



عمادة الدراسات العليا
جامعة القدس

التنظيم القانوني لسندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية ودورها
في الاستثمار
(دراسة تحليلية ومقارنة)

استقلال فايز عبد علي العوري

رسالة ماجستير

القدس - فلسطين

1443هـ - 2022م

التنظيم القانوني لسندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية ودورها
في الاستثمار
(دراسة تحليلية ومقارنة)

بكالوريوس قانون / جامعة بيرزيت / رام الله / فلسطين

استقلال فايز عبد علي العوري

المشرف: د. محمد عريقات

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في
القانون الخاص من عمادة الدراسات العليا - جامعة القدس

القدس - فلسطين

1443هـ - 2022م



جامعة القدس
عمادة الدراسات العليا
برنامج ماجستير القانون الخاص

إجازة الرسالة:
التنظيم انقائوني لسندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية وبقورها في
الاستثمار
(دراسة تحليلية ومقارنة)

اسم الطالب: استقلان فايز عبق علي العوري

الرقم الجامعي: 21712114

المشرف: د. محمد عريفات

نوقشت هذه الرسالة بتاريخ 31 / 1 / 2022م من اللجنة المدرجة اسمائهم وتواقيعهم

التوقيع:

1. الدكتور محمد عريفات رئيساً

التوقيع:

2. ممتحناً داخلياً د. ياسر زبيدات

التوقيع:

3. ممتحناً خارجياً د. علي ابو مارية

القدس - فلسطين

1443هـ - 2022م

إلى من ألبسني ثوب العلم ببركة أنفاسه أبي حفظه الله
إلى من خضت دروب العلم بفيض تراتيل دعائها والدتي أدامها الله
إلى عنوان الإخاء وجذوة الإخلاص إخوتي وفقهم الله
إلى من كان دوماً سنداً لي ... ثم رحل عمي سعيد العوري
إلى عزيزي وعززي واعتزازي وانتمائي وسيد الرجال المرحوم حسن العوري

إقرار

أقر أنا مقدم الرسالة أنها قدمت لجامعة القدس، لنيل درجة الماجستير، وأنها نتيجة أبحاثي الخاصة، بإقتناء ما تمت الإشارة له حيثما ورد، وأن هذه الرسالة أو جزءاً منها لم يقدم لنيل أي درجة عليا لأي جامعة أو معهد.

الإسم: استقلال فايز عبد علي العوري

التوقيع: استقلال فايز عبد علي العوري

التاريخ: 2022/ 1 / 31 م

الشكر والعرفان

قال تعالى:

"رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ"

صدق الله العظيم

أتقدم بخالص شكري وتقديري إلى أستاذي ومعلمي الفاضل الأستاذ الدكتور محمد عريقات لتكرمه بالإشراف على رسالتي، وتقديمه النصح والإرشاد مدة إعداد هذه الرسالة، ومساهمته في إخراجها، إذ لم يتردد لحظة واحدة عن توجيهي وإرشادي ...

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني وقدم لي يد العون في إنجاز هذه الرسالة... ولا أنسى أن أتقدم بخالص التقدير والعرفان لكل من كان له فضل في تعليمي، من الطور الابتدائي إلى يومنا هذا على ما قدموه لي من نصح وإرشاد طوال فترة دراستي....

المخلص:

تهدف هذه الرسالة إلى دراسة التنظيم القانوني لتداول سندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية، استناداً لأحكام قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، النافذ في الضفة الغربية، ولأحكام قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم (12) لسنة 2004م، والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، من خلال إتباع المنهج التحليلي والمقارن والوصفي، والذي يسלט الضوء على أبرز الجوانب القانونية المتعلقة بهذا الموضوع.

وتم التطرق في هذه الدراسة لمفهوم سندات القرض لا سيما في التشريعات، بحيث تم بيان ماهية سندات القرض، والتميز بين سندات القرض وغيرها من الأوراق المالية، بيان الشروط العامة لإصدار الأوراق المالية بما فيها سندات القرض والمتمثلة بالجهات التي يجوز لها إصدار الأوراق المالية في السوق، وهي متعهد التغطية، أو وكيل الإصدار، أو مدير الإصدار، وكذلك موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة ومراقب الشركات وسلطة النقد على طرح الأوراق المالية، ووجود نشرة الإصدار، بالإضافة للشروط الخاصة والمتمثلة بدفع رأس مال الشركة، وعدم تجاوز القرض رأس مال الشركة، وموافقة الوزير المسبقة على إصدار السندات، وموافقة الهيئة العامة.

كما بينت الدراسة تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، حيث تطرقت للاكتتاب في سندات القرض وإجراءاته، ومن ثم بيان إجراءات عملية تداول السندات في السوق، من خلال بيان أوامر البيع والشراء، وإيداع السند وتوثيقه لدى المركز، وما يجري عليه لاحقاً من عملية التقاص والتسوية انتهاءً بنقل ملكيته وإمكانية رهنه.

ووأضحت الدراسة الآثار المترتبة على تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، وكذلك الآثار المترتبة لمالكي سندات القرض، والمتمثلة بحقهم في الحصول على المبلغ الذي تم إقراضه للشركة المقترضة والفائدة، وحقهم في تكوين هيئة مالكي سندات القرض.

و نظراً لأهمية تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، سواء على صعيد الاقتصاد الوطني بشكل عام، وعلى صعيد المستثمرين بشكل خاص، وفي إطار السعي نحو تعزيز متطلبات الشفافية، وتحقيق المصلحة العامة لعمليات التداول في البورصة، وحماية حقوق المستثمرين فيها، فقد كان لا بد من بيان الجهات الرقابية على تداول سندات القرض في الدولة، والمتمثلة بهيئة سوق رأس المال كجهة أساسية في الرقابة عليها، ورقابة السوق والحكومة من خلال وزارة الإقتصاد الوطني (مراقب الشركات)، بالإضافة لبيان دور سندات القرض في الاستثمار، لما تحققه من مزايا للمستثمر من جانب، ومن جانب آخر بيان المخاطر المصاحبة للاستثمار في سندات القرض.

وتخلص الدراسة إلى وجود العديد من الإيجابيات في التنظيم القانوني لتداول سندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية، ومع ذلك فهناك العديد من السلبيات التي يجب على المشرع الأخذ بعين الاعتبار، كتعدد الجهات الرقابية، وبالتالي يجب على المشرع إعادة النظر في بعض القوانين وتعديل البعض الآخر بما يتفق مع التوجه الحديث في الاقتصاد العالمي.

Legal Regulation of Bonds in the Palestine Exchange and Their Role in Investment

(Analytical and comparative study)

Prepared by: Isteklal Fayez Abed Ali Alouri

Supervised by: Dr. Mohammad Iriqat

Abstract

This Thesis aims at studying the legal regulation of the trading of bonds in the Palestine Exchange, based on the provisions of the Companies Law No. (12) of 1964 and its amendments in force in the West Bank, and the provisions of the Palestinian Securities Law No. (12) of 2004, and the regulations and instructions issued pursuant thereto. The study was performed following the analytical, comparative and descriptive approach, which sheds light on the most prominent legal aspects related to this subject.

In this study, the concept of bonds is discussed, especially in legislations, and the nature of bonds was explained. The study also provides a distinction between bonds and other securities, and the general conditions for issuing securities, including bonds, represented by the entities that may issue securities in the market, which are the underwriter, the issue agent, or the issue manager, as well as the approval of the extraordinary general assembly of the company, the Companies Controller and the Palestine Monetary Authority to offer securities, the existence of the prospectus, in addition to the special conditions related to paying the company's capital, the loan not exceeding the company's capital, and the minister's approval Prior to issuing bonds, as well as the approval of the general assembly.

Moreover, the study brings to light the trading of bonds in the stock market, as it touches upon the subject of subscribing to bonds and its procedures, and then showing the procedures for the bond trading process in the market, through presenting the buying and selling orders, depositing and documenting the bond at center, and the clearing and settlement process that takes place thereafter, ending finally with the transfer of its ownership and the possibility of mortgaging it.

The study also clarifies the effects of trading bonds in the stock market, as well as the implications for the owners of bonds, represented in their right to obtain the amount lent to the borrowing company and the related interest, and their right to form a bond owners' assembly.

Due to the importance of bonds trading in the stock market, whether for the national economy in general or the investors' in particular, and in an effort to enhance transparency requirements, attain the public interest of the trade process in the stock market and protect the investors' rights in them, it was necessary to clarify the role of the supervisory authorities on the trading of bonds in the country, represented by the Capital Market Authority as a main supervisory body, and the market and government oversight through the Ministry of National Economy (Companies Controller), in addition to explaining the role of bonds in investment, for the advantages they offer for the investor on the one hand, and on the other hand, explain the risks associated with investing in bonds.

The study concludes that there are numerous advantages for the legal regulation of bonds trading in the Palestine Exchange, nevertheless, there are many disadvantages that the legislator must take into consideration, such as the large number of regulatory bodies, and therefore the legislator must reconsider some laws and amend others in line with the modern trend in the global economy.

فهرس المحتويات

Error! Bookmark not defined.....	إقرار
و.....	الشكر والعرفان
ز.....	الملخص:
ط.....	Abstract
ك.....	فهرس المحتويات
1.....	مقدمة الدراسة:
7.....	الفصل الأول: مفهوم سندات القرض في سوق الأوراق المالية
7.....	المبحث الأول: ماهية سندات القرض
8.....	المطلب الأول: المقصود بسندات القرض
8.....	الفرع الأول: تعريف سندات القرض
12.....	الفرع الثاني: أنواع سندات القرض.
13.....	أولاً: السندات حسب جهة الإصدار:
18.....	ثانياً: السندات من حيث الشكل التي تصدر به:
20.....	ثالثاً: السندات حسب الحقوق المخولة لمالكها:
25.....	رابعاً: سندات القرض حسب الضمان:
28.....	خامساً: سندات القرض ذات علاوة الوفاء أو الإصدار:
30.....	سادساً: سندات القرض على أساس الأجل:
31.....	سابعاً: السندات حسب القابلية للإستدعاء (للإسترداد):
33.....	ثامناً: سندات القرض ذات النصيب:
35.....	المطلب الثاني: خصائص سندات القرض وتمييزها عن غيرها من الأوراق المالية:
35.....	الفرع الأول: خصائص سندات القرض:
42.....	الفرع الثاني: التمييز بين السندات القرض وغيرها من الأوراق المالية.
43.....	أولاً: التمييز بين سندات القرض، والأسهم والوحدات الإستثمارية.

50.....	ثانياً: الفرق بين سندات القرض والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار
53.....	ثالثاً: التمييز بين سندات القرض والمشتقات المالية
63.....	رابعاً: العقود آجلة التسوية
67.....	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وشروط إصدار وطرح سندات القرض فيه
67.....	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
67.....	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
70.....	الفرع الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية
72.....	المطلب الثاني: إصدار وطرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية
73.....	الفرع الأول: إصدار سندات القرض في السوق من قبل الشركة
78.....	ثانياً: الشروط الخاصة لإصدار سندات القرض في سوق الأوراق المالية
88.....	الفرع الثاني: طرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية
89.....	الفصل الثاني: تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية
90.....	المبحث الأول: الإكتتاب في سندات القرض في سوق الأوراق المالية
91.....	المطلب الأول: الإكتتاب في سندات القرض
92.....	الفرع الأول: إجراءات الإكتتاب في سندات القرض
93.....	أولاً: الإعلان عن الإكتتاب
94.....	ثانياً: مدة الإكتتاب
95.....	ثالثاً: الجهة التي يجري لديها الإكتتاب
98.....	رابعاً: البيانات التي تتضمنها وثيقة الإكتتاب
98.....	الفرع الثاني: تسديد قيمة الأوراق المالية
100.....	المطلب الثاني: الآثار المترتبة على الإكتتاب في سندات القرض
100.....	الفرع الأول: تجاوز الإكتتاب السندات المطروحة أو عدم الإكتتاب بكامل السندات القرض
102.....	الفرع الثاني: الإنتهاء من الإكتتاب
103.....	أولاً: منح المكتتب وثيقة بسند القرض

104	المبحث الثاني: تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية
105	المطلب الأول: إجراءات تداول سندات القرض في سوق الأوراق
106	الفرع الأول: أوامر البيع والشراء سندات القرض في السوق:
110	الفرع الثاني: تسجيل وإيداع سندات القرض لدى المركز
114	المطلب الثاني: التسوية وتقاص سندات القرض في السوق
114	الفرع الأول: تسوية سندات القرض
117	الفرع الثاني: تقاص سندات القرض
118	الفصل الثالث:
118	آثار تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية
119	المبحث الأول: الآثار المترتبة على تداول السندات
119	المطلب الأول: نقل الملكية ورهن سندات القرض في السوق
119	الفرع الأول: نقل ملكية سندات القرض
122	الفرع الثاني: رهن سندات القرض
123	المطلب الثاني: حقوق مالكي سندات القرض
124	الفرع الأول: الحق في الفائدة واسترداد المبلغ:
126	الفرع الثاني: الحق في تكوين هيئة مالكي سندات القرض
127	أولاً: تشكيل هيئة مالكي سندات القرض:
129	ثانياً: مهام هيئة مالكي سندات القرض:
130	ثالثاً: أمين الإصدار:
135	رابعاً: اجتماعات وقرارات هيئة مالكي سندات القرض:
	المبحث الثاني: الجهات الرقابية على تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، ودور السندات
139	في الاستثمار
139	المطلب الأول: جهات الرقابة على تداول سندات القرض
139	الفرع الأول: رقابة هيئة سوق رأس المال على تداول الأوراق المالية (سندات القرض):
142	أولاً: الرقابة السابقة:

144 ثانياً: الرقابة اللاحقة:
150 الفرع الثاني: رقابة السوق والحكومة (وزارة الاقتصاد الوطني)
153 المطلوب الثاني: دور سندات القرض في الإستثمار
153 الفرع الأول: مزايا الإستثمار في سندات القرض
155 الفرع الثاني: مخاطر الإستثمار
158 الخاتمة
161 النتائج والتوصيات
165 قائمة المصادر والمراجع

مقدمة الدراسة:

تعد الأسواق المالية هي المحرك الأساسي للتجارة الدولية والاقتصاد العالمي خلال المائة عام الماضية، حيث أصبحت الأسواق المالية أكثر تطوراً وأهمية، لما تقوم عليه السوق من أسس التداول القائمة على العدالة والتساوي بين جميع المتعاملين بالأوراق المالية، مما يوفر لجميع المستثمرين فرصاً متكافئة في الربح والخسارة، وتوفير أكبر قدر ممكن من الاستقرار في حركة الأسعار بحيث يتم صعود وهبوط في أسعار الأوراق المالية بشكل منتظم وتدرجي.

وتعتبر السندات من أهم وسائل التمويل المتاحة للشركات والحكومات، والتي تستطيع من خلالها هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة، إذ بالنسبة للحكومات قد تلجأ للسندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ ما لديها من مشاريع تنموية، وقد تلجأ إليها الشركات للحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير وتنفيذ مشاريعها الإستثمارية، وذلك بإحدى الطريقتين، إما من خلال زيادة رأس مال الشركة أو الاقتراض، وغالباً ما تلجأ الشركات إلى اقتراض، وقد يكون إما بشكل فردي عن طريق اقتراض الشركة من البنوك أو الدولة، أو قد يكون الاقتراض جماعي عن طريق سندات تعرض للإكتتاب العام.

وتفضل الشركة اللجوء إلى أسلوب الإقتراض بدلاً من زيادة رأس مالها، وذلك بطرح أسهم وسندات جديدة للاكتتاب، ولكون أن زيادة رأس مالها يؤدي غالباً إلى زيادة عدد المساهمين وتقليل الأرباح الموزعة على المساهمين وإحداث تغيرات في إدارة الشركة، ومن هذا المنطلق تلجأ غالبية الشركات عادةً إلى اقتراض الأموال إما من أحد البنوك، وذلك في حال كانت المبالغ ضخمة وتريد الشركة توظيفها في مشاريع طويلة الأجل، أو من خلال اللجوء للإقتراض من الجمهور عن طريق إصدار سندات القرض.

وفي ظل تزايد تداول السندات في سوق الأوراق المالية، باعتبارها أداة لزيادة رأسمال الشركة، فكان من الأهمية البحث في التنظيم القانوني لسندات القرض التي يتم تداولها في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أهمية الدراسة:

1. الأهمية العلمية:

تظهر أهمية التداول بالسندات القرض في التعرف على الجانب التشريعي الناظم لتداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية الفلسطيني والقوانين المقارنة الأردني والمصري، من حيث بيان كيفية الاكتتاب والتداول والجهات المختصة بالرقابة عليها، مدعمة بالآراء الفقهية، لما لها من دور في تحريك الأنشطة الإقتصادية في الدولة.

2. الأهمية العملية:

تتزايد الأهمية العملية لتداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، بقدر ما تتطور الأسواق المالية، وتتطور الاستثمار في السندات، بحيث زيادة الاستثمار فيها إلى جذب المستثمرين المحليين والأجانب للاستثمار في السوق، وبالتالي، تحقيق التنمية في القطاع الإقتصادي للدولة.

إشكالية الدراسة:

تتمحور إشكالية الدراسة حول مدى تناسب التشريعات المطبقة في فلسطين، والخاصة بسندات القرض، ومدى انعكاس ذلك على الاستثمار الفلسطيني، وذلك عبر الإجابة عن سؤال مفاده: ما هو التنظيم القانوني لسندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك من حيث عملية الاكتتاب والتداول ونقل الملكية ومدى فعالية الجهات الرقابية في هذا الموضوع.

ويتفرع عن السؤال الرئيس عدة تساؤلات فرعية، وهي:

1. ماهية سندات القرض وخصائصها؟

2. ما هي شروط إصدار وطرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية؟
3. ما هي شروط الاكتتاب العامة والخاصة الواجب توافرها في سندات القرض؟
4. ما هي الآثار المترتبة على الاكتتاب في سندات القرض؟
5. ما هي الآثار المترتبة على تداول سندات القرض؟
6. ما هي الجهات المختصة بالرقابة على عملية تداول سندات القرض؟
7. ما هي مخاطر ومزايا الاستثمار في سندات القرض؟

أهداف الدراسة:

تكمن أهداف الدراسة في عدد من النقاط، أهمها:

1. بيان التنظيم القانوني لتداول سندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية.
2. توضيح آلية طرح والاكتتاب في سندات القرض في سوق فلسطين للأوراق المالية.
3. تبيان الآثار المترتبة على تداول سندات القرض بالنسبة للمكتتبين فيها.
4. التعرف على الجهات الرقابية على عملية تداول سندات القرض، ودورها في حال إخلال المتعاملين في السوق لأحكام التشريعات النافذة، وحماية حقوق حملة السندات.

منهجية الدراسة:

لقد اتبعت الباحثة في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي المقارن، من خلال تحليل النصوص التشريعية الخاصة في هذا الموضوع ومقارنتها مع القوانين العربية ذات العلاقة، لا سيما المصري والأردني، خاصة فيما يتعلق بآلية بالاكتتاب بسندات القرض وشروطه، وطرحها وتداولها ونقل ملكيتها في سوق الأوراق المالية.

خطة الدراسة:

سوف يقوم الباحث بتقسيم في هذه الدراسة، على النحو التالي:

الفصل الأول: مفهوم سندات القرض في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية سندات القرض

المطلب الأول: المقصود بسندات القرض

الفرع الأول: تعريف سندات القرض

الفرع الثاني: أنواع سندات القرض

المطلب الثاني: خصائص سندات القرض وتمييزها عن غيرها من الأوراق المالية

الفرع الأول: خصائص سندات القرض

الفرع الثاني: التمييز بين السندات القرض وغيرها من الأوراق المالية

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وشروط إصدار وطرح سندات القرض فيه

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: إصدار وطرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: إصدار سندات القرض في السوق من قبل الشركة

الفرع الثاني: طرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: الاكتتاب في سندات القرض في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: الإكتتاب في سندات القرض

الفرع الأول: إجراءات الاكتتاب في سندات القرض

الفرع الثاني: تسديد قيمة الأوراق المالية

المطلب الثاني: الآثار المترتبة على الاكتتاب في سندات القرض

الفرع الأول: تجاوز الاكتتاب السندات المطروحة أو عدم الاكتتاب بكامل السندات القرض

الفرع الثاني: الإنتهاء من الإكتتاب

المبحث الثاني: تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: نقل الملكية ورهن سندات القرض في السوق

الفرع الأول: أوامر بيع وأوامر شراء سندات القرض في السوق

الفرع الثاني: تسجيل وإيداع سندات القرض لدى المركز

المطلب الثاني: التسوية وتقاص سندات القرض في السوق

الفرع الأول: تسوية سندات القرض

الفرع الثاني: تقاص سندات القرض

الفصل الثالث: آثار تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: الآثار المترتبة على تداول السندات

المطلب الأول: نقل الملكية ورهن سندات القرض في السوق

الفرع الأول: نقل ملكية سندات القرض

الفرع الثاني: رهن سندات القرض

المطلب الثاني: حقوق مالكي سندات القرض

الفرع الأول : الحق في الفائدة واسترداد المبلغ

الفرع الثاني: الحق في تكوين هيئة مالكي سندات القرض

المبحث الثاني: الجهات الرقابية على تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، ودور السندات

في الاستثمار

المطلب الأول: جهات الرقابة على تداول سندات القرض

الفرع الأول: رقابة هيئة سوق رأس المال على تداول الأوراق المالية (سندات القرض)

الفرع الثاني: رقابة السوق والحكومة (وزارة الاقتصاد الوطني)

المطلب الثاني: دور سندات القرض في الاستثمار

الفرع الأول: مزايا الإستثمار في سندات القرض

الفرع الثاني: مخاطر الإستثمار في سندات القرض

مفهوم سندات القرض في سوق الأوراق المالية

تعد السندات إحدى أنواع الأوراق المالية، ومن أهم وسائل التمويل الهامة للحكومات وشركات القطاع الخاص، للحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير وتنفيذ مشاريعها الاستثمارية، ولتوسيع دائرة الخيار أمام المستثمرين والمؤسسات لتلبية الحاجات التمويلية والاستثمارية. ولدراسة مفهوم سندات القرض، كان لا بد من توضيحها في هذا الفصل، بحيث يتناول المبحث الأول تعريف سندات القرض وأنواعها وخصائصها، والتميز بين السندات القرض وغيرها من الأوراق المالية، والمبحث الثاني سوق الأوراق المالية وأنواعه وشروط إصدار وطرح الأوراق المالية فيه.

المبحث الأول: ماهية سندات القرض

تتعدد وتتنوع الأوراق المالية التي يتم إصدارها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، وأهمها السندات الصادرة عن شركات الأموال أو الحكومة، ولما توفره من مزايا للمستثمر، إذ لم تعد تقتصر على السندات التقليدية، بل استحدثت أنواع مختلفة من السندات، لجذب المستثمرين على الاستثمار فيها. لذا سيتم البيان في هذا المبحث ماهية سندات القرض من خلال مطلبين، بحيث يتناول المطلب الأول المقصود بسندات القرض من خلال فرعين، الفرع الأول تعريف سندات القرض لغة وتشريعاً، والفرع الثاني أنواع سندات القرض. أما المطلب الثاني خصائص سندات القرض وتمييزها عن غيرها من الأوراق المالية، ومن خلال فرعين، الفرع الأول خصائص سندات القرض، والفرع الثاني التمييز بين سندات القرض وغيرها من الأوراق المالية.

المطلب الأول: المقصود بسندات القرض

تعد سندات القرض نوع من أنواع السندات التي تصدرها الشركات أو الحكومات مقابل فائدة تحصل عليها، إلا أنها تختلف عن غيرها من السندات في العديد من المميزات، لذا سيتم توضيح مفهوم سندات القرض، من خلال تقسيم هذا المطلب إلى فرعين، الفرع الأول التعريف بسندات القرض لغة واصطلاحاً وتشريعاً، أما الفرع الثاني أنواع سندات القرض.

الفرع الأول: تعريف سندات القرض

لا بد لنا من توضيح المقصود بسندات القرض من خلال بيان مفهومها اللغوي والاصطلاحي، وكذلك بيان مفهومها في التشريعات الفلسطينية والمقارنة، على النحو التالي:

أولاً: تعريف سندات القرض لغة واصطلاحاً:

يتكون مصطلح سند القرض من كلمتين: الأولى سند: كل ما يُسْتَدُّ إليه ويُعْتَمَدُ عليه من حائِطٍ وغيره، والجمع أسناد.¹

ويعرف السند: هو ما يستند إليه الشخص لإثبات الواقعة القانونية.²

والثانية القرض: ما تعطيه غيرك من مالٍ على أن يرُدَّه إليك، والجمع قُرُوض.³

ويعرف السند إصطلاحاً بأنه أداة دين يقدمها المستثمرون إلى الشركات والحكومات لتمويل مشاريعها ونشاطاتها، وعلى إثره يحصل المستثمر (المقرض) على عائد يتمثل بسعر فائدة محددة مقابل إقراض

¹ المعجم الوسيط، إعداد مجمع اللغة العربية، ط 5، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر، 1990، ص 652.

² المعجم القانوني، عبد الفتاح مراد، ط جديدة، المكتبة القانونية، مصر، 1995، ص 1497.

³ المعجم الوسيط، مرجع سابق، ص 805.

أمواله، بالإضافة إلى استرداده أصل المبلغ عند انتهاء أجل الدين، ويصدر السند بتاريخ استحقاق محدد ونسبة فائدة محددة وبتعهد من المصدر (المقترض) بسداد هذا الدين وفوائده وفقاً لشروط الإصدار.⁴ ويعرف السند أيضاً بأنه أوراق قابلة للتداول تصدرها شركة أو شخص معنوي، وتتعلق بقرض طويل الأجل، ويعقد عادة عن طريق دعوة الجمهور للاكتتاب، وتعطي الحق في استيفاء فوائد سنوية، بالإضافة لحق استرداد قيمتها عند حلول الأجل.⁵

ويعتبر السند قرض جماعي تتعاقد الشركة مع مجموعة من المقترضين عن طريق الإكتتاب العام ويعتبر القرض بمجموعه قرض واحد، إذ أن مبلغ القرض هو مبلغ إجمالي إلا أنه مقسم إلى أجزاء متساوية وكل جزء يكون بصك يسمى بسند قرض، مما يقتضي أن تكون قيمة السندات متساوية وأن تكون هناك مساواة بين حملة السندات في الحقوق تجاه الشركة.⁶

ويرى الباحث من التعريفات السابقة، أنها لم تضع حداً أعلى أو أدنى لقيمة السند ولم تشترط عملة محددة لتحديد قيمته.

ثانياً: تعريف سندات القرض في التشريعات:

نظمت الأحكام الخاصة بسندات القرض في التشريعات الفلسطينية، سواء كورقة قابلة للتداول بالطرق التجارية أو قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، فقد تم تعريف سندات القرض بموجب أحكام قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، بموجب أحكام الفقرة (2) من المادة (86)، بأنها: "أسناد

⁴ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية (2009): تفعيل سوق السندات الفرص والتحديات. فلسطين.

⁵ بني مصطفى، أكرم. (2013): أسناد القرض في القانون الأردني. جامعة اليرموك، الأردن.

⁶ شعيان، فراس. (2008): سندات القرض دراسة مقارنة. جامعة بابل، العراق.

(<https://www.search.emarefa.net/ar04.07.2020>)

القرض هي وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتبتين مقابل مبالغ التي أقرضوها للشركة قرضاً طويلاً للأجل".⁷

وقد تم تعريفها أيضاً بموجب أحكام قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، إذ نصت المادة (2) على أنها: " هي الأوراق المالية التي تطرحها الشركات المساهمة العامة أو المؤسسات الحكومية أو المؤسسات العامة للاكتتاب العام والتداول للحصول بموجبها على قرض تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمته الاسمية والفوائد المترتبة عليها وفقاً للشروط الواردة في نشرة الإصدار".⁸

واعتبر قانون الشركات سندات القرض وثائق ذات قيمة اسمية وحدد خصائصها بأنها (قابلة للتداول، وغير قابلة للتجزئة، وقرض طويل الأجل)، وذلك لقاء فائدة يحصل عليها المكتتب مقابل الأموال التي أقرضها للشركة.

في حين إعتبرها قانون الأوراق المالية ورقة مالية بتعدد الجهات التي تطرحها فقد تكون الحكومة أو الشركات العامة أو المؤسسات العامة، وتطرح للاكتتاب العام وتلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها والفوائد المترتبة عليها، وبذلك نجد أن المشرع الفلسطيني جعل سندات القرض ورقة مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

وقد حدد المشرع المقصود بالورقة المالية ونص بشكل صريح بأن السندات من إحدى أنواع الأوراق المالية، وذلك بموجب أحكام المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، إذ نصت على: "1. يقصد بالأوراق المالية حقوق ملكية أو أدوات دين، سواء كانت محلية أو أجنبية، توافق الهيئة على اعتمادها كذلك.

7 قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، المنشور في العدد (1757) من الجريدة الرسمية الأردنية بتاريخ 1964/05/03م، ص493.

8 قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، المنشور في العدد (53) من الوقائع الفلسطينية، بتاريخ 2005/02/28م، ص 10.

2. تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي:

أ. الأسهم والسندات.

ب. الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

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

د. العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.

وعليه، نستخلص من أحكام المادة (3) أعلاه، أن السندات القرض ورقة مالية وأداة دين سواء كانت

الجهة المصدرة محلية أو أجنبية شريطة اعتمادها من الهيئة.

إذ أجاز المشرع تداول السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية، واستثنى

من ذلك سندات الدين الحكومية، إذ نصت المادة (3) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار

الأوراق المالية، على أنه: "يستثنى من أحكام هذه التعليمات ما يلي: 1- سندات الدين الحكومية الصادرة

عن السلطة الوطنية الفلسطينية. 2- إصدارات مؤسسات الإقراض أو المؤسسات غير ربحية. 3- أي

أوراق مالية أخرى تستثنى تعليمات الهيئة"، وعليه، لا يجوز طرح السندات الحكومية لتداولها في سوق

فلسطين للأوراق المالية.

ويثار تساؤل هل يجوز للتعليمات التي تضعها الهيئة أن تخالف نصاً في القانون، إذ أوردت التعليمات

استثناء على تداول السندات الحكومية وإصدارات مؤسسات الإقراض أو المؤسسات غير ربحية، إلا أن

هذا الاستثناء غير مخالف لقانون الأوراق المالية، وذلك لأن المشرع أعطى للهيئة صلاحية إقرار وموافقة

على السندات التي يجوز طرحها في سوق الأوراق المالية، واستحدثت هذه الصلاحية من القانون.

وقد عرف قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، وتعديلاته، سندات القرض بموجب أحكام

المادة (116) منه، والتي نصت على: "أسناد القرض أوراق مالية قابلة للتداول يحق إصدارها لشركة

المساهمة العامة أو الشركة المساهمة الخاصة أو لأي من الشركات التي يجيز لها قانون الأوراق المالية إصدار هذه الأسناد ومن ثم طرحها وفقاً لأحكام هذا القانون وقانون الأوراق المالية للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجب هذه الأسناد بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار".

وقد خلا قانون رقم (18) لسنة 2017م، الأوراق المالية الأردني من إدراج تعريف خاص لسندات القرض، إلا أنه اعتبرها من ضمن الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، إذ نصت المادة (3) منه، على : " أ- يقصد بالأوراق المالية أي حقوق ملكية أو أي دلالات أو بينات متعارف عليها على أنها أوراق مالية، سواء كانت محلية أو أجنبية، يوافق المجلس على اعتبارها كذلك.

ب- تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي:

1- اسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

2- أسناد القرض الصادرة عن الشركات..."

ويرى الباحث أن المشرع الأردني أجاز لشركات المساهمة الخاصة إصدار سندات القرض قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، على خلاف المشرع الفلسطيني الذي أجاز فقط للشركات المساهمة العامة إصدار سندات القرض.

أما قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992م، قد خلا من تعريف خاص لسندات القرض، إلا أن اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992م، فقد نص في المادة رقم (43) منه، على: "يجوز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات وصكوك تمويل متنوعة لمواجهة الاحتياجات التمويلية للشركة أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها"، وعليه، فإن المشرع المصري أناط حصراً لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدار سندات وصكوك.

الفرع الثاني: أنواع سندات القرض.

تتنوع وتتعدد سندات القرض بناءً على عدة أسس من أهمها جهة الإصدار، شكل الإصدار، الأجل وغيرها، لذا سيتم بيانها، على النحو التالي:

أولاً: السندات حسب جهة الإصدار:

تصنف السندات حسب الجهة التي تصدرها إلى أربع أنواع وهي سندات الدولة، سندات الهيئات الحكومية المحلية، سندات المنظمات الإقليمية الدولية، سندات التي تصدرها شركات المساهمة العامة.

