبر البورصة من أهم أجهزة الادخار والاستثمار، فإذا كانت سوق الأوراق المالية منظمة وذات تعامل واسع النطاق فإنها تتسم بمرونة كبيرة، إضافة إلى تحويل الأوراق حديثة الادخار إلى أموال مستثمرة في مشاريع مختلفة وتحويلها إلى أموال سائلة عند الحاجة لذلك.

**4) الاهتمام ومراقبة وسائل الإعلام:** تأسيس أي شركة أو طرح سندات في بورصة لا بد وأن يكون مصحوباً بإعلان مناسب، كما يجب على مصدر البيان من مراجعة ومراقبة البيانات الواردة في الإعلان.

**5) توفير الاستقرار السياسي في الدولة:** وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدهم الأصلي الأم، كما تسعى إلى التخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وتشجيع الاستثمار.

**6) وجود جهاز مصرفي متكامل:** ويعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته ذات قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية، وهو بمثابة دعامة أساسية لوجود سوق مالي باعتباره وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار.

<sup>1</sup> الأسواق المالية، منتديات شبكة طلبة الجزائر، مرجع سابق.

## الفرع التاسع: مقومات نجاح الأسواق المالية

عند وجود سوق للأوراق المالية لا بد من توفر مقومات لنجاح ذلك السوق وإحاطته بالضمانات اللازمة والقوانين والتنظيمات الإدارية، ولتجنب الأخطاء وتفادي العقبات التي تعترض عملية تطويره، الأمر الذي يساعد في نجاح السوق وقيامه بدوره الفعال.

وذلك النجاح يتمثل في قيام السوق بواجبه في توفير السيولة للمستثمرين، ومساعدتهم في التخلص من الأوراق المالية التي يملكونها بسهولة ويسر وبشكل عادل دون إلحاق ضرر لأي من أطراف التعامل، مع الأخذ بالاعتبار تحقيق أسعار عادلة تتحدد في ضوء الأوضاع المالية وظروف المنافسة الكاملة، ولنجاح أي سوق يشترط وجود مقومات منها:

- وجود نظام اقتصادي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملاً في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، أي تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته وذلك بإعفاء العائد من الضريبة.
- توافر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات، إضافة إلى وجود إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين، الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون الآخر، مما يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.
- فرض عقوبات شديدة لمن يقوم بنشر معلومات مالية مضللة أو حتى إخفاء معلومات ضرورية.
- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية، حيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
- التزام المؤسسات المالية بالأنظمة والقوانين المرعية.
- جعل الادخار اختيارياً وليس إجبارياً.
- مدى قرب أو بعد السوق من الأسواق المالية الدولية.
- الاهتمام بالمرافق العامة كسهولة المواصلات والاتصالات.

- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- وجود نظام ضريبي غير مغالي في أسعاره.
- حرية التنقل للأفراد والأموال داخل الدولة وخارجها.<sup>1</sup>
- أن تتمتع الدولة باستقرار سياسي واجتماعي.<sup>2</sup>
- وجود شركات وساطة مالية متطورة تقوم بتغطية احتياجات السوق وتكوين صناديق الاستثمار.
- وجود إفصاح مالي وإداري سليم وأدوات مالية متنوعة وعديدة تضفي على سوق البورصة عمقاً كافياً للتداول يحقق تنوع الفرص ويحد من المخاطرة.
- وجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام والقدرة على اتخاذ القرار في الوقت المناسب.
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، ويعمل على الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية ومنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بين الوسطاء.<sup>3</sup>
- وجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام والقدرة على اتخاذ القرار في الوقت المناسب.

### الفرع العاشر: تنظيم السوق المالي يسهم في تدفق الأموال باستمرار

إن تنظيم سوق الأوراق المالية يلعب دوراً هاماً في تأمين تدفق الأموال بشكل مستمر نحو الاستثمار في مشاريع مختلفة ذات جدوى اقتصادية، وتجنب حالات الغش والحد من إمكانات التلاعب والاختلاس وذلك من خلال توفر السيولة الكافية للأوراق المالية أمام المستثمر والتي توفر لهم الرغبة في سهولة وتيسير بيع الأوراق المالية وتداولها، وبالتالي تمكن من استقطاب رؤوس الأموال والشركات والمستثمرين عن طريق النشر لمعلوماتها وآليات أسعار أوراقها، إضافة إلى عدالة تسعير

<sup>1</sup> دحيور، محمد سعيد، سوق المال ماهيته وأهميته، مرجع سابق.

<sup>2</sup> الصباغ، هاشم، الاستثمار وأسواق المال، منتدى التمويل الإسلامي، أسواق المال الإسلامية، منشور على الموقع الإلكتروني <http://islamfin.go-forum.net>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/10/14.

<sup>3</sup> زعرب، حمدي، اختيار الكفاءة التشغيلية للسوق المالي الفلسطيني، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص 68.

الأوراق المالية لطرفي التعامل من خلال تنظيم التداول وكذلك نشر البيانات يومياً والعمل على توفير الآلية التي يستطيع من خلالها الوسيط المعتمد الإعلان عن جميع المتعاملين بوضوح تام دون المحكر لأي طرف.<sup>1</sup>

### الفرع الحادي عشر: أنواع الأسواق المالية وأدواتها

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال (Financial Markets) لكل منها خصائصها وأدواتها والمكونة من:

- سوق النقود أو (أسواق النقد) الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي.
- سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين.
- سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.<sup>2</sup>

ما يهمنا في دراستنا هو أسواق الأوراق المالية

### المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية

تم تقسيم المطلب الثاني إلى ثلاثة فروع في الأسواق المالية، الأول تكلم عن تعريف الأوراق المالية وأقسامها، فيما الثاني تعرض أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية، والثالث من الصعوبات التي تواجه أسواق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> الصباغ، هاشم، الاستثمار وأسواق المال، مرجع سابق.

<sup>2</sup> مفاهيم ومصطلحات الأسواق المالية، منتدى موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.iefpedia.com>، بتاريخ 2010/10/28، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2011/2/10.

## المقدمة

أسواق الأوراق المالية الجيدة تؤدي إلى انضباط الداخلين بإرسال إشارات الأسعار بسرعة وتمكين المستثمرين من تصفية استثماراتهم بسرعة دون أن يتحملوا تكاليف كبيرة، وهذا بدوره يؤثر على قيمة أسهم الشركة وقدرة الشركة على الوصول إلى المال، وأسواق الأوراق المالية الجيدة تحتاج إلى:

- قوانين تحكم إصدار الأوراق المالية لحقوق الملكية وديون الشركة والاتجار فيها وتحدد مسؤوليات والتزامات مصدري الأوراق المالية والوسطاء (السماسرة)، شركات المحاسبة، مستشاري الاستثمار) على أساس من الشفافية والنزاهة وهناك أهمية خاصة للقوانين واللوائح التي تحكم صناديق المعاشات وتسمح بإنشاء صناديق استثمار تعاوني برؤوس أموال مفتوحة.
- شروط إدراج الشركات في قوائم سوق الأوراق المالية على أسس معايير الشفافية والإفصاح بوضع سجلات مستقلة للأسهم.
- قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين.
- جهاز حكومي (مثل لجنة الأوراق المالية) مزودة بعدد من المشرعين المستقلين المؤهلين وتحويلهم سلطة تنظيم عمليات الأوراق المالية للشركات وإنفاذ قوانين الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية وأقسامها

يقصد بالأوراق المالية حقوق ملكية أو أدوات دين، سواء كانت محلية أو أجنبية، توافق الهيئة على اعتمادها، وتشمل الأوراق المالية ما يلي:

- الأسهم والسندات.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- المشتقات المالية ومنها الأسهم والسندات القابلة للتحويل، وعقود خيار البيع وعقود خيار الشراء، العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، ص 31-32.

<sup>2</sup> الطباع، ماهر، قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم (12) لسنة 2004، الفصل الأول، أحكام عامة، مادة رقم (3)، ص 2.

حيث تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعاً وشراءً في السوق المالي، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، والورقة المالية تمثل حقاً قانونياً لحاملها في أصل رأسمالي (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار.<sup>1</sup>

حيث يتمثل مجال التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات العامة والخاصة متمثلة بالأسهم والسندات وتقسم إلى:<sup>2</sup>

■ **السوق الأولية (سوق الإصدار):** ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها عن طريق الاكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها،<sup>3</sup> حيث تقوم الجهات العارضة للأوراق المالية كالشركات والمؤسسات والبنوك بعرضها عن طريق طرحها للاكتتاب لأول مرة بقيمتها الاسمية في السوق.

■ **السوق الثانوية (سوق التداول):** ويتم بها تداول الأوراق المالية بين مالكيها والمستثمرين الجدد الراغبين في شراء هذه الأوراق بعد إصدارها من خلال وسطاء في البورصة، حيث يتم التعامل في الأسهم والسندات والتي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين، ولا يحدث تغيير في عدد وحجم الأوراق المالية وإنما في حملة الأسهم،<sup>4</sup> وبالتالي البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها ويمكن التمييز بين نوعين من أسواق التداول:<sup>5</sup>

- **السوق المنظمة:** لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون فيه بالأوراق المالية المسجلة في السوق يتضمن البيع والشراء وتدار هذه السوق من قبل هيئة منتخبة أو مجلس وأعضاء السوق تسمى هيئة السوق.

- **السوق غير المنظمة:** وتتعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصات) بإشراف بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية بل من خلال شبكات الانترنت أو شبكات الاتصال المختلفة.

<sup>1</sup> الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات، الطبعة الأولى، الإصدار الأول، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005، ص85.

<sup>2</sup> مفاهيم ومصطلحات الأسواق المالية، منتدى موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، مرجع سابق.

<sup>3</sup> العرييد، عصام، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا، 2002، ص21.

<sup>4</sup> حنفي، عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، 2001، ص41.

<sup>5</sup> الأسواق المالية أنواعها - تعريفها - أدواتها، منتديات الفضول، مرجع سابق.

- **السوق الموازية:** وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات غير المدرجة أسماؤها في السوق المالي، وكذلك يتم فيها تداول أسهم وسندات الشركات المدرجة أسماؤها في البورصة لكن بحجم وكمية أقل من نسبة التعامل المحددة والمطلوبة في السوق النظامية.
- **أسواق العقود المستقبلية:** ظهرت هذه السوق حديثاً وأصبحت الأكثر انتشاراً وهي سوق التعامل بالأوراق المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومن أهمها سوق الاختيارات.

### الفرع الثاني: أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية

- 1) **مخاطر سعر الفائدة:** وهي التغيرات التي تحدث على عائد الورقة المالية نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة والعلاقة هنا عكسية ما بين أسعار الأوراق المالية وسعر الفائدة.
  - 2) **مخاطر السوق:** وهي التغيرات التي تحدث على عائد الورقة المالية نتيجة التغيرات في السوق كالركود الاقتصادي والحروب.
  - 3) **مخاطر التضخم:** يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الاسمي مضمون.
  - 4) **مخاطر الأعمال:** وهي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة مثل المنافسات بين المنتجين.
  - 5) **المخاطر المالية:** وهي المخاطر المترتبة بنسبة ديون المستثمرين في هيكل رأس مال الشركة.
  - 6) **مخاطر السيولة:** وهي مدى صعوبة بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوي.
  - 7) **مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف.
  - 8) **المخاطر السياسية:** هذه المخاطر تؤثر على كل من المستثمر المحلي والأجنبي.<sup>1</sup>
- ويمكن تصنيف تلك المخاطر ضمن المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة على النحو التالي:
- **المخاطر المنتظمة أو غير قابلة للتنويع:**

وهي المخاطر التي تسببها عناصر تؤثر على السوق ككل ولا يمكن التخلص منها من خلال التنويع - أي تنويع المحفظة الاستثمارية، مثلاً الاستثمار في الأسهم والسندات، لأنها تؤثر على

<sup>1</sup> تداول نت، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.tadawul.net> بتاريخ 4 أكتوبر 2004، تم الاطلاع عليه بتاريخ

كل الشركات في الوقت نفسه، ومن هذه المخاطر (التضخم، أسعار الفائدة، والسياسات المالية والنقدية).

### ● المخاطر غير المنتظمة أو قابلة للتنوع:

وهي المخاطر التي تسببها عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنوع - أي تنوع المحفظة الاستثمارية، مثلاً الاستثمار في الأسهم والسندات، لأن أية تأثيرات سلبية على شركة قد لا تتأثر بها شركة أخرى ومن بين هذه العناصر (إضراب العمال، سوء الإدارة، أو ارتفاع مستوى الديون).

### الفرع الثالث: الصعوبات التي تواجه أسواق الأوراق المالية

توجد صعوبات تواجه الأسواق المالية وتعيق تطورها وتحد من قدرتها على القيام بدورها الرئيس والفعال في الاقتصاد منها:

- نقص الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين.
- عزوف المستثمرين عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- عدم وجود المستثمر المؤسسي.
- نقص المعلومات والبيانات المالية الأمر الذي يجعل عملية الاستثمار في الأوراق المالية محفوفة بالمخاطر.
- ضعف الإطار الرقابي والإشرافي على عمليات السوق.
- ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق.
- ضعف الأداء الاقتصادي للدولة وعدم تمتعها بالأمن والاستقرار.
- قلة الأدوات المالية المتاحة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : البورصة وخصائصها

تم تقسيم المطلب الثالث إلى فرعين في خصائص البورصة، الأول تكلم عن بورصة الأوراق المالية والثاني تناول الوظائف الاقتصادية والأدوار التي تقوم بها البورصة في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> دحبور، محمد سعيد، سوق المال ماهيته وأهميته، مرجع سابق.

## الفرع الأول: بورصة الأوراق المالية

هي المكان الذي تعرض فيه الشركات والمؤسسات المالية أوراقها وصكوكها إلى جميع الراغبين في التعامل معها لتستفيد الشركات من تسويق أدواتها، ويستفيد المدخرون من الربح الذي يتقاضونه من أرباح الشركات وعوائدها،<sup>1</sup> ويمكن للبورصة أن تكون رسمية والتي تخضع لرقابة الحكومة من خلال هيئة مختصة، وبورصات غير رسمية والتي تخضع للرقابة الذاتية، لذلك تعتبر البورصة جزءاً من القطاع الخاص وليست الحكومة ولكن مراقبتها والإشراف على عملها يكون من قبل الحكومة بهدف تحقيق نوع من العدالة والاستقرار في المعاملات،<sup>2</sup> وتعرف بورصة فلسطين بأنها عبارة عن سوق منظم تتم فيه عمليات شراء وبيع الأوراق المالية كالأسهم والسندات ولا يتم التداول مباشرة بين المستثمر الذي يبيع الأوراق المالية والمستثمر المشتري، وإنما يتم التعامل من خلال وسطاء مؤهلين ومرخص لهم للعمل في البورصة، كما أن الصفقات لا تتم بصورة منفردة بين الوسيط البائع والوسيط المشتري، ولكن تتم من خلال نظام تداول الكتروني يتلقى جميع أوامر البيع والشراء ويقوم بالمقابلة بينها على أساس السعر والكمية المحددة في كل أمر.<sup>3</sup>

## الفرع الثاني: الوظائف الاقتصادية والأدوار التي تقوم بها البورصة في سوق الأوراق المالية

تساعد البورصة الأفراد صغار المستثمرين من الاستفادة من مدخراتهم، فالأفراد الذين يتوافر لديهم مدخرات بعد إشباع حاجاتهم الاستهلاكية والترفيهية تكون لديهم الرغبة في نماء هذه المدخرات بدلاً من توجيهها لزيادة الاستهلاك، فالمال المتوفر لديهم لا يساعدهم على القيام بمشروع يدر عليهم بعائد ذا قيمة، ففي هذه الحالة هل سيتجهون إلى البنوك التي لا تدر عليهم أي عائد أم يتجهون لزيادة الاستهلاك؟ فهناك يوجد حل في توجيه مدخراتهم لاستثمارها في البورصة مما يدر عليهم بالربح السريع لكن يوجد في الوقت نفسه بعض المخاطر،<sup>4</sup> وبالتالي يكون دور البورصة في الحياة الاقتصادية من خلال:

<sup>1</sup> مفاهيم ومصطلحات الأسواق المالية، منتدى موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، مرجع سابق.

<sup>2</sup> الشعار، نضال، تساؤلات اقتصادية، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب 2002، ص 97.

<sup>3</sup> نصائح وإرشادات للاستثمار في بورصة فلسطين، دليل المستثمر، برنامج التوعية الاستثمارية، الطبعة الثالثة تشرين الأول، 2010، ص 3.