1. سندات الدولة:

تصدر هذه السندات عن الدولة لأجل مختلفة، حيث تعتمد في تحديد سعر الفائدة في هذا النوع من السندات على ثلاث عناصر أساسية هي قيمة القرض، مستوى أسعار الفائدة، وقت إصدارها.⁹ وقد تلجأ الدولة لإصدار هذا النوع من السندات، في ظل ارتفاع أسعار الفائدة من البنوك، لتمويل مشاريعها وأنشطتها الاقتصادية، وذلك من خلال استقطاب جزء كبير من السيولة المتوافرة خارج الدائرة الرسمية لإدارة المشاريع والأنشطة الاقتصادية، ولتفادي اللجوء المستعجل إلى المديونية الخارجية.¹⁰ وتتميز هذه السندات بمجموعة من المزايا تجعلها محل اهتمام المستثمرين بالمقارنة مع غيرها من السندات، وفقاً للآتي:

1. درجة أمان عالية مقارنة بالسندات الأهلية وذلك بالنسبة للمستثمر، بمعنى أن المخاطرة المرافقة للاستثمار بالسندات الحكومية تكون منخفضة لأن هذه السندات تضمنها الحكومة ومؤسساتها في

تحصيل الإيرادات الحكومية كالضرائب.¹¹

⁹ خريوش، حسني، ارشيد، عبد المعطي (1995): إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى. الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان.

¹⁰ فتحية، عميار. (2017): القرض السندي كوسيلة حديثة للتمويل. جامعة الشهيد حمه لخضر، الجزائر.

¹¹ هندي، منير. (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.

2. الإعفاء من ضريبة الدخل، وهذه الميزة الجذابة للمستثمر هي التي تجعل هذه السندات تطرح في

أغلب الأحوال مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي.¹²

وبالرجوع إلى التشريعات الفلسطينية، نجد أن تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية الصادرة عن مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، قد إستثنت سندات الدين الحكومية الصادرة عن السلطة الوطنية الفلسطينية من نطاق تطبيقها، وبالتالي، لا يجوز للدولة تداول مثل هذا النوع السندات في سوق الأوراق المالية.

ويرى الباحث بأنه كان حرياً بالمشرع الفلسطيني أن يجيز للدولة إصدار وطرح سندات الدين الحكومية في سوق فلسطين للأوراق المالية، لما لهذه السندات من أهمية في توفير مصدر تمويل مهم في الدولة، لا سيما في حالات الطوارئ والأزمات المالية، مثل جائحة كورونا، فإن إصدار مثل هذه السندات يوفر للدولة مصدر تمويل سريع دون البحث عن جهات محلية كبنوك أو خارجية دولية واتباع إجراءات طويلة، والتي قد لا تتلائم سياستها التمويلية مع سياسة وقوانين الدولة، ودون أن تتكبد الدولة فوائد عالية، فالدولة عند إصدارها للسندات، هي التي تحدد الفائدة وفقاً لقيمة القرض وبما يتلائم مع قدرتها المالية.

وقد أجاز المشرع الأردني للدولة إصدار كافة أنواع الأوراق المالية بما فيها السندات، فقد نص في الفقرة (ب) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017م، على: "تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي: 3- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات...".

وأجاز المشرع المصري في المادة (16) من قانون رقم (5) لسنة 1992م، بإصدار قانون سوق رأس المال، للدولة بأن تصدر الأوراق المالية وتطرحها للاكتتاب العام دون أن يقتصرها على نوع محدد من الأوراق المالية، أي أجاز للدولة إصدار كافة الأوراق المالية بما فيها السندات.

¹² خريوش حسني، ارشيد، عبد المعطي، مرجع سابق، ص 67.

ويرى الباحث بضرورة أن يصدر قانون للإقتراض العام في فلسطين، وذلك من خلال اطلاع المجلس التشريعي عليه، وعلى مبررات الاقتراض والغرض منه، وأن تحاط العملية المذكورة بضمانات أهمها مرورها بالمجلس التشريعي، وصدور قانون كلما تطلب إصدار قرض سواء كان داخلياً أو خارجياً، وهذا ما اشترطته المشرع الأردني في المادة (12) من الدستور الأردني لسنة 1952م، والتي نصت على: " لا تفرض قروض إجبارية ولا تصدر أموال منقولة أو غير منقولة إلا بمقتضى قانون".¹³ وكذلك نصت المادة (17) من قانون الدين العام وإدارته رقم (26) لعام 2001م، على: "يتم تداول السندات الحكومية في بورصة عمان ويجوز تداولها خارج البورصة"، وكذلك المادة (19) من ذات القانون والتي نصت، على: "يمثل الدين العام التزاماً مطلقاً وغير مشروط عن الحكومة ولهذه الغاية تتساوى السندات والقروض الحكومية في الدولة والقروض الحكومية في أولوية الالتزام بتسديدها".¹⁴

2. سندات الهيئات الحكومية المحلية:

تصدر سندات الهيئات الحكومية المحلية من قبل الهيئات العامة والبلديات لأجل مختلفة، حيث إن إصدار هذه السندات يرتب التزام على الجهة المصدرة (الهيئات العامة والبلديات) اتجاه المكتتبين فيها، ويتم الوفاء بقيمة هذه السندات من الضرائب أو العائد الناتج من المشاريع التي تستثمر فيها تلك السندات.¹⁵

وتتمتاز هذه السندات بانخفاض معدل درجة المخاطرة، إلا أنه عادة ما تصدر هذه السندات لأجل طويلة مما يعرضها لمخاطر التضخم (تآكل القوة الشرائية) والتغيرات التي تطرأ على أسعار الفوائد.¹⁶

¹³ دستور المملكة الأردنية الهاشمية لسنة 1952م، المنشور في العدد (1093) بتاريخ 1952/08/01م، ص3.

¹⁴ قانون الدين العام وإدارته رقم (26) لعام 2001م، المنشور في العدد (4496) بتاريخ 2001/16/07م، ص 2771.

¹⁵ السيسي، صلاح الدين. (1998): بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، دار وسام للطباعة والنشر، بيروت.

¹⁶ الجمل، جمال. (2002): دراسات في الأسواق المالية والتقنية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن.

وقد أجاز المشرع الفلسطيني إصدار مثل هذا النوع من السندات بنص غير صريح، بموجب أحكام المادة (2) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، والتي تفيد بسريان التعليمات على مصدري الأوراق المالية ومن ضمنها المؤسسات الحكومية والبلديات، أي يجوز لتلك الجهات إصدار الأوراق المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبالرجوع الى أحكام المادة (3) من قانون الأوراق المالية، نجدتها في الفقرة (2) حددت أنواع الأوراق المالية ومن ضمنها السندات.

ويرى الباحث أن المشرع الفلسطيني ميز بين السندات التي تصدرها المؤسسات الحكومية العامة والبلديات والتي أجاز إصدارها في سوق الأوراق المالية، والسندات التي تصدرها الدولة والتي لم يجيز إصدارها في سوق الأوراق المالية.

بالإضافة إلى أن المشرع المصري أجاز بموجب أحكام المادة (34) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بقانون رقم (95) لسنة 1992م، للأشخاص الاعتبارية العامة ووحدات الإدارة المحلية بعد موافقة وزارة المالية إصدار سندات إيراد لتمويل مشروعاتها الإنتاجية أو الخدماتية، وكذلك أيضاً المشرع الأردني الذي أجاز إصدارها هذا النوع من السندات من قبل البلديات والمؤسسات العامة وفقاً لأحكام البند (3) من الفقرة (ب) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017م.

3. سندات المنظمات الإقليمية الدولية:

تصدر الهيئات الدولية السندات وتحصل لقاءها على الأموال المقترضة لاستخدامها في تمويل مشاريعها، وتمتاز هذه السندات بأنها من السندات القابلة للإستدعاء، وآجالها يتراوح بين (10-15) سنة، وغالباً ما يكون إصدارها مقروناً بشرط خيار العملة بمعنى أن حامل هذه السندات له الحق في اختيار العملة

التي يحصل بها قيمة السند الاسمية وفوائده،¹⁷ ومن الأمثلة عليها السندات التي يصدرها البنك الإسلامي لتتمية، أو البنك الدولي للإنشاء والتعمير.¹⁸

4. السندات التي تصدرها شركات المساهمة:

تصدر هذه السندات عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العامة في القطاع الخاص، بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وتشمل نوعين سندات العادية، وسندات المضمونة بعقار.¹⁹

إلا أن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من غيرها من السندات، إذ أن درجة خطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها، وهذا ما يجعلها تركز عملية إصدارها في شركات متميزة بقدراتها الائتمانية العالية نسبياً أمراً ضرورياً.²⁰

وقد أجاز المشرع الفلسطيني لشركات المساهمة العامة سواء المحلية أو الأجنبية إصدار هذا النوع من السندات شريطة اعتمادها من هيئة سوق رأس المال، وفقاً لأحكام المادة (3) من قانون الأوراق المالية، والمادة (2) من تعليمات بشأن إصدار الأوراق المالية.

كما تضمنت أحكام المادة (71) من ذات القانون، السندات المضمونة بأموال غير منقولة أو بموجودات عينية، إذ نصت المادة، على: " إذا كانت سندات القرض مضمونة بأموال منقولة أو غير منقولة أو بموجودات عينية أخرى أو بغير ذلك من الضمانات أو الكفالات أو الرهن، فيجب أن يتم وضع تلك

¹⁷ بني هان، حسين. (2002): الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها وأدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان.

¹⁸ البنك الدولي للإنشاء والتعمير: مؤسسة عالمية تعاونية لتتمية أنشأت عام 1944م، وعدد أعضائها 189 دولة، ويعد أكبر بنك إنمائي على مستوى العالم، يقدم قروض، منح بدون فائدة، أو مع فوائد مخفضة، للمزيد الاطلاع على الموقع:

<https://www.albankaldawli.org/ar/who-we-are/ibrd>

¹⁹ هيئة سوق رأس المال (2009): تفعيل سوق السندات، الفرص والتحديات. فلسطين.

(https://www.pcma.ps/Rsearches/Res_Dev_Docs/bonds-study.pdf. visited on 04.09.2020)

²⁰ عبد الجواد، محمد، الشديفات، علي. (2006): الإستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى. دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، عمان.

الأموال والموجودات تأمينياً للقرض وتوثيقها قبل تسليم أموال الاكتتاب في سندات القرض إلى الشركة وفقاً للتشريعات المعمول بها"، وعليه، نجد هذه المادة شملت أنواع عديدة من سندات القرض، وهي سندات القرض المضمونة بأموال منقولة، سندات القرض المضمونة بأموال غير منقولة أو عينية، أو غير ذلك من الكفالات أو الرهن، وبالتالي منحت الشركة التي تصدرها تحديد النوع الذي يتلائم مع حاجتها بعد موافقة الهيئة.

على خلاف قانون الأوراق المالية الأردني رقم (18) لسنة 2017م، والذي اقتصر النص في المادة (3) على جواز إصدار السندات دون بيان أنواعها، وكذلك أحكام المادة (34) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992م.

ثانياً: السندات من حيث الشكل التي تصدر به:

تصنف السندات من حيث الشكل التي تصدر به إلى نوعين السندات الإسمية، وسندات القرض للحامل، على النحو التالي:

1. السندات الاسمية:

تصدر السندات الاسمية باسم حاملها وتخوله فائدة محددة، تدفع في آجال معينة إلى أن يسترد الحامل قيمتها عند الاستحقاق.²¹ وتحمل السندات الاسمية اسم صاحبها وتتداول في أسواق الأوراق المالية وعن طريق التداول تنتقل ملكيتها لشخص آخر، وتقوم الشركة بقيد الدائن الذي انتقلت إليه الملكية في السجلات المعدة لذلك لديها.²²

²¹ بني مصطفى، أكرم، مرجع سابق، ص12.

²² الصاوي، رمضان. (2019): الأوراق المالية المستخدمة في البورصة، مجلة الإقتصاد الإسلامي - جامعة الأزهر، مصر.

(<https://www.aliqtisadalislami.net> 28.8.2020)

وقد يكون التسجيل كامل أي يشمل الدين الأصلي والفائدة، فلا يرفق بها كوبونات اعتماداً على وجود اسم حامل السند بدفاتر الشركة والفائدة العائدة عليه، وبذلك توفر هذه الطريقة الحماية لصاحب السند من السرقة أو التلف، وقد يكون التسجيل جزئي، أي لتسجيل أصل الدين فقط، أما الفائدة فتحصل عليها عن طريق كوبونات المرفقة حيث تؤخذ لتحصيل الفائدة من البنك.²³

2. سندات القرض للحامل:

لا يحمل هذا النوع من السندات اسم صاحبها وينتقل عن طريق الاستلام، ويحصل الحامل لها على الفائدة، ولا يحتاج لإثبات انتقال الملكية، ويتم استلام الفائدة عن طريق الكوبونات المرفقة من البنك عند تقديمها له، ويتم استرداد قيمة السند عند حلول الأجل الذي يستحق فيه.²⁴

وبالرجوع إلى قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم (12) لسنة 2004م، إذ نصت المادة (68) منه، على: " تكون سندات القرض اسمية قابلة للتداول وتسجل بأسماء مالكيها ويوثق البيع عليها في المركز، وتكون هذه السندات قابلة للتداول في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون"، وعليه، نجد أن المشرع الفلسطيني نص صراحة على الاسمية لسندات، ولم ينص على السندات لحاملها.

وقد شمل قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته، السندات الاسمية في المادة (119) والتي نصت على: "أ- القيمة الاسمية لسندات القرض أ- تكون اسناد القرض بقيمة اسمية واحدة في الإصدار الواحد وتصدر شهادات الإسناد بغيات مختلفة الغراض التداول. ب- يجوز ان يباع سند القرض بقيمته الاسمية...".

²³ الصاوي، رمضان، مرجع سابق، ص31.

²⁴ الصاوي، رمضان، مرجع سابق، ص32.

كما نصت المادة (118) من ذات القانون على: "ب- يجوز في الحالات التي يوافق عليها المراقب وهيئة الأوراق المالية اصدار اسناد قرض لحامله وفقا لتعليمات تصدرها الهيئة لهذه الغاية". وهذا ما أكدته أحكام المادة (12) من قانون رقم (95) لسنة 1992م، بإصدار سوق رأس المال، والتي نصت على: "يكون لإصدار السندات و صكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى سواء كانت إسمية أو لحاملها ..."، وكذلك أحكام المادة (37) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بقانون رقم (95) لسنة 1992م، والتي نصت على: "تصدر السندات أو صكوك التمويل في شكل شهادات اسمية أو لحاملها...".

ويرى الباحث أن المشرع المصري والمشرع الأردني أجازا تداول سندات القرض للحامل، إلا أن المشرع الفلسطيني أجاز تداولها بموجب أحكام قانون الأوراق المالية، ولم ينص قانون الشركات السارية في فلسطين على أحكام خاصة لهذا النوع من السندات، ويرجع ذلك كون أن هذا النوع من السندات حديثة ولم تكن شائع تداولها في ذلك الوقت في فلسطين، وعليه، نقترح ضرورة تضمين قانون الشركات الحديث هذا النوع من السندات لأهميتها.

ثالثاً: السندات حسب الحقوق المخولة لمالكها:

تصدر بعض الشركات سندات تسمح للمكتتبين بتحويلها إلى أسهم، وذلك لجذبهم على تداول هذه السندات للحصول على مبالغ مالية لقاء هذه السندات، أو قد تقوم بإصدار السندات تضمن تحويلها لأسهم، وتبين نشرة الإصدار إذا كانت هذه السندات قابلة لتحويل إلى أسهم أو كانت غير قابلة لتحويل إلى أسهم، وسنقوم ببيان هذا النوع من السندات، على النحو التالي:

1. سندات القرض القابلة للتحويل:

يتم زيادة رأس مال الشركة بعد طرق منها طرح أسهم جديدة للإكتتاب العام أو الخاص، أو بضم احتياطي الإختياري أو الأرباح المدورة المتراكمة أو كليهما إلى رأس مال الشركة، أو رسملة الديون المترتبة على الشركة أو أي جزء منها شريطة موافقة أصحاب الديون خطياً، أو بتحويل أسناد القروض القابلة للتحويل إلى أسهم وفقاً لأحكام المادة (162) من قانون الشركات رقم (42) لسنة 2021م.²⁵

وبالرجوع إلى أحكام قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، نجد أن أحكام المادة (113) في الفقرة (4) أجازت للشركات المساهمة العامة زيادة رأس مالها عن طريق تحويل سندات القرض إلى أسهم، فقد نصت على: " مع مراعاة قانون الأوراق المالية، للشركة المساهمة العامة زيادة رأس مالها بإحدى الطرق التالية أو أي طريقة أخرى تقرها الهيئة العامة للشركة: 4- تحويل أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم وفقاً لأحكام هذا القانون".

إلا أنه لم يورد المشرع المصري نص صريح بجواز تحويل السندات إلى أسهم، إلا أنه تقيد أحكام المادة (21) من اللائحة التنفيذية بأنه يجب أن تكون الزيادة في رأس المال خلال الثلاث سنوات التالية لصدور قرار الزيادة، وإلا كانت الزيادة باطلة، ويستثنى من ذلك حالة زيادة رأس المال الناتجة عن تحويل السندات أو صكوك التمويل وغيرها من الأوراق المالية إلى أسهم، إذا كان في شروط إصدارها أن لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم، وعليه، نجد أن المشرع المصري أجاز بنص هذه المادة ضمناً للشركة أن تصدر سندات قرض قابلة للتحويل إلى أسهم.

وتعد سندات القرض القابلة للتحويل بأنها ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها شركات المساهمة وتعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أسلفوها للشركة على أن يكون

قانون الشركات رقم (42) لسنة 2021م، والمنشور في الوقائع الفلسطينية عدد ممتاز (25)، بتاريخ 2021/12/30م.²⁵

لأصحابها الحق في تحويلها إلى أسهم.²⁶ وبالتالي، فإن حامل هذه السندات له مطلق الخيار في ممارسة حق التحويل من عدمه، ولا يتم إلا بموافقة حامل السندات وبالشروط المقررة في نشرة الإصدار.²⁷ ويجوز أن تتضمن نشرة إصدار سندات القرض القابلة للتحويل إلى أسهم مضي مدة محددة، والتي تحددها الشركة في نشرة الإصدار، بحيث يكون من حق حاملها طلب تحويلها إلى أسهم، فينقلب من دائن إلى شريك فيها، إذا لم يرغب في تحويلها إلى أسهم من حقه استرداد قيمتها من تاريخ الاستحقاق.²⁸ وتكمن أهمية هذا النوع من السندات، بأن عملية إصدارها تعتبر أكثر فائدة من إصدار سندات عادية، إذ أن تحويل هذه السندات إلى أسهم في الشركة، سوف تؤدي إلى تحويل رأس المال المقترض إلى رأس مال حقيقي، وبالتالي، تتحقق فائدة للشركة إضافة إلى سهولة هذه الطريقة في سبيل زيادة رأس مال الشركة.²⁹

وقد أجازت المادة (74) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، للشركة إصدار سندات القرض القابلة للتحويل إلى أسهم ضمن الشروط والقواعد التي يحددها مجلس الإدارة، فقد نص على: " يجوز للشركة إصدار سندات القرض قابلة للتحويل إلى أسهم على أن يتضمن قرار مجلس الإدارة جميع القواعد والشروط التي يتم على أساسها تحويل السندات إلى أسهم وفقاً للقانون ولتعليمات الهيئة". ويشترط في هذه الحالة اتباع إجراءات زيادة رأس مال الشركة أي صدور قرار من الهيئة العامة بالأغلبية المنصوص عليها في القانون وهي (75%) من الأسهم الممثلة في الاجتماع، بالإضافة لتطبيق أحكام المادة (162) على حق الأولوية بالاكتمال بأسناد القرض القابلة للتحويل وهذا ما أكدته أحكام الفقرة (6) من المادة (159) من القرار بقانون الشركات رقم (42) لسنة 2021م.

26 النجار، عنايات، شريف، وفاء. (2006): دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة.

27 السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مقال منشور على موقع صحيفة الاتحاد، على الموقع الإلكتروني التالي:

<https://www.alittihad.ae/article/41024/2013> تاريخ الزيارة 24/09/2020

28 الناقية، أحمد أبو الفتوح. (1991): نظرية النقود والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.

29 السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مقال منشور على موقع صحيفة الاتحاد، مرجع سابق.

وهذا ما ورد في أحكام المادة (205) من القرار بقانون رقم (42) لسنة 2021م، والذي حدد النصاب لإجتماع الهيئة العامة في اجتماعها غير العادي بأغلبية تتجاوز (75%) من الأسهم التي يحق لها التصويت والممثلة في الاجتماع. وأجازت أحكام المادة (161) من ذات القرار بقانون للشركة المساهمة العامة أن تزيد من رأس مالها المكتتب به بقرار من الهيئة العامة غير العادية بناء على توصية من مجلس الإدارة شريطة أن يتضمن القرار طريقة تغطية الزيادة وقيمة الأسهم المطرحة للإكتتاب.

وقد قضى ديوان تفسير القوانين في قراره رقم (4) لسنة 1983م، بأنه يستفاد من نصوص المواد (81، 82، 95) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، أن القاعدة التي رسمها المشرع لزيادة رأس مال الشركة المساهمة تقضي بوجوب اتخاذ الإجراءيين التاليين: 1. الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة على الزيادة. 2. تقديم طلب من مجلس الإدارة إلى الوزير للموافقة على ذلك.

واشترطت المشرع المصري مضي مدة معينة لجواز تحويل السندات للأسهم، إذ يجوز تحويل السندات إلى أسهم بعد مضي مدة سنتين على الأقل من تاريخ إصدارها ويكون لمالك السند الخيار بين قبول التحويل أو قبض القيمة الاسمية للسند، وذلك وفق أحكام المادة (1/20) من قانون الشركات.

ونظم قانون الشركات الأردني رقم (21) لسنة 1997م، شروط إصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم بموجب نص المادة (125)، وذلك بأن يتم في كل سنة مالية بيان عدد الأسهم التي يتم إصدارها خلال السنة مقابل أسناد القرض التي رغب أصحابها في تحويلها إلى أسهم خلال تلك السنة.

وحددت المادة (160) من القرار بقانون الشركات رقم (42) لسنة 2021م، سعر إصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم، إذ أناطت بالهيئة العامة غير العاجدة بإصدار القرارات الخاصة بإصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم، ويحدد سعر إصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم في قرار إصدارها والهيئة العامة غير العادية أن تمنح مجلس الإدارة صلاحية تحديد السعر ضمن حد أعلى وحد

أدنى، على أنه لا يجوز أن يقل سعر إصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم عن القيمة الاسمية للأسهم العادية.

2.سندات القرض الغير قابلة للتحويل:

تصدر سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعدل فائدة أقل من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل لتعويض المستثمر عن مخاطر التحويل إلى أسهم، والأصل في السندات أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم، إلا إذا نص في نشرة الإصدار على خلاف ذلك.³⁰

وتلجأ الشركة لإصدار مثل هذا النوع من السندات، في حال احتياجها لرأس المال اللازم لتوسيع نشاطها الإقتصادي، فتحصل على رأس المال اللازم من المقترضين، دون أن يكونوا مساهمين في الشركة، وذلك للحفاظ على سرية المعلومات المتعلقة بأعمال الشركة، لذلك تشترط صراحة في نشرة الإصدار عدم قابلية هذه السندات للتحويل إلى أسهم، وتصدرها بمعدل فائدة أقل من فائدة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.³¹

وقد أجاز القرار بقانون الشركات رقم (42) لسنة 2021م، إصدار سندات القرض القابلة للتحويل، إذ نصت المادة (159) على: "1. يجوز للشركة المساهمة العامة أن تصدر أسناد قرض قابلة للتحويل وفق أحكام هذا القانون والتشريعات النازمة للأوراق المالية. 2. لغايات تطبيق أحكام هذا القانون، فإن أسناد القرض القابلة للتحويل تعطي الحق لمالكها لتحويلها إلى أسهم عادية وفقاً للشروط المحددة في قرار إصدارها. 3 لا يجوز إصدار أسناد قرض تعطي الحق لمالكها بتحويلها إلى أسهم عادية، إذا كان عدد الأسهم العادية التي سيتم إصدارها مقابل تلك الأسناد، إضافة إلى الأسهم العادية المصدرة يتجاوز

³⁰ الحناوي، محمد صالح. (2006): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر.

³¹ رزيقة، حريبة. (2017): دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية. جامعة مولود معمري، الجزائر.

عدد الأسهم العادية المصرح بها. 4. يكون الإكتتاب بأسناد القرض القابلة للتحويل مقابل مساهمات نقدية فقط. 5. يكون للمساهمين من حملة الأسهم العادية حق الأولوية في شراء أسناد القرض القابلة للتحويل. 6. تطبق أحكام المادة (162) من هذا القانون على حق الأولوية بالإكتتاب بأسناد القرض القابلة للتحويل.

رابعاً: سندات القرض حسب الضمان:

قد تصدر الشركات سندات القرض على أساس الضمان، فتكون إما سندات مضمونة أو غير مضمونة، وفيما يلي بيان لكل نوع:

1. سندات القرض مضمونة:

يصدر هذا النوع من السندات مع ضمان شخصي أو عيني، وتكون بقيمة اسمية واحدة وذات استحقاق ثابت وفائدة ثابتة، وتكون هذه السندات مضمونة إما بضمان شخصي كالكفالة، أو ضمان عيني كالرهن التأميني، أو الرهن الحيازي الذي تقررره الشركة على بعض الأعيان العائدة لها؛ كضمان لوفاء قيمة السندات.³²

وتلجأ الشركات إلى إصدار هذا النوع من السندات وتدعمها بالضمان تشجيعاً منها للجمهور للإكتتاب بالسندات، حيث أن تعدد الشركات التي تحاول الحصول على قروض من خلال إصدار سندات القرض يؤدي إلى خلق نوع من المنافسة، مما يؤدي بالشركات إلى تقديم ضمانات لكي تدفع الجمهور للإكتتاب بالسندات التي تطرحها.³³

³² منير، هندي، مرجع سابق، ص 123.

³³ بني هان، حسين، مرجع سابق، ص 12.

والسندات المضمونة مثل السندات ذات الضمان العقاري، والتي تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون عادة أصلاً حقيقياً (مباني، تجهيزات)، وذلك في حال توقف المدين عن الوفاء بأصل الدين أو الفوائد المترتبة عليه.³⁴

وبالرجوع لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، نجد أن أحكام المادة (71) منه، تضمنت جواز أن تكون سندات القرض مضمونة بأموال منقولة أو غير منقولة أو عينية، فقد نصت على: "إذا كانت سندات القرض مضمونة بأموال منقولة أو غير منقولة أو بموجودات عينية أخرى أو بغير ذلك من الضمانات أو الكفالات أو الرهن...". وهذا ما تضمنه أيضاً أحكام المادة (122) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م.

وجاء قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964 وتعديلاته، بحكماً ضمناً على السندات المضمونة، إذ نصت المادة (89) على: "على مجلس الإدارة قبل القيام بالدعوة للاكتتاب بإسناد القرض ونشر أي إعلان لهذه الغاية في الصحف اليومية أن ينشر في الجريدة الرسمية بياناً يتضمن تاريخ قرار الهيئة العامة بالموافقة على الإصدار مع الإشارة إلى موافقة الوزير وعدد الإسناد التي يراد إصدارها وقيمتها الاسمية ومعدل فائدتها وموعد إيفائها وشروطه وضماناته وعدد إسناد القرض التي أصدرتها الشركة من قبل مع ضماناتها ومقدار رأسمال الشركة وقيمة المقدمات العينية ونتائج الميزانية الأخيرة المصدقة ويحمل ذلك البيان أسماء أعضاء مجلس الإدارة ويزود المراقب بنسخة من هذا البيان"، وجعل صلاحية منح هذا الضمان لموافقة الهيئة العامة العادية للشركة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (153/و) منه.

وقد أجاز قانون الشركات الأردني لسنة 1997م، إصدار مثل هذا النوع من السندات، حيث تنص المادة (122) على: "إذا كانت أسناد القرض مضمونة بأموال منقولة أو غير منقولة أو بموجودات عينية أخرى أو بغير ذلك من الضمانات أو الكفالات، فيجب أن يتم وضع الأموال والموجودات تأميناً للقرض

³⁴ الناقعة، أحمد أبو الفتوح، مرجع سابق، ص27.

وفقاً للتشريعات المعمول بها وتوثيق الرهن أو الضمانات أو الكفالة قبل تسليم أموال الاكتتاب إلى الشركة". ويفهم من هذا النص أنه في حالة كان الضمان هو عبارة عن عقار فيتوجب توثيق رهن العقار لدى دائرة تسجيل الأراضي، أما إذا كان عبارة عن مال منقول فيتم اتباع الإجراءات الخاصة بكل ما يتعلق بإيقاع الرهن.

وأجاز المشرع المصري تقرير الضمانات والكفالات على السندات لصالح مالكي سندات القرض، حيث نصت المادة (164) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري لعام 1981م، على: "إذا كانت السندات مضمونة يرهن على أموال أو الكفالة لصالح جماعة حملة السندات"، وذلك قبل إصدار السندات ويتولى اتمام إجراءات الرهن والضمان الممثل القانوني للجهة التي تضمن السندات، واشترط المشرع المصري موافقة الجمعية العامة العادية، وذلك وفقاً لنص المادة (1/161) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري لعام 1981م.

2. سندات القرض الغير مضمونة:

تصدر السندات العادية غير مقترنة بضمان عيني أو شخصي، ويعتمد حامل هذا السند على قوة المركز المالي للشركة، وقدرتها على الوفاء اتجاه دائنيها، وفي حال عجز الشركة المصدرة للسندات عن دفع الفائدة أو رأس المال، يكون لحاملها حق في الحصول على أمواله كدائن غير مضمون.³⁵

وتكون الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذه السندات حق الأولوية عن أصحاب الحقوق والإدعاءات الآخرين للشركة المصدرة، وعن حملة أسهمها، وذلك في استيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند) في أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية.³⁶

³⁵ الجمل، جمال، مرجع سابق، ص256.

³⁶ هيئة سوق رأس المال، تفعيل سوق السندات الفرص والتحديات، مرجع سابق.

خامساً: سندات القرض ذات علاوة الوفاء أو الإصدار:

تصدر الشركات سندات القرض ذات العلاوة، وذلك ترغيباً للجمهور لكي يتم الاكتتاب بسندات تلك لشركة، ويتم الاكتتاب في سندات القرض ذات علاوة الوفاء بقيمة أقل من قيمتها الاسمية التي تصدر بها، فهي تصدر بقيمة معينة ويتم الاكتتاب بأقل من هذه القيمة، إلا أن المكتتب بهذه السندات وحاملها يستحقون عند حلول ميعاد استحقاق الوفاء بقيمتها وقت الإصدار وليس القيمة الحقيقية التي يتم الاكتتاب بها.

أي أن أسناد القرض قد تكون قيمتها اسمية على سبيل المثال مائتي دينار على أن يسدد المكتتب مبلغ مائة وتسعون دينار ليتقاضى في نهاية أسناد القرض القيمة الاسمية لأسناد القرض وهي مائتي دينار مضافاً إليها الفوائد الناتجة عن أسناد القرض كنوع من أنواع الجذب للمكتتبين للاستثمار أموالهم في أسناد القرض.

إلا أنه لا يمكن أن يتجاوز الفرق بين القيمة الاسمية للأسناد القرض والقيمة المسددة مضافاً إليها الفوائد الحد الأقصى قانوناً للفائدة، أي أن علاوة الوفاء يتم احتسابها في نهاية الأمر ضمن أرباح أسناد القرض وهو ما يجعل من الفائدة الناتجة عن أسناد القرض المقترنة بعلاوة الوفاء أقل من قيمة الفائدة في الأنواع الأخرى من أسناد القرض.

ويتم احتساب الفائدة في هذا النوع من السندات على أساس القيمة الاسمية التي تصدر بها هذه السندات والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة التي يستردها حاملها وتسمى علاوة الوفاء.³⁷ أي يدفع المكتتب قيمة السند بأقل من قيمته الاسمية، وعند نهاية مدة القرض يحصل المكتتب على قيمة السند الاسمية،

³⁷ السبيسي، صلاح، مرجع سابق، ص5.

بالإضافة إلى الفوائد طيلة فترة السند، ويحسب الفرق بين ما يدفعه حامل السند عند الاكتتاب، وما يحصل عليه عند نهاية مدة القرض (علاوة وفاء).³⁸

وقد نصت الفقرة (2) من المادة (69) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على: "يجوز أن يباع سند القرض بقيمته الاسمية أو بخصم أو بعلاوة إصدار وفي جميع الحالات يسدد السند بقيمته الاسمية"، وعليه، نجد أن حكم هذه المادة أجاز بيع سندات القرض بعلاوة الإصدار، أو الخصم أي علاوة الوفاء، وهذا ما تضمنته أيضاً أحكام المادة (119) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، والتي نصت على: "يجوز أن يباع السند القرض بقيمته الاسمية بخصم أو بعلاوة إصدار". على خلاف المشرع المصري الذي لم يورد أحكام في قانون الأوراق المالية أو لائحته التنفيذية تتعلق بسندات ذات علاوة الإصدار أو الوفاء.