<sup>4</sup> قوشجي، إبراهيم نافع، البورصة والتنمية الاقتصادية - أدوار هامة للبورصة، مجلة الفداء، مؤسسة الوحدة للنشر، 2007، منشور على الموقع

الالكتروني <http://Fedaa.alwehda.gov.sy>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/9/19.

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.
  - المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين).
  - المساهمة في تحويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في السوق.
  - المساهمة في دعم الائتمان الداخلي الخارجي.
  - توفير الإمكانيات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
  - المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى مجالات أكثر ربحية، مما يصاحبها نمو وازدهار اقتصادي،<sup>1</sup> وهذه الوظيفة تتطلب سمات وخصائص لسوق الأوراق المالية، وتتميز هذه الأسواق بالكفاءة العالية لوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية ومنها ما يلي:
- 1) **كفاءة التشغيل:** وهي قدرة السوق على تحويل الأموال والمواد لمن يحتاجون إليها بأقل من التكلفة التي تنشأ عليها المعاملات، وهي ما تسمى (بتكلفة المعاملات) وتضم التكلفة: الوساطة المالية، تكلفة تحويل الورقة المالية، لذلك نجاح السوق المالي يتوقف بدرجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة.
  - 2) **كفاءة تخصيص الموارد:** هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم فائض إلى من يحتاج إلى هذه الموارد، وهي ليست سهلة في إتمامها لأنها تتم بشروط منها الكفاءة والتخصيص.<sup>2</sup>
  - 3) **توفر المعلومات:** السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام وحركة التعامل، ولا يقتصر على توفير المعلومات فقط، بل يجب أن يستجيب بسرعة لأية تغيرات أو أحداث قد تؤثر في أسعار الأسهم ويطلق عليها هذه الخاصية بكفاءة السوق.<sup>3</sup>
  - 4) **السيولة:** وتعتبر أحد الأهداف العامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي القدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر.

<sup>1</sup> المنتدى الإلكتروني، البورصة من الألف إلى الياء، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.montada.com>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/10/20.

<sup>2</sup> Cooper, Kerry and Fraser, Donald, The Financial Marketplace, second edition, Addison-Wesley Publishing Co,(1986).

<sup>3</sup> الأسواق المالية، منتديات شبكة طلبة الجزائر، مرجع سابق.

**5) استمرارية السعر:** تعتبر إحدى المكونات الرئيسية للسيولة، أي أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار وهنا يتميز السوق بأنه سوق متميز بالسيولة.<sup>1</sup>

**6) عمق السوق:** هنا تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرار السعر وجود عمق في السوق، وهي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى أو أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب يحصل تغيير بسيط في سعر الورقة المالية.<sup>2</sup>

### المطلب الرابع: الوعي الاستثماري

تم تقسيم المطلب الرابع إلى ستة فروع حول الوعي الاستثماري، الأول تكلم عن كيفية التضليل على الأسواق، فيما الثاني تناول مقومات الوعي الاستثماري، أما الفرع الثالث تكلم عن السياسات المؤثرة في الاستثمار، حيث تتضمن الفرع الرابع المستثمرون وأين هم من التمويل، كما أن الفرع الرابع تكلم عن الإرشادات للاستثمار بالأوراق المالية، في حين قواعد الاستثمار قبل البدء في العملية الاستثمارية كانت في الفرع السادس.

#### الفرع الأول: كيف تتم عملية التضليل على مستوى الأسواق؟

إن الهدف الأساس من حوكمة الشركات هو الحفاظ على مصالح المساهمين والأطراف الأخرى، وأن كل شركة ملزمة قانوناً بإعطاء معلومات ضريبية صادقة وكافية لكل المتعاملين على حد سواء، إلا أنه يوجد طرق ووسائل لاحتكار المعلومات يلجأ إليها معدي التقارير والنشرات المالية والمحاسبية والتي تسمح بالتلاعب بالبيانات وتغيير الحقائق، بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرارات المستثمرين، ولكل شركة أسلوبها الخاص في تزيف البيانات وطمس الحقائق منها على سبيل المثال:

<sup>1</sup> خصائص الأسواق المالية، حالات الأسهم العامة والأسهم الأردنية، منتديات خبراء الأسهم الأردنية، منشور على الموقع الإلكتروني <http://stockexperts.net> بتاريخ 2010/2/16، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/11/20.

<sup>2</sup> الميداني، محمد أيمن، منتديات سوق عمان المالي، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.amman-stock.com> بتاريخ 2010/2/16، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/11/20.

ضباية البيانات، ازدواجية المعايير والكلمات المبهمة، اختلاف الأسس المحاسبية في عملية التطبيق، شراء الدم، الإرهاب الوظيفي، إلى آخره من الطرق الأخرى.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: مقومات الوعي الاستثماري الجيد

إن الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وخاصة صغار المستثمرين يتطلب الإلمام بعدة أمور منها:

- **الثقافة العامة والاتجاه نحو الادخار لظروف مواتية:** أي توجد خبرة لدى صغار المستثمرين وأفراد المجتمع بالبورصة وكيفية الاستثمار فيها ولا تأتي الخبرة إلا بوجود عدد سنوات كافية.
- **احتمال انخفاض سعر السهم الذي يملكه المستثمر:** وهذا ما يحدث عند انخفاض أداء الشركات، هنا يجب على المستثمر أن يعرف كيفية تقييم أداء الشركات التي استثمر فيها أمواله ليتمكن من متابعة أدائها، وعليه أن يقوم بتنويع محفظته الاستثمارية ليقبل من حجم المخاطرة.
- **الاتجاه للاستثمار المؤسسي وليس للمضاربة فقط:** إن المستثمر عند شرائه للسهم يكون هدفه الربح الذي تحققه الشركة في نهاية العام المالي، والغرض من التعامل في البورصة ليس المضاربة فقط، فعندما يقوم بشراء سهم لشركة لا بد وأن يكون أداء هذه الشركة متوقعاً وجيداً واحتمالات توزيع الأرباح تكون عالية.
- **الظروف المواتية والإمكانيات المتاحة:** إن التعامل مع الأسهم والسندات في البورصة لا بد وأن يكون من واقع نظام عملي وعلمي، أي أن جميع الأنشطة القائمة في البورصة والعلاقات المتبادلة تتميز بسرعة وشفافية، وإن المستثمر الصغير من حقه أن يعامل بقدر كبير من الشفافية والوضوح من خلال الإفصاح في المعلومات المتاحة له لجميع معاملاته من طرف إدارة الشركة.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: الإطار العام للسياسات المؤثرة في الاستثمار

إن من مقومات النمو الاقتصادي: الاستثمار بكافة أشكاله وقد توجد عوامل تؤثر في قرار الاستثمار من حيث حجمه، طبيعته، مدته، موقعه، وشكله وتكون تلك العوامل منها سياسية،

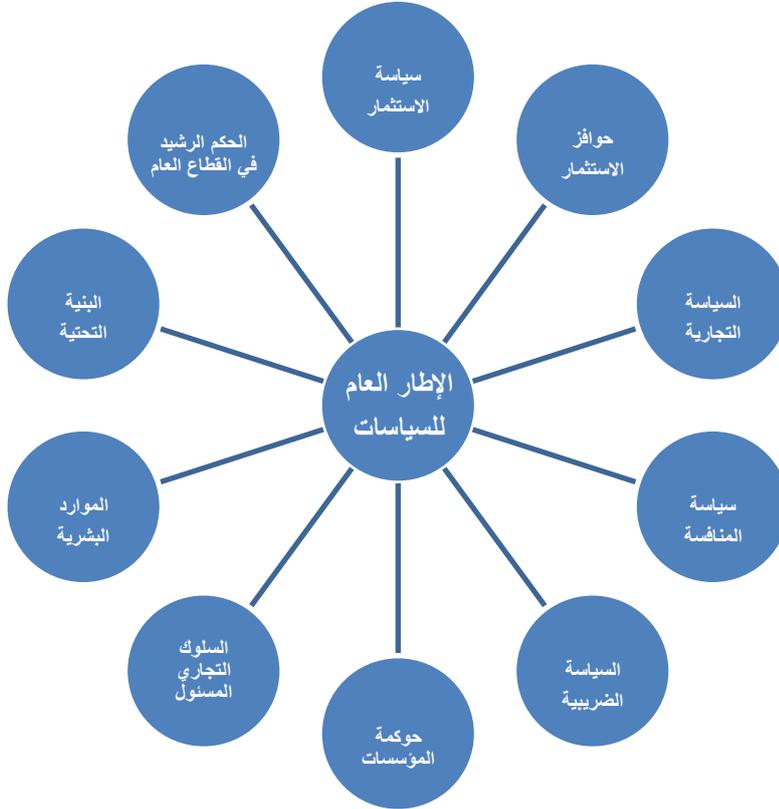
<sup>1</sup> فاتح، دبله، وبين عيشي بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق، مرجع سابق.

<sup>2</sup> شاهين، ياسر، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 7-8.

اقتصادية، قانونية واجتماعية، أي ما تعرف بالبيئة الاستثمارية، ونظراً لأهمية الاستثمار في إحداث النمو الاقتصادي قد تلجأ الدول إلى إصدار السياسات والإجراءات المحفزة للاستثمار لذلك قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في بلورة إطار عام للسياسات المؤثرة في الاستثمار لمساعدة الدول ذات العلاقة بالاستثمار، وقد بُني الإطار العام على ثلاثة مبادئ تحكم صياغة أية سياسة أو إجراء مؤثر في الاستثمار وهي (تناسق السياسات والإجراءات، الوضوح والمساءلة، تقييم الأثر)، وتم اعتماد الإطار العام كمنهج ومرجعية لسياسات الاستثمار عام 2006م وقد يشمل الإطار العام عشرة مجالات تؤثر في قرار الاستثمار وهي كالتالي: <sup>1</sup>

### شكل رقم (7)

#### السياسات المؤثرة في الاستثمار



المصدر: مكحول، 2007، ص4.

<sup>1</sup> مكحول، باسم، محددات البيئة الاستثمارية الموازية في السوق الفلسطيني، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007/9، ص4.

### الفرع الرابع: المستثمرون ومكانتهم في التمويل

يتعامل الكثير ببورصة الأوراق المالية من أفراد وشركات وجمعيات غير ربحية ومستثمرين ومؤسسين، ويعرفوا بأنهم هيئات مالية تقوم بجمع الموارد لادخارها، وهي ملزمة بتطبيقها ومن هؤلاء المستثمرون المؤسسون:<sup>1</sup>

**صناديق التقاعد:** وهي توظيف جزء من الدخل المقتطع في البورصة مقيّد بتحقيق عوائد وذلك لوجود فترة زمنية طويلة بين مدة الاقتطاع ومدة التسديد.

**شركات التأمين:** تعتبر من أهم المستثمرين المؤسسين إذ تعتبر بأنها مؤسسات مالية تقوم بتأمين ضد الأخطار.

**صناديق البطالة:** تعمل على توفير علاوات للأفراد العاطلين عن العمل الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل، وتستطيع هذه الصناديق توجيه سيولتها للتوظيف على شكل أوراق مالية.

**صناديق الودائع والضمانات:** تقوم بجمع الودائع من الذين يريدون الحصول على ضمانات خاصة وتوظف سيولتها في البورصة وهي مكان مناسب .

**هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية:** وتكون أساساً من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ للأوراق المالية لحساب عملاء من صغار المستثمرين.

### الفرع الخامس: إرشادات عامة للاستثمار في الأوراق المالية

إن الاستثمار في الأوراق المالية له قواعد وقوانين ويتطلب قدر كاف من المعرفة والخبرة العملية والتي تساعد على المفاضلة بين الطرق الاستثمارية المتاحة في السوق ومن هذه الإرشادات:<sup>2</sup>

● **تحديد الأهداف الاستثمارية:** حيث يتطلب من المستثمر أن يحدد أهدافه الاستثمارية بدقة وفعالية.

● **المواءمة بين الأرباح والمخاطر:** من خلال تحليله المالي لأوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية وتكوين محفظة متنوعة لتقليل مخاطره وتعظيم الربحية.

<sup>1</sup> بن ثابت، علال، بن جاب الله، محمد، المستثمرون المؤسسون لبورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، مرجع سابق، ص7.

<sup>2</sup> سيدات الأعمال، مقال منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.vipmiss.com>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/12/15.

- الاستفادة من جميع المعلومات والبيانات المتوفرة عن الأوراق المالية: لأنها تساعد على تقييم أوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية من خلال قوائمها المالية الواردة في التقارير الدورية الصادرة عنها.
  - دراسة السيرة التاريخية للجهة المصدرة للأوراق المالية: وذلك لمعرفة التوقعات المستقبلية لها ودراسة توجهات أسعارها مستقبلاً.
  - المتابعة المستمرة لأوضاع السوق الاقتصادية: لدراسة المتغيرات الاقتصادية والمالية والنقدية على المستوى الوطني بشكل عام.
  - الاستعانة بالجهات المتخصصة: للحصول على الاستشارات المالية والتي تتوفر لديها الخبرات والكفاءة المؤهلة اللازمة للقيام بعملها.
  - دراسة أثر التغيرات: معرفة أثر التغيرات الاقتصادية والسياسية والدولية على الاقتصاد الوطني بشكل عام وعلى الجهات المصدرة للأوراق المالية بشكل خاص.
  - دراسة قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على استيعاب التطورات: أي قدرتها على مواجهة التغيرات وقدرتها التنافسية الحالية والمستقبلية.
  - اختيار الوسيط الذي يقدم خدمات أفضل للعملاء: وذلك لوجود التنافس بين الوسطاء وتحسين خدماتهم.
  - الاستثمار من خلال صناديق استثمارية ومؤسسات تدير المحافظ الاستثمارية: وهي بالنسبة لصغار المستثمرين ممن لا تتوفر لديهم الخبرة الكافية للتعامل بالأوراق المالية، حيث إنها توفر الكفاءات القادرة على إدارة المحافظ الاستثمارية وتوفر فرصة تنوع الاستثمارات وتقليل المخاطر.
- الفرع السادس: من أهم قواعد الاستثمار والتي يجب على المستثمر أن يعيها قبل بدئه في عملية الاستثمار**
- الدعاية وهي ليست الأساس الوحيد للوصول إلى قرار استثماري صائب ولا تكون السبب الوحيد في اتخاذ القرار، ولكن بالحصول على المعلومات الوافية والدقيقة قبل عملية الاستثمار.
  - لا نستثمر إلا إذا كنا نعرف تماماً أن الفرص التي سوف نخسر فيها موجودة مثلما موجودة تلك الفرص التي نربح فيها.

- معرفة كافة التكاليف وهيكلها من رسوم وضرائب سواء كانت عند الاستثمار أو خلاله أو عند نهايته قبل أن نتخذ القرار الاستثماري.
- إن الفرصة الاستثمارية التي يجب أخذها فوراً ودون دراستها من الأفضل عدم أخذها إطلاقاً.
- نتبه لمن يصمم بأن استثمار ما مناسب لنا بالرغم من أنه لا يعرف ما يكفي عنا، أي لا نأخذ بنصيحة من لا يعرفنا.
- لا نسمح لأحد أن يعيب أموالنا واستثمارتنا، فهناك الكثير من الطرق لوقف أي عملية تدعو للشك.
- نطلب معلومات تفصيلية عن حسابنا وبأي وقت نراه مناسباً فذلك من حقنا ومن يشعرنا بالحرَج لا يستحق أن يدير أموالنا.
- إذا كان الشخص المسئول صعب المنال فنجعل وصوله إلى مالنا أصعب.<sup>1</sup>

### المطلب الخامس: شركات الوساطة

تكلّمنا في المطلب الخامس عن شركات الوساطة ودورها في الأسواق المالية، حيث تم تقسيم المطلب إلى ثلاثة فروع، تكلّمنا في الفرع الأول عن دور تلك الشركات في كيفية نجاح الأسواق المالية، في حين تناول المبحث الثاني خصائص تلك الشركات، أما الفرع الثالث والأخير تكلّم عن تلك الخدمات التي يقدمها الوسطاء للمستثمرين في الأسواق المالية.

#### الفرع الأول: دور شركات الوساطة في نجاح أسواق الأوراق المالية

يعتبر وجود شركات الوساطة المتخصصة في مجال الوساطة والسمسرة في الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح ونمو سوق الأوراق المالية في أي بلد نظراً لدورها الهام التي تقوم به من حيث توعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمارات في الأوراق المالية، والعمل على بناء الثقة بين المستثمر

<sup>1</sup> نصائح وإرشادات للاستثمار في بورصة فلسطين، دليل المستثمر، مرجع سابق، ص 15-18.

والسوق المالي، كما يقع على عاتقها دور رئيسي في جذب المستثمر المحلي والأجنبي للاستثمار في السوق باعتباره المدخل الأول للمستثمرين وحلقة الوصل بين المستثمر والسوق.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خصائص شركات الوساطة

- **السرعة في تنفيذ أوامر البيع والشراء:** أن يوجد عدد من العاملين لدى شركات الوساطة لديهم مهارة عالية في سرعة تنفيذ أوامر البيع.
- **السلوك المهني:** لضمان وجود نزاهة وعدالة بما تكفل مصالح المستثمرين لابد وأن تعتمد الشركات قواعد السلوك المهني المعترف بها للسلوك المهني والأخلاقي.
- **الإعداد والتدريب:** أي القيام بعمل دورات تدريبية لشركات الوساطة والعاملين فيها لتطوير أدائهم.
- **أمانة الوسيط:** على العاملين في شركات الوساطة أن تتوفر فيهم الأمانة ولديهم الحرص والولاء باعتبارهم المسؤولين عن مصالح العملاء.
- **عدم التمييز:** أن يتم التعامل مع جميع العملاء بعدالة، مع عدم إعطاء الأولوية لأحد.
- **المهارة والحرص:** على الوسيط أن يتحلى بمهارة عالية وحرص شديد بما يكفل مصالح العملاء وبما يحقق النزاهة المطلوبة لعمل الشركة.
- **تفادي التحريف:** على الوسيط أن يميز بين الآراء والحقائق ويتفادى التحريف ليحافظ على الاستقلالية والموضوعية عند تقديم خدماته ونصيحته الاستثمارية للعملاء.
- **التعرف إلى وضع العميل:** يتوجب على الوسيط أن يحصل من العميل على معلومات تخص وضعه المالي وخبرته وأهدافه الاستثمارية وقدرته على تحمل المخاطرة.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: الخدمات التي يقدمها الوسيط للمستثمرين

- الاتجار خلال ساعات التداول والتحضير لها خارج ساعات التداول.
- إرسال معلومات عن ربحية الشركات وأية معلومات تؤثر في الاستثمار.
- كشف بالحسابات مفصل ودوري.

<sup>1</sup> تقرير مع شبكشي، حسين، قناة العربية، مكاتب الوساطة المالية، 2005، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.alarabiya-net>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/9/12..

<sup>2</sup> الوطن الاقتصادي، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.al-watan.com>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/9/5.

- التزويد بالأسعار والرسومات الفنية والأخبار التي تخص الاستثمارات.
- الإجابة على جميع الأسئلة، وتنفيذ الطلبات فيما يتعلق بالتداول.
- معلومات ضريبية.<sup>1</sup>

فمن حقنا أن نعرف وأن نحصل على الخدمات التي يقدمها الوسطاء

فهم يتقاضون أجراً لقاء تقديمهم لهذه الخدمات.

---

1 نصائح وإرشادات للاستثمار في بورصة فلسطين، دليل المستثمر، مرجع سابق، ص18.

## المبحث الثاني: السوق المالي الفلسطيني

يتكلم المبحث الثاني عن السوق الفلسطيني وينقسم هنا المبحث إلى مطلبين، حيث تكلم المطلب الأول عن النشأة والأهداف لسوق فلسطين تمثلت في أربعة عشر فرعاً، فيما تكلم المطلب الثاني عن نشأة هيئة سوق رأس المال وصلاحتها وأهميتها دورها في حماية المستثمرين والرقابة على السوق متمثلة في أربعة فروع.

## مقدمة

ما زال الوعي الاستثماري بالأوراق المالية في المجتمع الفلسطيني بحاجة إلى مزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية وورش العمل والندوات وغيرها لتوعية المجتمع المحلي بأهمية الاستثمارات في الأوراق المالية، على أن يكون تواجد لشركات الوساطة في المدن الفلسطينية كافتها، لتقوم بربط المستثمرين بالسوق المالي بشراء وبيع الأسهم التي تطرحها شركات المساهمة المدرجة في السوق، كما أن لها دوراً محورياً في نشر الوعي الاستثماري بين جمهور المجتمع المحلي لما ذلك من أهمية كبرى في جذب صغار المستثمرين لشراء أسهم بمدخراتهم ومساهماتهم في تنمية القطاعات الاقتصادية سواء الخدمات، الصناعة، البنوك، التأمين، وغيرها مما يعود بالفائدة على تنمية المجتمع بأسره.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: النشأة والأهداف

تم تقسيم المطلب الأول حول النشأة والأهداف إلى أربعة عشر فرعاً، الفرع الأول والثاني يتكلم عن نشأته ومراحل تأسيسه، ورؤيته، أما الثالث تمثل في التكنولوجيا المستخدمة في السوق، والرابع تناول أهداف السوق الفلسطيني وكيفية تحقيق تلك الأهداف، كما أن الفرعين الخامس والسادس تناول إستراتيجية السوق التكنولوجية والتطورات التي تم تحقيقها على مستواها، في حين السابع والثامن تناول البيئة التقنية للسوق والتطورات التي تم تحقيقها على مستواها، حيث أن الفرع التاسع تناول الأداء الفني والتشغيلي لعمل السوق، والتطورات التي تحققت على مستوى التوعية الاستثمارية كانت في الفرع العاشر، ومخاطر الاستثمار كانت في الفرع الحادي عشر، أما الفرعين الثاني والثالث عشر تكلم عن كفاءة السوق وصلاحياته وعلاقة التكنولوجيا بتحقيق تلك الكفاءة، أما الفرع الأخير كان من نصيب صلاحيات السوق الفلسطيني.

### الفرع الأول: نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية ومراحل تأسيسه

نشأت سوق فلسطين للأوراق المالية لتلبي الحاجة لاستقطاب التمويل طويل الأجل للمشاريع الإنتاجية ومشاريع البنية التحتية في فلسطين وحشد المدخرات الفلسطينية في داخل وخارج البلاد.

<sup>1</sup> قديح، وائل، تطور سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق.

ومع إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية وما تبعها من تأسيس لسلطة النقد عام 1994م شهد القطاع المالي المصرفي نمو حقيقي في جميع مؤشرات القطاع المصرفي مما زاد عدد البنوك من (2) عام 1990م إلى (21) بنك لها (184) فرع منتشرة في فلسطين، وأصبح القطاع المصرفي وبمقاييس عدة من أكثر القطاعات نضجاً وتنظيماً في الاقتصاد الفلسطيني،<sup>1</sup> كما وصل عدد المصارف مع نهاية 2010م (18) مصرفاً مع تصفية بنكين تعمل من خلال (212) فرعاً منها (170) موزعة في الضفة الغربية و(42) في قطاع غزة.<sup>2</sup>

لذلك بدأ الاهتمام بإنشاء سوق مالي في فلسطين في عام 1995م وذلك من خلال فكرة طرحها شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) باعتبارها المساهم الأكبر وبالتنسيق والتعاون مع السلطة الوطنية الفلسطينية تمهيداً لإنشاء سوق مالي، وذلك من أجل استقطاب المدخرات الفلسطينية من داخل وخارج فلسطين، وتشجيع تدفق الاستثمارات وتنظيم التداول بالأوراق المالية وتسهيله ضمن أجواء حماية الاستثمار، ومع نهاية عام 1996م تم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع وزارة المالية والتي هي بدورها تشرف وتراقب السوق المالي الفلسطيني إلى حين تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطينية عام 2005م كهيئة مستقلة تقوم بالدور الرقابي والإشرافي التنظيمي على قطاع الأوراق المالية في فلسطين،<sup>3</sup> وكان الهدف الأساس من إنشاء السوق هو جعله بوابة للاستثمار في الاقتصاد الفلسطيني وتوفير مصدر آخر من مصادر التمويل طويل الأمد للشركات المساهمة العامة، وعلى الرغم من توفر الإمكانية التقنية والقانونية لتداول العديد من الأنواع والأدوات المالية إلا أن التداول لا يزال مقتصرًا على الأسهم فقط،<sup>4</sup> لهذه الغاية وفرت سوق فلسطين للأوراق المالية أنظمة الكترونية للتداول والرقابة والتسوية وتحويل الأوراق المالية تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وقامت السوق بوضع أسس للتداول وإيصال المعلومة تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي أو حجم

<sup>1</sup> فروانة، صادق، سوق فلسطين للأوراق المالية بين الأسواق المالية الصاعدة، "دراسة حالة بورصة في ظل النزاع"، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، محور الجلسة: الاستثمار في أسواق رأس المال، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.p-s-e.com/forum>، ص3.

<sup>2</sup> بورصة فلسطين 2011، دليل الشركات المساهمة العامة: 2010، الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. نابلس - فلسطين.

<sup>3</sup> سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات، دائرة الدراسات والأبحاث، هيئة سوق رأس المال الفلسطيني، 8/2008، ص1.

<sup>4</sup> فروانة، صادق، سوق فلسطين للأوراق المالية بين الأسواق المالية الصاعدة، مرجع سابق، ص3.

تداولهم أو حتى علاقتهم بالشركات المدرجة مما يوفر لجميع المستثمرين فرص متكافئة في الربح والمخاطرة.<sup>1</sup>

وقد بدأ التداول الفعلي للسوق الفلسطيني بتاريخ 18/2/1997م، وكانت بداية متواضعة من حيث عدد الشركات المدرجة، وعدد شركات الأوراق المالية الأعضاء، حجم التداول، هذا وقد زاد عدد الشركات المدرجة في السوق مطلع عام 1997م لتصل إلى (46) شركة في العام 2012م، ومن المتوقع أن ينمو عددها بشكل مطرد مع وجود حزمة من القوانين ذات الصلة بقطاع الأوراق المالية، ويبلغ عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق المالي (10) عشر شركات لها مكاتبها وفروعها في معظم المدن الفلسطينية، وتداول معظمها بالدينار الأردني والبعض الآخر بالدولار الأمريكي حتى 31/12/2010 كما ورد في التقرير السنوي للبورصة 2010، وفي عام 1999م احتلت سوق فلسطين للأوراق المالية المركز الأول بين البورصات العربية من حيث نمو مؤشرها وكادت أن تحقق الانجاز ذاته في العام الذي تلاه لولا أن الظروف العصيبة أواخر عام 2000م، وقد صمدت السوق في ظل تلك الظروف وواجهتها بعزيمة وحكمة واستمرت في العمل تحت ظروف بالغة الصعوبة والتعقيد، مما عزز من خبرة ومكانة السوق وثقة المستثمرين بها.<sup>2</sup>

كما أن سوق فلسطين للأوراق المالية يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وتكون الأسواق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في فلسطين، حيث يتولى إدارة السوق مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ وفقاً لنظام وهيكلية تضعها الهيئة لهذا الغرض، بينما لا يحق لرئيس مجلس الإدارة ونائبه أن يكون شريكاً أو عضواً في مجلس إدارة أو هيئة مديرين أو موظفاً لدى أي عضو في السوق أو أن يكون ممثلاً له، بحيث يجوز إعادة هيكلية السوق بقرار من الهيئة، وتخضع السوق لرقابة الهيئة وإشرافها والتفتيش عليها ويجوز للهيئة التدقيق على سجلاتها.

لا يوجد في فلسطين سوى سوق مالية واحدة كما في جميع الدول المتقدمة باستثناء الإمارات العربية المتحدة، ومع وجود سوق مالية واحدة ومحدودية عدد الشركات المدرجة في البورصة فمن غير المتوقع إنشاء أسواق مالية أخرى في فلسطين، حيث هنا تتمثل المنافسة الحقيقية في المنافسة مع

<sup>1</sup> قديح، وائل، تطور سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق.

<sup>2</sup> جريدة الأيام، 10 سنوات على انطلاق سوق فلسطين للأوراق المالية- النشأة والأهداف والإطار القانوني والرقابي، مرجع سابق.

الأسواق المجاورة والتي تستنزف جزءاً من السيولة الموجودة في فلسطين بحيث يتوجه المستثمر المحلي للاستثمار في الأسواق المالية المجاورة خاصة عمان ومصر والإمارات وغيرها.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: رؤية سوق فلسطين للأوراق المالية

تسعى سوق فلسطين للأوراق المالية لأن تكون نموذجاً للأسواق المالية العربية والإقليمية من خلال التميز في الخدمات المتجددة والقدرة على خلق الفرص الاستثمارية المثالية في قطاع الأوراق المالية وجذب الاستثمارات واستخدام التقنيات الرفيعة والالتزام بقواعد الحوكمة المؤسسية ونسج العلاقات البناءة مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: التكنولوجيا المستخدمة في سوق فلسطين

تستخدم سوق فلسطين للأوراق المالية نظام الكتروني متطور، وهي أول سوق الكتروني مؤتمت بالكامل في منطقة الشرق الأوسط والوطن العربي بشكل عام، وقد تحافظ السوق على تحديث وتطوير بيئتها الالكترونية لحوسبة جميع أعمال السوق لخدمة جميع المستخدمين بطريقة فعالة توفر الوقت والجهد وضمان أمن نظام المعلومات شاملاً البيانات والمعلومات والبرامج والمعدات، ومن البرامج المستخدمة في السوق:<sup>3</sup>

برنامج نظام التداول Horizon

برنامج نظام الإيداع والتحويل Equator

برامج بث المعلومات.

البرامج الإدارية والمالية.

### الفرع الرابع: ما هي أهداف إقامة سوق فلسطيني للأوراق المالية؟ وكيفية تحقيق تلك الأهداف؟

من الأهداف التي تسعى إليها السوق الفلسطيني توسيع قنواتها الاستثمارية المحلية واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية عبر سوق نظامية تكفل سلامة التعامل بالأوراق المالية والشفافية وحماية

<sup>1</sup> الوضع التنافسي، التقرير السنوي (2010)، شركة سوق فلسطين للأوراق المالية، ص16.

<sup>2</sup> سوق فلسطين للأوراق المالية، 2008، دليل الشركات المساهمة العامة 2007: الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. نابلس-فلسطين، ص8.

<sup>3</sup> قسراوي، عبد الحميد، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية، البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007/9، ص4.

المستثمرين، كما تعمل إلى توفير أكبر قدر من الاستقرار في حركة أسعار الأوراق المالية، بحيث تتم عملية صعود الأسعار وهبوطها بشكل تدريجي ومنظم، كما أن السوق تعمل على تحقيق تلك الأهداف عن طريق توفير أنظمة تداول والرقابة والتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية، بما تكفل السرعة والدقة في إنجاز صفقات البيع والشراء وتيسير اكتشاف الأسعار الحقيقية لها من خلال تعزيز عوامل العرض والطلب، كما تلتزم السوق بوضع أسس للتداول وإيصال المعلومة بما تضمن العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية مما تسمح لهم بتوفير فرص متكافئة في الربح والخسارة.<sup>1</sup>

### الفرع الخامس: إستراتيجية سوق فلسطين التكنولوجية

تسعى سوق فلسطين للأوراق المالية لتوفير بيئة محوسبة آمنة موثوقة شاملة ومواكبة لتطوير خدمات السوق لجميع المستخدمين بطريقة فعالة.

#### تتلخص أهداف السوق للمجالات التكنولوجية كما يلي:

- توفير بيئة عمل مهنية محكومة وممكنة بالتركيز على العنصر البشري.
- ضمان أمن نظام المعلومات شاملاً البيانات والمعلومات والبرامج والمعدات.
- الوصول بأعمال السوق إلى درجة الحوسبة الشاملة التي تضمن معالجة البيانات بصورة آلية سهلة توفر الوقت والجهد.
- تأمين أعلى درجة ممكنة من الوثوقية لنظام المعلومات ومخرجاته.
- توفير جميع البيانات، المعلومات، التحليلات والملخصات الصحيحة اللازمة للمستفيدين كافة.
- تطوير خدمات السوق من خلال مواكبة التطور التكنولوجي للأسواق العالمية.<sup>2</sup>

### الفرع السادس: التطورات التي تم تحقيقها على مستوى الأنظمة التكنولوجية

تباعاً للتطوير التكنولوجي الذي بدأ قبل سنوات فقد كان العام 2011م زاخراً بالأعمال والمشاريع والإنجازات على الصعيد التكنولوجي للبورصة من حيث الاستمرار بالتطوير والتحسين للأنظمة والخدمات، أو من خلال العمل على تطبيق أنظمة إدارية جديدة لتطوير بيئة العمل في

<sup>1</sup> أسئلة متكررة وإجاباتها، برنامج التوعية الاستثمارية، سوق فلسطين للأوراق المالية، كانون الثاني 2008 ص5-6.