³⁸ دنديس، ر. (2011): النظام القانون لإدراج شركات المساهمة العامة في سوق فلسطين للأوراق المالي. جامعة القدس، فلسطين.

سادساً: سندات القرض على أساس الأجل:

تقسم سندات القرض وفقاً لأجلها إلى سندات قصيرة الأجل، وسندات طويلة الأجل، على النحو التالي:

1. سندات قصيرة الأجل:

يعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد، إذ لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة؛ بسبب انخفاض درجة المخاطرة المصاحبة لها، لذا تصدر عادة بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة.³⁹

2. سندات طويلة الأجل:

يعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل طويلة الأجل يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، إذ يتجاوز أجلها خمسة أعوام، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الصادرة على سندات قصيرة الأجل، ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.⁴⁰

وبالرجوع إلى قانون الأوراق المالية والتشريعات الثانوية الصادرة بمقتضاه، نجده لم ينص صراحة على هذان النوعين من السندات (طويلة الأجل، قصيرة الأجل)، وكذلك قانون الأوراق المالية الأردني رقم (76) لسنة 2002م، إلا أن المشرع المصري أجاز إصدار سندات قرض قصيرة الأجل والتي اعتبر مدتها لا تتجاوز سنتين، إذ نصت المادة (35) مكرر (2) من اللائحة التنفيذية على: "يجوز للجمعية العامة العادية تفويض مجلس إدارة الشركة في إصدار سندات وصكوك للتمويل والأوراق المالية الأخرى قصير الأجل (أدوات دين قصيرة الأجل) لمدة لا تتجاوز سنتين...".

³⁹ هيئة سوق رأس المال، تفعيل سوق السندات الفرص والتحديات، مرجع سابق.

⁴⁰ النجار، عنايات، شريف، وفاء، مرجع سابق، ص6.

سابعاً: السندات حسب القابلية للاستدعاء (للاسترداد):

تحتوي نشرة الإصدار على عدة بنود تتضمن حقوق والتزامات كل من المصدر والمكاتب (المقرض)، وقد تحتوي النشرة على شرط الإستدعاء الذي يخول الجهة المصدرة الحق في إستدعاء السندات، وعليه، فإنه يوجد نوعين من السندات، سندات قابلة للإستدعاء وسندات غير قابلة للإستدعاء، وفيما يلي بيان لكل نوع:

1. السندات القابلة للإستدعاء:

السند القابل للإستدعاء أو السند القابل للتسديد هو السند الذي تحتفظ الشركة فيه بحقها في إعادة شرائه قبل تاريخ استحقاقه بمبالغ وفي أوقات محددة، وتحتوي هذه السندات على شرط الإستدعاء وتصدر بعلاوة إستدعاء، ويقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها،⁴¹ إلا أنه ليس خياراً جذاباً للمستثمر الذي يحتاج إلى دخل ثابت.

ويكون السند القابل للإستدعاء محدد بسعر ثابت، حيث يحث للشركة المصدرة سداد القيمة الاسمية بقيمة متفق عليها مسبقاً قبل استحقاق السند، ومصدر السند غير ملزم بإعادة شراء السند، فقط لديه خيار الصحيح لإستدعاء السند قبل الإصدار.

وتختلف السندات القابلة للإستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها للإستدعاء، وقد تكون هذه السندات قابليتها للإستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وإذا امتنع عن ذلك يحرم من فائدة السند دون أن يرتب ذلك أية مسؤولية على الجهة المصدرة.⁴²

⁴¹ مطر، محمد، تيم، فايز. (2005): إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى. دار وائل للنشر، عمان.

⁴² الناقه، أحمد أبو الفتوح مرجع سابق، ص 27.

فالسندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك غير قابلة للإستدعاء، وحتى فيما بين السندات القابلة للإستدعاء تتفاوت معدلات بتفاوت مهلة الحماية، فكلما طالت مهلة حماية السند من الاستدعاء كلما نقص معدل الفائدة والعكس بالعكس.⁴³

ويكمن الغرض من إصدار أسناد قابلة للاستدعاء، وذلك لأنه يمكن الشركة من إصدار السندات القابلة للإستدعاء، وذلك في حالة إنخفاض أسعار الفائدة، إذ تستطيع الشركة استدعاء السند وسداد الدين من خلال ممارسة خيار الشراء ومن ثم إعادة تحويل الدين بسعر الفائدة أقل، وبالتالي، توفير تكاليف الفائدة للشركة.

وقد تضمنت المادة (80) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، حكم يفيد بحق الشركة بإطفاء سندات القرض، إذ نجدها نصت على: "يجوز أن تتضمن شروط الإصدار حق الشركة استدعاء سندات القرض للإطفاء وفقاً لنشره الإصدار"، وبالتالي، يجوز للشركة إصدار سندات القرض قابلة للإستدعاء خلال المدة والشروط التي تحددها نشرة الإصدار، في حين لم نجد أي حكم في التشريعات المصرية أو الأردنية تمنح الشركة إصدار مثل هذه السندات.

2. السندات الغير قابلة للإستدعاء:

يكون لحامل هذه السندات الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للاسترداد لأي سبب من الأسباب. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.⁴⁴ ويمكن التمييز بين السندات القابلة

⁴³ مطر، محمد، تيم، فايز، مرجع سابق، ص 105.

⁴⁴ مطر، محمد، تيم، فايز، مرجع سابق، ص 104.

للإستدعاء والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، على النحو الآتي:

1. إذا تم إصدار السند مع خيار الاسترداد قبل الاستحقاق، فإنه يسمى السند القابل للإستدعاء، وإذا تم إصدار السند مع خيار تحويله إلى عدد من الأسهم العادية في تاريخ مستقبلي، فإنه يسمى السند القابل للتحويل.

2.السندات القابلة للتحويل: هي أدوات دين يمكن تحويلها إلى عدد محدد مسبقاً من أسهم حقوق الملكية خلال فترة السند، أما السندات القابلة للإستدعاء أو الاسترداد هي سندات يمكن للمصدر استردادها قبل تاريخ الاستحقاق.

3. يجوز تحويل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بناءً على تقدير حامل السند، في حين لا يمكن تحويل السندات القابلة للاستدعاء إلى أسهم ملكية.

4. تحقق السندات القابلة للتحويل فائدة من وجهة نظر المستثمرين، لأنها تتيح لهم الخيارات بأن يصبحوا مساهمين مستقبليين في الشركة وفقاً لتقديرهم، أما السندات القابلة للاستدعاء ليست خياراً جذاباً للمستثمرين الذين يحتاجون إلى دخل ثابت، ولكنها في المقابل استثماراً مريحاً للشركات، حيث يمكنها إعادة إصدار الديون بسعر فائدة أقل.

ثامناً: سندات القرض ذات النصيب:

تصدر هذه السندات بقيمتها الإسمية ويحصل حاملها على الفائدة المقررة له، والجائزة المالية حال فوزه في القرعة السنوية، وقد تشترط بعض الشركات عند إصدارها لهذه السندات عدم استيفاء الفائدة لحامل السند في حال عدم الفوز بالقرعة.⁴⁵

⁴⁵ الجمل، جمال، مرجع سابق، ص258.

وتكون الفائدة في هذه السندات بمعدل أقل من المعدل العادي، حيث إن الفرق بين معدل الفائدة في هذه السندات والمعدل الفائدة العادي يجمع من قبل الشركة وتمنح كجائزة للسندات التي تفوز بالقرعة السنوية.⁴⁶

وقد أجازت أحكام المادة (94) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964 وتعديلاته، النافذ في الضفة الغربية، إصدار هذا النوع من السندات، إذ نصت على: "يجوز إصدار إسناد قرض ذات مكافأة تدفع عند استهلاك السند أو وفائه"، كما أجازته أحكام المادة (131) من قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997م، الساري في الأردن، إذ نصت على: "يجوز أن تتضمن شروط الإصدار حق الشركة بإطفاء أسناد القرض بالقرعة سنوياً على مدى مدة أسناد القرض".

وأجازت بعض التشريعات إصدار الأسناد ذات النسيب، ولكن بشرط كالمشرع الفرنسي الذي اشترط أن تصدر بمقتضى قانون خاص، والمشرع اللبناني الذي اشترط لإصدارها الحصول على ترخيص حكومي يعطى بناءً على اقتراح وزير الاقتصاد الوطني.

يرى الباحث أن مواد قانون الأوراق المالية تضمنت أحكام تفيد بجواز تداول أنواع من السندات، منها السندات الاسمية والسندات ذات علاوة الإصدار بصريح نص الفقرة (2) من المادة (69) من القانون، والتي نصت على: "يجوز أن يباع سند القرض بقيمته الاسمية أو بخصم أو بعلاوة إصدار وفي جميع الحالات يسدد السند بقيمته الاسمية"، والسندات المضمونة وفقاً لأحكام المادة (71) منه، والتي نصت على: "إذا كانت سندات القرض مضمونة بأموال منقولة أو غير منقولة أو بموجودات عينية أخرى أو بغير ذلك من الضمانات أو الكفالات أو الرهن، فيجب أن يتم وضع تلك الأموال والموجودات تأميناً للقرض وتوثيقها قبل تسليم أموال الاكتتاب في سندات القرض إلى الشركة وفقاً للتشريعات المعمول بها"،

⁴⁶ الحناوي، محمد صالح، مرجع سابق، ص25.

والسندات القابلة للتحويل وفقاً لأحكام المادة (74) منه، والتي نصت على: "يجوز للشركة إصدار سندات قرض قابلة للتحويل إلى أسهم على أن يتضمن قرار مجلس الإدارة جميع القواعد والشروط التي يتم على أساسها تحويل السندات إلى أسهم وفقاً للقانون ولتعليمات الهيئة"، والسندات القابلة للإستدعاء وفقاً لأحكام المادة (80) منه، والتي نصت على: "يجوز أن تتضمن شروط الإصدار حق الشركة استدعاء سندات القرض للإطفاء وفقاً لنشرة الإصدار".

وكان حرياً على المشرع الفلسطيني أن يرد أحكام تتضمن أنواع أخرى من السندات؛ وذلك لجذب المستثمر على الإستثمار في الأوراق المالية، لما لهذا الإستثمار من تحقيق التنمية في القطاع الإقتصادي للدولة، وفقاً للمشرع المصري الذي أجاز في المواد (35 مكرر) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992م، إصدار سندات وصكوك تمويل خضراء تخصص لتمويل وإعادة تمويل المشروعات الخضراء الصديقة للبيئة.

المطلب الثاني: خصائص سندات القرض وتمييزها عن غيرها من الأوراق المالية:

تعتبر السندات مصدر هام للتمويل لمختلف الجهات سواء أكانت شركات أو حكومات، وتتمتع السندات بعدد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، كما أنها تتميز بعدد من السمات المنفردة التي تزيد تميزها عن غيرها، وسنقوم بتوضيح هذه الخصائص التي تتميز بها السندات وأيضا السمات المنفردة لها، والتميز بينها وبين غيرها من الأوراق المالية.

الفرع الأول: خصائص سندات القرض:

تمتع سندات القرض بخصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية وصكوك الديون العادية، الصادرة عن الجهات التي أجاز لها القانون إصدارها، وفيما يلي بيان لأهم هذه الخصائص، على النحو الآتي:

1. سندات القرض أوراق مالية:

بين قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، المقصود بالورقة المالية، بموجب أحكام المادة (3) بأنها حقوق أو أدوات دين سواء كانت محلية أو أجنبية توافق الهيئة على اعتمادها، وجاءت الفقرة الثانية من ذات المادة لتعتبر السندات ضمن أوراق مالية، أي قابلة لتداول في سوق الأوراق المالية. ونصت المادة (68) من ذات القانون على: "تكون سندات القرض اسمية وقابلة للتداول، وتسجل أسماء مالكيها، ويوثق البيع الواقع عليها في المركز، وتكون هذه السندات قابلة للتداول في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون".

وكذلك أيضاً اعتبر المشرع الأردني بشكل صريح سندات القرض الصادرة عن الشركات أوراق مالية، إذ نص في الفقرة (ب) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017م، على: " تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي: 1- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول. 2- أسناد القرض الصادرة عن الشركات..."، على خلاف المشرع المصري، الذي لم يورد أي حكم باعتبار سندات القرض أوراق مالية بشكل صريح، وإنما اقتصر على جواز تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية.

2. سندات القرض قابلة للتداول:

يعتبر السند قابل للتداول سواء بطرق التجارية أو في سوق الأوراق المالية، ويشبه السند السهم في هذه الخاصية،⁴⁷ ويعتبر أيضاً ذات قيمة موحدة في الإصدار الواحد غير قابلة للتجزئة، تمثل جزءاً من قرض جماعي طويل الأمد على الشركة، ويستحق الوفاء في نهاية أجل القرض بعد أن تكون الشركة قد سددت الفوائد المقررة له في الميعاد المحدد في بيان الإصدار.⁴⁸

⁴⁷ مطر، محمد، تيم، فايز، إدارة المحافظ الإستثمارية، مرجع سابق، ص100.

⁴⁸ العكيلي، عزيز. (2007): الوسيط في الشركات التجارية دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، الطبعة الأولى. دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.

وأكدت أحكام المادة (68) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على قابلية السند للتداول في السوق، إذ نصت على: " تكون سندات القرض اسمية قابلة للتداول وتسجل بأسماء مالكيها ويوثق البيع الواقع عليها في المركز، وتكون هذه السندات قابلة للتداول في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون".

وتضمن قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964 وتعديلاته، حكم يفيد بقابلية السندات للتداول (بطرق التجارية)، إذ نصت الفقرة (2) من المادة (86)، على: "أسناد القرض هي وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة لتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أقترضوها للشركة قرصاً طويلاً الأجل".

وأكد المشرع الأردني على قابلية السند للتداول، بموجب أحكام المادة (116) من قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، والتي تضمنت أحكام تفيد بأن سندات القرض أوراق مالية قابلة للتداول ويحق للجهات التي أجاز لها بإصدارها طرحها في سوق الأوراق المالية وفقاً لأحكام قانون الشركات وقانون الأوراق المالية.

وقد جاءت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992م، بحكم يفيد قابلية السندات للتداول، على أن تصدر في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول، وتخول الصكوك أو السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.

ويتم تداول السند إذا كان اسماً بانتقال ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة، وإذا كان السند لحامله تنتقل ملكيته بطريق التسليم، وإذا كان السند لأمر تنتقل ملكيته بطريق التظهير، ويترتب على تداول السند، أن الحامل الحالي للسند، لا يعتبر في علاقته بالشركة المدينة مجرد محال إليه له نفس حق الحامل السابق، وإنما يكون له حق خاص مباشرة تجاه الشركة، ولا يجوز للشركة أن تدفع في مواجهته إلا بالدفع المستمدة من نص السند ذاته، أما الدفع الخاصة بالحمل السابقين فليس للشركة التمسك بها في مواجهته.

وإذا حصل التداول بعد فقد السند أو ضياعه أو سرقة، فإنه من يجوز الصك بسبب صحيح وحسن النية، يعتبر مالكا له، ومن ثم يجوز للشركة دفع قيمته لحائز الصك دون أن تلتزم بالتحري عن حقيقه ملكيته، ومع ذلك يجوز للمالك الحقيقي أن يسترد الصك من حائزه حسن النية خلال ثلاث سنوات من الضياع أو السرقة. وإذا كان حائز الصك قد اشتراه بحسن نية في سوق عام، فلا يجبر على إعادته المستحقة إلا مقابل الثمن الذي دفعه أو قيمته وقت الاستحقاق أيهما أقل.

أما في حال تجرد صاحب السند الاسمي من حيازته بضياعه أو سرقة، فإنه لا يتعرض لنفس المخاطر التي يتعرض لها صاحب السند لحامله، إذ يتوجب عليه إبلاغ الشركة بالضياع أو السرقة حتى لو تقدم الحائز للصك لتحصيل قيمته، فيجب عليه إثبات حيازته، فإذا عجز عن الإثبات استرد منه الصك، وأعيد لمالكة الحقيقي الثابت اسمه في سجلات الشركة ويجوز لصاحب الصك أن يحصل من الشركة على نسخة أخرى.

ولطالما أجازت التشريعات الحديثة أن يكون السند لحامله، بحيث يتداول بطريق التسليم، إذ يترتب عليه خطر كبير، ذلك أن الحق يندمج في الصك، بحيث يعتبر بمثابة منقول مادي تنطبق عليه قاعدة الحيابة في المنقول سند الملكية، وتطبق عليه أحكام المادة (113) من قانون البينات الفلسطيني.

فإذا فقد الصك أو سرق وحصل تداوله، فإنه من يجوز الصك بسبب صحيح وحسن النية يعتبر مالكا له، ومن ثم يجوز للشركة دفع الأرباح للحائز دون أن تلتزم بالتحري عن حقيقة ملكيته، ومع ذلك يجوز للمالك الحقيقي أن يسترد الصك من حائزه حسن النية خلال ثلاث سنوات من الضياع أو السرقة، وإذا كان حائز الصك قد اشتراه بحسن النية في سوق عادية أو اشتراه ممن يتجر في مثله، فلا يجبر على إعادته لمستحقه إلا مقابل الثمن الذي دفعه.

وهذه الحماية تقرها القواعد العامة للمالك الحقيقي للصك عند سرقة أو ضياعه، إلا أن هذه الحماية قاصرة، وذلك لأن من يسرق الصك أو يجده لا يحتفظ به في العادة، وإنما يبادر إلى بيعه لحائز حسن

النية، وهذا الحائز يحصل على الصك في الغالب عن طريق الشراء في البورصة أو بواسطة سمسار للأوراق المالية، بحيث لا يستطيع المالك الاسترداد، إلا إذا دفع للحائز الثمن الذي دفعه وهو يعادل عادة قيمة الصك الحقيقية، مما تنقضي معه كل فائدة من استرداده.

ولم يعالج المشرع موضوع سرقة الصكوك لحاملها أو ضياعها، إلا أن القضاء بادر إلى سد هذا الفراغ التشريعي، وأجاز للمالك الحقيقي تقديم اعتراض إلى الشركة، يحدد فيه الصك المسروق أو الضائع، ويطلب منه الامتناع عن دفع قيمة الصك في حالة استهلاكه لمن يتقدم إليها بالصك وأن يحتفظ بالمبالغ المستحقة.

وإذا ظهر حائز الصك بعد ذلك، جاز للمالك أن يرفع عليه دعوى استرداد ليسترد الصك منه، وتلتزم الشركة بالوفاء لمن يصدر الحكم لصالحه، أما إذا لم يظهر الحائز جاز للمالك أن يستصدر من المحكمة ترخيصاً يقضي بقيمة السند مقابل تقديم كفيل يضمن الوفاء للحائز متى ظهر بعد ذلك وقضى له بصحة إدعائه.

ولا يجوز لمن تجرد من حيازة الصك بسرقة أو ضياع أن يطالب الشركة بنسخة أخرى منها، لإحتمال أن يظهر حائز الصك قبل إنقضاء المدة المسقطه للعقوبة.

3. سندات القرض غير قابلة للتجزئة:

يكون سند القرض الغير قابل للتجزئة، وذلك بتسجيله باسم شخص واحد، ولا يجوز أن يملكه أكثر من شخص، إلا إذا آل إليهم بالميراث، إذ يجب في هذه الحالة اختيار واحد من الورثة لتسجيل السند باسمه، وليس لأي منهم حق بمطالبة الشركة بصك خاص يبين حصته في السند المشترك أو مطالبة الشركة بإعطائه نصيب حصته في الفوائد،⁴⁹ وذلك وفقاً لأحكام المادة (38) من قانون الأوراق المالية رقم (12)

⁴⁹ السيسي، صلاح الدين مرجع سابق، ص10.

لسنة 2004م، والتي نصت على: "1. يجب تسجيل الأوراق المالية المصدرة باسم شخص محدد وفقاً لأحكام القانون".

ويكون السند اسماً أو مسجلاً متى حمل اسم مالكه، إذ يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، والسندات الإسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل هنا كلاً من الدين الأصلي وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً، ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.⁵⁰

وقد خلا قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، من النص على هذه الخاصية للسند، إلا أن أحكام قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، وتعديلاته، أكدت على عدم قابلية سندات القرض للتجزئة، إذ نصت في الفقرة (2) من المادة (86) منه، على: "2- إسناد القرض هي وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرصاً طويلاً الأجل".

وبالرجوع إلى أحكام قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، وقانون الأوراق المالية الأردني رقم (18) لسنة 2017م، نجد أن أحكامهما قد خلت من النص على عدم قابلية سندات القرض للتجزئة، وكذلك القانون المصري رقم (95) لسنة 1992م، بإصدار قانون سوق المال، ولأئحته التنفيذية.

ويرى الباحث أن المشرع الفلسطيني أحسن بالنص على عدم قابلية سندات القرض للتجزئة، وذلك لأن قابلية سندات القرض للتجزئة سيؤدي إلى إشكاليات عديدة، منها وجود أكثر من مالك لسند القرض

⁵⁰ بني هان، حسين، مرجع سابق، ص16.

وبالتالي، تقسيم الشركة لقيمة السند والفائدة المترتبة عليه على مالكي السند كل بحسب حصته، وأيضاً وجود أكثر من ممثل للسند في هيئة مالكي سندات القرض وما يترتب على ذلك من وجود أكثر من ممثل في التصويت على قراراتها.

4. سندات القرض لها قيمة إسمية متساوية:

تتساوي القيمة الاسمية للسندات في الإصدار الواحد من حيث الشروط الإصدار والحقوق والواجبات.⁵¹ أي يترتب على تساوي القيمة الاسمية للسندات المساواة بين حقوق حملة السندات في الحقوق والالتزامات تجاه الشركة.⁵²

وهذا ما تضمنته قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 1964م، وتعديلاته، بموجب أحكام الفقرة (2) من المادة (47) والتي نصت على: "تصدر الشركات المساهمة أسهماً وأسناد قرض وهي متساوية في الحقوق والواجبات ولا يجوز التمييز بينهما إطلاقاً"، ونجد أن المشرع لم يضع حداً أدنى لقيمة السند، وكذلك أكد قانون الشركات الأردني رقم (12) لسنة 1997م، على القيمة الإسمية لسندات القرض، بموجب أحكام المادة (119) منه، والتي نصت على: "أ- تكون أسناد القرض بقيمة إسمية واحدة في الإصدار الواحد وتصدر شهادات الإسناد بفئات مختلفة لأغراض التداول. ب- يجوز أن يباع سند القرض بقيمته الإسمية...".

وهذا أيضاً ما تضمنته أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بقانون رقم (95) لسنة 1992م، في المادة (37)، إذ نصت على: "تصدر السندات أو صكوك التمويل في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول، تخول الصكوك أو السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة".

⁵¹ هندي، منير، مرجع سابق، ص 131.

⁵² الحناوي، محمد صالح، مرجع سابق، ص 43.

5. سندات القرض قرض جماعي واحد:

يعد سند القرض بمثابة قرض جماعي، إذ يمثل سندات قرضاً على الشركة ويكون مالكي السندات مقرضون، لذلك فهو قرض جماعي قيمته هي القيمة الاسمية لمجموع السندات التي طرحت في الاكتتاب.⁵³

حيث إن الشركة عندما تلجأ للاقتراض من الجمهور عن طريق إصدار سندات القرض، فإنها لا تقترض من كل مكتتب بهذه السندات على حده، إنما ترتبط في كل إصدار بقرض واحد بعدد المكتتبين، إذ ترتبط في الإصدار الواحد بعقد قرض واحد، أي أن الشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة، ولكن مع مجموع المقرضين، والقرض الواحد هو مبلغ إجمالي مقسم إلى أجزاء متساوية يمثل كل جزء منها صك يسمى بالسند ويقتضي تساوي القيمة السندات المساواة بين حملة حقوق حملة سندات إصدار الواحد تجاه الشركة.⁵⁴

ويلاحظ أن القانون لم يضع حداً أدنى لقيمة السند كما فعل بالنسبة للسهم، إلا أنه جرت العادة أن تكون قيمة السندات مرتفعة.

الفرع الثاني: التمييز بين السندات القرض وغيرها من الأوراق المالية.

نصت الفقرة (2) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على: " تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي: أ- الأسهم والسندات. ب- الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صادق الاستثمار. ج- المشتقات المالية ومنها الأسهم والسندات القابلة للتحويل، وعقود خيار البيع

⁵³ العيكي، عزيز، مرجع سابق، ص 171.

⁵⁴ الشراوي، سمير. (1986): الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة.

وعقود خيار الشراء..."، لذا سيتم التمييز بين سندات القرض، والأسهم والوحدات الإستثمارية، ومن ثم التمييز بين سندات القرض والمشتقات المالية.

أولاً: التمييز بين سندات القرض، والأسهم والوحدات الإستثمارية.

سيتم بيان الفرق بين سندات القرض والأسهم لكونهم أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، على النحو التالي:

الفرق بين سندات القرض والأسهم.

للتمييز بين سندات القرض والأسهم لا بد من تعريف كل منهما، ومن ثم توضيح التشابه والاختلاف بينهما، إذ عرفت المادة (2) من قانون الاوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، سندات القرض على أنها: "هي الأوراق المالية التي تطرحها الشركات المساهمة العامة أو المؤسسات الحكومية أو المؤسسات العامة للاكتتاب العام والتداول للحصول بموجبها على قرض تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمته الاسمية والفوائد المترتبة عليها وفقاً للشروط الواردة في نشرة الإصدار".

وبالرجوع إلى ذات القانون، نجد أنه لم يورد تعريف للأسهم، وكذلك أحكام قانون الأوراق المالية الأردني رقم (18) لسنة 2017م، وأحكام قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، وقانون رقم (95) لسنة 1992م، بإصدار رأس المال المصري.

وتعرف الأسهم في الفقه على أنها: سند ملكية يمثل حصة مالكها من الحصص المتساوية المقسم إليها رأس المال المطلوب للمساهمة، وتخول هذه الحصة مالكها الحصول على أرباح أو اقتسم الممتلكات أو تحمل الخسارة.⁵⁵

ويمكن إبراز أهم الخصائص التي تمتاز فيها الأسهم، على النحو الآتي:

⁵⁵ السراحنة، أيمن. (2015): دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين. جامعة القدس، فلسطين.

1. تساوي قيمة الأسهم:

يكون رأس مال الشركة مقسم إلى أسهم متساوية القيمة، ويترتب على ذلك المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم، من حيث الحصول على أرباح الشركة، والحق في التصويت في الهيئة العامة، وفي الإلتزامات المترتبة على مالك نتيجة ملكيته للأسهم.⁵⁶

ونجد أن أحكام الفقرة (1) من المادة (47) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، تضمنت تساوي القيمة للأسهم التي تصدرها الشركة، فقد نصت على: "يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة...". وهذا ما تضمنه أحكام الفقرة (أ) من المادة (95) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، بنص غير صريح على تساوي قيمة الأسهم، من خلال تحديده قيمة السهم بدينار واحد، وبالتالي، تساوي قيمة الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة العامة. وأضف أن قانون رقم (95) لسنة 1992م، بإصدار قانون سوق المال المصري، أكد في أحكام المادة (1) على تساوي القيمة الإسمية للأسهم، وحدد قيمة السهم بأن لا تقل عن عشرة قروش ولا تزيد على ألف جنيه، وكذلك أحكام المادة (2) من الفصل الأول من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1981م وتعديلاته، نصت على تساوي قيمة الأسهم.

2. عدم قابلية السهم للتجزئة:

يتمتع السهم بعدم قابليته للتجزئة، وتعني عدم جواز تعدد مالك السهم أمام الشركة، حيث إن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد، نتيجة لإرث أو وصية أو هبة، لا يسري في مواجهة الشركة، ويلتزم صاحب السهم في هذه الحالة بإختيار شخص فيما بينهم، يتولى الحقوق المتصلة بالسهم تجاه الشركة، ويعد هذا الشخص الحائز الوحيد أمام الشركة، ولا يكون لكل من مالكي السهم الحق في الحصول على ما يمثله نصيبه في السهم من أرباح، كما لا يكون لكل منهم صوت في الجمعية.⁵⁷

⁵⁶ حميد، عباس، خنطيل، مناف. (2017): سوق العراق للأوراق المالية، جامعة القادسية، العراق.

(<https://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2017.01/08/2020>)

⁵⁷ العتيكي، مجيد. (2004): الشركات في القانون الإنجليزي، توزيع مكتبة عدنان، بغداد.

وأكد قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، على هذه الخاصية، إذ نصت أحكام الفقرة (7) منه، على: " السهم غير قابل للتجزئة، إنما يجوز أن يشترك في أكثر من شخص يمثلهم تجاه الشركة شخص واحد وكذلك الحال إن اشتركوا في عدة أسهم"، وكذلك أحكام المادة (96) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، وأحكام المادة (31) من الفصل الأول من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1982م، والتي تضمنت حكم يفيد بعدم قابلية السهم للتجزئة، وأيضاً أحكام (128) من اللائحة التنفيذية رقم (96) لسنة 1982م، لقانون الشركات المصري.

3. عدم جواز إصدار السهم بقيمة تقل عن قيمته الإسمية:

وهذا ما أكدت عليه أحكام الفقرة (1) من المادة (47) من قانون الشركات رقم (22) لسنة 1964م، إذ نصت على: "يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة وتصدر الأسهم بقيمتها الاسمية ولا يجوز إصدارها بقيمة أدنى من هذه القيمة". وأحكام الفقرة (أ) من المادة (95) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، بتحديد قيمة السهم بدينار واحد، إذ نصت على: "يحدد رأس مال الشركة المساهمة العامة المصرح به وكذلك الجزء المكتتب به فعلاً بالدينار الأردني ويقسم إلى أسهم أسمية وتكون قيمة السهم ديناراً واحداً...". وأحكام المادة (31) من الفصل الأول من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1982م، والتي تضمنت حكم يفيد بأنه لا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الأسمية.

4. تحديد المسؤولية بقيمة الأسهم:

لا يتحمل المساهم من الديون والالتزامات المترتبة على الشركة إلا بقدر ما يملكه من الأسهم في رأس المال،⁵⁸ وهذا ما أكد عليه المشرع المصري في أحكام المادة (131) من اللائحة التنفيذية رقم (96)

⁵⁸ حميد، عباس، خنطيل، مناف، مرجع سابق، ص9.

لسنة 1982م، لقانون الشركات المصري، والتي نصت على: " مع عدم الإخلال بأوضاع الأسهم الممتازة وغيرها من الأسهم ذات الطبيعة الخاصة، تكون جميع حقوق والتزامات أصحاب الأسهم متساوية، ولا يلتزم المساهمون إلا بقيمة كل سهم مضافاً إليها مصاريف وعلاوات الإصدار بحسب الأحوال كما لا يجوز بأية حال زيادة إلتزاماتهم".

5. قابلية السهم للتداول:

نصت الفقرة (2) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على: " تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي: أ- الأسهم والسندات."، وبالتالي، فالسهم ورقة مالية قابل لتداول في سوق الأوراق المالية، وتضمنت المادة (45) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1982م، أحكام تفيد بقابلية السهم للتداول وفقاً لأحكام قانون الشركات وقانون سوق رأس المال. وجاءت أحكام المادة (90) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م، تفيد بقابلية الأسهم للإدراج والتداول في سوق الأوراق المالية.

ويرى الباحث أن السهم يمثل حق للمساهم في رأس مال الشركة، إذ يتحمل المساهم الخسارة والربح بمقدار مساهمته في رأس مال الشركة، بينما تعد السندات بمثابة قرض تصدره شركة المساهمة العامة ويحصل المكتتب بموجبه على الفوائد، على أن تلتزم الشركة بسداد قيمته الإسمية أي لا تدخل قيمته في رأس مال الشركة.

وفيما يلي توضيح أوجه الشبه بين سندات القرض والأسهم والاختلاف بينهما، على النحو التالي:

• أوجه التشابه:

تتشابه الأسهم والسندات بأنه لكل منهما قيمة اسمية، وكتاهما قابلة للتداول، وتتأثر أسعارهما في السوق تبعاً لقوة العرض والطلب،⁵⁹ لذا نورد أهم أوجه التشابه، على النحو الآتي:

1. أنهما يعدان من المنقولات المعنوية التي تسمى بالقيم المنقولة.⁶⁰
2. أنهما يتمتعان بخاصية القابلية للتداول سواء بالطرق التجارية أو في سوق الأوراق المالية.⁶¹
3. أنهما يصدران باسم شخص معين، بحيث يمثلان حقوقاً تندمج بالصك المثبت لها، وبالتالي تداول الحقوق التي يمثلانها عن طريق القيد في السجلات الخاصة.⁶²
4. أن كلاً منهما يعود بالدخل على صاحبه، فالسهم عن طريق الأرباح والسند عن طريق الفوائد.
5. أن كلاً منهما إما يكون اسماً أو للحامل أو لأمر بناءً على شكل إصدارها تحدد كيفية تداول كلاً منهما.⁶³

• أوجه الاختلاف بين سندات القرض والأسهم:

تتميز سندات القرض عن الأسهم في العديد من الاختلافات، ويعود ذلك لطبيعة كل من الأسهم والسندات، وسنبين أهم أوجه الاختلاف بينهما على النحو الآتي:

1. إن حامل السهم يعتبر شريكاً في الشركة، وبالتالي فهو مساهماً في إدارتها وله أن يحضر اجتماعات الهيئة العامة للشركة والتصويت، كما يحق له الرقابة على أعمال مجلس الإدارة، أما حامل السند فليس

⁵⁹ سمور، نبيل. (2007): سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزي. جامعة الإسلامية، غزة.