<sup>2</sup> قسراوي، عبد الحميد، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية، البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق، مرجع سابق، ص9-10.

البورصة، وتحسين مستوى الخدمات الحالية وتسهيل آلية عملها وهو ما يضمن للبورصة احتفاظها بمكانة متميزة ومتقدمة في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على جميع المستويات: <sup>1</sup>

- البدء بتطبيق مشروع الأتمتة الإدارية الشاملة عبر توفير أنظمة ERP و BPM من خلال منتجات وشركات عالمية، أهمها شركتا ميكروسوفت و IBM ، حيث تصنف هذه المنتجات على أنها بالمراتب الريادية في هذه المجالات.
- تطوير وإطلاق نسخة من موقع البورصة الإلكتروني متوافقة مع الأجهزة الخلوية تعمل من خلال خدمات الإنترنت لتتيح لأي مستثمر الوصول لمعلومات التداول دون الحاجة لجهاز حاسوب أو اشتراك إنترنت.
- استمرار تطوير منظومة بث المعلومات وتطوير وتحسين موقع البورصة الإلكتروني من خلال إطلاق نسخة باللغة العربية من مراقب التداول.
- تطبيق نظام أمن وحماية متقدم على أنظمة البورصة الرئيسية، وذلك في إطار السعي المستمر للوصول إلى أعلى درجات الأمن والحماية على كافة الأنظمة والخدمات الإلكترونية.

### الفرع السابع: البيئة التقنية لسوق فلسطين للأوراق المالية

تعتبر سوق فلسطين من أوائل الأسواق العربية التي تستخدم أنظمة مؤتمتة بالكامل للتداول ومركز للإيداع والتحويل حيث تستخدم منظومة تكنولوجية متقدمة ومتطورة مقارنة بالأسواق العربية المحيطة، وهي تمكن المستثمر من تداول أوراقه المالية دون تواجده في مركز السوق المالي ( أي عن بعد ) وأينما تواجد، وقد تستخدم السوق أنظمة تشغيل عالية الموثوقية ومواكبة للأنظمة المستخدمة في الأسواق الدولية وقد قدم أيضاً خدماته للمستخدمين بأحدث التكنولوجيا منها: <sup>2</sup>

- التداول عبر الانترنت ولتسهيل على المستثمر التداول من أي مكان بسبب الظروف السياسية السائدة في بلادنا.
- منظومة متطورة لبث المعلومات في السوق وتشمل موقع الانترنت، مراقب السوق، نشرة التداول اليومية، التقارير الإحصائية، البث المباشر الخاص باللوحات الإلكترونية والتلفزيونية،

<sup>1</sup> ملتقى سوق رأس المال الفلسطيني ما له وما عليه، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد (23)، كانون أول 2011، ص79.

<sup>2</sup> دائرة الدراسات والأبحاث، سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات، مرجع سابق، ص6-7.

البث المباشر لمعلومات التداول على شكل رسائل مختصرة، بث شريط التداول عبر المحطات التلفزيونية المحلية، ونظام البث المباشر على شبكة رويترز.

### الفرع الثامن: التطورات التي تم تحقيقها على مستوى البيئة الداخلية للسوق

- تحديد أنظمة الكترونية والعمل على زيادة فاعلية الأداء وأتمتة كافة العمليات لدى دوائر الرقابة وبالأخص مركز الإيداع والتحويل.
- العمل على تعزيز فريق عمل قوي مدرب وكفؤ قادر على القيام بواجباته وخدمة عملائه على أفضل وجه وذلك بالاستثمار الدائم فيهم وتدريبهم واطلاعهم على أسواق المال العالمية والإقليمية.
- السعي وبالتعاون مع الشركات المدرجة وشركات الوساطة المشاركة في المنتديات العالمية للاستثمارات واللقاءات الدورية مع المحافظ الدولية والمحافظ المختصة بالأسواق الناشئة.
- استحداث خدمات جديدة للشركات المدرجة والمستثمرين خاصة مركز الإيداع والتحويل للوصول إلى بيئة الكترونية متكاملة (أي اكتتاب الكتروني - توزيع أرباح - استشارة الكترونية).<sup>1</sup>

### الفرع التاسع: الأداء الفني والتشغيلي لعمل السوق الفلسطيني

ساعدت التكنولوجيا المتقدمة التي استخدمها السوق بشكل كبير على استمرار عمل السوق في الظروف الصعبة التي عانى منها الوطن منذ تأسيس السوق، فتوفير إمكانية التداول عن بعد، سهلت عمل شركات الوساطة من مواقعها المختلفة في المدن الفلسطينية في كل من قطاع غزة والضفة الغربية، حيث يتم عقد جلسات التداول في أيام الحصار ومنع التحول وتمكين المستثمرين من تنفيذ صفقاتهم في الوقت الذي يرونه مناسب دون أية قيود، مما يشجع المستثمرين على البقاء في السوق وعدم نزوح الأموال في مثل هذه الظروف، كما أن ما توصلت إليه التكنولوجيا المتطورة في السوق وجود أنظمة حماية للأجهزة والبيانات والبرامج، وتوفير أجهزة احتياطية سواء لأجهزة الكمبيوتر والشبكات أو مصادر توفير الطاقة الكهربائية، حيث يتوفر لدى السوق نظام كهربائي قوي لتزويد السوق بها ودون انقطاع لفترات طويلة قد تصل إلى عدة أسابيع، وإن كل هذه الاحتياطات

<sup>1</sup> عويضة، أحمد، مداخلة سوق فلسطين للأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، 2008، "وقائع الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني"، رام الله - فلسطين، ص 47-48.

والإمكانيات الفنية تعطي ثقة للمستثمرين في السوق وتشعره بنوع من الطمأنينة على استثماراته وعدم الخوف من فقدانها أو الشك في مدى صحتها ودقتها، كما عملت السوق على توفير موقع بديل يحتوي على الخدمات المركزية الضرورية لتشغيل السوق وشركات الوساطة من نفس المقر في حال تعرضه لأي مكروه، كما أنها تقوم بالاحتفاظ بنسخ من أشرطة التخزين لبيانات ومعلومات السوق خارج السوق وخارج المدينة لدواعي أمنية.<sup>1</sup>

### الفرع العاشر: التطورات التي تم تحقيقها على مستوى التوعية الاستثمارية

- الاستمرار في برامج التوعية بالدورات والمحاضرات والملتقى السنوي العالمي.
- مشاركة السوق الدائمة والفاعلة في المنتديات الإقليمية والدولية وإدخال السوق كعضو في (اتحاد البورصات العالمية) لرفع صورة فلسطين ومكانتها إقليمياً وخاصة لتشجيع الاستثمار في أسواقنا.

كما تم ترقية عضوية بورصة فلسطين في اتحاد البورصات العالمي، حيث جاء قرار الترقية من اتحاد البورصات لتصبح عضواً مسانداً بالاتحاد، وذلك تنوياً لجهودها واعترافاً بالتطورات التي حققتها خلال السنوات القليلة الماضية في مجال عملها، كما وتعتبر كخطوة تشجيعية لتعزيز عمق البورصة محلياً ومساهمتها في عملية تكوين رأس المال والتطور في المنطقة، كما أن العضوية تفتح أفقاً واسعة لجذب المزيد من الاستثمارات الدولية كما تتيح فرصة أكبر للاستفادة من الأنشطة العالمية في مجال أسواق المال.<sup>2</sup>

### الفرع الحادي عشر: على الرغم من فوائد الاستثمار في سوق فلسطين وتشجيعه، يوجد أيضاً مخاطر والمتمثلة بمخاطر الاستثمار بالأسهم وهي نوعان:

- مخاطر لا يمكن تجنبها وهي تصيب كافة الأوراق المالية على حد سواء وتسمى بالمخاطر النظامية كما تم شرحها بالسابق.
- ومخاطر يمكن تجنبها بتنويع المحفظة الاستثمارية أي التنويع في الاستثمارات وتعتبر هذه المخاطر غير نظامية أي خاصة.

<sup>1</sup> قصرأوي، عبد الحميد، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية، البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق، مرجع سابق، ص6.

<sup>2</sup> مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد (23)، كانون أول 2011، مرجع سابق، ص74.

## الفرع الثاني عشر: كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية

يعتبر كفاءة السوق من المواضيع المهمة في مجال الأسواق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء، ويقصد بكفاءة السوق: "الكفاءة السعرية للسوق المالي وفقاً لمفهوم نظريات السوق الكفؤ"، ويوجد نوعين من الكفاءة: (النوع الأول: الكفاءة الداخلية أو كفاءة التشغيل وهي مرتبطة ببيكلية السوق وسرعة ودقة انجاز العمليات، والنوع الثاني: الكفاءة السعرية أو الكفاءة الخارجية وهي مرتبطة بسرعة انعكاس المعلومات الواردة إلى السوق في سعر الورقة المالية)، بحيث لا يستطيع أحد المتعاملين من تحقيق عوائد غير عادية نتيجة حصوله على المعلومات دون غيره لأنها متوفرة للجميع.<sup>1</sup>

## الفرع الثالث عشر: علاقة التكنولوجيا بتحقيق كفاءة السوق

لتحقيق الكفاءة الكاملة ودون استخدام كبير للتكنولوجيا ينبغي توفر العديد من الشروط:

- إتاحة معلومات السوق للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف عن طريق أنظمة بث معلومات تداول آنية.
- عدم وجود قيود على التعامل وتقليل تكاليف المعاملات عن طريق أنظمة تداول الكترونية.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر عن طريق إجراءات تداول الكترونية.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم بتوسيع قاعدة المستثمرين.
- اتصاف المستثمرين بالرشد والعقلانية أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم بالتوعية الاستثمارية.<sup>2</sup>

## الفرع الرابع عشر: استناداً إلى المادة (7) من قانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة

2004م، وبما لا يتعارض مع صلاحيات الهيئة، يكون للسوق الصلاحيات التالية:

- التنظيم والإشراف والرقابة على نشاطات الأعضاء ونشاطات المصدرين والشركات المدرجة فيما يتعلق بأوراقهم المالية.

1 سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات، مرجع سابق، ص20.

2 قسراوي، عبد الحميد، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية، البيئة الالكترونية المستخدمة في السوق، مرجع سابق، ص6-7

- تنظيم التعامل في الأوراق المالية لحماية مالكي الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور من الغش والخداع والممارسات غير العادلة وفقاً للقواعد التي تصدرها الهيئة.
- وضع قواعد الممارسة والإشراف وإجراءات الرقابة والتنفيذ، لضمان حسن تنظيم وتشغيل وإدارة ومراقبة السوق بعد الحصول على موافقة الهيئة.
- يجوز للسوق أن تضع وتفرض رسوماً على الشركات الأعضاء والمدرجة مقابل استخدام تجهيزاتها وخدماتها، بما في ذلك رسوم التسجيل، رسوم العضوية، رسوم التداول، ورسوم الإدراج بعد موافقة الهيئة.
- تطبيق قواعد وإجراءات الرقابة وتنفيذها على الأعضاء، وتشمل ما يلي:
  - الوضع المالي للشركات الأعضاء ومتطلبات التدقيق المالي وفقاً للمعايير الدولية.
  - حق السوق في الإطلاع على دفاتر وسجلات الأعضاء.
  - إرسال التقارير الدورية إلى الهيئة حول نشاطات الأعضاء.
  - مراعاة أخلاقيات المهنة المقررة والنافذة حسب التعليمات الصادرة عن الهيئة.
- إجراء التحقيقات الخاصة بالشركات الأعضاء والشركات المدرجة وفرض الغرامات عند مخالفة قواعدهما، على أن تعرض الغرامات التي تفرضها السوق على الهيئة، وتبقى سارية المفعول ما لم تنقضها الهيئة.
- للسوق ولأسباب مبررة أن تطلب من الهيئة تعليق التعامل في أوراق مالية متداولة أو وقف أعمال أي من أعضائه للمدة التي تراها مناسبة.
- على السوق أن تقدم إلى الهيئة الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: هيئة سوق رأس المال

تم تقسيم المطلب الثاني حول هيئة السوق الفلسطيني إلى أربعة فروع، تكلم الفرع الأول حول نشأة الهيئة، فيما الثاني تناول من صلاحيات الهيئة، أما الثالث تمثل في أهمية دور الهيئة في حماية المستثمرين، في حين الرابع والأخير تناول الرقابة على السوق الفلسطيني.

<sup>1</sup> الطباع، ماهر، قانون فلسطين للأوراق المالية لسنة 2004، مرجع سابق، ص3.

## الفرع الأول: نشأة هيئة سوق رأس المال

تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطيني استناداً للمادة رقم (2) من قانون هيئة رأس المال رقم (13) لسنة 2004م وهي تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري والأهلية القانونية لمباشرة كافة الأعمال والتصرفات التي تكفل لها تحقيق أغراضها، وقد تمكنت الهيئة خلال السنوات القليلة من تأسيسها من تحقيق إنجازات ملموسة في القطاعات التي تشرف عليها، حيث أصبحت تشرف وتراقب جميع العمليات المتعلقة بقطاع الأوراق المالية، كما إنها حققت تقدماً ملحوظاً في إدارة وإصلاح قطاع التأمين الذي عانى الكثير منه خلال السنوات الماضية،<sup>1</sup> حيث تبلور رؤيتها الارتقاء بأداء قطاعات رأس المال الفلسطيني إلى مستوى متقدم يُمكنها من خلق بيئة صديقة للاستثمار وتحقيق استقرار ونمو رأس المال في جو من الشفافية والإفصاح وسيادة القانون، كما تسعى الهيئة في إطار مساهمتها في تشجيع الاستثمار وحماية المستثمرين إلى تنظيم ومراقبة قطاعات رأس المال للاقتصاد الفلسطيني من خلال توفير البيئة القانونية، وتعزيز الإفصاح والمساءلة والتطوير المستمر ومواكبة التطورات والمستجدات لتطبيق أحدث المعايير والممارسات الدولية لقطاعات رأس المال.<sup>2</sup>

## الفرع الثاني: صلاحيات هيئة سوق رأس المال

تقوم الهيئة بتوفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم وتطوير المراقبة والإشراف على سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال، وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع، وتتولى الهيئة القيام بالأمور التالية:

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة منها السوق ومركز الإيداع وشركات الأوراق المالية والشركات المساهمة العامة.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

<sup>1</sup> هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، <http://www.pcma.ps>، مرجع سابق.

<sup>2</sup> الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية، دائرة الدراسات والأبحاث، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2008، ص 8.

- تعتبر الهيئة صاحبة الصلاحية الكاملة بموجب القانون في وضع الأنظمة والتعليمات والقواعد المتعلقة بأعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وإشرافها من أجل تحقيق أهدافها المنصوص عليها بالقانون ولا يجوز مخالفة ما تقرره الهيئة.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: أهمية دور هيئة سوق رأس المال في حماية المستثمرين

إن من أهمية مسؤوليات هيئة سوق المال هو حماية المستثمرين والمحافظة على رؤوس أموالهم وتوجيههم من خلال القوانين التي تساعد على ضبط كبار المضاربين ومراقبة الوسطاء والتدقيق المستمر عليهم، وتوفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية من خلال توفير الشفافية للمستثمرين وتزويدهم بكافة المعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية التي تؤثر على حركة العرض والطلب على أسهم الشركات والاستفادة من المعلومات الداخلية للشركات.

كما أن الاطلاع على القرارات والبيانات المالية للشركات بشكل علني لجميع المستثمرين تحفظ تكافؤ الفرص، واتخاذ كافة العقوبات اللازمة للمخالفين في مجالس إدارات الشركات وعدم التأخر بنشر المعلومات الهامة، وتزويد المستثمرين بالمعلومات الدقيقة والقضاء على الشائعات والتي تعتبر من الممارسات الأخلاقية التي يرتكبها بعض المضاربين في صالات التداول، أو توجد طرق أخرى لتحقيق مكاسب كبيرة من خلال بث معلومات غير صحيحة عن الشركات.<sup>2</sup>

نلاحظ مما سبق أن المضاربة في الأسهم أصبحت مصدر رزق لفئة كبيرة من الناس يعتمدون عليها لذلك نلاحظ زيادة أعداد المستثمرين بدرجة كبيرة، وهذا يتطلب من الهيئة وجود درجة عالية من الشفافية لتعزيز ثقة المستثمرين، كما أنه لا بد من وجود الكفاءة العالية لحماية أموالهم ومدخراتهم، وعلى الرغم من قيام الهيئة بحملات توعية وبرامج تثقيفية إلا أن المستثمرين الصغار والذين هم على درجة قليلة من الوعي بالاستثمارات يقعون فريسة للإشاعات.

### الفرع الرابع: الرقابة على السوق

إن الأزمة المالية العالمية تبرز أهمية وضرورة تفعيل الدور التنظيمي والرقابي لقطاعات سوق رأس المال من حيث الدور الذي تلعبه الجهات الرقابية من تنظيم وتطوير ومراقبة القطاعات التي تتبع

<sup>1</sup> ملخص القوانين والأنظمة، سوق فلسطين للأوراق المالية، حزيران 2008، ص4.

<sup>2</sup> شاهين، ياسر، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية، مرجع سابق، ص8.

لإشرافها ومن أهمها القطاع المالي،<sup>1</sup> حيث يخضع سوق فلسطين للأوراق المالية لرقابة وزارة المالية وذلك بموجب الاتفاقية الموقعة بينهما، وقد تم الانتهاء من إعداد مشروع قانون هيئة سوق رأس المال وتمت المصادقة عليه من المجلس التشريعي الفلسطيني بالقراءة الثانية وحسب القانون عند تطبيقه، فإن الهيئة هي الجهة الرقابية على السوق بحيث تتولى العديد من النشاطات مثل ترخيص الوسطاء وتنظيم عملية الإفصاح وحماية المستثمرين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الإطار التنظيمي والسياسي للسوق المالي الفلسطيني، دائرة الدراسات والأبحاث في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2008، "وقائع الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني"، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله- فلسطين، ص30.

<sup>2</sup> فروانة، صادق، سوق فلسطين للأوراق المالية بين الأسواق المالية الصاعدة، "دراسة حالة بورصة في ظل النزاع"، مرجع سابق، ص3.

## المبحث الثالث: القواعد التي يركز عليها

### سوق فلسطين للأوراق المالية

يتكلم المبحث الثالث عن قواعد السوق الفلسطيني ويقصد بقواعد السوق: أنظمة السوق المعتمدة من الهيئة والتعليمات والقرارات والتوجيهات الصادرة عن السوق بموجب هذه القواعد، وينقسم هنا المبحث إلى مطلبين، حيث تكلم المطلب الأول عن الأطر القانونية والتشريعية والرقابية المنظمة لعمل السوق وقد تمثلت في ثلاثة فروع، فيما تكلم المطلب الثاني عن الهيكلية والشركات المدرجة في السوق الفلسطيني، وقد انقسم إلى ثلاثة فروع.

## المطلب الأول: الأطر القانونية والتشريعية والرقابية

### المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية

#### من قوانين وأنظمة وتعليمات

تم تقسيم المطلب الأول حول الأطر القانونية والتشريعية والرقابية إلى ثلاثة فروع، تكلم الفرع الأول حول القوانين المنظمة لعمل السوق وهي أربعة، فيما الثاني تناول الأنظمة التي تتبعها السوق، أما الثالث تمثل في التعليمات التي تصدرها السوق وهيئة.

#### مقدمة

يعتبر الإطار القانوني عنصراً أساسياً لتحقيق العدل وتكافؤ الفرص بين الأطراف ذات العلاقة بقطاع سوق رأس المال وتوفير فرص استثمارية مواتية، ففي عام 1997م وقبل إصدار قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م كان العمل في السوق يستند إلى الاتفاقية الموقعة بين شركة سوق فلسطين والسلطة الوطنية الفلسطينية ممثلة بوزارة المالية حيث تشرف عليها، حيث يوجد مقرها في سوق فلسطين وبشكل دائم، وبعد إصدار قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م وقانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004م فقد شهد السوق الفلسطيني تحولاً كبيراً وملموساً، بحيث تم فصل الدور الرقابي والإشرافي عن الدور التنفيذي، بحيث تقوم الهيئة بمهام الرقابة والإشراف كافة على قطاعات سوق رأس المال الفلسطيني، وقد تنقسم الهيكلية القانونية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام (القوانين، الأنظمة، والتعليمات) منظمة لعمل السوق الفلسطيني الحالي،<sup>1</sup> حيث يحكم سوق فلسطين للأوراق المالية مجموعة قوانين من أهمها قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م وقانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004م وقانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وقانون الشركات رقم (18) لسنة 1929م وقانون تشجيع الاستثمار، كما توجد مجموعة من الأنظمة والتي بدورها تنظم عمل سوق فلسطين للأوراق المالية من أهمها قواعد السلوك المهني ونظام الإدراج ونظام الإفصاح والتداول ونظام الإيداع والتحويل، بالإضافة

1 سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات، مرجع سابق، ص3-5.

إلى مجموعة من التعليمات من أهمها تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية وتعليمات التداول عبر الانترنت وستناولها بالتفصيل لاحقاً:

## الفرع الأول: القوانين المنظمة لعمل السوق وهي أربعة كما يلي:

❖ قانون الأوراق المالية

❖ قانون هيئة سوق رأس المال

❖ قانون الشركات في الضفة الغربية وقطاع غزة.

### 1.1 قانون الأوراق المالية:

صدر قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م بتاريخ 2004/12/1، وتم نشره في الجريدة الرسمية في فلسطين في عددها (53) وتم العمل به بعد شهر من نشره، وقد اعتنى بتنظيم الأوراق المالية المعروفة فلسطينياً كالأسهم والسندات، وقد نظم القانون السوق التي يتم فيه إدراج الأوراق المالية وتداولها، وكذلك مكن السوق من ممارسته عدة صلاحيات تمكنه من تنظيم التعامل بالأوراق المالية والإشراف والرقابة على نشاطات شركات الأوراق المالية الأعضاء فيها والشركات المدرجة لديها وبالتالي فإن السوق يخضع لرقابة وإشراف الهيئة التي تم إنشاؤها بموجب قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004م والذي تم نشره في نفس العدد (53) من الوقائع الفلسطينية بتاريخ 2005/2/28، وقد نظم نظام القانون مركز الإيداع والتحويل الذي أنيط به القيام بعدة أمور مهمة، مثل: تسجيل مصدري الأوراق المالية، والإيداع المركزي للأوراق المالية ورهنها وحجزها، والمقاصة والتسوية بين السوق والأعضاء فيها ويخضع المركز في ذلك للقواعد الرقابية التي تضعها الهيئة وخاصة فيما يتعلق بحق الهيئة في التحقق من مدى الالتزام بشروط ملكية الأسهم والسندات وغير ذلك من القيود المفروضة عليها بموجب القانون أو النظام الداخلي للشركة المصدرة.<sup>1</sup>

### 2.1 قانون هيئة رأس المال:

يخول القانون مجموعة من المهام والصلاحيات لهيئة سوق رأس المال لتقوم بممارسة دورها الرقابي والإشرافي على السوق الفلسطيني، حيث يعتبر القانون بمثابة قانون تنظيمي ليفصل الدور

<sup>1</sup> دواس، أمين، إضاءات على قانون الأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، جنين، 2006، ص2.

الرقابي الإشرافي عن الدور التنفيذي على قطاع الأوراق المالية، كما يحدد القانون القطاعات الخاضعة لإشراف الهيئة من ضمنها قطاع الأوراق المالية، قطاع التأمين، والرهن العقاري وغيره.<sup>1</sup>

### 3.1 قانون الشركات:

يكتسب قانون الشركات أهمية فائقة كونه ينظم القطاع الاقتصادي من حيث آلية تأسيس الشركات والأدوات المالية والاستثمارية المسموح طرحها للاكتتاب العام، من هنا تبرز الأهمية القصوى لإصدار قانون شركات حديث وعصري يواكب التطورات والتغيرات المستجدة على الشركات الاقتصادية خصوصاً أن قانون الشركات ساري المفعول حالياً قديماً جداً، إضافة إلى عدم توحد القانون بين الضفة الغربية وقطاع غزة، وتوجد محاولات حثيثة لإصدار قانون شركات عصري، إلا أنه لم يتم إقراره بعد، وذلك بسبب الظروف السياسية السائدة في فلسطين.<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: الأنظمة التي تتبعها السوق من أهمها نعرض ما يلي

- **نظام العضوية:** عبارة عن مجموعة قواعد وأحكام تحكم وتنظم عضوية شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق المالي وتحدد صلاحياتها وواجباتها.
- **نظام التداول:** عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام التي تحكم عملية تداول الأوراق المالية وتنظمها، وتحدد واجبات السوق وصلاحياته تجاه تنظيم عمليات التداول.
- **نظام الإدراج:** يشمل مجموعة القواعد والأحكام التي تحكم عملية إدراج الشركات المساهمة العامة في السوق المالي وتنظمها، وتحدد الحقوق التي تتمتع بها والواجبات المطلوبة منها.
- **نظام الإفصاح:** وهو عبارة عن مجموعة من القواعد والأحكام التي تحكم إفصاح الشركات عن بياناتها المالية الختامية وتنظمها.

### 1.2 نظام العضوية في سوق فلسطين للأوراق المالية:

يقصد بالشركة العضو: شركة الأوراق المالية المرخص لها من قبل الهيئة والمنتسبة لعضوية كل من السوق ومركز الإيداع والتحويل، أما الشركة العضو العاملة: فهي شركة مرخصة من قبل الهيئة

<sup>1</sup> الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص6.

<sup>2</sup> الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية، مركز المعلومات الوطني الفلسطيني، دراسات اقتصادية، وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.wafainfo.ps>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2011/2/10.

ومسجلة حسب الأصول في سجلات السوق كعضو واستوفت الشروط المنصوص عليها في المادة رقم (6) من نظام العضوية ولم توقف أعمالها كلياً أو جزئياً حسب أحكام هذا النظام. ومن شروط ومتطلبات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية للعضوية كما نصت عليه المادة رقم (6) من نظام العضوية:

- تلتزم شركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق بما يلي:
  - 1) التعامل بالأوراق المالية المدرجة في السوق سواء لحسابها أو لحساب آخرين.
  - 2) استعمال أنظمة التداول والإيداع والتسوية التي توفرها السوق وما يرتبط بها من خدمات في السوق وفقاً لهذا النظام وقواعد السوق الأخرى.
  - 3) المشاركة في الدورات التدريبية المتخصصة التي تحددها السوق.
- يحظر على الشركة العضو العاملة أن تخول بأي شكل من الأشكال طرفاً ثالثاً للقيام بهذه الأعمال بدلاً عنها.
- يجوز لشركات الأوراق المالية الأعضاء سواء كانت الشركات الأعضاء عاملة أم لا الحصول على ترخيص من الهيئة لممارسة أعمال تغطية وإدارة وتوزيع إصدارات الأوراق المالية الجديدة وإدارة المحافظ الاستثمارية وتقديم المشورة الاستثمارية أو ممارسة أي نشاط آخر محدد في القانون أو توافق عليه الهيئة.<sup>1</sup>

## 2.2 نظام التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية:

عقدت أول جلسة تداول للسوق في 18/2/1997م حيث أن سوق فلسطين يعمل على تنظيم عملية التداول على أساس العدالة والكفاءة، ولا يتدخل في تحديد الأسعار، وإنما قوى العرض والطلب هي المحددة للأسعار، ويعمل السوق على وضع نسبة معينة لضمان استقرار الأسعار بشكل يجعل هبوطها وصعودها منتظم بالتدريج، وإن كل من الهيئة وسوق المال تقوم بمراقبة التداول لتضمن بألا يكون هناك صفقات تهدف إلى التأثير على سعر السهم، حيث يوجد نوعان لنظام التداول في سوق فلسطين وهما:

- الأمر المحدد للسعر: حيث يتم التنفيذ بسعر معين يحدده المستثمر لشركة الأوراق المالية أو التنفيذ بسعر السوق.

<sup>1</sup> نظام العضوية، سوق فلسطين للأوراق المالية، الفصل الثاني، كانون الثاني 2007، ص14.

• الأمر المحدد للوقت: وهنا يوجد خيارات لنظام التداول لصلاحيه الأمر:

(1) التداول ليوم واحد فقط.

(2) لتاريخ محدد حده الأقصى شهر من تاريخ الإدخال.

كما أن وحدة التداول في السوق هي أقل كمية من الأسهم والمعروفة بالسوق بسهم واحد فقط تسمح للمستثمر ببيعها أو شرائها.<sup>1</sup>

1.2.2) من ميزات التداول عبر الانترنت:

السرعة القياسية في إجراء عمليات البيع والشراء إذا ما قورنت بالطرق التقليدية التي تستدعي توجه المستثمر لشركة الوساطة والانتظار لمدة طويلة لتنفيذ أوامره، حيث توفر هذه التقنية إمكانية إجراء عمليات شراء الأسهم وبيعها من أي مكان.<sup>2</sup>

2.2.2) فوائد استخدام نظام التداول الإلكتروني في الأسواق المالية:

- تعزيز عدالة السوق وتحقيقها، وشفافية عملية التداول.
- زيادة فعالية التداول من حيث توفير القدرة على استيعاب أحجام تداول كبيرة وتنفيذها.
- تقليل المخاطر وحماية صغار المستثمرين من خلال تعريف اللوائح والأنظمة والقوانين ضمناً في النظام.
- توفير إمكانية التداول عن بعد.
- تسهيل نقل الملكية وتسريعها من خلال الربط الآلي بين السوق مركز الإيداع والتحويل.
- تسهيل الإدراج المشترك بين الأسواق المالية.
- إمكانية فتح عدة أسواق في الوقت نفسه.
- إمكانية استرجاع السوق للوضع الذي توقف عنده في حالات الطوارئ.<sup>3</sup>

3.2) نظام الإدراج المتبع في سوق فلسطين للأوراق المالية:

يقصد بالإدراج هو تسجيل الشركة المساهمة العامة في السوق ليتم تداول أسهمها من خلال السوق بقصد إتاحة تداولها فيها وإجراء عمليات تسوية صفقات بيع وشراء الأسهم ونقل ملكيتها

<sup>1</sup> أسئلة متكررة وإجاباتها، برنامج التوعية الاستثمارية، مرجع سابق، ص10.

<sup>2</sup> قصرأوي، عبد الحميد، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية، البيئة الإلكترونية المستخدمة في السوق، مرجع سابق، ص8.

<sup>3</sup> قصرأوي، عبد الحميد، دور تكنولوجيا المعلومات في سوق فلسطين للأوراق المالية، البيئة الإلكترونية المستخدمة في السوق، مرجع سابق، ص5.

من خلال مركز الإيداع والتحويل في السوق، كما أن الإدراج في سوق فلسطين إلزامي للشركات إذ ينص البند رقم (2 و3) من المادة (103) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م على:

- البند رقم (2) يجب على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلباً للإدراج في السوق.

- البند رقم (3) يجب على جميع الشركات المساهمة العامة القائمة أن تقدم طلباً لإدراجها في السوق وتصوب أوضاعها بما يتماشى وأحكام هذا القانون خلال ستة أشهر من تاريخ نفاذه.<sup>1</sup>

**كما تنص المادة الرابعة من قانون الأوراق المالية لشروط الإدراج:** أنه يجب على الشركات المساهمة العامة أن تتقدم بطلب للسوق لإدراج أوراقها المالية، ويكون للسوق الحق في قبول هذا الطلب أو رفضه أو تأجيل النظر فيه وفقاً لشروط معينة، وعند الخلاف يتم الاحتكام إلى نظام فض المنازعات.

ويجب على الشركة المساهمة القائمة أن تتقدم بطلب إدراج أسهمها لدى السوق على أن تقوم السوق بإعلام الهيئة بذلك قبل أسبوع من التداول الفعلي لأسهمها لدى السوق، ويتم إدراج الأسهم في سوق تسمى سوق الأسهم، كما لا يجوز للشركة المدرجة لدى السوق أن تتقدم بطلب إدراج أي من أوراقها المالية لدى أي سوق أوراق مالية أخرى إلا بعد موافقة الهيئة والسوق على ذلك.<sup>2</sup>

**1.3.2) ومن شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في السوق الأولي كما نصت عليه المادة رقم (5) من نظام الإدراج لقانون الأوراق المالية:**

يجق لكل شركة إدراج أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية ضمن شروط معينة تضعها السوق لمقياس الإدراج كما يلي:

• ألا يقل رأس مال الشركة المكتتب به عن (2.000.000) مليوني دينار أردني، وأن يكون مدفوعاً بالكامل.

• ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن (150) مائة وخمسين مساهماً يملك كل منهم تداولاً أو أكثر.