⁶⁰ الشرقاوي، مجيد، ص49.

⁶¹ العتيكي، مجيد، مرجع سابق، ص45.

⁶² العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص 272.

⁶³ فضلي، هشام. (2005): تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.

له، باعتباره دائماً للشركة،⁶⁴ وبذلك يكون حملة السندات دائنين، في حين أن حملة الأسهم مالكين أي أن السند هو أداة دين، والسهم هو أداة ملكية.⁶⁵

2. يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة (الجهة المصدرة للسند) بمواعيد محددة أو دورية منتظمة وفقاً لما ورد في نشرة الإصدار، وبغض النظر عن نتائج أعمالها ووضعها المالي، بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عند تحقق الشركة أرباحاً أي أنها مرتبطة بنتائج أعمالها، وأن هذه الأرباح لا يتم دفعها إلى حملة الأسهم إلا عندما تقرر الشركة توزيع هذه الأرباح، ولذلك فإن عائد السندات ثابت تمثله الفائدة التي تحملها والتي تدفع لحاملي السندات سواء ربحت الشركة أم لم ترباح، حتى في حالة تحقق خسارة، في حين عائد الأسهم مرتبط بتحقيق أرباح وعندما يتقرر توزيعها على حملة الأسهم.⁶⁶

3. إن لحامل السند ضماناً عاماً على جميع أموال الشركة، فيكون له الأولوية في استيفاء قيمة السند على حامل السهم، فلا يستوفي حامل السهم قيمة السهم إلا بعد أن يستوفي صاحب السند قيمة السند وفوائده المستحقة.⁶⁷

4. إن حامل السند يستوفي قيمته في الموعد المحدد للوفاء، أما حامل السهم فإنه لا يمكنه المطالبة بقيمة السهم طالما بقيت الشركة قائمة،⁶⁸ عدا حالة لجوء الشركة إلى عملية استهلاك الأسهم.⁶⁹

⁶⁴ شعيان، فراس، مرجع سابق، ص 55.

⁶⁵ خلف، فليح. (2006): الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى. عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد.

⁶⁶ خلف، فليح، الأسواق المالية النقدية، مرجع سابق، ص 258.

⁶⁷ فضلي، هشام، مرجع سابق، ص 198.

⁶⁸ الشرقاوي، سمير، ص 51.

⁶⁹ استهلاك الأسهم هو رد قيمة السهم للمساهم خلال حياة الشركة تقبل انقضائها، والأصل أن هذا الرد غير جائز، لأن من حق الشريك البقاء في الشركة، ومع ذلك فإن استهلاك الأسهم ضروري في بعض الحالات، كما إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف على توالي الزمن كشركات المناجم، أو إذا كانت من الشركات الحاصلة على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة التي تصبح موجوداتها ملكاً للهيئة المانحة بلا مقابل ومن ثم تقوم هذه الشركات باستهلاك الأسهم أثناء حياتها حتى لا يستحيل على المساهمين الحصول على قيمة أسهمهم عند حلها.

5. لا تكون الجهة المصدرة للأسهم ملزمة بتقديم أية ضمانات لحملة الأسهم، في حين أن مثل هذه الضمانات قد يكون مطلوباً تقديمها لحملة السندات في بعض الحالات التي تقتضي ذلك.⁷⁰

6. إن انتهاء مدة القرض واستيفاء حامل السند قيمته، يترتب عليه إنهاء علاقته بالشركة المقترضة، أما الشريك حامل السهم الذي استهلك سهمه،⁷¹ فإن علاقته لا تنتهي بالشركة حيث أنه يزود بأسهم تمتع بدلاً من الأسهم المستهلكة، وهذه الأسهم الجديدة تخوله حق التمتع بالحقوق التي تكون له باعتباره شريك في الشركة كحق التصويت في الهيئة العامة وحضور اجتماعاتها، وحقه في الأرباح السنوية من فائض التصفية.⁷²

7. يكون لحامل السند الحق في طلب إشهار إفلاس الشركة إن توقفت عن وفاء ديونها ولا يكون لحامل السهم هذا الحق.⁷³

8. تسهم السندات كمصدر للتمويل في تخفيف العبء الضريبي الذي تحمله الشركة لأن عائدها (سعر الفائدة) يدخل كبند ضمن الكلفة، وقبل حساب الأرباح، ودفع الضريبة عليها، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن الكلفة ويدفع بعد حساب الأرباح، ودفع الضريبة على هذه الأرباح وقبل توزيعها على حملة الأسهم.⁷⁴

9. تصدر الأسهم عن الشركات المساهمة العامة، في حين تصدر السندات عن الشركة المساهمة العامة أو عن الدولة أو الهيئات العامة.⁷⁵

⁷⁰ خلف، فليح، الأسواق المالية النقدية، مرجع سابق، ص 259.

⁷¹ يكون استهلاك الاسهم صحيحاً بتوافر شرطان، الأول أن يكون الاستهلاك من أرباح الشركة وبذلك بتخصيص جزء من الأرباح لتكوين احتياطي خاص للإستهلاك، والثاني أن يكون منصوصاً عليه في نظام الشركة.

⁷² George A. Fontan, Tom Gentile, The Stocks Market Course, John Wiley and Son, United States, 2001.

⁷³ بني هان، حسين، مرجع سابق، ص 22.

⁷⁴ السيسي، صلاح، مرجع سابق، ص 17.

⁷⁵ شعيبان، فراس، مرجع سابق، ص 260.

ونستنتج مما سبق، أن السهم حصة الشريك في رأس مال الشركة، وبذلك يكون السهم أداة ملكية، بينما يمثل السند جزء من دين جماعي على الشركة، وبذلك يكون السند أداة دين.

ثانياً: الفرق بين سندات القرض والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

حددت أحكام الفقرة (2) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، الأوراق المالية التي يجوز تداولها في سوق الأوراق المالية، ومنها الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وعليه، سنبين الفرق بين سندات القرض والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

نظم قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، في الفصل السادس موضوع صناديق الاستثمار من حيث تكوينها وأنواعها والآثار المترتبة على إنشائها.

وعرفت المادة (1) من ذات القانون، صندوق الاستثمار على أنه: " الشخص الاعتباري المرخص من الهيئة والذي يقوم بتجميع رأس مال من مستثمرين واستثماره نيابة عنهم في محفظة أوراق مالية، أو أنواع أخرى من أصول الاستثمار بموجب عقد التأسيس وأنظمته الداخلية".

وتقوم صناديق الإستثمار بإصدار وحدات أو صكوك مالية تعرف باسم وثائق الاستثمار مقابل الأموال النقدية التي تتلقاها من الغير، وتمثل كل وثيقة حصة نسبية في صافي أصول الصندوق تتساوى مع مثيلاتها من الوثائق الأخرى.⁷⁶

وقد جاءت أحكام المادة (36) من قانون رقم (95) لسنة 1992م، بإصدار قانون سوق رأس المال المصري، بإصدار الصندوق لوثائق الإستثمار، إذ نصت على: " ويصدر الصندوق مقابل هذه الاموال

⁷⁶ أبو النصر، عصام. (1997): نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الإستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، جامعة الأزهر، غزة.

(16.09.2020.https://ebook.univeyes.com/43411/pdf)

أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق، ويتم الإكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك من الوزير..."، ونص المشرع الأردني في قانون رقم (18) لسنة 2017م، في المادة (100) منه، على: "أ- يقسم رأسمال صندوق الاستثمار المشترك إلى أسم أو وحدات استثمارية متساوية الحقوق وتقتصر مسؤولية مالكي الاسهم أو الوحدات الإستثمارية على قيمة مساهتهم في رأسمال، ويتم تسديد قيمة الأسهم أو الوحدات الإستثمارية نقداً ودفعة واحدة عند الاكتتاب بها".

وقد عرف المشرع المصري في اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال، في المادة (141) منها، بأنها: "ورقة مالية تمثل حصة شائعة لحامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق، ويشترك مالكو الوثائق في الارباح والخسائر الناتجة عن نشاط الصندوق كل بنسبة ما يملكه من وثائق".

وعرف الفقه الوثائق الاستثمارية (الوحدات الإستثمارية) بأنها أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأشخاص وإستثمارها في الأوراق المالية عن طريق جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك بهدف تقليل مخاطر الإستثمار وزيادة العائد.⁷⁷ أي أن الوحدات الاستثمارية أوراق مالية تصدرها صناديق الاستثمار مقابل الأموال التي يتلقاها الصندوق من المستثمرين.⁷⁸

وتعد الوظيفة الأساسية لإصدار الوحدات الاستثمارية هي استثمار مدخرات المكتتبين في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار، واستفادة الجمهور الذين لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية، حيث تكون لهم حصة شائعة في صندوق

⁷⁷ أبو النصر، عصام، مرجع سابق، ص7.

⁷⁸ الحناوي، محمد صالح، مرجع سابق، ص37.

الاستثمار، ويلجأ إلى الاستثمار في هذه الأوراق المالية أصحاب الأموال الذين تنقصهم الخبرة الكافية

لتكوين محفظة من الأوراق المالية، أو الذين لا يملكون الوقت الكافي لإدارة تلك المحفظة.⁷⁹

ونجد أن الوحدات الاستثمارية تتشابه مع خصائصها سندات القرض، على النحو الآتي:

1. تصدر كل من الوحدات الاستثمارية وسندات القرض بقيم متساوية القيمة مقابل حصص نقدية

مقدمة بالكامل ولا يجوز إصدارها مقابل حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها.⁸⁰

2. لا يشترك حامل السند و حامل وثيقة الاستثمار في إدارة الشركة ولا حضور اجتماعات الهيئة

العامة أو التصويت فيها، لأن حامل السند لا يملك في رأسمال الشركة أو الجهة التي أصدرته فهو

دائن للشركة بمبلغ القرض والفوائد، وحامل وثيقة الاستثمار لا يشارك في إدارة الصندوق المصدر لها،

لأن الإدارة فيه تكون متخصصة يتولاها مدير الصندوق.⁸¹

3. قابلية كل من وحدات الاستثمارية وسندات القرض للتداول في بورصة الأوراق المالية.⁸²

وتختلف الوحدات الاستثمارية عن سندات القرض، في كل من الآتي:

1. يشارك حملة الوحدات الاستثمارية أو وثائق الاستثمار في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح

وخسائر بنسبة ما يملكه من وثائق،⁸³ بينما يستحق المكتتب في سندات القرض بمجرد تحقق تاريخ

الاستحقاق فائدة محددة والمبلغ الذي دفعه.

⁷⁹ Paul Davies. (2001). Gower Principals of Modern Company Law, 6th edition, Sweet and Maxwell. P 32.

⁸⁰ فرحان، نبأ. (2016): المركز القانوني لحاملي وثائق الإستثمار (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق للعلوم القانونية والسياسية، العدد (3).

(<https://www.iasj.net/iasj/download/84b3fd.20.09.2020>)

⁸¹ فرحان، نبأ، مرجع سابق، ص 421.

⁸² رمضان، زياد. (1998): مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.

⁸³ عطية، حليلة. (2020): دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة صناديق الإستثمار السعودية خلال فترة

(2006-2020). جامعة محمد خضير، الجزائر.

2. تمثل وثائق الاستثمار سند ملكية لحصة شائعة في الموجودات الكلية للصندوق ويكون للمكتب جميع الحقوق والواجبات المقررة شرعاً للمالك،⁸⁴ ولحامل السند بصفته دائناً للشركة الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل حامل وثيقة الإستثمار، لأن حامل وثيقة الإستثمار ليس دائناً للشركة التي أسست الصندوق،⁸⁵ بينما تمثل سندات القرض ديناً للمكتب فيها، وبالتالي، فإن علاقة المكتب لسند بالشركة هي المديونية.

3. يحقق الاستثمار في الوثائق الاستثمارية ميزة بأن للمكتب تخفيض درجة المخاطرة التي قد يتعرض لها وحصوله على عوائد دورية والمشاركة في الأرباح الرأسمالية وإمكانية الاسترداد وتعظيم العائد،⁸⁶ أما في حال الاكتتاب في سندات القرض فلا مجال للمخاطرة فيها، إذ يحصل المكتب على فائدة واسترداد المبلغ بتاريخ محدد، ولا يكون المكتب شريك في الأرباح، ولا يكون هناك مجال لإمكانية تعظيم العائد لأنه يحصل على فائدة محددة فقط.

ونستنتج مما سبق، أن كلاً من سند القرض والوثائق الإستثمارية (الوحدات الإستثمارية) أوراق مالية قابلة للتداول، إلا أن حامل الوثائق الإستثمارية يشارك في نتائج الصندوق سواء كان ربح أم خسارة علا خلاف مالك سندات القرض.

ثالثاً: التمييز بين سندات القرض والمشتقات المالية.

نصت الفقرة (2) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على أنه: " تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي: أ- الأسهم والسندات، ب- الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صادق الإستثمار، ج- المشتقات المالية ومنها الأسهم والسندات القابلة للتحويل، وعقود خيار البيع

⁸⁴ الأمين، يعقوب. (2019): محافظ وصناديق الإستثمار وأثرها على الإقتصاد السوداني. جامعة السودان لعلوم والتكنولوجيا، السودان.

⁸⁵ فرحان، نبأ، مرجع سابق، ص421.

⁸⁶ أبو النصر، عصام، مرجع سابق، ص8.

وعقود خيار الشراء، د- عقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية"، وعليه، فتعتبر المشتقات أوراق مالية قابلة للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية، لذلك لا بد من التمييز بين سندات القرض والمشتقات المالية لا سيما السندات القابلة للتحويل.

وتعد بالمشتقات المالية نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أصول حقيقية أو مالية أخرى أسهم أو سندات وعقارات وعمليات أجنبية والذهب والسلع، وترتبط تلك العقود المالية مدة زمنية محددة، ويحدد السعر والشروط عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري.⁸⁷

وتعرف عقود المشتقات المالية أيضاً بأنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كلياً على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم.⁸⁸

وتكمن أهمية تداول المشتقات المالية ودورها في سوق الأوراق المالية، بتحقيق الآتي:

1. دعم كفاءة سوق الأوراق المالية: تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية إذ توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أم المخاطرة، وبالتالي، فإن عقود المشتقات المالية من عقود الأوراق المالية متداولة في سوق الأوراق المالية، إذ يحقق المستثمر فيها مستويات فريدة من العائد والمخاطرة التي لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في السوق.⁸⁹

⁸⁷ النحال، عفت. (2017): عقود الخيارات كأداة لتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية. جامعة الأزهر، غزة.

⁸⁸ نصار، خالد. (2006): آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء المنتجات الهندسية المالية، دراسة تطبيقية على المستثمرين

في قطاع غزة. الجامعة الإسلامية، غزة.

⁸⁹ شرقي، كريمة. (2014): قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي 'دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي خلال فترة من (2013/01/01 إلى 2014/04/20). جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.

2. زيادة سيولة سوق الأوراق المالية: تعد أسواق المشتقات المالية وسيلة مهمة للحصول على المعلومات، المتعلقة بتوجيهات المستثمرين للأسعار المستقبلية، وبالتالي تتمتع المشتقات المالية بسيولة عالية، مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم. إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغاها من خلال الدخول بمراكز مضادة في السوق نفسها، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين مراكز أو إلغاؤها تبعاً لحاجياته ورغباته.⁹⁰

3. زيادة حجم الاستثمار: تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الإستثمارية، وتنويع المحافظ الإستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلاً عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين، الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات، كما يمكن استعمال المشتقات؛ لتخفيض تكاليف التمويل وزيادة عوائد بعض الموجودات أو الأدوات وذلك يجعلها مصدراً مباشراً ومنتظماً للإيرادات.⁹¹

وبالرجوع إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، نجده شمل المشتقات المالية من ضمن الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية في فلسطين، وذكر أنواع المشتقات المالية، إذ نصت البند (ج) من الفقرة (2) من المادة (3) منه، على: "المشتقات المالية ومنها الأسهم والسندات القابلة للتحويل، وعقود خيار البيع وعقود خيار الشراء"، وعليه، نجده ذكر أنواع المشتقات المالية على سبيل المثال لا الحصر، إذ أن هناك العديد من أنواع المشتقات المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، إلا أننا سنقتصر بيان الأنواع التي ذكرها قانون الأوراق المالية وهي (الأسهم والسندات القابلة للتحويل، عقود خيار البيع، عقود خيار الشراء) للتمييز بينها وبين سندات القرض.

⁹⁰ شرقي، كريمة، مرجع سابق، ص 10.

⁹¹ فتحية، عميار. (2017): القرض السندي كوسيلة حديثة للتمويل. جامعة حمه لخضر، الجزائر.

أما المشرع الأردني فقد أجاز تداول بعض أنواع المشتقات المالية، والتي ذكرها في أحكام الفقرة (2) من المادة (3) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: "تشمل الأوراق المالية، بصورة خاصة، ما يلي: 7- العقود آنية التسوية وعقود آجلة التسوية. 8- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع"، إلا أن أحكام الفقرة (أ) من ذات المادة اعتبرت أن أي ورقة وافق المجلس على اعتبارها بأنها ورقة مالية، فيجوز تداولها في سوق الأوراق المالية الأردني وسواء كانت أجنبية أو محلية، وبالتالي، يجوز إدراج أنواع أخرى من المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الأردني شريطة موافقة مجلس مفوضي الهيئة. وبالرجوع إلى التشريعات المصرية، نجد أنه تم تنظيم تداول العقود الآجلة في الفرع الثاني من الفصل الرابع من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال، دون أن يتم تنظيم أو النص على أنواع أخرى من المشتقات المالية.

• **سندات القرض والسندات القابلة للتحويل:**

توجد خصائص مشتركة بين السندات أو الأسهم القابلة للتحويل والسندات القرض، فكل منهما عبارة عن دين أو التزام، أي أنهما تمويل بالمدىونية بالملكية، وعليه، سنقتصر المقارنة بين سندات القرض مع سندات القرض القابلة للتحويل لتشابه بينهما، فلا بد من التمييز بينهما لتوضيح المقصود بكل منهما وأوجه التشابه والاختلاف بينهما، على النحو التالي:

تعج سندات القرض القابلة للتحويل، تلك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويجوز لمالكها بموجبها أن يتحولوا من مجرد مقرضي الشركة يحق لهم الحصول على فوائد عليها واسترداد قيمتها، إلى مساهمين فيها بكل ما يترتب على ذلك من آثار، ومنها تقاضي ما يستحقونه من أرباحها وتحمل خسارتها.⁹²

⁹² يملكي، أكرم. (2017): القانون التجاري الشركات (دراسة مقارنة). دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.

ويمكن تحويله باختيار حامله إلى عدد معين من حصص الأسهم العادية الخاصة بالشركة المصدرة. ويعد السند القابل للتحويل، صك سند يمكن بموجبه استبدال السند بعدد من حصص الأسهم العادية للشركة المصدرة، باختيار حامل السند.⁹³

وتتمتع هذه السندات بميزة حق التحويل إلى أسهم عادية، وذلك على أساس رغبة حاملها، ويتم تحديد طريقة التحويل وموعدها وشروط في نشرة الإصدار، ويصدر هذا النوع من السندات بنص صريح في نشرة الإصدار ويعطي حامله مهلة محددة الحق في تحويل سنداتة إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.⁹⁴

وبالتالي، نجد أن السندات القابلة للتحويل يتم إصدارها للحصول على دين أقل بتكلفة فائدة أقل، ويلجأ لها المستثمر للحصول على فوائد ثابتة ومخاطرة أقل من تلك المتعلقة بالأسهم.

ويوجد تشابه بين كل منهما من حيث طبيعتهما وتاريخ استحقاقهما وحقوق حملتهما، متمثلة بالآتي:

1. أنهما يمثلان ديناً لحاملهما، وبالتالي فإن علاقة حامل السند بالشركة هي المديونية.
2. أنهما قابلان للتداول بطرق التجارية.⁹⁵
3. أن كلاهما قرض جماعي، بمعنى أن الشركة لم تتعاقد بشكل فردي مع كل حامل على حدة، وإنما مع مجموع المكنتبين عن طريق إصدار قرض واحد للإكتتاب العام، ومن ثم يقسم القرض إلى أجزاء متساوية يضمن كل واحد منهما في سند.⁹⁶

⁹³ هلاله، نادية. (2020): سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم. جامعة محمد لمين دباغين، الجزائر.

⁹⁴ رزيقة، حربية، مرجع سابق، ص 24.

⁹⁵ ربابعة، عبد الرؤوف. (2006): الاستثمار في الأوراق المالية والإفصاح ودور المستثمر، هيئة الأوراق المالية، الأردن.

⁹⁶ العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص42.

4. حق حملة السندات في فائدة ثابتة باختلاف نسبتها حسب السند تدفع لهم في المواعيد المتفق عليها، ويحدد سعر الفائدة بحسب سعر السوق وقت الإصدار السندات أو بفائدة متغيرة وفقاً لتغيرات السوق المالية.⁹⁷

5. حق حملة السندات في استرداد مبلغ القرض في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، إذ يسترد حامل سند القرض قيمة مبلغ القرض بتاريخ الإستحقاق المحدد، ويستحق حامل السند القابل للتحويل استرداد قيمة مبلغ القرض بتاريخ استحقاقه وذلك في حالة عدم تحويل السند إلى سهم، إما إذا استعمل حقه بتحويله إلى سهم، فيفقد حقه في استرداد مبلغ القرض ويصبح ضمن رأس مال الشركة.⁹⁸

ألا أنه يوجد اختلاف بين سندات القرض وسندات القرض القابلة للتحويل، من حيث الفائدة والأرباح والخسائر والحقوق في حال تصفية الشركة أو إدارتها، على النحو الآتي:

1. الفائدة، يحصل حامل سندات القرض على فائدة أعلى من حامل سندات القرض القابلة للتحويل، وذلك مقابل وجود خيار التحويل إلى أسهم.⁹⁹

2. يمتلك المستثمر الاحتفاظ بسندات حتى تاريخ الاستحقاق وجمع إيرادات الفوائد في حال إنخفاض سعر السهم قبل ذلك التاريخ، في حين يخسر المستثمر في المال إذا انخفض سعر السهم بعد قيامه بتحويل من سند إلى سهم.¹⁰⁰

⁹⁷ بني مصطفى، أكرم، مرجع سابق، ص18.

⁹⁸ رمضان، زياد، مرجع سابق، ص13.

⁹⁹ ياملكي، أكرم، مرجع سابق، ص20.

¹⁰⁰ هلاله، نادية، مرجع سابق، ص53.

3. تصفية الشركة، يتم الدفع لحاملي السندات القابلة للتحويل قبل حملة الأسهم في حال تصفية الشركة،

أما في حال تصفية الشركة بعد قيام المستثمر بتحويل السند إلى سهم، فإنه يصبح من المساهمين في

رأس مال الشركة، وبالتالي فيتحمل الربح والخسارة بقدر مساهمته في رأس المال الشركة.¹⁰¹

4. لا يحق لحملة سندات القرض القابلة للتحويل التصويت وحضور اجتماعات مجلس الإدارة الشركة،

في حين يحق للمستثمر حضور اجتماعات مجلس الإدارة والتصويت والتدخل في إدارة الشركة بعد إعماله

خيار تحويل السند إلى سهم.¹⁰²

وبالرجوع إلى قانون الأوراق المالية، نجد أن أحكام المادة (74) منه، نصت على: "يجوز للشركة إصدار

سندات قرض قابلة للتحويل إلى أسهم على أن يتضمن قرار مجلس الإدارة جميع القواعد والشروط التي

يتم على أساسها تحويل السندات إلى أسهم وفقاً للقانون ولتعليمات الهيئة"، إذ اشترطت هذه المادة

للتحويل السندات إلى أسهم صدور قرار من مجلس الإدارة على أن يتضمن هذا القرار جميع القواعد

والشروط التي تم على أساسها تحويل السندات إلى أسهم.

وقد أجاز المشرع المصري بموجب أحكام المادة (165) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (95) لسنة

1992م بإصدار قانون سوق رأس المال، للجمعية العامة للشركة إصدار سندات قرض قابلة للتحويل

للأسهم، شريطة أن يتضمن قرار الجمعية ونشرة الاكتتاب القواعد التي على أساسها سيتم التحويل، وذلك

بعد الاطلاع على تقرير مراقب الحسابات، وأن لا يقل سعر إصدار السند عن القيمة الاسمية للسهم،

وأن لا يتجاوز قيمة السند القابلة للتحويل عن رأس المال المرخص به.

كما أجاز المشرع الأردني بموجب أحكام المادة (113) من قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997م

وتعديلاته، للشركة المساهمة العامة زيادة رأس مالها بعدة طرق منها تحويل سندات القرض القرض

¹⁰¹ ربابعة، عبد الرؤوف، مرجع سابق، ص35.

¹⁰² رمضان، زياد، مرجع سابق، 45.

القابلة للتحويل إلى أسهم، شريطة الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة، كما حددت المادة (125) من ذات القانون الأحكام الخاصة بتحويل سندات القرض إلى أسهم.

• سندات القرض وعقود خيار (البيع، والشراء)، والعقود آجلة التسوية

يُعد عقد الخيار نوع من أنواع العقود المالية المشتقة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتتداخل هذه العقود فيما بينها وتتشترك في كون قيمتها المالية تشتق من العقد ذاته،¹⁰³ لذا سيتم بيان مفهوم كل من عقد الخيار وعقد البيع، وعقود آجلة التسوية.

تعطي عقود خيار البيع والشراء لمشتريها حق شراء أو بيع سلعة في تاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقاً، ولا يترتب على المشتري الخيار إلزام بالبيع أو الشراء، وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه، ويصبح مشتري الخيار مالكاً له بمجرد دفع قيمته لبائع حق الخيار، ويحق له بيعه وتداوله، وضمن الاختيار ليس جزءاً أو دفعة مقدمة من ثمن الأسهم.¹⁰⁴

وتبرم عقود الاختيار بين طرفين أحدهما مشتري الخيار بصرف النظر عن كونه داخلاً إلى السوق بائعاً أو مشترياً، وبين بائع الخيار (محرر العقد)، ويتم دفع جزء من المبلغ المتفق عليه فوراً على أن يتم إتمام الدفع والتسليم في المستقبل، وتعطي هذه العقود لمشتريها الحق في إلقاء صفقة بيع أو شراء السلعة المتفق عليها في أي وقت مقابل التنازل عن الخيار المدفوع.¹⁰⁵

¹⁰³ ناجي، إسراء. (2013): ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، العدد الأول. مجلة رسالة الحقوق، جامعة كربلاء، العراق.

((<https://www.iasj.net/iasj/download/c5d6e00dfee40820.23.09.2020>))

¹⁰⁴ النحال، عفت، مرجع سابق، ص95.

¹⁰⁵ مهيدات، محمود. (2010): المضاربة الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية. موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي، الأردن.

((<https://ebook.univeyes.com/7639/pdf.19.09.2020>))

وتتنقسم عقود الخيارات المالية إلى نوعين هما: خيار الشراء، وخيار البيع، وعقود آجلة التسوية، وفيما يلي مفهوم كلاً منهما، على النحو التالي:

النوع الأول: خيار الشراء:

يملك بموجب هذا العقد مشتريه أو مالكه (أي دافع الثمن) حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة، أو أي ورقة مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة زمنية، غالباً ما تكون (90) يوم وهو غير ملزم بالتنفيذ إذا أراد البائع (محرر الخيار) بيعه لتلك الأسهم خلال مدة سريان العقد، ويدفع مقابل هذا الحق ثمناً غير مسترد بأي حال.¹⁰⁶

كما تعرف أيضاً بأنها ورقة مالية تعطي الحق في شراء أو بيع أصل ما، وفق شروط معينة، وخلال فترة محددة، فعقد الخيار يمثل عقداً بين طرفين، يعطي للمشتري الحق في أن يشتري من المحرر أو أن يبيعه عدداً من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر متفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه المحرر يطلق عليه مكافأة، ويدفع هذا التعويض عند التعاقد، وغير قابل للرد وليس جزءاً من قيمة العقد.¹⁰⁷

إذ أن أرباح أحد طرفي العقد هي خسائر الطرف الآخر وأن أقصى خسارة يتحملها المشتري هي قيمة المكافأة عند انخفاض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ، ويقابلها أقصى أرباح يحققها المحرر، والمتمثلة في المكافأة.¹⁰⁸

¹⁰⁶ هندي، منير. (2007): إدارة المخاطر الجزء الثالث عقود الخيارات. توزيع منشأة المعارف، مصر.

¹⁰⁷ مرغاد، خضر. (2009): الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة، العدد (17). مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، الجزائر.

((<https://www.asjp.cerist.dz/en/article/49783.02.10.2020>))

¹⁰⁸ بن لخضر، مسعودة. (2015): عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009م-2014م. جامعة محمد خيضر، الجزائر.

النوع الثاني: خيار البيع:

خيار البيع (خيار الدفع، وخيار العرض) يعطي هذا العقد مشتريه أو مالكة (أي دافع الثمن) الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خلال فترة محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار، لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم على الشراء في هذه الحالة أو التنفيذ بشكل عام، إذا ما قرر مشتري حق البيع التنفيذ، وبالسعر المتفق عليه خلال المدة المحددة، وما يدفعه مقابل تمتعه بحق خيار البيع، غير مسترد بأي حال.¹⁰⁹

وبعد توضيح المقصود بعقود الخيارات (خيار الشراء، وخيار البيع)، لا بد من بيان أوجه التشابه بين سندات القرض وعقود خيار البيع أو الشراء:

1. يدفع حامل سندات القرض مبلغ مالي لقاء حصوله على سند القرض، ويدفع البائع والمشتري في كل من عقود خيار البيع أو الشراء جزء من المبلغ المحدد لقاء حيازتهم لخيار الشراء أو خيار البيع.¹¹⁰

2. يحق لحامل سندات القرض فائدة تدفع له في الموعد المحدد في نشرة الإصدار، بالإضافة إلى استرداد المبلغ المالي الذي دفعه، ويحق لحائزي خيار الشراء أو البيع بإعمال خيار البيع أو الشراء لقاء مصلحة تتحقق لهم سواء بتقاضي خسارة مالية عند تغير أسعار السوق المالي، أو بالحصول على مكافأة في خيار الشراء.¹¹¹

3. أن كلاً من سندات القرض وعقود خيار الشراء وعقود خيار البيع هي أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

¹⁰⁹ مهيدات، محمود، مرجع سابق، ص 88.

¹¹⁰ الأمين، يعقوب، مرجع سابق، ص 97.

¹¹¹ حنفي، عبد الغفار. (2003): بورصة الأوراق المالية "أسهم-سندات- وثائق الإستثمار-الخيارات". دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.

على الرغم من أوجه التشابه بين المشتقات المالية (عقود خيار الشراء وخيار البيع) وسندات القرض، يوجد اختلافات كثيرة بينهما، منها:

1. سندات القرض ملزمة لحائزها، فلا يستطيع بعد الاكتتاب بها الرجوع عنه، ويلتزم طيلة مدة سند القرض حتى تاريخ استحقاق الفائدة والمبلغ المدفوع، في حين عقد الخيار (البيع، أو الشراء) غير ملزم لصاحبه، وإنما يعطيه الحق في أن يختار بتنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار.¹¹²

2. لا توجد خسائر لمالك سندات القرض، فبمجرد استحقاق التاريخ يحصل على الفائدة، بالإضافة إلى استرداد المبلغ المدفوع، وذلك لأنهم ليسوا مساهمين في الشركة، أما في عقود خيار البيع أو الشراء فخسائر المشتري فيها محدودة (قيمة المكافأة)، وأرباحه غير محدودة، وتزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم.¹¹³

يرى الباحث أن عقود الخيارات (البيع، الشراء) هي من ضمن عقود المشتقات المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية في فلسطين، وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما بسعر محدد في أي وقت قبل التاريخ الذي تم تحديده مسبقاً، إلا أنه لم ينظم المشرع الفلسطيني والأردني أحكام خاصة بعقود خيار الشراء وخيار البيع، وإنما اكتفى بذكرهم كأحد أنواع الأوراق المالية القابلة التي يجوز إدراجها وتداولها في سوق الأوراق المالية، في حين لم يورد المشرع المصري عقود خيار الشراء وخيار البيع كأحد الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق.

رابعاً: العقود آجلة التسوية

¹¹² شرقي، كريمة، مرجع سابق، ص 12.

¹¹³ حنفي، عبد الغفار، مرجع سابق، ص 35.

تعد العقود آجلة التسوية من أنواع العقود الأوراق المالية القابلة للإدراج في سوق الأوراق المالية، وقد أجاز المشرع الفلسطيني تداول آنية التسوية وعقود آجلة التسوية في سوق الأوراق المالية بموجب أحكام البند (د) من الفقرة (2) من المادة (3)، وسنقتصر ببيان عقود آجلة التسوية لأهميتها.

وقد عرف المشرع المصري بموجب أحكام المادة (109) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، العقود الآجلة بأنها العقود التي تشتق قيمتها من قيمة أصول مالية أو عينية أو مؤشرات الأسعار أو أوراق مالية أو أدوات مالية أو غيرها من المؤشرات التي تحددها الهيئة، سواء كانت في شكل عقود مستقبلية أو عقود خيارات أو عقود المبادلة أو غيرها.

ويتفق الطرفان في العقود الآجلة على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، وأن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية.¹¹⁴

وتتم هذه العقود من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية:

1. التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من الطرفين البائع والمشتري.
2. أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.

3. تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببديل التأجيل.¹¹⁵

¹¹⁴ حميدان، يسرى. (2020): أحكام المعاملات الآجلة في الفقه الإسلامي. مجلة الإقتصاد الإسلامي، كلية الإمارات للتكنولوجيا، أبو ظبي.

(03.11.2020.https://www.aliqtisadalislami.net)

¹¹⁵ نصار، خالد، مرجع سابق، ص130.

وتتشابه سندات القرض مع العقود آجلة بأنها أوراق مالية قابلة للإدراج والتداول في سوق الأوراق المالية، وتخضع لرقابة وإشراف السوق والهيئة في تداولها، إلا أنها تتمتع ببعض السمات التي تميزها عن سندات القرض، على النحو الآتي:

1. عقود آجلة التسوية بين طرفي يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي، فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.¹¹⁶ أما في حالة سندات القرض، فإن المصدر لسندات القرض يستفيد من إصدارها، فهو يحصل على مبلغ مالي للقيام بأنشطته الاقتصادية، مقابل فائدة مناسبة يدفعها للمستثمر، والمستثمر فإنه يحصل على فائدة ويسترد المبلغ المدفوع بعد فترة محددة، ولا مجال للخسارة على خلاف العقود الآجلة.¹¹⁷

2. إن عقود آجلة التسوية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً، ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة المالية تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم.¹¹⁸ أما سندات القرض فتصدرها شركات الأوراق المالية (المصدر) من خلال نشرة الإصدار التي يحددها في كل ما يتعلق بالسند من فائدة وقيمتها وتاريخ الاستحقاق، وبمجرد الاكتتاب فيها من قبل المستثمر، فلا مجال لتعديل أو إلغاء السند من قبل المصدر أو من قبل المستثمر، إلا بموافقة أكثرية ثلثي مالكي سندات القرض.¹¹⁹

3. ترتبط أسعار عقود آجلة التسوية بشكل مباشر بأسعار الأصول الاستثمارية المدرجة في البورصة الحاضرة¹²⁰، ولا تربط قيمة سندات القرض بأي أصول استثمارية، إذ تصدر شركات الأوراق المالية

¹¹⁶ عبد الحميد، عاشور. (2003): دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة، القاهرة.

¹¹⁷ حنفي، عبد الغفار، مرجع سابق، ص34.

¹¹⁸ Esme Faerber, Fred Plemenos, All About Stocks, Mc Grow- Hill Professional, 1999.

¹¹⁹ العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص36.

¹²⁰ نصار، خالد، مرجع سابق، ص131.

سندات القرض في حال رغبتها بتوسيع نشاطها الإقتصادي وحاجتها للمال، فتلجأ إلى إصدار سندات القرض للحصول على المال، وبذلك فتحدد في نشرة الإصدار قيمة المبلغ الذي سيتم إقتراضه.¹²¹ ونستنتج مما سبق، بأن المشرع الفلسطيني والأردني لم يورد أحكام خاصة بالعقود آجلة التسوية، في قانون الأوراق المالية، وبالتالي تسري عليها الأحكام السارية على الأوراق المالية باعتبارها ورقة مالية، وذلك فيما يتعلق بإصدارها وطرحها ونقل ملكيتها، أما المشرع المصري فقد اورد أحكام خاصاً لشروط وإجراءات الترخيص، وأنشأ بورصة خاصة لتداول العقود الآجلة.

¹²¹ بني مصطفى، أكرم، مرجع سابق، ص17.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وشروط إصدار وطرح سندات القرض فيه

يعد سوق الأوراق المالية مركزاً مالياً ضخماً لتجميع الأموال حيث يجتمع فيه أصحاب رؤوس الأموال، وممثلوا الشركات التي تطرح أسهمها للبيع، وممثلوا الدول التي تريد عقد القروض، لذا يلعب السوق دوراً حيوياً تسهيلات عقد هذه الصفقات.¹²² لذلك سيتم التوضيح في هذا المبحث ماهية سوق الأوراق المالية، والشروط العامة والخاصة الواجب توافرها لإصدار سندات القرض في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يتيح سوق الأوراق المالية الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي، حيث يتمكن المستثمر من خلاله بيع وشراء عدد الأسهم والسندات عن طريق الشركات العاملة في هذا المجال أو السماسرة،¹²³ لذا سيتم بيان مفهوم سوق الأوراق المالية في الفرع الأول، وبيان أنواع الأسواق المالية في الفرع الثاني من هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.

عرفت المادة (1) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، السوق على أنه: "سوق فلسطين للأوراق المالية أو أي سوق لتداول الأوراق المالية مرخص من قبل الهيئة وفقاً لأحكام القانون"، وعرفت أيضاً تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، في المادة (1) منها، السوق على أنه: "سوق فلسطين للأوراق المالية".

¹²² عامرنة، محمد. (2012): رقابة هيئة رأس المال الفلسطينية على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة). جامعة القاهرة، مصر.

¹²³ نصار، خالد، مرجع سابق، ص 131.

يعتبر السوق نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين.¹²⁴ أي أنه المكان الذي يلتقي فيه العرض أو الطلب على أي من الأوراق المالية سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل، مما يوفر أداة تمويل تساهم في تنمية الاقتصاد المحلي للدولة.¹²⁵ وقد عرف المشرع الأردني سوق الأوراق المالية في المادة (1) من قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017م، على أنه: " أي سوق منظم أو أي استخدام دوري أو مستمر لوسائل الاتصال يتيح تداول الأوراق المالية والأصول المالية"، وعرف السوق المالي على أنه: "بورصة عمان أو أي سوق لتداول الأوراق المالية مرخص من الهيئة وفقاً لاحكام هذا القانون"، وبالتالي، نجد أن المشرع الأردني ميز بين سوق تداول الأوراق المالية سواء كان داخل أو خارج الأردن، فالسوق المسموح له بتداول الأوراق المالية داخل الأردن، يشترط فيه الحصول على موافقة الهيئة، والسوق الحالي في الأردن هو سوق بورصة عمان لتداول الأوراق المالية.

ويمكن تحديد العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية، على النحو التالي: (1) الأوراق المالية وتمثل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.¹²⁶ (2) المتعاملون، هم البائعون والمشترون والسامسة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.¹²⁷ (3) المعلومات، وتتمثل في المحركات والمؤشرات لاتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرقبين.¹²⁸

¹²⁴ حنفي، عبد الغفار . (2003): بورصة الأوراق المالية أسهم-سندات- وطاقق الإستثمار-الخيارات. دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.

¹²⁵ السراحنة، أيمن، مرجع سابق، ص9.

¹²⁶ جبر، أحمد. (2014): النوازل الفقهية المعاصرة وأثرها في المعاملات أحكام التعامل في بورصة الأوراق المالية التجارة الإلكترونية -

بطاقات الإئتمان دراسة فقهية مقارنة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي. دار الكتب القانونية، مصر.

¹²⁷ جبر، أحمد، مرجع سابق، ص37.

¹²⁸ سمور، نبيل، مرجع سابق، ص25.

وتكمن أهمية أسواق الأوراق المالية في الدولة في تحقيق الآتي:

1. تمويل خطط التنمية الإقتصادية من خلال مساعدة اقتراض الحكومة من الجمهور لتمويل مشروعات

التنمية، مما يحقق زيادة في معدلات النمو الإقتصادي في الدولة.¹²⁹

2. رفع كفاءة الشركات المدرجة في السوق، إذ تلتزم الشركة بالإفصاح عن المعلومات والتقارير المالية

بشكل دوري، مما يشجع المستثمرين على الاكتتاب بالأوراق المالية.¹³⁰

3. المساهمة في توفير المعلومات لكل من المقرضين والمقترضين، مما يساهم في رفع مستوى الوعي

الإدخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات

المدرجة، وبالتالي، يحقق عوائد مجزية.

4. المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.¹³¹

6..جذب الاستثمارات الأجنبية، مما يحقق تنمية الإقتصادية، ويقلص الاعتماد على الاقتراض

الخارجي.¹³²

يرى الباحث أن أهمية السوق تكمن في ضبط تداول الأوراق المالية، وذلك من خلال قيام السوق

بالإشراف و الرقابة المستمرة على عمليات التداول، بحيث يؤدي إلى زيادة الثقة لدى المستثمر، وتشجيعه

وإقباله على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وبالتالي، زيادة النشاط الإقتصادي وتحقيق التنمية في

الدولة.

¹²⁹العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص 56.

¹³⁰ Esme Faerber, Fred Plemenos, All About Stocks, Mc Grow- Hill Professional, 1999.

¹³¹ الشواور، فيصل. (2007): الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية. دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.

¹³² سمور، نبيل، مرجع سابق، ص 30.

الفرع الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية

يؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، ويتضح ذلك الدور من خلال الوظائف التي تقوم بها السوق الأولية والسوق الثانوية وتكامل الأدوار بينهما، بحيث يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة في السوق الأولية، وتتضح أهمية هذا السوق باعتباره حلقة وصل بين المدخرين من جهة وبين الشركات والمشروعات الإنتاجية، ويأتي دور السوق الثانوية باعتباره المكان الذي يمكن للمستثمر أن يبيع فيه الأوراق المالية في أي وقت يشاء،¹³³ وعليه، سيتم بيان الأسواق الأولية والأسواق الثانوية، على النحو التالي:

1. الأسواق الأولية:

تقوم شركات المساهمة العامة بطرح أسهمها في الأسواق الأولية للحصول على الموارد، وتطرح السندات للحصول على التمويل، والذي لا تستطيع توفيره بالإعتماد على أسهمها ولا اعتبارات مختلفة، إذ يتم في هذه الأسواق بيع إصدارات الشركات لأول مرة من أسهم وسندات جديدة.¹³⁴ وتقوم الحكومة أيضاً بإصدار السندات في الأسواق الأولية، وذلك للحصول على التمويل اللازم لتغطية التزامتها المالية، إذ تقوم بإصدار السندات المتوسطة والطويلة الأجل في الحالات التي تعجز مواردها عن تلبية احتياجاتها المالية.¹³⁵

ويقصد بالأسواق الأولية: الأسواق التي يكون فيها بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها، ويتم من خلالها إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم أو السندات) من قبل الشركات المصدرة لأول مرة

¹³³ دنديس، ريم، مرجع سابق، ص 8.

¹³⁴ عبد الجواد، محمد، الشديقات، علي، مرجع سابق، ص 79.

¹³⁵ تقرير منشور على موقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية التالي: تاريخ الزيارة/09/11/2020. <https://web.pex.ps/ey>

للمستثمرين مقابل دفع ثمن نقدي، وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة أو طويلة الأمد.¹³⁶ أي هي الأسواق التي يكون فيها بائع الورقة المالية هو مصدرها.

2. الأسواق الثانوية:

يتم في الأسواق الثانوية تداول على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري، وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، سواء أكان ذلك من خلال أسواق منظمة أم غيرها.¹³⁷

ويتم التعامل في الأسواق الثانوية في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين.¹³⁸ ولا تذهب الحصيلة النقدية إلى الشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر باتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية، أما في السوق الأولية فإنها تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة) باتجاه واحد فقط، أي إن الحصيلة النقدية في السوق الثاني تذهب من وإلى حملة الأوراق المالية وليس للمؤسسات أو الشركات المصدرة للأوراق المالية.¹³⁹

وتنتقل نقل ملكية هذه الأوراق من شخص إلى آخر، ولا تضيف التبادلات الجارية في هذه الأسواق رأسمال إلى الشركة أو المؤسسة التي تعود إليها، أي لا تتجاوز الاستثمار في أوراق مالية خاضعة للتداول واقتنائها من خلال شرائها وترك الاستثمار بسبب تفضيل السيولة النقدية،¹⁴⁰ الأمر الذي يضمن

¹³⁶ الشواور، فيصل، مرجع سابق، ص 55.

¹³⁷ الشواور، فيصل، مرجع سابق، ص 56.

¹³⁸ عبد الجواد، محمد، الشديقات، علي، مرجع سابق، ص 62.

¹³⁹ تقرير منشور على موقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية التالي: تاريخ الزيارة <https://web.pex.ps/ey> 09/11/2020.

¹⁴⁰ مولا، هوشيار. (2003): الإستثمار والأسواق المالية. دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من إفصاح لحظي عن القيمة الاقتصادية للشركات المصدرة.¹⁴¹

وبالرجوع إلى التشريعات الفلسطينية، نجد أن نظام الإدراج الصادر عن السوق بتاريخ 2012/11/26م، نظم الأحكام الخاصة بالسوق الأولية والسوق الثانية، بحيث تضمنت المادة (7) أحكام تفيد بشروط إدراج أسهم الشركات المساهمة في السوق الأولي، إذ أن إدراج الشركات المساهمة في السوق الأولي مرتبط بتوافر رأس مال كبير وعدد المساهمين والأسهم الحرة، في حين حددت أحكام المادة (8) شروط إدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في السوق الثانية، ونجد أن مقدار رأس المال في السوق الثانية أقل من السوق الأولي. أضف أن أحكام المادة (10) من ذات النظام، حددت الحالات التي يتم فيها نقل إدراج أسهم الشركة من السوق الثانية إلى الأولى، وبالعكس نقل إدراج أسهم الشركة من السوق الأولى إلى الثانية.

وقد حددت الأحكام الخاصة في الإدراج في السوق الأول والسوق الثانوي، وأحكام نقل إدراج الأوراق المالية من السوق الأول إلى السوق الثاني، بموجب أحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية لسنة 2018م، الصادرة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية الأردنية رقم (181) لسنة 2018م، بتاريخ 2018/5/31م.

المطلب الثاني: إصدار وطرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية.

نظم قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، الشروط المتعلقة بتداول الأوراق المالية في سوق، إذ نجده أورد أحكام عامة لتداول وإصدار وطرح الأوراق المالية في السوق، وأحكام خاصة بطرح وإصدار

¹⁴¹ الشواورة، فيصل، مرجع سابق، ص 57.

سندات القرض، لذلك لا بد من بيان الشروط العامة والخاصة لتداول وطرح وإصدار سندات القرض، على النحو التالي:

الفرع الأول: إصدار سندات القرض في السوق من قبل الشركة.

حدد المشرع الفلسطيني الشروط الواجب توافرها لطرح وإصدار الأوراق المالية في السوق، منها:

أولاً: الشروط العامة لإصدار سندات القرض باعتبارها ورقة مالية في السوق:

يجب توافر الشروط العامة لإصدار الأوراق المالية، على النحو التالي:

1. الجهات التي يجوز لها إصدار وطرح الأوراق المالية في السوق:

حددت أحكام المادة (10) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، الجهات التي يحق لها تداول الأوراق المالية في السوق، إذ نصت على: "لا يجوز تداول الأوراق المالية المدرجة لدى السوق إلا من قبل الشركات الأعضاء في السوق، سواء تم ذلك لحسابها أم لحساب الغير"، وبالرجوع لتعريف العضو في المادة (1) منه، إذ نصت على: "شركة الأوراق المالية المرخص لها من الهيئة والمنسوبة للسوق"، وبالتالي، تقتصر عملية إدراج وتداول الأوراق المالية في السوق على الشركات الأعضاء في السوق والمرخصة من الهيئة.

وقد حددت أحكام المادة (24) من قانون الأوراق المالية الجهات التي يحق لها طرح الأوراق المالية للإكتتاب، إذ نصت على: "لا يجوز طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام إلا بواسطة متعهد التغطية أو وكيل الإصدار"، بحيث اقتصر الطرح على متعهد التغطية ووكيل الإصدار.¹⁴²

كما أجازت المادة (4) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، لمدير الإصدار طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام بالإضافة لمتعهد التغطية ووكيل الإصدار، إذ نصت الفقرة (2)

¹⁴² عرفت المادة رقم (2) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، بأن متعهد التغطية: "الشخص المرخص له شراء الأوراق المالية من المصدر وإعادة بيعها"، وعرفت وكيل الإصدار بأنه: "الشخص المرخص له بيع الأوراق المالية نيابة عن المصدر".

منها، على: "تطرح الأوراق المالية للاكتتاب من خلال مدير الإصدار أو متعهد التغطية أو وكيل إصدار مرخص من الهيئة باستثناء الإصدار الخاص".

وعليه، فإن طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام يكون من قبل الجهات التالية متعهد التغطية أو وكيل الإصدار أو مدير الإصدار.¹⁴³

أما المشرع الاردني فقد أوجب على المصدر أن يتقدم بطلب إلى الهيئة لتسجيل الأوراق المالية المراد إصدارها في أحكام المادة (3) من تعليمات إصدار الأوراق المالية لسنة 2005م، وبالرجوع إلى تعريف المصدر وفق أحكام قانون الأوراق المالية الاردني، إذ تم تعريف المصدر على أنه: "الشخص الاعتباري الذي يصدر أوراقا مالية أو يعلن عن رغبته في إصدارها"، وبالتالي، فإن طرح الأوراق المالية يكون من قبل الشخص الاعتباري المرخص له بإصدار الأوراق المالية.

وأجازت أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992م، في المادة (7) من الفصل الأول، للشركة إصدار الأوراق المالية بعد إخطار الهيئة، كما أجازت أيضاً للشخص الاعتباري الذي لا يتخذ شكل الشركة سواء كان المصري أو غير المصري إصدار الأوراق المالية.

2. الموافقة على طرح الأوراق المالية:

يشترط لتطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام، الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة، ومراقب الشركات وسلطة النقد، والهيئة، وهذا ما أكدته أحكام المادة (6) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، والتي نصت على: "يجب على المصدر الذي يرغب في طرح أوراقاً مالية للاكتتاب الحصول على موافقة كل من الجهات التالية: 1- الهيئة العامة غير العادية للشركة. 2- مراقب الشركات وسلطة النقد حيثما لزم. 3- الهيئة".

¹⁴³ عرفت المادة رقم (1) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، مدير الإصدار بأنه: "الشخص الاعتباري المرخص من الهيئة الذي يمارس مهام إدارة إصدار الأوراق المالية و/أو تسويقها نيابة عن المصدر".

في حين لم يشترط المشرع المصري الحصول على موافقة من الهيئة، وإنما اشترط إخطارها، فإذا لم تعترض الهيئة خلال مدة ثلاثة أسابيع، على الشركة أن تبدأ في الإجراءات وفقاً لأحكام المادة (2) من الباب الأول من قانون رأس المال رقم (95) لسنة 1992م، بالإضافة لقرار الجمعية العامة غير العادية. وكذلك أيضاً اعتبرت أحكام المادة (39) من قانون الأوراق المالية الأردني نشرة الإصدار نافذة المفعول بعد مضي (30) يوم على تاريخ تقديمها للهيئة، إلا إذا قرر المجلس خلال هذه المدة نفاذ نشرة الإصدار أو رفضها.

3. نشرة الإصدار:

يجب على المصدر أن يتقدم بنشرة الإصدار مع طلب لإصدار سندات القرض إلى الهيئة قبل إصداره أو طرحه أو الدعوة للإكتتاب بها، بحيث تحتوي نشرة الإصدار على مجموعة من المعلومات والبيانات تهدف لتقديم جميع المعلومات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار في الأسناد التي تطرحها الشركة.¹⁴⁴

وتفيد نشرة الإصدار في معرفة مصادر تمويل الشركة والبيانات والقوائم المالية التي تبين المركز المالي للشركة وبيان الأرباح والخسائر، وما يفيد في معرفة القائمون بالإدارة وعدد المساهمين وتوزيع ملكية أسهم الشركة، وأخيراً تتضمن نشرة الإصدار معلومات من مستشارو الشركة القانونية.¹⁴⁵

نصت أحكام المادة (23) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2008م، على: "1- لا يجوز لأي شخص إصدار أوراق مالية أو طرحها أو توجيه دعوات لمستثمرين للإكتتاب بها، إلا إذا تقدم بنشرة إصدار إلى الهيئة مرفق بها جميع المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري.

¹⁴⁴ النجار، عنايات، شريف، وفاء، مرجع سابق، ص21.

¹⁴⁵ عاشور، عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، ص139.

2- تصدر الهيئة تعليمات تحدد فيها المعلومات والبيانات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار وإرفاقها بها".

كما نصت المادة (34) من قانون الأوراق المالية الأردني، في البند (1) من الفقرة (أ) على: " لا يجوز لأي شخص أن يقوم بأي عرض عام إلا إذا تقدم بنشرة إصدار إلى الهيئة ومرفقاً بها جميع المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الإستثماري"، وهذا ما أكده أيضاً قانون سوق رأس المال المصري في أحكام المادة (4) من الباب الأول منه، إذ نصت على: " لا يجوز طرح أوراق مالية لأية شركة بما في ذلك شركات قطاع الأعمال العام في اكتتاب عام للجمهور إلا بناءً على نشرة اكتتاب معتمدة من الهيئة يتم نشرها...".

وقد حددت المادة (26) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، محتويات نشرة الإصدار، إذ نصت على: " أولاً: يجب على المصدر أن يقوم بإعداد نشرة إصدار تحتوي على إفصاح كامل بما يمكن المستثمر من اتخاذ قراره الصائب حول الاستثمار من عدمه، وبوجه خاص يجب تضمين نشرة الإصدار المعلومات والبيانات التالية:1. وصفاً كافياً للمصدر وطبيعة عمله، والأشخاص القائمين على إدارته من أعضاء مجلس الإدارة أو كبار الموظفين والمساهمين والمؤسسين.2. وصفاً كافياً للأوراق المالية من حيث العدد والسعر وكافة الشروط المتعلقة بالإصدار وكيفية استخدام عوائد الإصدار.

3. بياناً واضحاً عن الوضع المالي للمصدر وأي معلومات مالية من شأنها التأثير على الاستثمار، بما في ذلك الميزانية العامة وقائمة الدخل لآخر ثلاث سنوات للشركات العاملة.

ب. أو دراسة الجدوى للشركات الجديدة والميزانية التقديرية للسنتين القادمتين وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، والتوقعات المستقبلية لمزايا ومخاطر الاستثمار.

4. أي معلومات تتطلبها الهيئة و/أو السوق تساعد المستثمر على اتخاذ قراره بشأن الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة.

ثانياً: يجوز للهيئة أن تحدد صيغة أو شكلاً معيناً للتوقيع الإلكتروني لاعتماده يكون مساوياً في حجته للتوقيع الخطي".

وكذلك تضمنت أحكام المادة (9) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، محتويات نشرة الإصدار، إذ نصت على: "يجب أن تشمل نشرة الإصدار، على سبيل المثال لا الحصر، ما يلي: 1- مقدمة النشرة بحيث تحتوي على شعار المصدر. 2- بيان هام للمستثمر. 3- ملخص عن نشرة الإصدار. 4- الإشارة إلى قرارات وتوصيات مجلس الإدارة والهيئة العامة غير العادية. 5- طلب وآلية الاكتتاب. 6- وصفاً وافياً للمصدر وطبيعة عمله. 7- وصفاً لرأس مال المصدر المصرح به والمطروح للاكتتاب. 8- وصفاً وافياً عن مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للمصدر. 9- تفاصيل وافية عن مؤسس الشركة والأسهم المكتتبه لكل منهم وكل مساهم يملك 10% من أسهم الشركة أو أكثر. 10- وصفاً وافياً للأوراق المالية المصدرة للاكتتاب الأولي العام والاكتتاب الثانوي العام وتفاصيلها من حيث عددها وسعرها والقيمة الاسمية للورقة المالية إذا كان الإصدار إصداراً أولياً عاماً أو القيمة الاسمية مع علاوة الإصدار إذا كان الإصدار إصداراً ثانوياً عاماً. 11- تفاصيل كيفية استثمار عوائد الإصدار. 12- آلية تخصيص الأسهم. 13- الحد الأدنى لعدد الأوراق المالية التي يجب الاكتتاب بها. 14- بيانات المصدر المالية المدققة من مدقق حسابات قانوني لآخر ثلاث سنوات متتالية إذا كان المصدر شركة عاملة وتمارس نشاطها أو دراسة الجدوى الاقتصادية والميزانية التقديرية للسنتين القادمتين وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية والتوقعات المستقبلية لمزايا ومخاطر الاستثمار. 15- بيان يوضح المركز المالي للمصدر. 16- وصفاً كاملاً لآلية التصرف بالأوراق المالية غير المكتتب بها وأسس تخصيصها وتغطيتها إما من قبل متعهد التغطية أو غيره من المساهمين أو المؤسسات المالية (شركات الأوراق المالية، شريك إستراتيجي)، وقرارات الهيئة العامة المتعلقة بذلك إذا كان الإصدار إصداراً ثانوياً عاماً أو بحسب قرارات المؤسسين إذا كان الإصدار إصداراً أولياً عاماً. 17- وصفاً وافياً عن مدير الإصدار أو متعهد التغطية أو وكيل

الإصدار.18- وصفاً وافياً لمزايا ومخاطر الاستثمار وتوقعات المصدر بها الخصوص.19- الإشارة إلى الأماكن التي سيتم الاكتتاب فيها.20- في حال قيام الشركة بتخصيص الأسهم يجب إعلام الهيئة بألية تخصيص الأسهم ونسبة التخصيص التي تم اعتمادها في عملية التخصيص.21- أية معلومات تطلبها الهيئة".

وعليه، نجد بأن أحكام المادة (26) من قانون الأوراق المالية والمادة (9) من التعليمات، ألزمت المصدر بأن يشمل كل ما يتعلق بالورقة المالية، بالإضافة للوضع المالي للمصدر لا سيما البيانات المالية المدققة من قبل مدقق حسابات قانوني، وذلك بهدف تمكين المستثمر من الإلمام الكافي حول الورقة المالية المراد الإكتتاب بها.

ثانياً: الشروط الخاصة لإصدار سندات القرض في سوق الأوراق المالية:

اشتطت المادة (89) من ذات قانون، أن تكون الشركة قد نشرت ميزانيتها عن سنة مالية على الأقل، حتى يتسنى للجمهور معرفة المركز الحقيقي للشركة قبل الإقدام على الاكتتاب. وقد حددت شروط الخاصة لإصدار سندات القرض بموجب أحكام قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، إذ نصت المادة (88) منه، على: "يتوقف إصدار إسناد القرض على استكمال الشروط التالية:

- (أ) أن يكون قد تم دفع رأسمال الشركة بكامله.
- (ب) أن لا يجاوز القرض رأسمال الشركة ويستثنى من ذلك شركات التسليف العقاري والزراعي والصناعي.
- (ج) موافقة الوزير المسبقة على إصدار الإسناد.
- (د) أن تحصل الشركة على موافقة الهيئة العامة".

ونجد أن الهدف من اشتراط المشرع موافقة الوزير المسبقة على إصدار السندات، يكمن في التأكد من حاجة الشركة الحقيقية للقرض.

وعليه، نستنتج من نص المادة أعلاه، بأنه يشترط لإصدار سندات القرض الآتي:

1. أن يكون رأس المال الشركة قد دفع بالكامل:

يجب على الشركة قبل أن تقدم على الاقتراض أن يكون رأس المال مدفوع بشكل كامل من مساهميها.¹⁴⁶ وهذا ما اشترطته أحكام الفقرة (أ) من المادة (88) قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته. ونصت المادة (50) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، على: "1. بعد تسجيل الشركة المساهمة يباشر المؤسسون معاملات تغطية الأسهم أو الاكتتاب بها. 2. يجوز للمؤسسين أن يغطوا كامل قيمة الأسهم وحدهم أو بالاشتراك مع غيرهم دون أن يطرحوها للاكتتاب العام، ويستثنى من ذلك الشركات التي تكون غايتها القيام باستثمار مشروع ذي امتياز أو بمشاريع صناعية يزيد رأسمالها على خمسين ألف دينار. إذ لا يجوز للمؤسسين فيها تغطية ما يزيد على 50% من رأس المال وي طرح الباقي للاكتتاب العام بمقتضى هذا القانون، وإذا بقيت الأسهم المطروحة، كلها أو بعضها بدون اكتتاب بعد انقضاء ثلاثة أشهر على طرحها يسمح للمؤسسين بعد موافقة الوزير بتغطية الأسهم المتبقية بدون تغطية.

3. أما الشركات التي تكون غايتها القيام باستثمار مشروع ذي امتياز أو إقامة مشاريع صناعية يزيد رأسمالها على خمسين ألف دينار، والتي يشترك في تأسيسها أجنبي فيجوز للمؤسسين تغطية ما لا يزيد عن 75% من رأسمالها وي طرح الباقي للاكتتاب العام وفقاً لنص الفقرة السابقة على أن تراعى أحكام القوانين والأنظمة المرعية المتعلقة بتوظيف رؤوس الأموال الأجنبية في المملكة.

4. لا تسري أحكام هذه المادة على الشركات المساهمة المؤسسة قبل نفاذ هذا القانون."

¹⁴⁶ علي، شليط، محند، بومراو. (2018): النظام القانوني للأسهم والسندات. جامعة بجاية، الجزائر.

إذ يجب أن يكون رأس مال الشركة مدفوع من قبل المساهمين قبل الاقتراض، وذلك لأنه لا يقبل أن تلجأ الشركة للاقتراض وهي قادرة على أن تحصل على أموال من مساهميها وهو دين لها في ذمتهم، كما أن الحاجة الحقيقية إلى الاقتراض لا تظهر بوضوح إلا بعد الوفاء الكلي برأس المال. واستثنت الشركات التي لم تطرح أسهمها للاكتتاب العام من تغطية كامل رأس مالها، إذ يغطي (25%) من قية الأسهم المكونة لرأس المال من قبل المؤسسين، وذلك بموجب أحكام المادة (60) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، والتي نصت على: " 1. بعد إطلاع المراقب على محضر اجتماع الهيئة التأسيسية المتضمن قرار إعلان تأسيس الشركة نهائياً وعلى أسماء أعضاء مجلس الإدارة الأول وعلى الوثائق الأخرى واقتناعه بصحة إجراءات التأسيس يعلم الشركة كتابة بحقها في الشروع بأعمالها. 2. لا تنقيد بأحكام المواد (52) لغاية (59) من هذا القانون الشركات التي لم تطرح أسهماً للاكتتاب العام بمقتضى هذا القانون إنما على المؤسسين فيها قبل الشروع في أعمال الشركة أن يسلموا إلى المراقب ما يلي:

أ- تصريحاً يعلنون فيه أنه قد دفعت إلى مصرف مرخص مبالغ لا تقل عن 25% من قيمة الأسهم المكونة لرأس مال الشركة وأنه جرت تغطيتها من المؤسسين وحدهم أو بالاشتراك مع غيرهم بدون اكتتاب وأن يرفقوا مع هذا التصريح الوثائق المصرفية المؤيدة له وقائمة بأسماء المؤسسين والمساهمين وعدد أسهم كل منهم والمبالغ المدفوعة عنها والتي لم تدفع.

ب- محضر اجتماع الهيئة التأسيسية.

ج- بعد إطلاع المراقب على هذه الوثائق واقتناعه بموافقتها لمتطلبات هذا القانون يعلم الشركة كتابة بحقها في الشروع في أعمالها".

ونصت المادة (99) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، على: " أ. يترتب على مؤسسي الشركة المساهمة العامة عند التوقيع على عقد تأسيسها ونظامها الأساسي تغطية كامل

قيمة الأسهم التي اكتتبو بها وتزويد المراقب بما يثبت ذلك، على أن لا تزيد نسبة الأسهم المكتتب بها من قبل المؤسسين في البنوك والشركات العالمية على (50%) من رأس المال المصرح به، وأن لا يقل عدد المؤسسين فيها عن خمسين شخصاً.

ب. يجب أن لا تزيد مساهمة المؤسس أو المؤسسين في الشركة المساهمة العامة عند التأسيس على (75%) من رأس المال المصرح به، ويترتب على المؤسس أو لجنة المؤسسين طرح الأسهم المتبقية للاكتتاب حسب ما يسمح به قانون الأوراق المالية الساري المفعول، إلا أنه يجوز للشركاء في الشركات المحولة من ذات مسؤولية محدودة أو توصية الأسهم المتبقية للاكتتاب العام أو الخاص وفقاً للإجراءات المنصوص عليها في قانون الأوراق المالية".