<sup>1</sup> أسئلة متكررة وإجاباتها، برنامج التوعية الاستثمارية، مرجع سابق، ص29.

<sup>2</sup> نظام الإدراج، قواعد سوق فلسطين للأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، كانون الثاني 2007، ص6.

- ألا تقل حصة الجمهور في الشركة عن (25%) من رأس المال المكتتب به عند طرح الأسهم للاكتتاب العام.
  - ألا يقل عدد الأسهم المصدرة عن (100.000) مائة ألف سهم.
  - أن تكون الشركة ممارسة لنشاطها فعلاً، وقد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنتين ماليتين على الأقل، وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج بنسبة لا تقل عن (5%) من رأس المال المدفوع، وبالنسبة للشركة حديثة التأسيس فعليها توفير دراسة جدوى للسنتين القادمتين.
  - أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة وأن تتعهد الشركة بذلك.
  - أن يتمتع أعضاء مجلس إدارة الشركة بالخبرة في مجال عمل الشركة، أو أن تكون الشركة متعاقدة مع مستشار متخصص لديه الخبرة في مجال نشاطاتها.<sup>1</sup>
- 2.3.2) كما تنص المادة رقم (6) على شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الفلسطينية في السوق الثانية كما يلي:**

- أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به مدفوعاً بالكامل.
- أن يطرح للاكتتاب العام ما لا يقل عن (25%) من مجموع أسهم الشركة التي يتم إصدارها.
- أن تكون الشركة قد نشرت بياناتها المالية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية لمدة سنة مالية واحدة على الأقل، وأن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق، أما الشركة حديثة التأسيس فعليها عمل دراسة جدوى اقتصادية.
- أن يثبت انعقاد الهيئة التأسيسية أو الهيئة العامة العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة وأن تتعهد الشركة بذلك.
- ألا يقل عدد المساهمين عن (50) خمسين مساهماً.
- أن تتعهد الشركة بإتباع توصيات السوق والتي ستؤدي بالوصول بها إلى إدراج أسهمها في السوق الأولى، وإذا لم تتقيد بها فلن يتم نقل إدراجها إلى السوق الأولى.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نظام الإدراج، قواعد سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص7.

### 3.3.2) المزايا والفوائد التي تعود على الشركات من جراء إدراجها بالسوق:

- إمكانية المؤسسين للشركة من استرداد جزء من أموالهم المستثمرة مع تحقيق عائد من وراء ذلك.
- تنوع مصادر التمويل للشركات بزيادة رأس مالها بشكل مرن.
- زيادة مصداقية الشركة لعملها تحت مظلة إشرافية ورقابية من خلال الإفصاح والشفافية.
- عدالة تسعير أسهمها من خلال قوى العرض والطلب وربط أسعارها السوقية بمستوى أدائها.
- مساعدة الشركة على ظهورها ومعرفتها.
- توسيع قاعدة المستثمرين حيث سهولة عملية التداول يتيح لمساهمين جدد بالدخول.
- تحقيق عنصر السيولة لحاملي أسهم الشركة.
- يوفر مركز الإيداع والتحويل المتولي بإدارة سجل المساهمين وفق أنظمة الكترونية متطورة على الشركة الوقت والجهد والتكاليف اللازمة لإدارة هذا السجل خصوصاً الشركات الكبيرة والتي عدد مساهميها كبيراً.<sup>2</sup>

### 4.2) نظام الإفصاح:

ويعني الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين والجمهور والتي قد تؤثر في سعر الورقة المالية.

### 1.4.2) يتضمن نظام الإفصاح الساري على الشركات المدرجة في السوق الفلسطيني:

#### الإفصاح المالي:

- الإفصاح للسوق عن البيانات المالية الختامية الأولية مدققة من المدقق الداخلي للشركة خلال فترة (45) خمسة وأربعين يوماً من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.
- الإفصاح للسوق عن البيانات المالية السنوية المدققة من المدقق القانوني خلال فترة أقصاها (3) ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.
- الإفصاح للسوق عن البيانات المالية نصف السنوية المراجعة من قبل مدقق الحسابات المعتمد خلال فترة (45) خمسة وأربعين يوماً من تاريخ انقضاء نصف السنة المالية للشركة.

<sup>1</sup> نظام الإدراج، قواعد سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 7-8.

<sup>2</sup> أسئلة متكررة وإجاباتها، برنامج التوعية الاستثمارية، مرجع سابق، ص 29-30.

- الإفصاح للسوق عن البيانات المرحلية ربع السنوية المراجعة من المدقق الداخلي للشركة خلال فترة شهر من انتهاء كل ثلاثة شهور وتكون للربعين الأول والثالث.

### الإفصاح غير المالي:

- إفصاح المطلعين وذوي العلاقة: بأن يقوم المطلع بالإفصاح للسوق عن أي تغيير يطرأ على ملكيته في الشركة بما لا يزيد عن يوم واحد من وقت التغيير.
- إفصاح الشركات الأعضاء والشركات طالبة العضوية (شركات الوساطة): والذي يضمن الوضع القانوني للشركة وأنشطتها، والانجازات التي حققتها مدعمة بالأرقام، والوضع التنافسي للشركة وحصتها من السوق من تاريخ تأسيسها، تطور رأسمالها وحقوق الملكية من تاريخ تأسيسها، وتحليل المركز المالي للشركة العضو ونتائج أعمالها، وبيان بأسماء أعضاء مجلس الإدارة وهيئة المديرين أو الشركاء في الشركة العضو وأسماء موظفيها ومؤهلاتهم وخبراتهم ورتبهم الوظيفية، وأية معلومات يفرضها قانون الشركات وقانون الأوراق المالية.

### الإفصاح الطارئ:

هو الإفصاح عن أمور جوهرية قد تؤثر على ربحية الشركة أو مركزها المالي أو أسعار الأوراق المالية المصدردة من قبلها، ويتم إخطار السوق بها خلال يوم واحد من تاريخ حدوثها.

### إفصاح السوق:

هنا يجب على السوق تقديم المعلومات التالية: أسماء الجهات المصدردة للأوراق المالية المدرجة في السوق والجهات الموقوفة عن التداول، أسماء الشركات الأعضاء في السوق وعناوينها، وأيضاً الموقوفة عن العمل، البيانات اليومية الأسبوعية الشهرية والسنوية متضمنة حركة التداول لكل جهة مصدردة والحركة القطاعية من حيث عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول وعدد الصفقات والأسعار والأرقام القياسية، المعلومات والبيانات التي ترد إلى السوق ويكون تأثيرها سلبى على أسعار الأوراق المالية وحركة التداول.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم، نصر، تقييم تجربة الإدراج والإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية بعد مرور عشر سنوات على تأسيسه، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007/9، ص 7-9.

## 2.4.2) سوق فلسطين تعزز مبادئ الإفصاح والشفافية:

القدس المحتلة: وجهت سوق فلسطين للأوراق المالية في مطلع العام الحالي جملة من التعليمات والإرشادات للشركات المساهمة العامة المدرجة لإعادة التأكيد على عدد من القضايا الخاصة بتعزيز عمليات الإفصاح وتعميق ثقافة الحوكمة الرشيدة من أجل تحقيق أقصى درجات الشفافية في الشركات المدرجة في السوق، يأتي ذلك في إطار إستراتيجية السوق الرامية إلى تطوير بيئة الاستثمار وتعزيز حماية المستثمر وتعميق ثقافة الإفصاح والحوكمة الرشيدة.

وقد أكدت السوق في رسالتها التي وجهت إلى جميع الشركات المدرجة في السوق (39 شركة) على عدد من القضايا المهمة المشتقة من واقع تجربة الإفصاح في العام 2009م، مثل الالتزام بالمعايير الدولية للتقارير المالية فضلاً عن الالتزام المستمر في الإفصاح عن مواعيد اجتماعات مجالس الإدارة وقراراتها في الفترة القانونية المتاحة لتحقيق أقصى درجات الشفافية وتدفق المعلومات للمساهمين والمستثمرين وعدم استغلال المعلومات الداخلية لتحقيق أية منفعة مخالفة للقانون.<sup>1</sup>

كما أكدت وفقاً لما ورد في صحيفة "البيان" الإماراتية على أهمية الإفصاح للسوق عن المعلومات الجوهرية قبل نشرها في وسائل الإعلام أو بالتزامن مع نشرها، والعمل على تقليل الفجوة بين نتائج أعمال الشركة المالية السنوية الأولية التي يعدها المدقق الداخلي للشركة وبين البيانات السنوية الختامية التي يصادق عليها المدقق الخارجي للشركة.

### الفرع الثالث: تعليمات سوق فلسطين للأوراق المالية وهيئته

هي التعليمات الصادرة من وقت لآخر بشرط توافقها مع القوانين والأنظمة سارية المفعول، والتي أقرتها الهيئة في قطاع الأوراق المالية، ومن هذه التعليمات:<sup>2</sup>

- تعليمات ترخيص شركات الأوراق المالية.
- تعليمات الإفصاح رقم (5) لسنة 2008.
- شروط وأحكام منح التراخيص المهني للمستشار المالي ومستشار الاستثمار رقم (1) لسنة 2008.
- تعليمات المحافظة على سرية المعلومات.

<sup>1</sup> مقال منشور على الموقع الإلكتروني <http://www.moheet.com>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2010/9/18.

<sup>2</sup> الإطار التنظيمي والسياسي للسوق المالي الفلسطيني، مرجع سابق، ص 30-31.

- تعليمات معايير الملاءة المالية لشركات الأوراق المالية.
  - وتعليمات ترخيص صناديق الاستثمار.
- نصت المادة رقم (2) من تعليمات هيئة سوق رأس المال الفلسطينية أنه يجب على الشركة التي تنوي ممارسة أي نوع من نشاطات الأوراق المالية الحصول على ترخيص من الهيئة بعد التسجيل لدى السوق وفقاً للمادة رقم (42) من القانون.<sup>1</sup>
- وكما يشترط للحصول على ترخيص الهيئة لممارسة أي من نشاطات وأعمال الأوراق المالية كما نصت عليه المادة رقم (3) من تعليمات هيئة سوق رأس المال الفلسطينية ما يلي:
- أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة خاصة أو عامة مسجلة حسب الأصول وفق قانون الشركات الساري في فلسطين، كما يجوز للشركات المساهمة الأجنبية المسجلة حسب الأصول في موطنها أن تسجل فرعاً لها في فلسطين.
  - أن يقتصر عمل الشركات على نشاطات وأعمال الأوراق المالية وفقاً للقانون وبما لا يتعارض مع عقد التأسيس والنظام الداخلي للشركة.
  - أن تكون الشركة المتقدمة سجلت لدى السوق وحصلت على عضويته.
  - أن يكون مدير الشركة حاصل على مؤهل جامعي من جامعة معترف بها مع تمتعه بخبرة لا تقل عن سبع سنوات في مجال الأعمال المالية أو المصرفية أو الاستثمار.
  - إذا كان طالب الترخيص بنكاً فيتم ممارسة النشاطات المالية له من خلال شركة تابعة وذلك بعد موافقة سلطة النقد على ممارسة هذا النشاط.
  - ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع من قبل الشركات المتقدمة للترخيص عن ما يلي:
- الوساطة المالية لحساب آخريين 1.500.000 مليون وخمسمائة ألف دينار أردني.
  - الوساطة المالية لحسابه 1.000.000 مليون دينار أردني.
  - وكيل إصدار 500.000 خمسمائة ألف دينار أردني.
  - التمويل على الهامش 1.000.000 مليون دينار أردني.
  - مدير إصدار 100.000 مائة ألف دينار أردني.

<sup>1</sup> المصري، ماهر، تعليمات هيئة سوق رأس المال رقم (1) لسنة 2006، بشأن ترخيص شركات الأوراق المالية، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، ص2.

- مستشار الاستثمار 100.000 مائة ألف دينار أردني.
- ألا يقل الحد الأدنى لرأس مال الشركة المتقدمة للترخيص لممارسة عملين أو أكثر من الأعمال الواردة في الفقرة (7) من هذه المادة عن مجموع الحدود الدنيا لرأس المال المطلوب لكل عمل من الأعمال التي تطلب ممارستها.
  - أن يتم تسديد رسوم الترخيص ورسوم تجديد الترخيص السنوية وفقاً لنظام الرسوم الصادر عن الهيئة لكل عمل.
  - يحظر على الشركة استخدام رأس المال إلا للنشاط المرخص له، والفصل بين رؤوس الأموال، كما عليها أن تفتح حسابات فرعية لكل نشاط، وغير ذلك يحق للهيئة فرض غرامات مالية أو اتخاذ إجراءات قانونية عند حدوث أي مخالفة.<sup>1</sup>
- حيث إن هذه الأنظمة قد تم إصدارها من قبل سوق فلسطين للأوراق المالية قبل تأسيس هيئة سوق رأس المال، وقد تم مصادقة الهيئة لهذه الأنظمة بعد تأسيسها، حيث باشر السوق عمله قبل تأسيس الهيئة، وكما لاحظنا أن سوق فلسطين هو الذي يقوم بدوره في إصدار الأنظمة والتعليمات وبعض مهام المراقبة والإشراف كعمليات التفتيش على شركات الوساطة، والسبب في ذلك لسبب إنشاء سوق فلسطين بفترة تسبق إنشاء الهيئة.

## المطلب الثاني: الهيكلية والشركات المدرجة

### في السوق الفلسطيني

تم تقسيم المطلب الثاني حول الهيكلية والشركات المدرجة السوق الفلسطيني إلى ثلاثة فروع، تكلم الفرع الأول عن عمل الدوائر المهمة في السوق، فيما الثاني تناول الشركات المدرجة في السوق، أما الثالث تمثل في المشاكل والصعوبات التي تواجه السوق الفلسطيني.

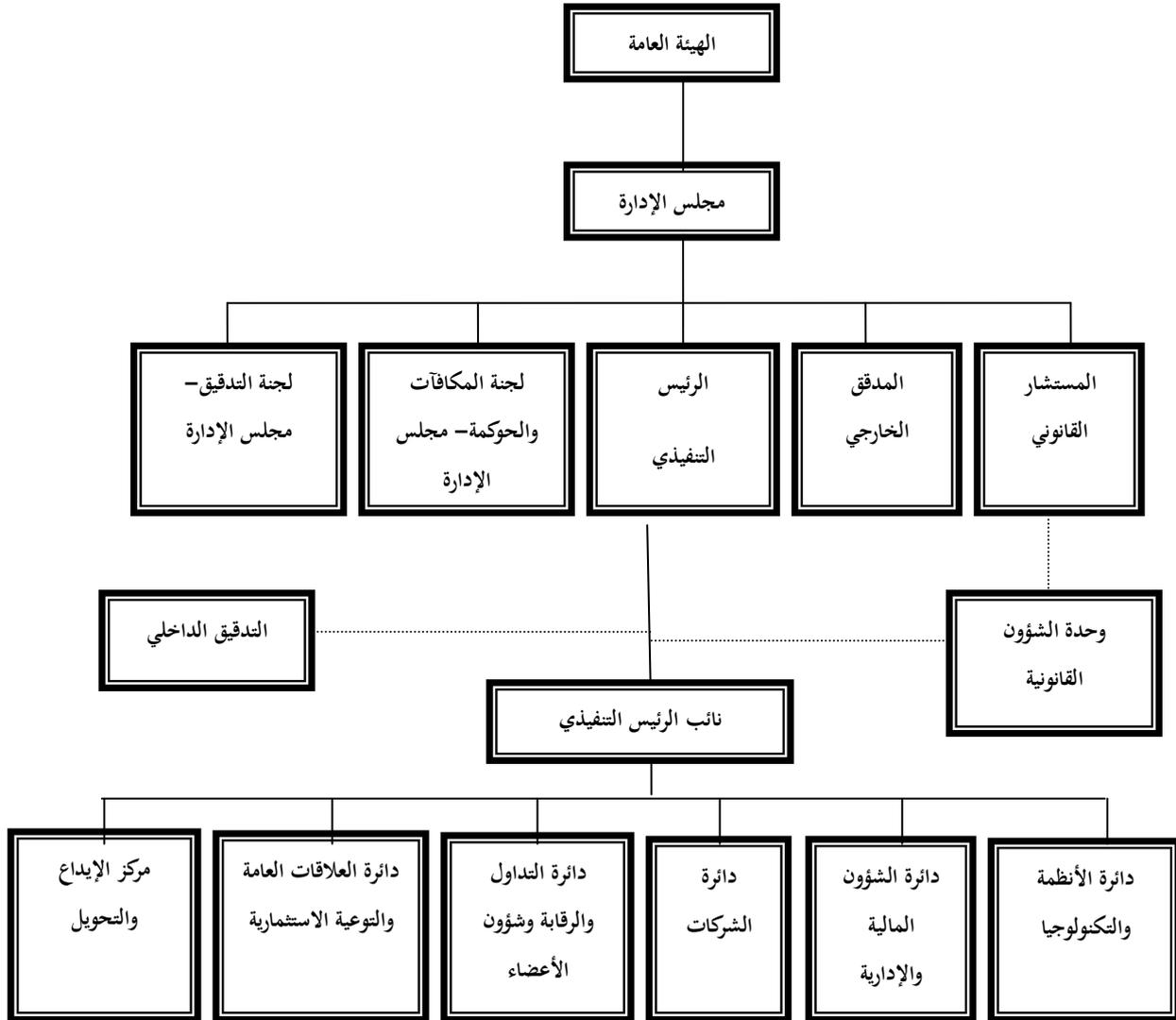
<sup>1</sup> المصري، ماهر، تعليمات هيئة سوق رأس المال رقم (1) لسنة 2006، بشأن ترخيص شركات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص3.