وقد ألزمت المادة (49) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1981م وتعديلاته، الشركات إصدار سندات بعد أداء رأس المال المصدر بالكامل، إذ نصت على: "يجوز للشركة إصدار سندات اسمية وتكون هذه السندات قابلة للتداول ولا يجوز إصدار هذه السندات الا بقرار من الجمعية العامة وبعد أداء رأس المال المصدر بالكامل وبشرط الا تزيد قيمتها على صافي اصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقا لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة واذا طرح جانب من السندات التي تصدرها الشركة للاكتتاب العام فيجب ان يتم ذلك بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال عن طريق احد البنوك المرخص لها بقرار من الوزير المختص ..."

وبالتالي، يجب أن يكون رأس المال المكتتب به من طرف المساهمين قد دفع بكامله قبل أن تلجأ إلى الاقتراض عن طريق الدعوة إلى الاكتتاب بسندات ترتب ديونا على الشركة التي لم تستوفي بعد كامل رأسمالها.

2. ألا تزيد قيمة السندات على رأس مال الشركة:

يعد رأس مال الشركة الضمان العام للدائنين حملة السندات، إذ يجب ألا يزيد مقدار الدين على هذا الضمان وإلا تعرض الدائنون لخطر ضياع حقوقهم فيما لو أخفقت الشركة في أعمالها.¹⁴⁷

وقد أوجب قانون قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، الساري في فلسطين، على الشركة عند إصدار سندات القرض أن لا يتجاوز القرض رأس مال الشركة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (88)، وذلك حتى لا يزيد مبلغ القرض على رأس المال الذي يعتبر الضمان العام لدائني الشركة.

وقد استثنى المشرع من هذا الشرط شركات التسليف العقاري والزراعي والصناعي، فيجوز لها إصدار سندات بقيمة تتجاوز رأس المال ويبرر هذا الاستثناء بطبيعة أعمال هذه الشركات، إذ أنها تستخدم الأموال المتحصلة من السندات في الإقراض بضمانات عقارية.

ويذهب الرأي الغالب في الفقه إلى أن هذا التحديد حماية لحاملي الأسناد؛ لأن رأس المال هو ضمان العام، وإذا أصبح ضمان الدائن أقل من قيمة الدين كان ذلك خطر كبير على هذا الدائن.

غير أن رأياً آخر يذهب إلى أن هذا التبرير ليس مقنعاً، لأنه لو كان الأمر كذلك، لما سمح المشرع بأن يصل مقدار القرض إلى حد التساوي مع رأس المال، بحيث لا يبقى لدائنين الآخرين أي ضمان آخر، وإن هذا التبرير يفترض بضرورة أن تكون ذمة الشركة خالية تماماً من أية أموال إلا رأس مال الشركة، في حين أن الضمان الحقيقي لدائنين ولحملة الأسناد على حد سواء ليس هو رأس مال الشركة بقدر ما تكون موجودات الشركة وأموالها الحالية والمستقبلية، لذلك فإن الغاية التي تكمن وراء هذا الشرط هي فرض نوع من الرقابة على إقراض شركات المساهمة عن طريق التوجه إلى الإدخار العام، تماماً مثل الرقابة التي تفرضها التشريعات على تكوين رأس مال لهذه الشركات حماية للإدخار العام وصغار

¹⁴⁷ حميد، عباس، خنطيل، مناف، مرجع سابق، بحث منشور على شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني التالي:

.visited on 07/11/2020 <https://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2017>

المدخرين، حتى لا يكون إطلاق حرية هذه الشركات في الإقتراض عن هذا الطريق تشجيع لها في التورط بأموال الغير في أعمال تفوق إمكانياتها الحقيقية، الأمر الذي قد يعرض المدخرات إلى هدر حقيقي.

أما المشرع المصري والأردني، فقد اشترطا أن لا تزيد نسبة الأسهم المكتتب بها عن رأس مال الشركة، وهذا إذ نصت أحكام المادة (99) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، على:

" أ. يترتب على مؤسسي الشركة المساهمة العامة ... على أن لا تزيد نسبة الأسهم المكتتب بها من قبل المؤسسين في البنوك والشركات العالمية على (50%) من رأس المال المصرح به...".

ونصت المادة (49) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1981م وتعديلاته، على: "يجوز للشركة اصدار سندات اسمية ... وبشرط الا تزيد قيمتها على صافي اصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقا لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة...".

3. أن تحصل الشركة على موافقة الهيئة العامة لإصدار السندات:

اشترطت الفقرة (د) من المادة (88) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، حصول الشركة على موافقة الهيئة العامة لإصدار أسناد القرض، إذ نصت على: "يتوقف إصدار أسناد القرض على استكمال الشروط التالية: أ- أن يكون قد تم دفع رأسمال الشركة بكامله. ب- أن لا يتجاوز القرض رأسمال الشركة ويستثنى من ذلك شركات التسليف العقاري والزراعي والصناعي. ج- موافقة الوزير المسبقة على إصدار الإسناد. د- أن تحصل الشركة على موافق الهيئة العامة".

ونجد أن المشرع اشترط حصول الشركة على موافقة الهيئة العامة لإصدار أسناد القرض، وذلك لأن الإقتراض عن طريق طرح الأسناد للإكتتاب العام يتعلق إلى حد كبير بمركز الشركة المالي وبسياستها المالية بوجه عام، لذلك يلزم صدور قرار من الهيئة العامة للمساهمين حتى تستطيع أن تقدر ملائمة القرض لمشروع الشركة سواء من حيث مقداره أم من حيث أجله أم من حيث أوجه إنفاقه. ولا يجوز

إصدار أسناد القرض بدون موافقة الهيئة العامة، حتى لو كان نظام الشركة ينص صراحة على جواز إصدار الأسناد.

ولا يجوز إصدار سندات القرض بقرار من مجلس الإدارة، لأن إصدار السندات لا يعتبر من أعمال الإدارة العادية التي تدخل في اختصاصه، إذ يكفي أن يصدر القرار بإصدار السندات من الهيئة العامة العادية للمساهمين، لأن القرض إجراء عادي يتطلبه سير أعمال الشركة ولا يعتبر تعديلاً للنظام.

وأجبت المادة (89) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، نشر بيان قرار الهيئة العامة بالموافقة على الإصدار، إذ نصت على: "على مجلس الإدارة قبل القيام بالدعوة للاكتتاب بإسناد القرض ونشر أي إعلان لهذه الغاية في الصحف اليومية أن ينشر في الجريدة الرسمية بياناً يتضمن تاريخ قرار الهيئة العامة بالموافقة على الإصدار مع الإشارة إلى موافقة الوزير وعدد الإسناد التي يراد إصدارها وقيمتها الاسمية ومعدل فائدتها وموعد إيفائها وشروطه وضمائنه وعدد إسناد القرض التي أصدرتها الشركة من قبل مع ضمائنها ومقدار رأسمال الشركة وقيمة المقدمات العينية ونتائج الميزانية الأخيرة المصدقة ويحمل ذلك البيان أسماء أعضاء مجلس الإدارة ويزود المراقب بنسخة من هذا البيان".

وجاءت المادة (200) من القرار بقانون رقم (42) لسنة 2021م، بشأن الشركات، بحكم يفيد باختصاص الهيئة العامة في اجتماعها غير العادي باتخاذ القرارات منها قرار الإدانة والإستدانة، إذ نصت على: "1. تختص الهيئة العامة في اجتماعها غير العادي بالنظر في الأمور التالية واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها: ح. إقرار المعاملات الرئيسية للشركة التي يمكن اعتبارها معاملات تملك أو تصرف بموجودات أو أصول رئيسية بالشركة في الأحوال الآتية: 3) قرار الإدانة والإستدانة..."

في حين أناطت المادة (160) من ذات القرار بقانون للهيئة العامة غير العادية بإصدار القرارات الخاصة بإصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم، إذ نصت على: "1. تختص الهيئة العامة غير العادية بإصدار القرارات الخاصة بإصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم. 2. يحدد سعر إصدار أسناد

القرض القابلة للتحويل إلى أسهم في قرار إصدارها، وللهيئة العامة غير العادية أن تمنح مجلس الإدارة صلاحية تحديد السعر ضمن حد أعلى وحد أدنى.

3. في كل الأحوال لا يجوز أن يقل سعر إصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم عن القيمة الاسمية للأسهم العادية".

وبالرجوع إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، نجد أن المادة (67) منه، تضمنت الشروط الواجب توافرها لإصدار سندات القرض، والتي نصت على: "1- يجب أن تشمل الوثائق التي يقدمها المصدر .. 2- يشترط في سندات القرض: أ- موافقة الشركة وفقاً لأحكام قانون الشركات على إصدارها...".

وعليه، نجد أن أحكام هذه المادة جاءت بشروط أوسع لإصدار السندات، إذ تضمنت أحكام تتعلق بالوثائق التي على المصدر تقديمها، بإستثناء شرط موافقة الشركة على إصدارها، وشرط إصدار السندات وفقاً لأحكام قانون الشركات، في حال كانت من نوع السندات القابلة للتحويل.

وعلى إثر ذلك، صدرت تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية صادرة عن مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، والتي تضمنت أحكام تنظم إصدار الأوراق المالية، إذ اشترطت المادة (6) من هذه التعليمات على المصدر الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة، ومراقب الشركات وسلطة النقد إن وجد، والهيئة لطرح الأوراق المالية، وتضمنت المواد (7، 8، 10) من هذه التعليمات أحكام تتعلق بتقديم المصدر لطلب الترخيص نشرة الإصدار ومرفقاته وموافقة الهيئة عليه، والمادة (16) التي أوجبت على المصدر نشر إعلان بطرح أوراق مالية للإكتتاب سواء في الاكتتاب الأولي العام أو الثانوي العام، والتي نصت على: "1- يلتزم المصدر سواء في الاكتتاب الأولي العام أو الثانوي العام بنشر إعلان عن نيته بطرح أوراق مالية للاكتتاب وذلك على مرتين متتاليتين في صحيفتين يوميتين محليتين على الأقل وذلك بعد موافقة الهيئة وقبل بداية الطرح بمدة لا تتجاوز (7) أيام عمل،

على أن يتضمن الاعلان التفاصيل التالية...2- يجب على المصدر الحصول على موافقة الهيئة المسبقة على الاعلان ومحتوياته قبل نشره".

كما أجاز المشرع الفلسطيني للمصدر الأجنبي غير مسجل في فلسطين بطرح الأوراق المالية بعد الحصول على موافقة الهيئة، إذ نصت المادة (28) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية صادرة عن مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، والتي نصت على: "1- يجب على أي مصدر غير مسجل في فلسطين يرغب بطرح أوراقاً مالية داخل فلسطين الحصول على موافقة الهيئة قبل تنفيذ الطرح مع ضرورة الحصول على موافقة الجهات المنظمة له في بلده الأجنبي.

2- يجب على أي مصدر فلسطيني يرغب بطرح أوراقاً مالية خارج فلسطين الحصول على موافقة الهيئة المسبقة".

وكذلك أوجبت اللائحة التنفيذية للقانون المصري الحصول على موافقة الهيئة المسبقة عند قيد السندات في إحدى البورصات المصرية، وذلك لكل حالة على حدة والإعلان عن ذلك وفقاً للضوابط التي يضعها مجلس إدارة الهيئة.

ونجد أن المشرع الاردني بموجب أحكام قانون الشركات لسنة 1997م، حدد نسبة موافقة أعضاء مجلس الإدارة لإصدار السندات، بموافقة ثلثي أعضاء مجلس إدارة الشركة، إذ نصت المادة (117) من قانون الشركات على: " يشترط في اسناد القرض موافقة مجلس ادارة الشركة على اصدارها باغلبية ثلثي اعضاء المجلس على الاقل، واذا كانت هذه الاسناد قابلة للتحويل الى اسهم فيشترط كذلك الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة، وتعتبر موافقتها هذه بمثابة موافقة على زيادة راس المال المصرح به للشركة دون ان يكون لمجلس الادارة فيما يتعلق بهذه الزيادة ان يمارس الصلاحيات الممنوحة له بموجب الفقرة (ب) من المادة (95) من هذا القانون".

وعلى خلاف قانون الشركات الأردني لسنة 1964م، نجد أن المشرع المصري اشترطت صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية بناءً على اقتراح مجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين وفقاً لأحكام المادة (35) من اللائحة التنفيذية دون تحديد نسبة من الأعضاء، وهذا قد يؤدي أحياناً لعدم قدرة الشركة على الإصدار لعدم موافقة الجمعية العامة.

إلا أنه أحسن المشرع المصري بإشترطه عدة شروط لاعتبار الاكتتاب صحيح، والمتمثلة في أن يكون كاملاً أي أن يغطي جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في الشركة المساهمة، وأن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، وأن يكون جدياً لا صورياً، وألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الاسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة، وأن تكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (3) من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992م.

ونستنتج مما سبق، بأنه يجب توافر الشروط العامة لإصدار أوراق المالية في سندات القرض المراد إصدارها والتي نكرت سابقاً، بالإضافة للأحكام الخاصة بسندات القرض والتي تم بيانها بموجب أحكام قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، وتعليمات الصادرة بمقتضاه.

الفرع الثاني: طرح سندات القرض في سوق الأوراق المالية

نظمت تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، عملية طرح الأوراق المالية لتداول، بحيث حظرت طرح الأوراق المالية للاكتتاب الأولي والثانوي العام أو تنفيذ إصدار خاص، إلا بموجب أحكام هذه التعليمات، اشترطت توافر الشروط الآتية عند الطرح:

1. تطرح الأوراق المالية للاكتتاب من خلال مدير إصدار أو متعهد تغطية أو وكيل إصدار مرخص من الهيئة باستثناء الإصدار الخاص.

2. يجب أن تكون نشرة الإصدار مدققة ومصادق عليها من مستشار مالي مرخص من الهيئة

3. يجب أن تكون نشرة الإصدار موقعة من مستشار قانوني يتمتع بخبرة في مجال الأوراق المالية.

كما ألزمت المادة (6) منها، الحصول المصدر الذي يرغب في طرح أوراقاً مالية للاكتتاب الحصول على موافقة كل من الجهات التالية 1: الهيئة العامة غير العادية للشركة. 2. مراقب الشركات وسلطة النقد حيثما لزم. 3. الهيئة.

ويجب على مدير الإصدار الشروع في الإجراءات العملية للطرح بعد موافقة الهيئة على نشرة الإصدار وذلك خلال مدة نفاذ النشرة، فإذا لم يشرع مدير الإصدار في تلك الإجراءات بعد إنتهاء المدة المنصوص عليها أعلاه، يتوجب عليه الحصول على موافقة الهيئة وتمديد تلك المدة بما لا يتجاوز (7) أيام عمل إضافية، و بخلاف ذلك، يعتبر الطلب ونشرة الإصدار لاغيان ويستوجب تقديمهما مرة أخرى متضمنان بيانات ومعلومات محدثة وبرسوم جديدة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (13) من هذه التعليمات.

وتطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام عن طريق إكتتاب الجمهور في الأوراق المالية في أماكن الإكتتاب المحددة في نشرة الإصدار وفقاً للإجراءات التالية: 1. يجري الإكتتاب على نماذج طلب الإكتتاب المرفقة بنشرة الإصدار ووفق السعر المبين في النشرة والمحددة من قبل المصدر. 2. لا يجوز أن يشترك أكثر من شخص واحد في طلب الإكتتاب. 3. على مدير الإصدار أو متعهد التغطية أو وكيل الإصدار توفير

نسخة عن نشرة الإصدار لدى أماكن الاكتتاب، وفي مقر الشركة المصدرة أو عبر الموقع الإلكتروني للشركة، لكل مكتب قبل توقيع نموذج الاكتتاب ودون مقابل إعتباراً من تاريخ بدء فترة الاكتتاب وحتى نهايتها، وذلك وفقاً لأحكام المادة (18) من هذه التعليمات.

ويتصرف الأعضاء نيابة عن العملاء وفقاً للأوامر التي يتلقونها، وفيما بعد يتم تسليم الأوامر إلى الشركة من قبل العملاء، وفقاً لأحكام المادتين (51، 52) من النظام.

ويلتزم المصدر بإدراج أوراقه المالية لدى السوق بعد الانتهاء من كافة إجراءات الطرح خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من تاريخ موافقة الهيئة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (39) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية. ويتولى مدير الإصدار ومتعهد التغطية ووكيل الإصدار أعمالهم وتصرفاتهم المتعلقة بعملية الإصدار، وفقاً لأحكام المادة (29) من ذات التعليمات.

ومن تطبيقات القضاء الفلسطيني في هذا الجانب، الحكم رقم (2011/148) الصادر عن محكمة العدل العليا بتاريخ 2013/2/11م، والقاضي بإلغاء القرار المطعون فيه، والمتمثل بفرض غرامة مالية على المستدعية قدرها (7000) دولار من قبل هيئة سوق رأس المال، على إثر تقديم طلب إدراج في بورصة فلسطين غير مكتمل الوثائق والبيانات، وذلك لعدم مراعاة الهيئة للإجراءات الواردة في قرار مجلس الوزراء رقم (3) لسنة 2008م، بنظام العقوبات والغرامات على المتعاملين في قطاع الأوراق المالية.¹⁴⁸

الفصل الثاني:

¹⁴⁸ قرار محكمة العدل العليا رقم (148) لسنة (2011)، بتاريخ 2013/02/11م، والمنشور على موقع منظومة القضاء والتشريع في فلسطين.

تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية

تكون سندات القرض قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتصدر من قبل الشركة المساهمة العامة أو أي شركة من الشركات التي يجيز لها القانون بإصدارها، ويتم طرحها وفقاً لأحكام قانون الأوراق المالية وقانون الشركات للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجب هذه السندات بسداده وفوائده وفقاً لشروط الإصدار، لذا كان من الأهمية تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، بحيث يتناول المبحث الأول الاكتتاب في سندات القرض في سوق الأوراق المالية، والمبحث الثاني تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الإكتتاب في سندات القرض في سوق الأوراق المالية.

تلتزم الشركة المصدرة لسندات القرض، بطرحها للإكتتاب العام من خلال الاعلان عن طرحها للإكتتاب فيها، وتلتزم بعد ذلك بنقل ملكيتها. وتطرح الأوراق المالية للجمهور بدعوة من خلال المصارف أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للإشتراك في رأس مال الشركة، ويكون ذلك أما عند تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها حتى تغطية رأس المال المطروح للمشاركة.¹⁴⁹ وبعد ذلك تحصل على موافقة هيئة سوق رأس المال على تسجيل سندات القرض، وإنفاذ نشرة الإصدار، واكساب للمركز القانوني اللازم.

وقد يكون الاكتتاب عاماً عندما يطرح للجمهور من دون حصره بجماعة معينة سواء كان اكتتاباً تأسيسياً، أي إقدام المؤسسين على الاكتتاب بالأسهم ضمن الحدود المسموحة لهم قانوناً من أسهم رأس المال

¹⁴⁹ يحيي، عمر . (2018): الاكتتاب في الأوراق المالية ودور المصارف فيه (دراسة قانونية مقارنة)، جامعة الكوفة، العراق.

(29.10.2020 . <https://www.uokirkuk.edu.iq/law/index.php/2017>)

بوصفه اكتتاب المؤسسين دليلاً على مصداقية ما اتفقوا عليه وجدياً اتجاههم نحو الاستمرار في تأسيس الشركة فضلاً لاكتتاب الجمهور.¹⁵⁰

والنوع الثاني من الاكتتاب الفوري (غير عام)، إذ يقصد به قصر الاكتتاب على المؤسسين فقط أو عليهم وعلى غيرهم من الأشخاص محددتين معروفين سلفاً ممن لا يتوفر بهم وصف الاكتتاب العام. وبمفهوم المخالفة لوصف الاكتتاب العام يعد الاكتتاب فورياً متى تمت دعوة أشخاص محددتين سلفاً للاكتتاب.¹⁵¹ وعليه، سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، بحيث يتناول المطلب الأول الاكتتاب في السندات القرض، والمطلب الثاني الآثار المترتبة على عملية الاكتتاب في سندات القرض.

المطلب الأول: الإكتتاب في سندات القرض

وقد عرف قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، الاكتتاب في المادة (1) منه، على: "طرح الأوراق المالية للجمهور". ولم يعرف قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، مفهوم الاكتتاب، إنما اشترط على مجلس الإدارة قبل القيام بدعوة للاكتتاب العام بأسناد القرض أن يقوم بالنشر في الحريدة الرسمية بيان يوضح فيه موافقه الهيئة العامة للشركة على إصدار أسناد القرض، يتضمن تاريخ قرار الهيئة العامة بالموافقة على الإصدار، وكتاب موافقة الوزير، وعدد الأسناد التي يريد إصدارها وقيمتها الاسمية، ومعدل الفائدة، وموعد الإيفاء، وشروط السند وضماناته، وعدد الأسناد المضمونة التي أصدرتها الشركة من قبل، ورأس مال الشركة، وقيمة المقدمات العينية، ونتائج الميزانية الأخيرة، وأسماء أعضاء مجلس الإدارة، وبعد ذلك تزويد مراقب الشركات بنسخ من هذا البيان وعلى مجلس الإدارة أن يذكر هذه

¹⁵⁰ يوسف، مصطفى. (2018): رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة، الطبعة الأولى. منشورات زين الحقوقية، لبنان.

¹⁵¹ يحيى، عمر، مرجع سابق، ص138.

الإيضاحات في وثيقة الإكتتاب، والإشارة إلى عدد الجريدة الذي تم نشر البيان فيه، وفي حال عدم اتباع الإجراءات السابقة، فإنه يحق للمكتتبين أن يستردوا المبالغ التي دفعوها.

كما حدد قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، الاجراءات التي تتم فيها عملية الاكتتاب، وسنبين تلك الإجراءات في الفرع الأول والثاني، على النحو التالي:

الفرع الأول: إجراءات الاكتتاب في سندات القرض:

نصت أحكام المادة (51) من قانون الشركات، على: " على المؤسسين في الشركة المساهمة أن يكتبوا بما لا يقل عن 10% من رأسمال الشركة وي طرح ما يتبقى منها بدون تغطية للاكتتاب العام بإعلان ينشر في صحيفتين يوميتين قبل أسبوع من بدء الاكتتاب ويتضمن الأمور التالية:

(أ) غاية الشركة ورأسمالها وعدد أسهمها.

(ب) أسماء المؤسسين وعنوان كل منهم وجنسيته ومقدار المبالغ الذي اكتتب به.

(ج) قيمة المقدمات العينية إن وجدت وأسماء أصحابها.

(د) مدة الاكتتاب وشروط وقيمة الأسهم وكيفية تسديدها.

(هـ) المصرف أو المصارف التي يجري الاكتتاب فيها".

وعليه، لا يجوز للمؤسسين الاكتتاب بأقل من نسبة (10%) من رأس مال الشركة، على أن يتم طرح باقي رأس المال للاكتتاب العام، من خلال إعلان ينشر في صحيفتين يوميتين ويجب أن يشمل الاعلان غاية الشركة ورأس مالها، وعدد الأسهم فيها، أسماء المؤسسين وقيمة المبالغ التي اكتتبوا فيها، قيمة المقدمات العينية، ومدة الاكتتاب وشروط الأسهم وقيمتها وكيفية تسديدها، والمصرف الذي يجري فيه الاكتتاب.

على خلاف المشرع الأردني الذي حدد السقف الأعلى لمساهمة المؤسسين في رأس مال الشركة، بحيث لا تزيد عن نسبة (75%) من رأس مال الشركة، وأن تطرح الأسهم المتبقية للاكتتاب حسب ما يسمح

به قانون الأوراق المالية الساري المفعول، وذلك وفقاً لأحكام قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته.

أولاً: الإعلان عن الإكتتاب:

اشترط قانون الشركات أحكام خاصة بسندات القرض، إذ أوجب على مجلس الإدارة بأن ينشر بياناً في الجريدة الرسمية بالإضافة للإعلان في الصحف اليومية، على أن يتضمن تاريخ قرار الهيئة العامة بموافقة على الإصدار والإشارة إلى موافقة وزير الاقتصاد بهذا الخصوص، وعدد السندات المراد إصدارها وقيمتها الاسمية ومعدل الفائدة وموعدها وإيفائها وشروط وضماناتها، وذلك بموجب أحكام المادة (89) منه. كما حددت تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، إجراءات الإكتتاب، منها الإلزام بالإعلان عن الإكتتاب، وذلك وفقاً لأحكام المادة (16) منه.

ولم تبين أحكام المادة (51) من قانون الشركات عدد المرات التي يجب على المصدر الاعلان عن نشر في الصحف اليومية، فيتم الإحتكام بذلك وفقاً لأحكام للمادة (16) من ذات التعليمات، والتي ألزمت المصدر بأن ينشر في صحيفتين يوميتين محليتين مرتين متتاليتين، عن نيته بالإكتتاب سواء في الأولي العام أو الثانوي العام، والتي نصت على: "1- يلتزم المصدر سواء في الإكتتاب الاولي العام أو الثانوي العام بنشر اعلان عن نيته بطرح أوراق مالية للإكتتاب وذلك على مرتين متتاليتين في صحيفتين يوميتين محليتين على الأقل وذلك بعد موافقة الهيئة وقبل بداية الطرح بمدة لا تتجاوز (7) أيام عمل...".

بالإضافة لأحكام المادة (90) من قانون الشركات، أوجبت ذكر الإيضاحات، إذ نصت على: "يجب أن تذكر الإيضاحات المشار إليها في وثيقة الإكتتاب وفي السند مع الإشارة إلى عدد الجريدة الرسمية الذي نشر فيه البيان".

وقد أوجبت اللائحة التنفيذية للقانون المصري، نشر النشرة على الموقع الإلكتروني للجهة المصدرة وإخطار الهيئة وبورصة الأوراق المالية، وذلك وفقاً لأحكام الفقرة (5) من المادة (35).

وقد حظر قانون الأوراق المالية الأردني رقم (18) لسنة 2017م، على أي شخص بأن يقوم بعرض عام دون تقديم نشرة الإصدار إلى الهيئة مرفقاً بها جميع المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره، وذلك وفقاً لأحكام الفقرة (أ) من المادة (34)، وأوجبت أحكام الفقرة (ب) من المادة (34) بأن يتم عرض الأوراق المالية بموجب نشرة الإصدار، أو إعلان يتضمن ملخصاً عن نشرة الإصدار وأي معلومات أو بيانات تتطلبها الهيئة بموجب تعليمات أو من خلال مادة مكتوبة مرفقة مع نشرة الإصدار أو تسبقها على أن تكون نشرة الإصدار قد أصبحت نافذة.

ثانياً: مدة الاكتتاب:

نصت أحكام المادة (54) من قانون الشركات، على: " (1) يظل باب الاكتتاب مفتوحاً مدة لا تقل عن عشرين يوماً ولا تتجاوز ثلاثة أشهر.

(2) إذا لم تبلغ الاكتتابات خلال المدة المحددة لها ثلثي الأسهم جاز للمؤسسين تمديد الاكتتاب مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر.

(3) وإذا لم يكتمل الاكتتاب بثلثي الأسهم في نهاية هذه المدة وجب على المؤسسين إما بالرجوع عن تأسيس الشركة أو إنقاص رأسمالها.

(4) في حالة الرجوع عن التأسيس، تعيد المصارف المودعة لديها المبالغ المدفوعة من قبل المكتتبين تلك المبالغ فوراً إلى أصحابها كاملة.

(5) وفي حالة إنقاص رأس المال يعطي المكتتبون الحق بتثبيت اكتتابهم أو بالرجوع عنه ضمن مدة لا تقل عن شهر، فإذا لم يزعجوا عنه في غضون هذا اعتبر اكتتابهم الأول مثبتاً.

(6) لا تسري هذه المادة على الشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام قبل نفاذ هذا القانون".
وعليه، تكون مدة الاكتتاب لا تقل عن عشرين يوماً ولا تتجاوز ثلاثة أشهر، إلا أنه يجوز لمؤسسين تمديدتها لمدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر في حال عدم تجاوز الاكتتاب ثلثي الأسهم، وإذا لم يكتمل الاكتتاب في نهاية هذه المدة، يجب على المؤسسين في هذه الحالة الرجوع عن تأسيس الشركة أو إنقاص رأس مالها، وفي حال قيام المؤسسين بإنقاص رأسمال الشركة يمنح المكتتبون الحق في تثبيت اكتتابهم أو الرجوع عنه خلال مدة لا تقل عن شهر، فإذا لم يرجعوا عنه، اعتبر اكتتابهم مثبتاً.

وقد خلا قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، من تحديد مدة لعملية الاكتتاب كاملة، إلا أن أحكام التعليمات رقم (5) لسنة 2008م، الصادرة بمقتضاه، حددت مدة الاكتتاب بما لا يزيد عن شهرين، إذ نصت أحكام الفقرة (1) من المادة (30) منه، على: "يجب على المصدر الانتهاء من كافة إجراءات الاكتتاب بما لا يزيد عن شهرين من تاريخ إنعقاد الهيئة العامة التأسيسية أو غير العادية". وقد أوجبت أحكام الفقرة (3) منها، تقديم المصدر طلب ترخيص جديد مرفقاً به نشرة محدثة ودفع رسوم جديدة في حال انتهاء المدة الواردة في الفقرة (1) من هذه المادة.

أما المادة (48) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري، حددت مدة زمنية للاكتتاب، بحيث لا تقل عن عشرة أيام ولا تتجاوز شهرين، وإذا لم يتم الاكتتاب خلال تلك المدة جاز بإذن من رئيس الهيئة مدة فترة الاكتتاب مدة لا تزيد على شهرين آخرين.

ولم يحدد قانون الأوراق المالية الأردني مدة للاكتتاب، فيتم الاحتكام للمدة المحددة في نشرة الإصدار.

ثالثاً: الجهة التي يجري لديها الاكتتاب:

بين قانون الشركات الجهات التي يجري لديها الاكتتاب، حيث نصت المادة (52) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، على: " (1) يجري الاكتتاب في مصرف أو أكثر من

المصارف المرخصة..."، وبالتالي، فإنه يجرى الاكتتاب لدى المصارف المرخصة، أضف إلى أن أحكام المادة (17) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، أوجبت على المكتتب تسديد قيمة الأوراق المالية لدى أماكن الاكتتاب المعتمدة، إذ نصت على: "يجب على المكتتب أن يسدد كامل المبلغ المستحق عليه والمحدد من قبل المصدر في نشرة الإصدار وفقاً لقانون الشركات الساري لدى أماكن الاكتتاب المعتمدة، وبغير ذلك لا يعتبر إكتتابه بالأسهم الواردة في طلب الاكتتاب صحيحاً". كما أكدت أحكام المادة (18) من ذات التعليمات، بأن يتم الاكتتاب في الأماكن المحددة في نشرة الإصدار، إذ نصت على: "تطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام عن طريق إكتتاب الجمهور في الأوراق المالية من خلال أماكن الإكتتاب المحددة في نشرة الإصدار وفقاً للإجراءات التالية". وعليه، فإن الجهات التي يجري لديها الاكتتاب هي المصارف المرخصة أو أماكن الاكتتاب المعتمدة والمحددة في نشرة الإصدار.

وقد حددت المادة (49) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1981م، أماكن الاكتتاب، إذ نصت على: "وإذا طرح جانب من السندات التي تصدرها الشركة للاكتتاب العام، فيجب أن يتم ذلك بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال عن طريق أحد البنوك المرخص لها بقرار من الوزير المختص بتلقى الاكتتاب أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض أو التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية".

وقد أوجب أيضاً ذات التعليمات، على الجهات التي يجري لديها الاكتتاب، بأن ترفق نشرة الإصدار والوثائق الأخرى، وأن تتأكد من صحة عملية الاكتتاب والتحقق من شخصية المكتتب، ومن ثم تسليمه كافة الوثائق، وهذا ما أكدته أحكام الفقرة (3) من المادة (18) من ذات التعليمات، والتي نصت على: "على مدير الإصدار أو متعهد التغطية أو وكيل الإصدار توفير نسخة عن نشرة الإصدار لدى أماكن الاكتتاب، وفي مقر الشركة المصدرة أو عبر الموقع الإلكتروني للشركة، لكل مكتتب قبل توقيع نموذج الاكتتاب ودون مقابل إعتباراً من تاريخ بدء فترة الاكتتاب وحتى نهايتها".

بالإضافة لأحكام المادة (19) من ذات التعليمات، والتي أكدت على مسؤولية الجهة التي تجري لديها عملية الاكتتاب، إذ نصت على: "1- يجب على الجهات التي يجري لديها الاكتتاب إرفاق نشرة الإصدار والوثائق المطلوبة الأخرى وتسليم المکتتب كافة الوثائق. 2- يجب على الجهات التي يجري لديها الاكتتاب التأكد من صحة عملية الاكتتاب وشخصية المکتتب وفقاً للوثائق الرسمية الواجب إرفاقها مع الطلب"، بالإضافة إلى نسخة مطبوعة عن نظام الشركة لكل مکتتب وفقاً لأحكام الفقرة (5) من المادة (52) من قانون الشركات، والتي نصت: " تعطى نسخة مطبوعة عن نظام الشركة لكل مکتتب وينكر ذلك في الإيصال".