### الفرع الأول: نبذة مختصرة عن عمل الدوائر المهمة في السوق

المدير العام: ويُعين من قبل مجلس الإدارة تتوفر لديه المؤهلات والخبرات الكافية على ألا يكون عضواً في السوق ويصبح عضواً في إدارة مجلس السوق، دائرة الأنظمة والتكنولوجيا: تتولى شراء وتطوير الأنظمة الالكترونية وتشغيلها وتحديثها وتدريب المستخدمين عليها حيث تقوم بشراء الأجهزة والمعدات والإشراف على صيانتها وتحديثها وبث المعلومات عبر وسائل تقليدية وحديثة، دائرة الشؤون المالية والإدارية: تشرف على جميع الإجراءات المالية والمحاسبية في السوق والتنسيق للمعاملات مع الأطراف الخارجية والتي لها علاقة بالسوق، كما تتولى شؤون الموظفين في السوق ومسئولة عن اللوازم والمشتريات، دائرة الشركات: وهي مسؤولة عن التخطيط والدراسات حيث تضع خطط التدريب والتطوير التقني وإعداد الدراسات، دائرة التداول والرقابة: يكون من مهام عملها تنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والرقابة عليها وضمان تنفيذها وفق التعليمات والأنظمة، وتعتبر من أهم الدوائر الموجودة في السوق، دائرة العلاقات العامة والتوعية الاستثمارية: تقوم بإصدار النشرات والمعلومات وتوزيعها على المهتمين بالسوق، مركز الإيداع والتحويل: حيث يقوم بتسوية الأوراق المالية بعد تداولها ويقوم بإيداع شهادات المساهمين وحفظ وإدارة سجلاتهم والعمليات الخاصة بالمساهمين.

## شكل رقم (8)

## هيكلية سوق فلسطين للأوراق المالية (بورصة فلسطين)



المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية <http://www.p-s-e.com> ، بتاريخ 2011/2/15

الفرع الثاني: الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وهي مقسمة إلى خمس (5) قطاعات حتى تاريخ 2011/12/31 على النحو التالي:

أولاً: قطاع البنوك والخدمات المالية

ويعد من القطاعات القيادية والمؤثرة في أحجام التداول ويضم قطاع البنوك ثمان شركات من أصل (46) شركة مدرجة في السوق ليشكل ما نسبته (17.4%) من إجمالي عدد الشركات المدرجة.

تأثر الجهاز المصرفي الفلسطيني بالأزمة المالية العالمية وذلك بسبب الإجراءات التحفظية التي قامت بها سلطة النقد منذ عام 2006م باعتبارها السلطة الرقابية على القطاع المصرفي وذلك لزيادة قوة ومثانة الجهاز وتعزيز قدرته على مواجهة المخاطر المتوقعة وغير المتوقعة، وقد يعتبر الجهاز المصرفي من أكثر القطاعات الاقتصادية التي أثارت جدلاً واسعاً لتحقيقها العديد من الإنجازات رغم الظروف الاستثنائية التي يعاني منها الاقتصاد الفلسطيني.

### ثانياً: قطاع التأمين

على الرغم من صغر حجم قطاع التأمين إلا أنه يعتبر من أهم قطاعات المجتمع القابلة للتطور، وما زال يعاني هذا القطاع من عدم التقيد بالحدود الدنيا للتأمينات الإلزامية وما زال هناك شوط طويل يجب قطعه باتجاه تطوير الوعي التأميني لدى المجتمع، كما أن حالة الانقسام السياسي في الساحة الفلسطينية تلقي بظلالها على عمل بعض الشركات في قطاع غزة وتبرز التحديات الحاجة لرفع مستوى الاهتمام الحكومي بهذا القطاع.

ويعتبر قطاع التأمين من القطاعات الصغيرة من حيث عدد الشركات المدرجة وقيمة التداول، حيث بلغت عدد الشركات المدرجة سبع شركات من أصل (46) شركة مدرجة في السوق ليشكل ما نسبته (15.2%) من إجمالي عدد الشركات المدرجة.

### ثالثاً: قطاع الاستثمار

بلغ مجموع شركات قطاع الاستثمار مع نهاية العام 2011 ثماني شركات من أصل (46) شركة مدرجة في السوق ليشكل ما نسبته حوالي (17.4%) من إجمالي عدد الشركات المدرجة، حيث خرجت شركة واحدة خلال العام نفسه.

وتعمل معظم شركات هذا القطاع في الاستثمار العقاري في حين تعمل الشركات الأخرى في استثمارات متنوعة مثل شركات تعمل في المجال السياحي والصناعي والمالي.

### رابعاً: قطاع الخدمات

يعتبر الاقتصاد الفلسطيني اقتصاد خدماتي حيث يعتبر قطاع الخدمات من أكبر القطاعات الاقتصادية ويشكل حوالي ربع الناتج المحلي لعدد من السنوات، ويعتبر قطاع الخدمات في البورصة من أوسع القطاعات وأكبرها من حيث عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية، ومجالات هذا القطاع

متنوعة فمنها تعمل في مجال خدمات الاتصالات والعقارات والفنادق السياحة والطاقة والخدمات الصحية والسلع الاستهلاكية وخدمات النقل وأنشطة البريد<sup>1</sup>.

ويعد قطاع الخدمات في السوق من القطاعات المؤثرة ويستأثر بأحجام تداول عالية فقد ضم هذا القطاع اثني عشر شركة من أصل (46) شركة مدرجة في السوق ليشكل ما نسبته حوالي (26%) من إجمالي عدد الشركات المدرجة.

### خامساً: قطاع الصناعة

على الرغم من الظروف السياسية المؤثرة في الاقتصاد الوطني وتذبذب أسعار المواد الخام والتأثير السلبي من الاعتماد على مساعدات الدول المانحة على حساب تطوير القطاعات الإنتاجية إلا أن الصناعة الفلسطينية تمكنت من التقدم في السنوات الأخيرة وتوسيع قاعدتها الإنتاجية وحصلت العديد من الصناعات المحلية على شهادات الجودة العالية، وما تزال جهود أطراف عديدة لتطوير المنتج الوطني ليكون منافساً وذا جودة عالية ويجوز على رضا المستهلك الفلسطيني<sup>2</sup>، وتنقسم الصناعات في الأراضي الفلسطينية إلى ثلاثة أصناف: (صناعات تحويلية، صناعة التعدين واستغلال المقالع (المحاجر)، صناعة الكهرباء والماء والغاز)، ويعتبر قطاع الصناعات التحويلية من أهم الفروع المكونة للقطاع الصناعي الفلسطيني حيث يشكل أكثر من 99% من الصناعة<sup>3</sup>.

ويعتبر قطاع الصناعة ثاني أكبر القطاعات في البورصة من حيث عدد الشركات المدرجة حيث ضم القطاع إحدى عشر شركة من أصل (46) شركة مدرجة في السوق ليشكل ما نسبة (24%) من إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوق.

### جدول رقم (1)

#### أسماء الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

الرقم	اسم الشركة	رمز التداول	المقر الرئيسي	تاريخ الإدراج	رأس المال المكتتب
قطاع البنوك والخدمات المالية					
1.	البنك الإسلامي العربي	AIB	البيرة	1997/11/22	47.672.484
2.	بنك الرفاة لتمويل المشاريع الصغيرة	AMB	رام الله	2007/04/29	30.000.000
3.	بنك فلسطين	BOP	رام الله	2005/09/22	120.000.000

<sup>1</sup> بورصة فلسطين، 2011، دليل الشركات المساهمة العامة: 2010، مرجع سابق، ص30-144.

<sup>2</sup> بورصة فلسطين، 2011، دليل الشركات المساهمة العامة: 2010، مرجع سابق، ص202.

<sup>3</sup> المرزوخ، مرفت، تقييم مدى تأثير بيئة العمل على الرضا الوظيفي للعاملين وأدائهم لأعمالهم في شركات القطاع الصناعي في قطاع غزة: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2004، ص66-67.

30.026.056	2006/12/20	رام الله	PCB	البنك التجاري الفلسطيني	.4
53.000.000	1997/02/13	البيرة	PIBC	بنك الاستثمار الفلسطيني	.5
50.000.000	1997/03/22	رام الله	QUDS	بنك القدس	.6
46.021.665	2009/07/02	رام الله	ISBK	البنك الإسلامي الفلسطيني	.7
20.000.000	2011/04/13	رام الله	PMHC	فلسطين لتمويل الرهن العقاري	.8
<b>قطاع التأمين</b>					
5.000.000	2010/05/10	رام الله	PICO	شركة فلسطين للتأمين	.1
8.374.837	1997/02/23	رام الله	AIG	شركة المجموعة الأهلية للتأمين	.2
5.200.000	2006/07/09	رام الله	MIC	شركة المشرق للتأمين	.3
10.000.000	1997/01/15	البيرة	NIC	شركة التأمين الوطنية	.4
10.000.000	2008/05/13	غزة	TRUST	شركة ترست العالمية للتأمين	.5
5.000.000		نابلس	GUI	العالمية المتحدة للتأمين	.6
8.500.000	2011/04/05	البيرة	TIC	التكافل الفلسطينية للتأمين	.7
<b>قطاع الاستثمار</b>					
9.452.328	1997/02/27	القدس	ARAB	شركة المستثمرون العرب	.1
خرجت من السوق	2006/07/16	نابلس	IID	شركة الائتمان للاستثمار والتنمية	.2
10.000.000	2006/12/17	رام الله	JREI	شركة القدس للاستثمارات العقارية	.3
250.000.000	1997/06/05	عمان - الاردن	PADICO	شركة فلسطين للتنمية والاستثمار	.4
4.840.419	2006/07/23	رام الله	PID	الشركة الفلسطينية للاستثمار والإئمان	.5
18.750.000	2002/12/31	نابلس	PIIC	شركة فلسطين للاستثمار الصناعي	.6
48.575.974	1997/02/24	رام الله	PRICO	شركة فلسطين للاستثمار العقاري	.7
40.000.000	2007/01/21	رام الله	UCI	شركة الاتحاد للأعمار والاستثمار	.8
5.511.947	2011/04/25	رام الله	AQARIYA	شركة العقارية التجارية للاستثمار	.9
<b>قطاع الخدمات</b>					
25.000.000	1998/05/03	رام الله	AHC	شركة المؤسسة العربية للفنادق	.1
948.890	1997/01/04	نابلس	ARE	شركة المؤسسة العقارية العربية	.2
4.000.000	1999/11/24	رام الله	HOTEL	شركة جراند بارك للفنادق والاستحمام	.3
131.625.000	1997/05/06	نابلس	PALTEL	شركة الاتصالات الفلسطينية	.4
60.000.000	2004/03/28	غزة	PEC	الشركة الفلسطينية للكهرباء	.5
7.000.000	2000/09/21	البيرة	PLAZA	الشركة العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	.6
6.500.000	2007/04/23	رام الله	WASSEL	الشركة الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	.7
258.000.000	2011/01/09	رام الله	WATANIYA	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	.8
3.000.000	2010/05/24	رام الله	RSR	مصايف رام الله	.9
9.762.021	2009/10/12	رام الله	GCOM	جلوبال كوم للاتصالات	.10
3.177.813	2008/06/22	نابلس	NSC	مركز نابلس الجراحي التخصصي	.11
10.000.000	2010/04/14	البيرة	ABRAJ	أبراج الوطنية	.12

قطاع الصناعة					
1.500.000	1997/03/05	نابلس	APC	الشركة العربية لصناعة الدهانات	1.
13.440.000	2002/12/31	طولكرم	AZIZA	شركة دواجن فلسطين	2.
13.066.145	2004/12/22	رام الله	BPC	شركة بيزيت للأدوية	3.
15.000.000	2005/05/17	رام الله	GMC	شركة مطاحن القمح الذهبي	4.
10.000.000	1997/07/24	القدس	JCC	شركة سجائر القدس	5.
5.000.000	1997/01/20	البيزة	JPH	شركة القدس للمستحضرات الطبية	6.
7.000.000	2002/12/30	نابلس	LADAEN	شركة فلسطين لصناعات اللدائن	7.
5.000.000	2006/08/06	نابلس	NCI	الشركة الوطنية لصناعة الكرتون	8.
4.000.000	1999/08/09	نابلس	VOIC	شركة مصانع الزيوت النباتية	9.
750.000	2011/05/17	الخليل	ELECTRODE	مصنع الشرق للالكترود	10.
6.900.000	2011/11/30	نابلس	NAPCO	الوطنية لصناعة الالومنيوم والبروفيلات	11.

المصدر: سوق فلسطين للأوراق المالية، <http://www.p-s-e.com>، لغاية تاريخ 2011/12/31.

### الفرع الثالث: من المشاكل والصعوبات التي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية كما يلي

يواجه قطاع الأوراق المالية في السوق الفلسطيني العديد من المعوقات من أهمها الاستقرار السياسي والاقتصادي الذي يعاني منه الشعب الفلسطيني بشكل عام والسوق الفلسطيني بشكل خاص جراء الاحتلال الإسرائيلي، إضافةً إلى معوقات أخرى تتعلق بقطاع الأوراق المالية والمؤثرة على جانبي العرض والطلب ومن أهم هذه المعوقات:

#### 3.1 البيئة التنظيمية والتشريعية:<sup>1</sup>

حيث لا يوجد انسجام في القوانين التي تخص قطاع الأوراق المالية ويوجد قصور في بعض الجوانب التنظيمية والتشريعية ومن هذه المشاكل عدم الفصل التام بين الدور الرقابي الإشرافي والدور التنفيذي وتداخل المهام والمسؤوليات بين المؤسسات العاملة في هذا القطاع.

وعلى الرغم من إنشاء هيئة سوق رأس المال الفلسطينية وهي مخولة بالإشراف على قطاع الأوراق المالية إلا أنه لم يوجد فصل تام بين الدورين وذلك بقيام سوق فلسطين ببعض المهام والتي تتعدى الدور التنفيذي المناط به ليتجاوز دور الهيئة في الإشراف والرقابة، وبناء على ذلك قيامه بإصدار التعليمات والأنظمة وكذلك قيامه بمهام التفتيش على شركات الوساطة.

<sup>1</sup> الإطار التنظيمي والسياسي للسوق المالي الفلسطيني، مرجع سابق، ص 35-37.

### 3.2) محدودية عدد الشركات المدرجة:

مقارنة عدد الشركات المدرجة في السوق الفلسطيني بالدول العربية نجد أن سوق فلسطين يحتل المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة.

### 3.3) تركيز السوق:

إن من أكثر المعوقات والتي تؤثر سلباً على سيولة السوق هي تركيز السوق ويقصد به: (انحسار معظم أنشطة السوق بعدد محدود جداً)، أي أن الشركات المدرجة تستحوذ على نسبة كبيرة من أنشطة التداول والقيمة السوقية للسوق، قد تعاني منها أسواق المال العربية إلا أنها تظهر واضحةً في أسواقنا الفلسطينية.

### 3.4) قلة التداول وضعف السيولة:

من العوامل الرئيسة في تحديد درجة المخاطرة للسوق والشركات المدرجة فيه قلة التداول، ويظهر هذا المعيق لسبب عدم تداول أسهم بعض الشركات المدرجة لفترات طويلة قد تصل لشهور، وبالتالي تؤثر هذه الظاهرة بالسلب على سيولة السوق وزيادة مخاطره لعدم سيولة الورقة المالية.

### 3.5) محدودية الأدوات الاستثمارية:<sup>1</sup>

إن الأدوات الاستثمارية المعروضة في سوق فلسطين والمتاحة للمستثمرين محدودة جداً وقد تحد من سيولة وعمق السوق وبالتالي قد تؤثر سلباً على جانب الطلب على الأوراق المالية وقد تنحصر تلك الأدوات على الأسهم العادية فقط وقد يجد من خيارات المستثمرين والقدرة التمويلية للشركات المدرجة، لذلك قد تضطر الشركات إلى اللجوء إلى الاقتراض البنكي والذي يتصف بارتفاع تكلفته مع مدى قصير الأجل، على غرار الأسواق العربية التي عملت على تنويع أدواتها الاستثمارية أو محافظها وذلك لجذب المستثمرين وتخفيف الطلب، كالأسهم والسندات، صناديق الاستثمار والعقود الآجلة وغيرها من الأدوات.

### 3.6) ضحالة السوق وصغر حجمه:

يعتبر سوق فلسطين من أصغر الأسواق العربية وفقاً لمقاييس الحجم على الرغم من الأهمية النسبية التي يمثلها في الاقتصاد الفلسطيني.

<sup>1</sup> سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات، مرجع سابق، ص 7-8.

مما سبق نستنتج أن هذه العوامل والمعوقات والتي تواجه سوق فلسطين للأوراق المالية لا بد من معالجتها، وهذه تتطلب خطة واضحة يتم وضعها وصياغتها من قبل جميع الأطراف المعنية بقطاع الأوراق المالية، والعمل على تطبيقها للوصول إلى الحلول المثلى للمشاكل القائمة وبالتالي قد تنعكس بالإيجاب على تطور السوق مستقبلاً، ونأخذ كل عامل على حدة ونحاول وضع الفرضيات والحلول لمعالجتها من خلال:

العمل على تحديد المهام والمسؤوليات المناط لكل جهة وتنسيق العلاقة ما بين السوق والهيئة في المهام وفصل الدور الرقابي الإشرافي والذي من مهام الهيئة عن التنفيذي الذي يمارسه السوق، وإعادة النظر في القوانين والتعليمات القائمة ومدى انسجامها ومواءمتها للاستثمارات في قطاع الأوراق المالية وقدرتها على جذب الاستثمارات، ونظراً لمحدودية الشركات المدرجة في السوق العمل على إلزام الشركات المساهمة العامة التقدم بطلب الإدراج مع وجود الآلية اللازمة لعملية الإدراج وأن تكون متوافقة مع القوانين والأنظمة المعمول بها في السوق الفلسطيني، مع استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج وشروطه، حيث تشير المادة رقم (103) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م على الشركات المساهمة العامة التقدم بطلب الإدراج، كما يتم دراسة العمل على توسيع قاعدة الاستثمار بتنوع المحافظ الاستثمارية كالسندات مثلاً وصناديق الاستثمار وغيرها لتقليل حدة المخاطر مما يؤدي إلى زيادة التداول وتوفير السيولة الكافية أمام المستثمرين، كما أن الحوكمة لها دور فعال في جذب الاستثمارات من خلال الإفصاح والشفافية للمستثمرين وذلك بتفعيل مفهوم الحوكمة والتركيز على مفاهيمها الأساسية ودورها في تقدم الأسواق ومن ثم الدول، كما من شأن السوق والهيئة التوعوية الاستثمارية أمام الأفراد المدخرين وصغار المستثمرين من خلال الدورات التدريبية وورش العمل ويتم ذلك بتحديد إستراتيجية واضحة تطبق من خلال جهود الأفراد في مختلف القطاعات المكونة للسوق الفلسطيني.

## المبحث الرابع: مدى أهمية الحوكمة وتأثيراتها

### على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

يتكلم المبحث الرابع عن أهمية الحوكمة وتأثيرها على شركات سوق فلسطين، وينقسم هنا المبحث إلى مطلبين، حيث تكلم المطلب الأول عن الحوكمة وعلاقتها بأسواق المال، وقد تمثلت في أربعة فروع، فيما تكلم المطلب الثاني عن الحوكمة الجيدة ومواجهتها لأساليب الفساد، وقد انقسم إلى ثلاثة فروع.

## المطلب الأول: الحوكمة وعلاقتها بأسواق المال

تم تقسيم المطلب الأول حول علاقة الحوكمة بأسواق المال إلى أربعة فروع، تكلم الفرع الأول عن الحوكمة وتأثيرها على أسواق المال عامة والسوق الفلسطيني خاصة، فيما الثاني تناول التطورات التي تحققت في ظل وجود الحوكمة، أما الثالث تمثل في أثر الحوكمة في رفع أداء السوق المالي، والأخير تناول الشركات التي من الممكن أن تطبق عليها مبادئ وقواعد الحوكمة.

### الفرع الأول: الحوكمة ومدى تأثيرها على أسواق المال عامة والسوق الفلسطيني خاصة

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات والفضائل التي أصابت الشركات العملاقة، وترجع معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية، لذا أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها الحوكمة هو الإفصاح والشفافية لما يحمل في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وتوفيرها للمستثمرين في الوقت الملائم والتكلفة الملائمة،<sup>1</sup> لذلك شعرت الهيئة بأهمية الحوكمة وضرورتها بدأت في إعداد قواعد الحوكمة للشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي الفلسطيني والمؤسسات العامة بأموال الغير من خلال تشكيل لجنة وطنية للحوكمة برئاسة رئيس مجلس إدارة الهيئة وعضوية (13) جهة وشخصيات ذات صلة مباشرة بتطبيق قواعد الحوكمة، حيث قامت بإقرار الخطوط العريضة للقواعد وبرنامج العمل وشكلت فريقاً أوكلت إليه مهمة صياغة مسودة القواعد والعمل على تنسيقها مع الجهات المحلية والدولية، وقد أقرت حديثاً مدونة قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة في فلسطين.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: أبرز التطورات التي تم تحقيقها على مستوى حوكمة السوق

- العمل مع الأطراف ذات العلاقة بتحويل السوق إلى شركة مساهمة وطرح أسهمه للاكتتاب العام فور الحصول على الموافقة من الجهات الرقابية المختصة.

<sup>1</sup> خليل، محمد أحمد، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة نظرية تطبيقية، مرجع سابق.

<sup>2</sup> الإطار التنظيمي والسياسي للسوق المالي الفلسطيني، مرجع سابق، ص32.

- العمل مع هيئة سوق رأس المال على تحديث أنظمة الرقابة والإفصاح لتعزيز الشفافية والنجاعة في آليات عمل سوق الشركات المدرجة وشركات الوساطة.
- العمل ومع الهيئة على إتمام إدراج كافة الشركات المساهمة العامة (غير المتعثرة) ومحاوله العمل مع بعض الشركات الخاصة الواعدة في سبيل تحويلها إلى شركات مساهمة عامة لإدراجها في السوق.<sup>1</sup>

أكد د. فياض على ضرورة وجود معهد حوكمة للقطاع الخاص وأن بوجوده يشكل إضافة نوعية للعمل المؤسسي والحكم الرشيد بشكل عام، وأضاف أنه من المفيد أن تكون مدونات سلوك خاصة لكافة المؤسسات حيث يعود بالنفع على القطاع الخاص والشركات المساهمة، ويشكل حافزاً مهماً للرقبي بأداء الشركات الفلسطينية، وأكد على ضرورة تعميم قيم الشفافية والمشاركة والمساءلة والضبط والرقابة والتدقيق، كما دعت مدير عام هيئة سوق رأس المال السيدة عبير عودة إلى تظافر جهود كافة الأطراف ذات العلاقة لتجسيد ما ورد في مدونة قواعد حوكمة الشركات على أرض الواقع وجعل الحوكمة جزء من الممارسة الفعلية للشركات وكافة الأطراف والجهات المعنية بالحوكمة، كما قال د. هشام عورتاني أن الحوكمة موضوع حي فهي لا تقتصر على مؤسسات القطاع الخاص بل تشمل مؤسسات الدولة وبشكل خاص المؤسسات الحكومية ولا يمكن الحديث عن حوكمة مستقلة وناجحة في القطاع الخاص عندما لا تكون بنفس الكفاءة في القطاع العام.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: الحوكمة وأثرها في رفع أداء السوق المالي

إن تطبيق الحوكمة يرفع من أداء السوق، لأن تطبيقها يعني توفير البيانات والمعلومات والحقائق للجميع على حد سواء، وبالتالي ترفع من كفاءة السوق أي استقراره، وتعتبر الحوكمة جزء من الإطار القانوني للسوق مما يدفع إلى قيام سوق ذات كفاءة عالية، وكلما كان نظام الحوكمة متطوراً وعلى أسس سليمة يكون مهماً لرفع كفاءة السوق وهو ركن من أركان البنية القانونية للسوق، ولا بد من توافق نظام الحوكمة الشفافية ووفرة المعلومات وتوفرها للجميع في وقت واحد كما يستفيد الناس من تحول السوق من سوق مضاربة إلى سوق استثمار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عويضة، أحمد، مداخلة سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 47.

<sup>2</sup> هل حان الوقت لإدراج أدوات مالية أخرى للتداول - (2011)، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد (22)، أيلول، ص 34-38.

<sup>3</sup> وهيبه، ناصري، دور حوكمة البنوك في استقرار السوق المالي، مرجع سابق.

## الفرع الرابع: الشركات التي يمكن أن تطبق عليها قواعد الحوكمة

- الشركات المساهمة العامة.
- الشركات التي تتعامل بأموال الغير مثل: (شركات الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الرهن العقاري، شركات التأجير التمويلي، فروع البنوك غير المدرجة).
- جميع الشركات الخاصة.
- الشركات الحكومية.
- المؤسسات الحكومية.
- المؤسسات الأهلية.

## المطلب الثاني: الحوكمة الجيدة ومواجهتها

### لأساليب الفساد

تم تقسيم المطلب الثاني حول الحوكمة الجيدة وأساليب الفساد إلى ثلاثة فروع، تكلم الفرع الأول عن تطبيق الحوكمة ومساهمتها في تنمية اقتصاد البلد، فيما الثاني تناول كيفية مساعدة الحوكمة للشركات الاقتصادية والوطنية، ومن ثم في الفرع الأخير تناول أساليب الفساد مع وجود نظام حوكمة جيد.

### الفرع الأول: تطبيق نظام الحوكمة على سوق فلسطين يساهم في تنمية اقتصاد البلد

- زيادة فرص الحصول على التمويل الخارجي من قِبل المؤسسات مما يزيد الاستثمار وخلق المزيد من الوظائف.
- تكلفة أقل لرأس المال مما يجعل الاستثمار أكثر جاذبية للمستثمرين فيؤدي إلى النمو وزيادة التوظيف.
- أداء عملياتي من خلال التخصيص الأفضل للموارد والإدارة الأفضل مما يعمل على خلق الثروة.

- تقلص مخاطر الأزمات المالية حيث تلك الأزمات يمكن أن تفرض تكاليف اقتصادية واجتماعية باهظة.
- علاقات أفضل مع كل الأطراف المعنية مما يساعد على تحسين العلاقات الاجتماعية وعلاقات العمل والمجالات الأخرى.<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: كيف يمكن لحوكمة الشركات الجيدة أن تساعد الشركات والاقتصاديات الوطنية؟

إن الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات سيساعد الشركات والاقتصاد بشكل عام على جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي والقدرة على المنافسة على المدى الطويل من خلال عدة طرق وأساليب منها:

**أولاً:** من خلال الشفافية في معاملات الشركة وإجراءاتها المحاسبية والمالية، فإن حوكمة الشركات تقف في مواجهة الفساد والذي يؤدي إلى استنزاف موارد الشركة وتآكل قدرتها التنافسية وانصراف المستثمرين عنها.

**ثانياً:** إجراءات حوكمة الشركات تؤدي إلى تحسين إدارة الشركة من خلال مساعدة مدراء مجلس إدارة الشركة على تطوير إستراتيجية سليمة للشركة وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ بناء على أسس سليمة، وأن يقوم بتحديد المكافآت على أساس الأداء وهذا يساعد الشركات على جذب الاستثمارات بشروط جيدة وعلى تحسين كفاءة أداء الشركة.

**ثالثاً:** تبني معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين ومن الممكن أن يساعد النظام الجيد لحوكمة الشركات على منع حدوث الأزمات المصرفية حتى في الدول التي لا يوجد تعامل نشط على معظم شركاتها في أسواق الأوراق المالية، كما أن تبني إجراءات الإفلاس سيساعد على ضمان وجود طرق للتعامل مع حالات تعرض الشركات للفشل بطريقة عادلة بالنسبة للمساهمين والنسبة للعمال والمالكين والدائنين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> شكولنيكوف، ألكسندر، وولسون، أندرو، حوكمة الشركات كأداة تنمية من شركات مستدامة إلى اقتصاديات مستدامة، مرجع سابق، ص 14.

<sup>2</sup> دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، مرجع سابق، ص 6.

### الفرع الثالث: أساليب مواجهة الفساد في ظل وجود نظام حوكمة جيد

من الأساليب التي تتخذ لمواجهة الفساد المتبع في الشركات المالية والاقتصادية في ظل وجود نظام حوكمة جيد وفعال وهي كالتالي:<sup>1</sup>

- أن يكون اتخاذ القرار من المجموعة وليس من قائدها.
- أهمية التحول من تفكير فطري إلى تفكير استنتاجي.
- ينبغي وجود آلية لمراجعة كيفية اتخاذ القرار وتحليله.
- ينبغي وجود قواعد وإجراءات واضحة ودقيقة.
- ينبغي إصلاح النظم الضريبية حتى تتميز بالوضوح والبساطة والدقة من خلال الإفصاح عن البيانات المالية وتنفيذ قوانين ولوائح الضرائب بصورة دائمة وفي أي وقت.
- أهمية وجود نظام قضائي مستقل يعمل بشكل جيد.

أخيراً فإن التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات إذا ما تم إنجازها بشكل سليم فإنها تمثل سبيل التقدم لكل من الأفراد والمؤسسات والمجتمع ككل، لأن ذلك يضمن للأفراد قدراً مناسباً من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم واستقرار تقدم الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات.

<sup>1</sup> ندوة بعنوان: المعلوماتية وحوكمة الأعمال مدخل لمحاربة الفساد، بتاريخ 3 أبريل، 2006م، مجلة البحوث الإدارية، مركز الاستشارات والبحوث والتطوير، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، السنة الرابعة والعشرون، العدد(3)، يوليو 2006، ص 114.

## خاتمة الفصل الثاني:

بعد أن تكلمنا في الفصل الثاني عن الأسواق المالية بشكل عام وسوق فلسطين للأوراق المالية بشكل خاص تبين لنا أن الأسواق المالية هي من أهم الأدوات التمويلية لكثير من البلدان وأنها تمثل مركزاً مهماً وحيوياً في معظم دول العالم لما تقوم به هذه الأسواق من تجميع المدخرات وتوجيهها إلى قنوات استثمارية لدعم الاقتصاد وذلك بإقراضها لعدة مشاريع مختلفة لتمويل عملياتها الاستثمارية.

وأنه لوجود أسواق مالية لا بُد من توافر شروط من أهمها: أن يكون عدد كافي من المؤسسات المالية، وتحويل الإيرادات الداخلة إليها إلى استثمارات مع وجود الجهاز المصرفي لمسايرة التطورات الاقتصادية وتوفير الاستقرار السياسي للدولة.

وأن سوق فلسطين يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري كما تسعى أن تكون نموذجاً للأسواق العربية من خلال تميزها في الخدمات وجذب الاستثمارات والتزامها بقواعد الحوكمة، وعلاقتها مع الأسواق العربية ومن أهم أهدافها توسيع قنواتها الاستثمارية عبر سوق نظامية تكفل سلامة التعامل والشفافية وحماية المستثمرين.

كما أنه يحكم سوق فلسطين مجموعة قواعد وأنظمة وتعليمات تصدرها هيئة سوق رأس المال عبر مراقبته، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل، ومن أهم مسؤولياتها المحافظة على رؤوس أموال المستثمرين وتزويدهم بالمعلومات التي يحتاجونها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وأن لشركات الوساطة دور في نجاح تلك الأسواق وتعتبر أحد المقومات المهمة لنموها ونجاحها نظراً لدورها الهام التي تقوم به في توعية المجتمع بأهمية الاستثمار، كما هي حلقة الوصل بين المستثمر والسوق والعمل على بناء الثقة بينهما ودورها في جذب المستثمرين.

كما أن للحوكمة أثر في رفع أداء السوق لأنه بتطبيقها تعمل على توفير البيانات الحقيقية للجميع إذ تُعتبر جزء من الإطار القانوني والرقابي للسوق.