رابعاً: البيانات التي تتضمنها وثيقة الاكتتاب:

يجب على الشركة المقترضة أن توضح في وثيقة الاكتتاب كل ما يتعلق بسندات المكتتب بها، وذلك وفقاً لأحكام المادة (52) من قانون الشركات، والتي ذكرت البيانات التي يجب أن تشملها وثيقة الاكتتاب، إذ نصت في الفقرة ر (2) منها، على: " يكون الاكتتاب على وثيقة تتضمن: أ- الاكتتاب بعدد معين من الأسهم. ب- قبول المكتتب بعقد تأسيس الشركة ونظامها. ج- عنوان المكتتب. د- جميع المعلومات الأخرى الضرورية".

وقد حددت المادة (121) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، البيانات التي يتضمنها سند الاكتتاب، إذ نصت على: "يجب أن يتضمن السند البيانات التالية: أ. على وجه السند:

1. اسم الشركة المقترضة وشعارها إن وجد وعنوانها ورقم تسجيلها وتاريخه ومدة الشركة. 2. اسم مالك سند القرض إذا كان اسماً. 3. رقم السند ونوعه وقيمه الاسمية ومدته وسعر الفائدة.

ب. على ظهر السند:

1. مجموع قيم أسناد القرض المصدرة. 2. مواعيد وشروط اطفاء الاسناد ومواعيد استحقاق الفائدة. 2. الضمانات الخاصة للدين الذي يمثله السند إن وجدت. 4. ي شروط وأحكام أخرى ترى الشركة المقترضة إضافتها إلى السند شريطة أن تتوافق هذه الإضافات مع شروط الإصدار".

وأوجب المشرع المصري توافر البيانات المنصوص عليها في المادتين (43، 44) من اللائحة التنفيذية، وذلك عند الاكتتاب، بالإضافة للبيانات المنصوص عليها في القانون.

الفرع الثاني: تسديد قيمة الأوراق المالية:

ألزم قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، بدفع قيمة الورقة المالية الواجب دفعها عند الاكتتاب، بموجب أحكام الفقرة (1) من المادة (52) والتي نصت على: "يجري الاكتتاب في مصرف أو أكثر من المصارف المرخصة وتدفع الأقساط الواجب دفعها عند الاكتتاب بمقتضى نظام الشركة وتفيد في حساب يفتح باسمها."

وهذا ما أكدته أحكام الفقرة (1) من المادة (70) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، بأن يتم الدفع قيمة الأوراق المالية عند الاكتتاب به دفعة واحدة وتفيد باسم الشركة المقترضة، إذ نصت على: "تدفع قيمة سند القرض عند الاكتتاب به دفعة واحدة وتفيد باسم الشركة المقترضة".

إلا أن أحكام الفقرة (2) من ذات المادة، أجازت تسجيل المبالغ المدفوعة باسم متعهد التغطية شريطة موافقة الشركة المقترضة، على أن تعاد حصيلة الاكتتاب للشركة في الموعد المتفق عليه.

وجاءت تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، متوافقة مع أحكام قانون الأوراق المالية وقانون الشركات، فيما يتعلق بتسديد قيمة الأوراق المالية، إذ نصت أحكام المادة (17) منها، على: "يجب على المكتتب أن يسدد كامل المبلغ المستحق عليه والمحدد من قبل المصدر في نشرة الإصدار وفقاً لقانون الشركات الساري لدى أماكن الاكتتاب المعتمدة، وبغير ذلك لا يعتبر إكتتابه بالأسهم الواردة في طلب الاكتتاب صحيحاً"، وبالتالي ألزمت المكتتب أن يسدد كامل المبلغ المستحق والمحدد في نشرة الإصدار وإلا اعتبر الاكتتاب غير صحيح.

واستثنى المشرع في حال عدم تغطية السندات خلال المدة المقررة، إذ أناط للهيئة في هذه الحالة بأن بتحدد الحد الأدنى المطلوب لتغطية الاكتتاب في السندات، وذلك بما لا يقل عن (66%) خلال المدة المقررة، وفقاً لأحكام المادة (73) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م.

وكذلك أيضاً ألزم قانون الشركات الأردني دفع قيمة سند القرض دفعة واحدة عند الاكتتاب، إذ نصت المادة (120) منه، على: "تدفع قيمة سند القرض عند الاكتتاب به دفعة واحدة وتفيد باسم الشركة

المقترضة فاذا وجد متعهد تغطية فيجوز في هذه الحالة تسجيل المبالغ المدفوعة باسمه بموافقة مجلس ادارة الشركة المقترضة وتعاد حصيلة الاكتتاب للشركة في الموعد المتفق عليه مع متعهد التغطية".
وقد ألزمت المادة (57) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري، بأن تبقى المبالغ التي دفعت من قبل المكتتبين تحت يد الجهة التي تلقت الاكتتاب إلا إذا تم تقديم من ينوب عن الشركة ما يفيد إشهار نظام الشركة في السجل التجاري.

إلا أنه يجب على الجهة التي تلقت المبالغ أن تردها إلى المكتتبين، وذلك في حال صدر حكم من القاضي برد المبالغ في حالة عدم تأسيس الشركة بسبب خطأ مؤسسها خلال ستة أشهر من تاريخ تقديم طلب التأسيس، أو في حال مضي سنة على تاريخ إقفال الاكتتاب، دون التقدم بطلب تأسيس الشركة، أو في حال اتفاق جميع المؤسسين على العدول عن تأسيس الشركة.

المطلب الثاني: الآثار المترتبة على الإكتتاب في سندات القرض

يترتب على الإكتتاب في سندات القرض عدة آثار، سوف نتناولها في الفرعين، بحيث يتناول الفرع الأول تجاوز الإكتتاب السندات المطروحة أو عدم الإكتتاب بكامل السندات القرض، والفرع الثاني الإنتهاء من الإكتتاب بمنح وثيقة الإكتتاب أو إلغاء الإكتتاب.

الفرع الأول: تجاوز الإكتتاب السندات المطروحة أو عدم الإكتتاب بكامل السندات القرض

تضمنت المادة (23) من التعليمات رقم (5) لسنة 2008م، حكم يفيد بإلزام المصدر في حالة زيادة عدد الأوراق المالية المكتتب بها عن المطروحة للإكتتاب، فيتم تخصيص كل بنسبة ما اكتتب به من أوراق مالية بعد توزيع الحد الأدنى بالتساوي، إذ نصت على: " يجب على المصدر تخصيص مجموع الأوراق المالية المكتتب بها للمكتتبين عند زيادة عدد الأوراق المالية المكتتب بها عن عدد الأوراق المالية

المطروحة للاكتتاب كل بنسبة ما اكتتب به من أوراق مالية بعد توزيع الحد الأدنى المحدد في النشرة عليهم بالتساوي مع مراعات حقوق صغار المستثمرين، بالإضافة الى التزامه بإعادة فائض الاكتتاب أو مبالغ زائدة على قيمة أسهم المصدر الى مستحقيها، خلال فترة لا تتجاوز (30) ثلاثون يوماً من تاريخ إنتهاء إجراءات الاكتتاب، وفي حالة التجاوز يتم دفع فوائد على المبلغ خلال فترة التأخير".

أما في حالة عدم الاكتتاب بكامل سندات القرض، فيكون الخيار للمصدر بأعمال أحد الخيارات الواردة في المادة (22) من ذات التعليمات، والتي نصت على: "إذا لم يتم الاكتتاب بكامل الأوراق المالية المطروحة خلال الفترة المحددة في نشرة الاصدار، يجوز للمصدر القيام بما يلي:

1- في حالة الاكتتاب الأولي العام:

أ. تمديد فترة الإكتتاب العام للجمهور بعد الحصول على موافقة الهيئة والجهات المختصة ذات العلاقة لفترة لا تتجاوز (30) ثلاثون يوماً.

ب. عرض الأسهم على مؤسسي الشركة للإكتتاب بالأسهم التي لم يتم تغطيتها مع مراعاة تحديد نسبة الملكية وعدم التركيز.

ج. عرض الأسهم على شريك إستراتيجي بعد موافقة الهيئة.

د- تخفيض رأس مال الشركة بمقدار عدد الاسهم التي لم يتم تغطيتها، وفي هذه الحالة لا بد من موافقة الهيئة بالإضافة إلى الجهات المختصة ذات العلاقة.

2- في حالة الإكتتاب الثانوي العام يجوز للمصدر القيام بما يلي:

أ. تمديد عرض الأسهم على مساهمي الشركة بتاريخ إجتماع الهيئة العامة غير العادي لمنحهم فرصة ثانية للإكتتاب بعدد الأسهم التي يملكوها لمدة لا تتجاوز أسبوعين من تاريخ موافقة الهيئة على التمديد.

ب. عرض الأسهم التي لم يتم تغطيتها على جميع مساهمي الشركة بعد تاريخ إجتماع الهيئة العامة غير العادي، على أن لا يتجاوز عدد الأسهم التي يكتتب بها الشخص مجموع عدد الأسهم التي لم يتم تغطيتها وذلك لمدة لا تتجاوز (30) ثلاثون يوماً من تاريخ موافقة الهيئة على الاجراء.

ج. التصرف وفقاً لتفويض الهيئة العامة لمجلس الإدارة بعد موافقة الهيئة".

وقد أوجبت المادة (54) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري في حال تجاوز الاكتتاب عدد الأسهم المطروحة ولم يحدد نظام الشركة كيفية التوزيع بين المكتتبين، تخصيص توزيع عدد الأسهم لكل مكتتب على أساس نسبة عدد الأسهم المطروحة إلى عدد الأسهم المكتتب فيها، بحيث لا يترتب على ذلك إقصاء المكتتب في الشركة أيأ كان عدد الأسهم التي اكتتب فيها، ويراعى جبر الكسور لصالح صغار المكتتبين، وينطبق هذا الحكم على الاكتتاب بسندات القرض.

ولم يورد قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته، أحكام في حال تجاوز الاكتتاب السندات المطروحة، أي أنه لا يؤخذ بالاكتتاب الذي يتجاوز السندات المطروحة، في حين أورد حكم خاص في حال عدم الاكتتاب بكامل سندات القرض، إذ نصت المادة (124) منه، على: "المجلس الإدارة أن يكتفي بقيمة الأسناد التي تم الاكتتاب بها إذا لم تتم تغطية جميع الاسناد الصادرة خلال المدة المقررة".

الفرع الثاني: الإنتهاء من الإكتتاب

ينتهي الاكتتاب عند انتهاء المدة المحددة في نشرة الإصدار، وقد يترتب على إنتهائه إتمام عملية الاكتتاب بكامل السندات المطروحة، وعلى إثره يمنح المكتتب وثيقة الاكتتاب، أو قد يتم إلغاء الإكتتاب لعدم الإكتتاب بكامل السندات.

أولاً: منح المكتتب وثيقة بسند القرض:

أوجبت أحكام الفقرة (4) من المادة (47) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، بأن يمنح المكتتبون في حال نجاح الاكتتاب وثائق اسمية مؤقتة لحين استبدالها بشهادات سندات القرض أو أسهم بعد تسديد كامل القسط المستحق، ونصت على: " بعد إغلاق الاكتتاب يعطى المكتتبون وثائق مساهمة مؤقتة إلى أن تستبدل بشهادات أسهم بعد تسديد كامل الأقساط المستحقة".

كما نصت أحكام الفقرة (3) من المادة (18) من قانون الأوراق المالية، على: "على مدير الإصدار أو متعهد التغطية أو وكيل الإصدار توفير نسخة عن نشرة الإصدار لدى أماكن الاكتتاب، وفي مقر الشركة المصدرة أو عبر الموقع الإلكتروني للشركة، لكل مكتتب قبل توقيع نموذج الاكتتاب ودون مقابل إعتباراً من تاريخ بدء فترة الاكتتاب وحتى نهايتها".

كما أوجبت أحكام المادة (20) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، إلتزامات على المصدر للقيام بها حال الإنتهاء من إجراءات الاكتتاب، والمتمثلة بالآتي:

1. إشعار كل مكتتب بعدد الأوراق المالية التي اكتتب بها وسجلت بإسمه أو التي خصصت له في حالة قل عدد الاسهم عن تلك التي اكتتب بها.
2. اعلام الهيئة بنتائج الاكتتاب وعدد الأوراق المالية التي تم الاكتتاب بها وقيمتها والأوراق المالية التي لم يتم الاكتتاب بها خلال (15) خمسة عشر يوماً من تاريخ إنتهاء إجراءات الاكتتاب.
3. يجب على المصدر إيداع سجل المكتتبين لدى مركز الايداع والتحويل في السوق بعد موافقة الهيئة.

أما اللائحة التنفيذية للقانون المصري، فقد منحت المكتب صورة من الشهادة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (53) منها، إذ نصت على: "يتم الاكتتاب بموجب شهادات اكتتاب مبيناً بها تاريخ الاكتتاب وموقعاً عليها من المكتب..".

ثانياً: إلغاء الاكتتاب:

أجازت أحكام المادة (91) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، للمكتبتين في سندات القرض، إلغاء إكتتابهم وإسترداد المبالغ التي دفعوها في حال عدم مراعاة أحكام قانون الشركات في معاملاتهم، إذ نصت على: " يحق للمكتبتين بالإسناد أن يلغوا إكتتابهم وأن يستردوا المبالغ التي دفعوها إذا لم تراعى المعاملات المنصوص عليها في المواد السابقة". كما أوجب قانون الشركات على أعضاء مجلس الإدارة التصريح بالسندات القرض المكتب فيها، إذ نصت أحكام المادة (92) منه، على: "يجب على أعضاء مجلس الإدارة بعد إغلاق الاكتتاب بالإسناد أن يقدموا إلى المراقب تصريحاً بمقدار الإسناد المكتب بها". أما اللائحة التنفيذية للقانون المصري أجازت أحكام المادة (49) منها لرئيس الهيئة إيقاف إجراءات الاكتتاب، وذلك في حال طرأ بعد اعتماد الهيئة لنشرة ما يؤثر على سلامة عملية الاكتتاب أو صحة بيانات النشرة أو تغيرت الظروف أو العناصر المادية أو القانونية التي اعتمدت بناءً عليها النشرة، فيتم وقف الاكتتاب إلى أن يتم إتخاذ الإجراء المناسب على الوجه الصحيح خلال المدة التي يحددها، وإلا وجب على الجهة التي تلقت الاكتتاب رد المبالغ المكتب فيها إلى المكتبتين. ويجب إيقاف إجراءات الاكتتاب ورد المبالغ المكتب فيها إذا كان الاكتتاب تم خلافاً لأحكام القانون والقرارات الصادرة بموجبه أو ثبت أن اعتماد النشرة تم على أساس بيانات غير صحيحة.

المبحث الثاني: تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية

لقد أكد قانون الشركات الأردني رقم (12) لسنة 1964م، على قابلية سندات القرض للتداول في سوق الأوراق المالية، وترجع العلة من النص على قابلية أسناد القرض للتداول هذه الخصيصة تيسر جمع رؤوس الأموال الضخمة، والتي لا تنتقص من حقوق دائني الشركة الآخرين، ولا يؤثر في المركز المالي للشركة المصدرة لأن مالك السند الذي يبيع سنده لا يحصل على قيمته من الشركة وإنما ممن اشترى السند منه الذي يحل محله في مواجهة الشركة التي لا يهتمها شخص مالك السند.¹⁵²

وعرفت المادة (2) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، التداول بأنه: "بيع وشراء الأوراق المالية"، ونصت المادة (10) منه، على: "لا يجوز تداول الأوراق المالية المدرجة لدى السوق إلا من قبل الشركات الأعضاء في السوق، سواء تم ذلك لحسابها أم لحساب الغير".

وسنقوم في هذا المبحث ببيان إجراءات تداول سندات القرض في المطلب الأول، من خلال فرعين، بحيث يتناول الفرع الأول أوامر البيع وأوامر الشراء، وفي الفرع الثاني إيداع وتسجيل سندات القرض. وفي المطلب الثاني التقاص وتسوية سندات القرض، من خلال فرعين، بحيث يتناول الفرع الأول تقاص سندات القرض، والفرع الثاني تسوية سندات القرض.

المطلب الأول: إجراءات تداول سندات القرض في سوق الأوراق

يكون تداول سندات القرض في السوق من قبل الوسيط المعتمد، والذي يقوم بدوره بإدخال أوامر البيع أو الشراء للعملاء إلى النظام الإلكتروني ووفقاً للإجراءات الواردة في نظام التداول، على النحو التالي:

¹⁵² العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص 201.

الفرع الأول: أوامر البيع والشراء سندات القرض في السوق:

يتم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية من خلال نظام التداول الإلكتروني، إذ نصت المادة (4) من نظام تداول الأوراق المالية لسنة 2006م، الصادر عن مجلس إدارة سوق الأوراق المالية الفلسطينية بتاريخ 2006/08/03م، على: "يتم التداول في سوق فلسطين للأوراق المالية من خلال نظام التداول الإلكتروني المعتمد من قبل السوق".

كما نصت أحكام الفقرة (1) من المادة (3) من ذات النظام، على: " لا يجوز تداول أو تحويل أسهم الشركات المدرجة والأوراق المالية المدرجة الأخرى إلا عبر نظام التداول الإلكتروني المعتمد من قبل السوق وحسب أنظمة وتعليمات وإجراءات السوق المعتمدة. ولا تقبل أية عملية تحويل أو نقل ملكية لأوراق مالية مدرجة تمت خارج السوق بعد تاريخ مصادقة الشركة المدرجة أو الجهة المصدرة لأوراق مالية مدرجة على كشف المساهمين أو كشف مالكي الأوراق المالية كما هو مدخل ومثبت في جهاز حاسوب مركز الإيداع والتحويل وحسب الإجراءات المبينة في كل من نظام واتفاقية الإدراج".

إلا أنه استتنت أحكام الفقرة (2) من المادة (3) من النظام، تداول الأوراق المالية عبر نظام التداول الإلكتروني، والتي تم تنفيذها من قبل المركز في الحالات المحددة فيها، إذ نصت على: "يجوز استثناء الأسهم والأوراق المالية الأخرى المدرجة في السوق من التداول عبر نظام التداول الإلكتروني، وتنفيذها من خلال المركز، في الأحوال التالية:

أ. التحويل الإرثي والهبة والوصية والوقف الخيري والذري حسب إجراءات المركز.

ب. التحويل العائلي وقسمة وتجميع الأوراق المالية حسب إجراءات المركز".

ويعد التعامل بالأوراق المالية المدرجة بالسوق والتي لم تراعي في تسجيلها أحكام القانون وقواعد السوق باطل، وهذا ما أكدته أحكام الفقرة (3) من المادة (3) من ذات النظام، إذ نصت على: " تلتزم السوق

بتسجيل كافة المعاملات التي تجري على الأوراق المالية المدرجة لديها في سجلاتها، ويقع باطلاً كل تعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق لم يسجل وفقاً لأحكام القانون وقواعد السوق".

وتكون عمليات التداول في السوق من خلال أوامر البيع والشراء، وتتنوع الأوامر، منها تكون محددة لسعر التنفيذ، أو محددة لوقت التنفيذ، أو محددة لسعر التنفيذ ووقته أو خاصة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (38) من النظام.

ويكون الأمر محددًا لسعر التنفيذ، إذ قد يطلب العميل التنفيذ بسعر معين يحدده للشركة العضو أو يطلب من الشركة العضو التنفيذ بسعر السوق، على أنه يشترط أن يكون السعر التنفيذ محددًا بالأمر ضمن المدى الذي تسمح به السوق للورقة المالية محل الأمر، وذلك وفقاً لأحكام المادة (39) من النظام.

وفي حال كان الأمر مفتوح، فيبقى سارياً حتى ينفذ من قبل الشركة العضو أو أن يلغيه العميل أو بمضي شهر على إدخاله دون تنفيذ أو إلغاء، أما إذا كان الأمر المفتوح في حدود سعر معين فتلتزم الشركة العضو بالشراء بهذا السعر أو أقل منه وبالببيع بالسعر المحدد أو أعلى منه، وذلك خلال مدة شهر من إدخال الأمر، وفقاً لأحكام المادة (43) من النظام.

أما فيما يتعلق بأمر الإيقاف، إذ لا يتم تنفيذه إلا إذا وصل سعر تداول الورقة المالية مستوى معين أو تعده، وفي حال كان أمر الإيقاف بالبيع فيتم تنفيذه إذا وصل سعر التداول الورقة المستوى المحدد أو إنخفض عنه، أما إذا كان أمر الإيقاف بالشراء، فيتم تنفيذه إذا وصل سعر التداول الورقة المستوى المحدد أو زاد عنه، وذلك وفقاً لأحكام المادة (44) من النظام.

ويتم خصم عدد الأوراق المالية المباعة من حساب البائع وإضافتها إلى حساب المشتري في يوم التداول وفقاً لملف التداول الوارد للمركز من السوق ولا يتحمل المركز أي مسؤولية من جراء ذلك، وتبقى الأوراق

المالية عالقة في حساب المشتري لحين إتمام إجراءات تسويتها ولا يجوز تحويلها للمركز أو بين الحسابات لدى الوسيط المعني أو رهنها قبل ذلك التاريخ، وذلك وفقاً لأحكام المادة (60) من التعليمات.

كما أجاز المشرع الفلسطيني قبول أوامر الشراء الواردة من العملاء إلى شركات الوساطة المالية أو الأعضاء المرخص لهم بالتداول الأوراق المالية بأي وسيلة، لم يشترط وسيلة معينة لإعطاء أمر الشراء، إذ نصت الفقرة (1) من المادة (55) من نظام تداول الأوراق المالية، على: "يمكن استلام أوامر العملاء شفهيّاً عبر الهاتف أو خطياً بأي وسيلة متاحة البريد، الفاكس، البريد الإلكتروني، التلكس"، كما نصت المادة (56) من ذات النظام، على: "يجب تعزيز الأوامر الهاتفية خطياً أو من خلال الفاكس خلال مدة لا تزيد على أسبوع"، وكذلك نصت المادة (57) منه، على: "1. يجب على الشركة العضو تسجيل جميع المكالمات الهاتفية مع العملاء والاحتفاظ بهذه التسجيلات لمدة ثلاث سنوات..".

وبعد تلقي أوامر الشراء من العملاء، تقوم الشركة من خلال الوسطاء بإدخال أوامر الشراء إلى النظام الإلكتروني، وتدخل تلك الأوامر حسب ترتيب الزماني لاستلامها.¹⁵³

ويقوم الوسيط بتنفيذ أوامر الشراء بإدخال أوامر العملاء على نظام التداول الإلكتروني، وفقاً لتسلسل الزماني الذي وردت فيه، وبذلك تتم عقد صفقة البيع والشراء من خلال مقابلة أوامر البيع والشراء إلكترونياً.¹⁵⁴

وتعتبر إشعارات الشراء بمجرد شراء الأوراق المالية بينة قانونية للملكية سندات القرض، إذ نصت المادة (20) من قانون الأوراق المالية، على: "تعتبر إشعارات الشراء الصادرة عن المركز بمثابة بينة قانونية للملكية".

¹⁵³ قزاز، سامر. (2018): التنظيم القانوني لتداول الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في فلسطين، جامعة القدس، فلسطين.

¹⁵⁴ قزاز، سامر، مرجع سابق، ص112.

وتنتقل ملكية الأوراق المالية من البائع للمشتري إنقضاء (3) أيام على تنفيذ الصفقة وتسديد ثمنها، وفقاً لأحكام المادة (111) من النظام، والتي نصت على: "يعتبر المساهم الذي قام بالشراء الأوراق مالية مالكاً لهذه الأوراق في تاريخ شرائها".

أما اللائحة التنفيذية للقانون المصري، فقد نصت في المادة (92)، على: "يكون تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية بما في ذلك العمليات التي تقوم بها شركات السمسرة طبقاً للأوامر الصادرة إليها من طرفها في المكان والمواعيد التي تحددها إدارة البورصة، ويجب عرض هذه الأوامر بطريقة تكفل العلانية والبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقاً للقواعد التي تقرها إدارة البورصة وتعتمدها الهيئة".

ونصت المادة (91) من ذات اللائحة، على: "يجب على شركة السمسرة تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل مضمون الأمر واسم مصدره وصفته وساعة وكيفية وروده إلى الشركة، والتمن الذي يرغب العميل التعامل به". كما نصت المادة (95) منها، على: "يجب على شركة السمسرة عرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم، وإذا لم يحدد العميل أجلاً لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده. يتم تنفيذ الأوامر بحسب تاريخ وساعة ورودها لشركة السمسرة كما يكون تنفيذ الأوامر التي تعطي لممثل الشركة أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر".

وأوجبت أحكام المادة (263) من ذات اللائحة، بأن: "تلتزم الشركة بإدخال عروض وطلبات البيع والشراء، وفقاً لأوامر العميل، في الحاسب الآلي المتصل بالبورصة بالوسائل والمعدة لذلك وطبقاً للقانون واللائحة وللنظم المالية المعمول بها، وعلى مندوب الشركة بالبورصة الالتزام بإمساك سجل يقيد فيه بياناً بالأوامر التي يتلقاها من الشركة خلال جلسة التداول على أن يتضمن هذا السجل ذات البيانات المثبتة بسجل أوامر العملاء لدى الشركة".

وألزمت المادة (267) من ذات اللائحة، على الشركة بمراعاة أحكام الحفظ المركزي المعتمدة أو المرخص بها، وتلتزم بإخطار العميل كتابة بالحضور لتسليم الأوراق المالية التي تم شراؤها لحسابه، وعليها أن تحتفظ في سجلاتها بصور من هذه الإخطارات، كما تلتزم بالاحتفاظ بالأوراق المالية في مكان آمن إلى حين قيام العميل بتسليمها أو إلى حين صدور أمره ببيعها أو إلى حين إيداعها لدى الجهات المرخص لها بذلك وفقاً لاتفاقها مع العميل، وعليها اتخاذ الاجراءات التي تكفل الحفاظ على أوراق العملاء المالية التي تكون في حوزتها لحين إتمام أوامره أو لحين تسليمها للعميل أو إيداعها لدى الجهات المرخص لها. كما ألزمت المادة (276) من ذات اللائحة الشركة بتنفيذ أوامر العملاء بالشروط المحددة بأوامرهم، على أن يكون أمر الشراء السندات مكتوباً أو شفويّاً أو بأي وسيلة أخرى متعارف عليها، فإذا لم يكن مكتوباً فيجب أن يتم تأكيده كتابة، وذلك وفقاً للمادة (277) من ذات اللائحة.

الفرع الثاني: تسجيل وإيداع سندات القرض لدى المركز.

تسجل سندات القرض بأسماء مالكيها، ويوثق ببيعها لدى المركز، إذ نصت أحكام المادة (68) من قانون الأوراق المالية، على: "تكون سندات القرض اسمية قابلة للتداول وتسجل بأسماء مالكيها ويوثق البيع الواقع عليها في المركز، وتكون هذه السندات قابلة للتداول في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون". وما أكدته المادة (18) من ذات القانون، والتي تضمنت أحكام تقيّد بتسجيل الأوراق المالية المتداولة في السوق ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها ووضع إشارة الرهن أو الحجز عليها بموجب قيود تدون في سجلات المركز، وللمركز أن يفتح حسابات لتداول الأوراق المالية أو تسجيلها وفقاً لأحكام هذا القانون أو قواعد السوق، وعلى الأعضاء في السوق حفظ ملكية المستثمرين بحسابات منفصلة عن موجوداتها. وجاءت أحكام المادة (38) من ذات القانون، بنصها الصريح على أن إصدار أية شهادات أو وثائق بملكية الأوراق المالية يكون من خلال المركز، وإذ نصت على: "1. يجب تسجيل الأوراق المالية

المصدرة باسم شخص محدد وفقاً لأحكام القانون. 2. لا يجوز لأي مصدر إصدار أية شهادات أو وثائق بملكية الأوراق المالية بصورة مباشرة، وإنما من خلال المركز".

وعليه، يكون المركز بمثابة الجهة الوحيدة التي توثق وتدون كل ما يتعلق بعمليّة بيع وتداول الأوراق المالية وشهادات بهذا الشأن.

وتقوم شركة المقاصة والإيداع الوطنية بتسجيل عمليات التداول الأوراق المالية ونقل ملكيتها وتسديد أثمانها ومقاصتها وتسويتها في السوق.¹⁵⁵

وقد جاءت تعليمات تسجيل الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017م في الأردن، بموجب أحكام المادة (8) منها، بإلزام المصدر بعد تسجيل أي أوراق مالية لدى الهيئة التقدم إلى المركز بطلب لتسجيل تلك الأوراق المالية من قبله وتزويده بالمعلومات والبيانات التالية بخصوصها: 1. نوع الأوراق المالية. 2. عدد الأوراق المالية. 3. القيمة الاسمية للورقة المالية (إن وجدت). 4. نسخة من كتاب الهيئة بالموافقة على تسجيل الأوراق المالية لديها. 5. سجل مالكي أوراقه المالية المصدرة وفقاً للبيانات والمواصفات والطريقة التي يحددها المركز. ب- تسجل الأوراق المالية وفقاً لأحكام الفقرة (أ) من هذه المادة خلال المدة المحدد في التعليمات الصادرة عن المجلس.

وقد ألزمت المادة (10) من ذات التعليمات المصدر بتزويد المركز بسجل مالكي أوراقه المالية وفقاً للبيانات والمواصفات والمواعيد والطريقة التي يحددها المركز.

وتكون الأوراق المالية القابلة لعمليات البيع أو نقل الملكية بعد تدوينها في سجل المركز، وفقاً للمادة (19) من ذات التعليمات، إذ نصت على: "أ- تدون ملكية الأوراق المالية المودعة في سجلات المركز وتعتبر هذه الأوراق المالية وحدها الأوراق المالية القابلة لعمليات البيع أو التحويل أو نقل الملكية أو الرهن أو غير ذلك من العمليات..."

¹⁵⁵ حنفي، عبد الغفار، مرجع سابق، ص 139.

يعد مركز الايداع والتحويل حافظا ومستودعا لإيداع وحفظ الأوراق المالية بالنيابة عن الشركات المصدرة. (توثيق) وتسجل الأوراق المالية ونقل ملكيتها ودفع قيمتها في سجلات المركز، بالإضافة لإجراء كافة التصرفات القانونية عليها من حجز ورهن، إذ نصت المادة (18) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على: "يتم تسجيل الأوراق المالية المتداولة في السوق ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها ووضع إشارة الرهن أو الحجز عليها بموجب قيود تدون في سجلات المركز.

2. للمركز أن يفتح حسابات لتداول الأوراق المالية أو تسجيلها وفقا لأحكام هذا القانون أو قواعد السوق.

3. على الأعضاء في السوق حفظ ملكية المستثمرين بحسابات منفصلة عن موجوداتها".

وعليه، يعتبر المركز الجهة الوحيدة التي تتولى عملية الإيداع للأوراق المالية لا سيما سندات القرض، إذ يقوم بكافة التصرفات القانونية المرتبطة بالإيداع، وتسجيل ملكية الأوراق المالية عند إدراجها من الشركة في السوق، ومن ثم تسويتها ودفع ثمنها لديه، وعند رهنها أو حجزها يتم تدوين ذلك في سجلات المركز، كما يتولى حفظ ملكية المستثمرين بحسابات منفصلة.

وقد حددت أحكام المادة (87) من ذات النظام المعلومات التي يجب أن يتضمنها نموذج طلب الإيداع سواء كان المودع شخص طبيعي أو معنوي.

أما المشرع الأردني فقد ألزم المصدر بالإيداع لدى المركز بعد تقديمه المعلومات والبيانات عن مالك الأوراق المالية، وذلك وفقاً لأحكام المادة (13) من تعليمات تسجيل الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017م في الأردن، والتي أوجبت أن يتم إيداع الأوراق المالية بعد أن يقوم المصدر بتزويد المركز بالمعلومات والبيانات التالية عن مالك الأوراق المالية: 1. رقم المركز. 2. الاسم الكامل. 3. الجنسية. 4. رصيد ملكية الأوراق المالية. أي قيود ملكية على الأوراق المالية وعدد الأوراق المالية المقيدة (إن وجدت)، واشترطت أن تكون المعلومات والبيانات الواردة في البنود من (1) إلى (3) من الفقرة (أ) من هذه المادة مطابقة لقاعدة بيانات المركز.

واعتبر الإيداع من تاريخ استلام سجل مالكي الأوراق المالية، على أن تعتبر شهادات الملكية ملغاة فور إيداعها لدى المركز، وفقاً لأحكام المادة (14) من ذات التعليمات، والتي أوجبت أن يكون إيداع الأوراق المالية من تاريخ استلام سجل مالكي الأوراق المالية أو أي تاريخ لاحق ويتم إعلام المصدر بذلك، واعتبر شهادات ملكية الأوراق المالية ملغاة حكماً فور إيداع الأوراق المالية لدى المركز.

وأحل قيود وسجلات الأوراق المالية لدى المركز محل قيود وسجلات مصدري الأوراق المالية، على أن توثق ملكية الأوراق المالية المودعة لدى المركز في الحسابات المعنية على شكل قيود تدون في قاعدة بياناته، واعتبر الأوراق المالية المودعة لدى المركز من نفس النوع والفئة والإصدار والعملية متساوية في الحقوق والواجبات.

واشترط المشرع المصري صراحةً لقيود السندات أو الصكوك توافر الشروط التالية وفقاً لأحكام المادة (12) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية:

1. أن تكون قد طرحت للاكتتاب العام أو الخاص بناءً على نشرة اكتتاب أو مذكرة معلومات معتمدة من الهيئة أياً كان القانون الخاضع له الجهة التي أصدرتها.
2. تقديم شهادة توضيح درجة التصنيف الائتماني الممنوح للإصدار.
3. تقديم طلب القيد مرفقاً به كافة البيانات والمستندات الآتية:
 - أ. تعد الجهة المصدرة بموافاة الهيئة والبورصة خلال 90 يوم من نهاية السنة المالية بشهادة تصنيف ائتماني حديثه سنوياً للإصدار تجدد سنوياً.
 - ب. تعهد بالإفصاح الفوري للهيئة والبورصة عن الأحداث الجوهرية، وبتقديم شهادة تصنيف ائتماني جديد خلال 15 يوماً من تاريخ الإفصاح.
 - ج. تعهد بموافاة البورصة بمحضر اجتماع جماعة حملة السندات.

المطلب الثاني: التسوية وتقاص سندات القرض في السوق

تعتبر عمليات تقاص وتسوية ونقل ورهن التي تتم في سوق الأوراق المالية لازمة لاكتمال تداول القيم المنقولة انتقال ملكيتها وحصول أطراف الصفقات على حقوقهم لأن العمليات التي تتم في السوق.¹⁵⁶ ويمكن تعريف المقاصة والتسوية بأنها: "مجموعة الإجراءات التي علق القانون على اتمامها نقل ملكية الأوراق المالية محل التداول في بورصات أوراق مالية".¹⁵⁷

الفرع الأول: تسوية سندات القرض

عرفت المادة (2) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، التسوية بأنها: "العملية التي يتم بموجبها إتمام عقد التداول ونقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي غير مشروط". وعرفها المشرع الأردني في تعليمات تسجيل الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017م، في المادة (65)، على أنها: "يقصد بالتسويات المالية لغايات هذه التعليمات قبض ودفع أثمان الأوراق المالية الناتجة عن عقود التداول المنفذة في السوق".

وتتم التسوية من قبل بنك التسوية المعتمد من السوق لإتمام عقد التداول ونقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط، وذلك وفقاً لأحكام قرار مجلس الوزراء رقم (14) لعام 2009م، بنظام المحافظة على سرية المعلومات في قطاع الأوراق المالية.

وحددت المادة (105) من النظام إجراءات التسوية، إذ نصت على: "1. تلتزم الشركة العضو بدفع المبالغ المستحقة لبنك التسوية في يوم التسوية أي يوم العمل الثاني التالي ليوم التداول T+2 في موعد

¹⁵⁶ الشراوي، سمير، مرجع سابق، ص 184.

¹⁵⁷ رزيقة، حربية، مرجع سابق، ص 95.

أقصاه الساعة التاسعة والنصف صباحاً، وذلك حسب كشف التسوية المرسل من قبل السوق للبنك.

2. إذا لم تقم الشركة العضو بالدفع حتى ذلك الموعد يقوم مدير التسوية:

أ. بإبلاغ السوق بذلك فوراً، وفي هذه الحالة تقوم السوق بوقف الشركة العضو عن التداول لتلك الجلسة،

ولا تقوم السوق بسماع للشركة العضو بالتداول في تلك الجلسة إلا بعد أن تدفع لبنك التسوية المبالغ

المستحقة منه.

ب. بالتنفيذ على الغطاء الذي قدمته الشركة العضو؛ لضمان تقاص صفقات التداول اليومية في السوق.

3. إذا لم تقم الشركة العضو بدفع المبالغ المستحقة لبنك التسوية في الموعد المحدد، فإنها تعرض

نفسها لجزاء تأديبي، ويتم إبلاغ الهيئة بذلك".

حيث أن عمليات التداول للأوراق المالية بما فيها سندات القرض التي تتم في السوق نهائية ولا يجوز

الرجوع عنها، وفقاً لأحكام المادة (84) من النظام، وعلى إثره تلتزم الشركة العضو بتسليم الأوراق المالية

الواردة في أمر البيع الذي أدخل إلى نظام التداول الإلكتروني، وبدفع الثمن الذي تم تنفيذ أمر الشراء

عليها وفقاً للمادة (83) من النظام.

أما المشرع الأردني فقد أناط للمركز إجراء عملية التسوية، فقد نصت المادة (50) من تعليمات تسجيل

الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017م، على: " يتولى المركز تسوية عقود تداول الأوراق المالية المودع

لديه على أساس تسليم الورقة المالية مقابل تسديد أثمانها"، ونصت المادة (51) منها، على: " أ- يكون

يوم التسوية لعقود التداول المنفذة في السوق اليوم الثاني بعد يوم التداول (T+2) ويجوز لمجلس الإدارة

بموافقة الهيئة تغيير يوم التسوية من حين لآخر وفقاً لما يراه مناسباً. ب- على الرغم مما ورد في الفقرة

(أ) من هذه المادة، لمجلس الإدارة بموافقة الهيئة اعتماد فترة التسوية لأي نوع من الأوراق خلافاً لما ورد

ضمن الفقرة (أ) من هذه المادة".

ويتم قبض ودفع أثمان الأوراق المالية من وإلى الوسطاء وأمناء الحفظ من خلال حساب التسوية لدى البنك، ويقوم المركز بفتح حساي احتياطي السيولة لدى بنك التسوية، وفقاً لأحكام المادة (67) من ذات التعليمات.

وينشئ المركز من خلال نظام المركز الإلكتروني بناءً على ملف التداول اليومي الوارد من السوق، عقد تسوية لكل عقد تداول بيع أو شراء ينفذ من قبل الوسيط لحسابات عملاء الحفظ الأمين لدى ذلك الوسيط، ويكون تاريخ التسوية بنفس تاريخ تسوية عقد التداول المعني، وذلك وفقاً لأحكام المادة (69) من ذات التعليمات، على أن يقوم الحافظ الأمين بقبول أو رفض عقد التسوية من خلال نظام المركز الإلكتروني، وبخلاف ذلك يعتبر عقد التسوية مرفوضاً حكماً من قبل الحافظ الأمين وفقاً لأحكام المادة (71).

وفي حال رفض الحافظ الأمين لأي عقد تسوية وفق أحكام المادة (71) من هذه التعليمات، يبقى الوسيط المعني ملزماً بمواجهة المركز بتسوية عقد التداول المنفذ من قبله، وفي حال قبول الحافظ الأمين لعقد التسوية خلال المدة، تتم تسوية هذا العقد مع عقد التداول المرتبط به، وفقاً لأحكام المادة (72).
إلا أنه يجب تسديد ثمن الأوراق المالية، فإذا لم يتم تسديدها جاز للصندوق ضمان التسوية الحق بتملك الأوراق المالية المشتراة وبيعها، وفق أحكام المادة (83)، وتسجل عقود التسوية المقبولة من قبل الحافظ الأمين بموجب قيود إلكترونية تدون على كشوف حسابات الأوراق المالية المعينة لديه ولدى الوسطاء وفق أحكام المادة (88).

وقد نصت المادة (15) من قانون رقم (93) لسنة 2000م بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري، على: "تجري الشركة عمليات المقاصة والتسوية في الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل الثمن، ويجب ألا تتجاوز الفترة بين إجراء عملية التداول وإتمام التسوية الخاصة بها المدة التي يصدر بتحديدها قرار من مجلس إدارة الهيئة". وتضمنت المادة (16) من ذات القانون أنه على مجلس إدارة الشركة أن يصدر بعد موافقة الهيئة قراراً بالنظم اللازمة لضمان تنفيذ أعضاء الإيداع المركزي

- لالتزاماتهم المتعلقة بالتسوية في الأوراق المالية، وله أن يلجأ في ذلك إلى كل أو بعض الوسائل الآتية:
- 1- اشتراط قيام العضو بتقديم كفالة من الغير. 2- تعيين حد أقصى للتزامات العضو النقدية عن معاملاته مع الشركة أو من خلالها. 3- تحديد قواعد وإجراءات تصفية العمليات التي لا تتم تسويتها.
 - 4- وضع نظام لتسليف الأوراق المالية بين الأعضاء الإيداع المركزي.

الفرع الثاني: تقاص سندات القرض

يعرف التقاص بأنه العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف التداول الناشئة عن عقد التداول وذلك لتسديد أثمانها في التاريخ المحدد للتسوية.¹⁵⁸

إذ يتولى السوق مهمة تقديم خدمات المقاصة، وفقاً لأحكام الفقرة (4) من المادة (14) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: "يقوم المركز بالأعمال التالية: 4. تقديم خدمات المقاصة والتسوية للسوق وأعضائه".

إلا أنه صدر قرار عن هيئة سوق رأس المال لعام 2010م، تم بموجبه إعادة هيكلة سوق فلسطين للأوراق المالية، وعلى إثره حلت شركة المقاصة والإيداع الوطنية محل مركز الإيداع والتحويل والتسوية.¹⁵⁹

وأناط المشرع الأردني للمركز القيام بإجراء عمليات التقاص والتسوية لعقود التداول، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات الوسطاء وأمناء الحفظ وإتمام إجراءات عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عنها ونقل الملكية، وذلك وفقاً لأحكام المادة (49) من تعليمات تسجيل الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017م في الأردن، وأجاز لمجلس الإدارة بموافقة المجلس تحديد حد أقصى للتزامات الوسيط المالية

¹⁵⁸ فضلي، هشام، مرجع سابق، صص 199.

¹⁵⁹ علي، علا، مرجع سابق، ص 56.

الخاضعة لإجراءات التقاص والتسوية التي يجري تسويتها من خلال المركز والناشئة عن تداوله بالأوراق المالية من خلال السوق، وذلك وفقاً لأحكام المادة (53) منها.

وأوجب المشرع المصري على الشركة بأن تقوم بإجراء عمليات المقاصة في الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، وأن تقوم الشركة بإجراء عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية، وذلك وفقاً لأحكام المادة (14) من قانون رقم (93) لسنة 2000 بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.

الفصل الثالث:

آثار تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية

يترتب على إتمام عملية التداول، إبرام عقد بين الشركة والمكتب، وعلى إثره تنتقل ملكية السند إلى المكتب، ويحق له التصرف فيه بما في ذلك رهنه، وكذلك استرداد قيمة السند وفائدته عند استحقاقه، وغيرها من الآثار، وعليه، سيتم بيان في المبحث الأول الآثار المترتبة على تداول سندات القرض، من

خلال مطلبين، بحيث يتناول المطلب الأول إجراءات نقل ملكية سندات القرض ورهنها، والمطلب الثاني حقوق مالكي سندات القرض، الحق في استرداد قيمة القرض والفائدة، وتكوين هيئة مالكي سندات القرض، والمبحث الثاني الجهات الرقابية على تداول سندات القرض في السوق، ودور السندات في الاستثمار، من خلال مطلبين، المطلب الأول رقابة الهيئة والسوق ووزارة الاقتصاد الوطني على تداول سندات القرض، والمطلب الثاني دور سندات القرض في الاستثمار.

المبحث الأول: الآثار المترتبة على تداول السندات

يترتب على تسجيل وإيداع سندات القرض لدى المركز بعد إتمام عملية التداول، نقل ملكية هذه السندات لمكتتب، وكذلك إمكانية إجراء الرهن عليها، وعليه، سيتم بيان آلية نقل الملكية والرهن على سندات القرض، وما يترتب على ذلك من حقوق لمالكي سندات القرض، منها الحق في استرداد قيمة القرض وفائدته، لذا سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، يتناول المطلب الأول إجراءات نقل ملكية سندات القرض ورهنها، والمطلب الثاني الحق في استرداد قيمة القرض والفائدة، وتكوين هيئة مالكي سندات القرض.

المطلب الأول: نقل الملكية ورهن سندات القرض في السوق

نصت المادة (18) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، على: "1. يتم تسجيل الأوراق المالية المتداولة في السوق ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها ووضع إشارة الرهن أو الحجز عليها بموجب قيود تدون في سجلات المركز"، وعليه، سنقوم ببيان ذلك على النحو التالي:

الفرع الأول: نقل ملكية سندات القرض

حظر قانون الأوراق المالية على شركات الأوراق المالية ومستشار الاستثمار، بأن يقومو بعمليات الشراء وبيع دون وجود تفويض من المستثمرين، وذلك بموجب أحكام البند (س) من الفقرة (1) من المادة (45) منه، والتي نصت على: " الامتناع عن القيام بعمليات الشراء وبيع متعددة لحسابات المستثمرين دون تفويض رسمي".

ويجوز لشركة أن تفوض وكيل الإصدار القيام ببيع الأوراق المالية نيابة عنها، وهذا لا ينفي بأنه على وكيل الإصدار القيام بعمليات البيع أمام المركز ووفقاً للاتفاق معها، إذ نصت الفقرة (3) من المادة (70) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، بأنه: " يجوز لوكيل الإصدار القيام بعملية البيع وفقاً للاتفاق مع الشركة".

وقد أوجبت أحكام المادة (20) من تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، على المصدر أن يقدم للمركز سجل يشمل أسماء المكتتبين في سندات القرض عند إنتهاء من عملية الاكتتاب، فقد نصت على: "3- يجب على المصدر إيداع سجل المكتتبين لدى المركز الإيداع والتحويل في السوق بعد موافقة الهيئة. 4- يحق لكل مكتتب سجلت أوراق مالية باسمه وأصبح مساهماً أن يحصل على وثيقة تثبت ملكيته للأوراق المالية من خلال المركز".

وكذلك أحكام الفقرة (1) من المادة (38) من ذات القانون، التي أوجبت أن يكون تسجيل الأوراق المالية باسم شخص محدد، فقد نصت على: " يجب تسجيل الأوراق المالية المصدرة باسم شخص محدد وفقاً لأحكام القانون".

حيث إن نقل ملكية سندات القرض لا يتم إلا بالقيود في الحساب وليس بمجرد التعاقد، وبالتالي لا تثبت ملكية سندات القرض للمشتري إلا من تاريخ قيام مركز الإيداع بتسوية العمليات التي تتم عليها.¹⁶⁰

¹⁶⁰ العتيكي، مجيد، مرجع صباغ، 170.

ويقوم السوق بإصدار شهادات ملكية للأوراق المالية بما فيها سندات القرض المدرجة، وذلك بعد أي عملية تحويل أو نقل ملكية بناءً على طلب المستثمر مقابل رسم محدد، وها ما أكدته أحكام المادة (109) من النظام.

ويحق لمالكي سندات القرض، إيداع شهادات الملكية وحفظها لدى المركز الإيداع والتحويل في السوق من خلال إحدى الشركات الأعضاء في السوق، وفقاً لأحكام المادة (89) من النظام.

كما يتوجب على السوق بعد كل عملية نقل ملكية بإصدار إشعار ملكية الأوراق المالية المنقولة باسم المالك الجديد بناءً على طلبه، وفقاً لأحكام المادة (116) من النظام.

ويكون لآخر مالك للسند القرض التسجيل باسمه لدى السوق حقوق هذه الورقة من فوائد، وفقاً لأحكام المادة (119) من النظام، إذ نصت على: "

وتكون سجلات المركز وحسابات أو ما يصدر عنه من وثائق الحجية، وذلك وفقاً لنص المادة (19) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: "تعتبر قيود سجلات المركز وحساباته وأية مستندات يدوية أو الكترونية صادرة بموجبها بينة، ما لم يثبت عكس ذلك".

ويتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة، بناءً على الملف الإلكتروني للتداول اليومي الوارد للمركز من السوق، بموجب قيود إلكترونية تدون في الحسابات الخاصة بالبائعين والمشتريين لدى أعضاء المركز ودون الحصول على موافقة الشخص البائع على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية من الحساب الخاص به إلى الحساب الخاص بالمشتري.

ويعتبر ورود أي عقد تداول في ملف التداول، أن المالك البائع للأوراق المالية قد أصدر أمراً للوسيط البائع بنقل ملكية الأوراق المالية المعنية من الحساب الخاص به إلى الحساب الخاص بالمشتري، على أن يتحمل الوسيط البائع كامل المسؤولية التي نشأت أو قد تنشأ عن بيع أي أوراق مالية لأي من

عملائه دون استلامه أمراً من عميله بذلك، ولا يتحمل المركز أي مسؤولية قد تنشأ، وذلك وفقاً لأحكام المادة (59) من التعليمات.

ويتم تثبيت نقل ملكية الأوراق المالية المودعة بتاريخ يوم التداول شريطة إتمام إجراءات التسوية، إذ يشترط لنقل ملكية الأوراق المالية المودعة إلى المشتري قيام الوسيط المشتري بدفع ثمن تلك الأوراق المالية المشتراة في المواعيد المحددة لذلك، على أن تكون جميع إجراءات الشركات واستحقاقات الملكية من توزيع أرباح أو أسهم مجانية أو فوائد أو عوائد أو غير ذلك من حق المشتري اعتباراً من يوم التداول، وذلك وفقاً لأحكام المادة (60) من التعليمات.

الفرع الثاني: رهن سندات القرض

أنطت أحكام الفقرة (6) من المادة (14) من قانون الأوراق المالية، بالمركز القيام بعمليات الرهن وفك الرهن، إذ نصت على: " يقوم المركز بالأعمال التالية: 6- عمليات الرهن والحجز وفك الرهن وفك الحجز للأوراق المالية".

ويدون في سجلات المركز إشارة الرهن على الورقة المالية، إذ نصت المادة (18) من ذات قانون، على: "1. يتم تسجيل الأوراق المالية المتداولة في السوق ونقل ملكيتها وتسوية أثمانها ووضع إشارة الرهن أو الحجز عليها بموجب قيود تدون في سجلات المركز".

وإذا كانت سندات القرض مرهونة، فيجب أن يتم وضع تلك الأموال والموجودات تأميناً للقرض وتوثيقها قبل تسليم أموال الاكتتاب في سندات القرض إلى الشركة وفقاً للتشريعات المعمول بها، وذلك وفقاً لأحكام المادة (71) من ذات القانون.

أما المشرع الأردني فقد أورد قيوداً على الأوراق المالية المودعة وهي الرهن، والحجز، والتجميد بموجب أحكام المادة (105) وفقاً لتعليمات تسجيل الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017م.

واعتبر الأوراق المالية المودعة لدى المركز هي وحدها الأوراق المالية القابلة لعمليات الرهن، بحيث يقوم المركز بوضع إشارات قيود ملكية على الأوراق المالية المودعة بعد تاريخ إيداعها وذلك في ضوء الوثائق المقدمة إليه، ولا يعتبر الرهن نافذاً ما لم يتم تسجيله وتثبيته في سجلات مالكي الأوراق المالية المودعة لدى المركز، وفقاً لأحكام المادة (107) من ذات التعليمات.

ويتم رهن الأوراق المالية المودعة لدى المركز وفقاً للإجراءات التنفيذية، بناءً على طلب من المرتهن والراهن بموجب النموذج المقرر لهذه الغاية يقدم للمركز مستوفياً لجميع المتطلبات والمستندات والوثائق المنصوص عليها في الإجراءات التنفيذية، وفقاً للمادة (109)، وتم رفع إشارة الرهن عن الأوراق المالية المودعة بطلب من المرتهن أو من قبله وفقاً للإجراءات التنفيذية بموجب أحكام المادة (110).

وتكون الحقوق الناتجة عن الأوراق المالية مشمولة بالرهن حكماً، وذلك وفقاً للفقرة (ب) من المادة (109) من تعليمات، إذ نصت على: "تعتبر الحقوق التالية الناتجة عن الأوراق المالية المراد وضع إشارة الرهن عليها مشمولة بالرهن حكماً ما لم يحدد الراهن والمرتهن خلاف ذلك صراحة في طلب الرهن المقدم من قبلها بموجب أحكام الفقرة (أ) من هذه المادة: 1. الأرباح أو الفوائد أو العائد المستحق للأوراق، 2. الأسهم المجانية. 3. الرديات الناشئة عن إطفاء اسناد القرض أو الصكوك أو السندات خلال مدتها أو بتاريخ استحقاقها. 4. الرديات الناشئة عن تخفيض رأس المال".

المطلب الثاني: حقوق مالكي سندات القرض

ترتب على تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية آثاراً على المكتتب والشركة، بحيث يلزم المكتتب بالوفاء بقيمة السندات بمجرد الاكتتاب، وفقاً لطريقة التي تحددها الشركة المقترضة في نشرة الإصدار، وتلتزم الشركة بالوفاء اتجاه مالك السند بقيمة السند والفائدة.

وعليه، يمكن إجمال أهم الحقوق التي يتمتع بها مالك السند باعتباره دائناً للشركة المصدرة،¹⁶¹ على النحو التالي:

الفرع الأول : الحق في الفائدة واسترداد المبلغ:

تعد الفائدة هي الغاية التي يوظف مالك سند القرض أمواله في الشركة المصدرة، من أجل الحصول على الفائدة، وليس مجرد استرجاع مبلغ القرض عند حلول تاريخ استحقاقه.¹⁶²

ويكون حامل السند دائناً للشركة بقيمة السند، فيحق له الحصول على الفائدة الثابتة المحددة في وثيقة الإصدار وفي الأجل المحددة، فلحامل السند الحق في استيفاء الفائدة سواء حققت الشركة أرباح أم خسرت، بحيث تدفع من رأس المال إذا لم تحقق أرباح، ويجوز للشركة أن تشترط عدم دفع الفائدة إذا لم تحقق أرباحاً صافية.

ويشترط أن لا تتجاوز الفائدة الحد الأقصى المسموح به قانوناً، وهو (9%) وفقاً لنظام المراجعة العثماني، وكذلك يجب دفعها قبل توزيع الأرباح على المساهمين.¹⁶³ وفي جميع الأحوال تخضع مدة التقادم للفائدة وفقاً لأحكام القانون المدني.

وتبين نشرة إصدار سندات القرض مواعيد استحقاق الفائدة، وغالباً ما تدفع الفائدة بشكل دوري (سنوية أو نصف سنوية)، ويستحق مالك السند الفائدة المقررة، وذلك سواء أحققت الشركة المصدرة أرباحاً أم لم تحقق.¹⁶⁴ ويستحق مالك السند أيضاً استرداد قيمة السند عند حلول ميعاد الاستحقاق أو عند استهلاكه وفقاً لنشرة الإصدار المتعلقة بتلك السندات.

¹⁶¹ الشرفاوي، سمير، مرجع سابق، ص186.

¹⁶² رزيقة، حريبة، مرجع سابق، ص99.

¹⁶³ العتيكي، مجيد، مرجع سابق، ص172.

¹⁶⁴ فضلي، هشام، مرجع سابق، ص203.

ويثار تساؤل إذا كان يجوز للشركة تقديم موعد استحقاق الفائدة أو تأخير، إذ لا يجوز للشركة تقديم موعد أو تأخيره، لأن الأجل في قرض السندات مشروط لمصلحة كل من الطرفين الشركة المدينة وحامل السند.

والأصل أن حامل السند الذي يستهلك يستوفي المبلغ الذي دفعه فقط، ولكن يرد على هذا الأصل استثناءات خاصة بسندات ذات مكافأة والسندات ذات النصيب.

وغالباً ما يتم الوفاء بقيمة السندات في نهاية أجل القرض، ولكن وفاء جميع السندات في ذات الوقت دفعة واحدة قد يسبب إلى إضطراب في الوضع المالي للشركة، فغالباً ما يتم الإشتراط في نشرة الإصدار على أن الوفاء يتم على مراحل عن طريق الاستهلاك، أو الوفاء ببعض السندات عن طريق القرعة، أو دفع جزء من قيمة كل سند سنوياً.¹⁶⁵

ويجوز للشركة دائماً أن تقوم بالاستهلاك سنوياً عن طريق شراء عدد من السندات في البورصة، وتلجأ الشركة إلى ذلك عندما تباع السندات في البورصة بأقل من قيمتها الاسمية، وفي هذه الحالة تجتمع في الشركة صفتا الدائن والمدين وينقضي الدين، على أن الشركة لا تلتزم بإلغاء السندات المشتراه، بل يجوز لها أن تحتفظ بها وتعرضها للبيع فيما بعد.

وتدفع قيمة السندات من مال الشركة سواء كانت أرباح أو من احتياطي رأس المال أو من رأس المال في حالة عدم وجود احتياطي، وقد تقوم الشركة بالوفاء بقيمة السند بطريقة غير مباشرة ك شراء هذه السندات من أسواق التداول فيحصل حامل السند على قيمته قبل حلول موعد الاستحقاق، وقد يتم الوفاء عن طريق استرداد الشركة للسند وفاء للديون التي لها في ذمة الغير، أو يعتبر تحويل الأسهم إلى سندات

للولفاء بقيمة السند.¹⁶⁶

¹⁶⁵ هندي، منير، مرجع سابق، ص112.

¹⁶⁶ قزاز، سامر، مرجع سابق، ص73.

الفرع الثاني: الحق في تكوين هيئة مالكي سندات القرض

تصدر الشركة سندات القرض بعقد قرض واحد، ولا تعد قروضاً بقدر عدد المكتتبين في سندات تطبيقاً لمبدأ وحدة الاكتتاب، ويقضي هذا المبدأ النظر إلى جميع المكتتبين نظرة جماعية بوصفهم دائني الشركة بمبلغ القرض.¹⁶⁷

ويعتبر مالكي سندات القرض دائنين للشركة إلا أنهم ليسوا دائنين عاديين، فهم دائنون في قرض جماعي يتساوى جميع المقترضين في الحقوق والواجبات في الإصدار الواحد،¹⁶⁸ ومن أجل الحفاظ على تلك الحقوق وحمايتها فقد نص المشرع الفلسطيني على تنظيم مالكي سندات القرض في هيئة غير مرتبطة بالشركة عند كل إصدار للإسنادات القرض.

ويقصد بهيئة مالكي سندات القرض بأنها عبارة عن هيئة تتكون تلقائياً عند كل عملية إصدار للسندات وتتألف من جميع حملة سندات القرض، وتنشأ هذه الهيئة بقوة القانون وتمتع بالشخصية المعنوية فيحق لها اتخاذ جميع القرارات بالأغلبية، بحيث تكون قراراتها ملزمة للجميع وتتولى هذه الهيئة حماية مصالحهم المشتركة والدفاع عنها.¹⁶⁹

وتكمن أهمية وجود هيئة مالكي سندات القرض كونها تعمل على تحقيق مصالح الشركة المصدرة لسندات القرض فضلاً عن تحقيق مصالح مالكي سندات القرض، فالبنسبة للشركة فإن من مصلحتها أن لا تدخل في علاقات مع كل مالك في كل أمر، وتضييق حرية أصحاب السندات في القيام بالمراجعات الفردية للمحافظة على حقوقهم تجاه الشركة، وتنشيط عملهم الجماعي وتنظيمهم في سبيل تحقيق أهدافهم المشتركة.

¹⁶⁷ العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص 270.

¹⁶⁸ بني مصطفى، أكرم، مرجع سابق، ص 158.

¹⁶⁹ العنكي، مجيد، مرجع سابق، ص 173.

أما بالنسبة لمالكي سندات القرض، فإن وجود هيئة ضروري ومهم للمحافظة على حقوقهم والدفاع عن مصالحهم.¹⁷⁰

أولاً: تشكيل هيئة مالكي سندات القرض:

بالرجوع إلى أحكام قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، وقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، نجد أنهما لم يتضمنا أي تعريف لهيئة مالكي سندات القرض، واقتصر تعريف هيئة مالكي سندات القرض في تعليمات رقم (1) لسنة 2011م، بشأن ترخيص أمين الإصدار، إذ نصت في المادة (1) منها، على: "الهيئة المكونة من جميع مالكي سندات القرض في كل إصدار تكون مهمتها حماية حقوق مالكي السندات مع اتخاذها كافة التدابير اللازمة لصيانة هذه الحقوق بالتعاون مع أمين الإصدار". جاءت المادة (75) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، ببيان تشكيل هيئة مالكي سندات القرض، إذ نصت في فقرة (1) منه، على: "تتكون حكماً من مالكي سندات القرض في كل إصدار هيئة تسمى هيئة مالكي سندات القرض".

وكذلك أحكام المادة (96) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، والتي نصت على: "1. يتكون حكماً من أصحاب إسناد القرض هيئة موحدة تتألف من تلقاء نفسها عند كل إصدار. 2. وتسري قرارات هذه الهيئة على الغائبين وعلى المخالفين من الحاضرين".

وكذلك أوجب المشرع الأردني تشكيل هيئة مالكي أسناد القرض حكماً، إذ نصت المادة (126) من قانون الشركات على: "أ. تتكون حكماً من مالكي أسناد القرض في كل إصدار هيئة تسمى هيئة مالكي أسناد القرض. ب. لهيئة مالكي أسناد القرض الحق أن تعين أميناً للإصدار على نفقة الشركة المصدرة

¹⁷⁰ فضلي، هشام، مرجع سابق، ص 205.

لأسناد القرض. ج. يشترط في أمين الإصدار أن يكون مرخصاً لممارسة هذا النشاط من قبل الجهات المختصة".

وبالتالي، نجد أن نصوص هذه المواد أوجبت حكماً تشكيل هيئة مالكي سندات القرض، أي بموجب القانون يجب تشكيل هيئة مالكي سندات القرض بعد كل إصدار تقوم به الشركة المقترضة، ونجد أن المشرع لم يترك تشكيل هذه الهيئة اختياراً لمالكي سندات القرض أو للشركة، وإنما بموجب حكم القانون بغض النظر عن عدد المكتتبين في سندات القرض، كما يكون جميع مالكي سندات القرض أعضاء فيها بحكم القانون سواء كانوا اشخاص طبيعيين أو معنويين.

أما المشرع المصري أجاز لحملة السندات تكوين جماعة لحماية المصالح المشتركة، أي أن تشكيلها جوازي وليس وجوبي، إذ نصت المادة (70) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري، على: "يجوز لحملة السندات وصكوك التمويل والوراق المالية الأخرى ذات الإصدار الواحد تكوين جماعة تهدف إلى حماية المصالح المشتركة لأعضائها ومتابعة الإصدار حتى النهاية..."، ويجب أن تتضمن النشرة نصاً يفيد تحديد رغبة المكتتبين في السندات في الاشتراك في عضوية جماعة حملة السندات من عدمه، ويرفق بالسند إقرار من المكتتبين بالرغبة في عضوية جماعة حملة السندات من عدمه.

ونرى بأن المشرع الفلسطيني أحسن بتسميتها هيئة مالكي سندات القرض وليس هيئة حامل سندات القرض، على خلاف المشرع الأردني، وذلك كون حاملي سندات القرض هم نوع من المستثمرين المالكين لسندات القرض لحامل، ولذلك من الأصح تسميتها بهيئة مالكي سندات القرض، منعاً للبس والخط باقتصارها على فئة معينة من مالكي سندات القرض (سندات القرض لحامل).

ويثار تساؤل هل يجوز للشركة أن تضمن نشرة الإصدار نصاً يمنع تشكيل هذه الهيئة، إذ لا يجوز للشركة مطلقاً أن تضمن في نشرة إصدار أسناد القرض نصاً يمنع تشكيل هذه الهيئة، ولا يحق للمالكين التنازل عن هذا الحق، وفقاً للمشرع الأردني. في حين أن المشرع المصري لم يوجب إنشاء هيئة مالكي

الأسناد، وإنما جعل الأمر اختياري وأوجب المشرع المصري في حالة الرغبة بإنشاء هيئة مالكي الأسناد أن ينص عليها في نشرة الإصدار .

ثانياً: مهام هيئة مالكي سندات القرض:

جاءت المادة (100) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، بتحديد مهمة هيئة مالكي أسناد القرض، إذ نصت على: "يحق لممثلي الهيئة أن يتخذوا جميع التدابير التحفظية لصيانة حقوق حملة الإسناد"، وبالتالي، يحق لهم رفع الدعاوى على الشركة، واستعمال حقوق الشركة لدى الغير إذا تقاعست الشركة عن استعمالها، وممارسة دعوى عدم إنفاذ التصرفات التي أجرتها الشركة بقصد الإضرار بحملة الأسناد، وتوقيع الحجز التحفظي وقطع التقادم، وقيد الرهون، والتقدم بطلب تفتيش الشركة، ودعوة هيئة حملة الأسناد للإنعقاد وتنفيذ القرارات الصادرة عنها، وكذلك يحق لهم حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة، وعلى الشركة أن توجه لهم ذات الدعوة الموجه للمساهمين، ويكون لهم حق الإشتراك في المداولات، ولكن لا يحق لهم التصويت على القرارات.

وقد خلا قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، من أحكام تبين مهام هيئة مالكي سندات القرض، ولم يبين المشرع الأردني مهام هيئة مالكي أسناد القرض، وإنما اقتصر على بيان مهمة هيئة مالكي أسناد القرض حماية حقوق مالكيها واتخاذ التدابير اللازمة لصيانة هذه الحقوق بالتعاون مع أمين الإصدار، وذلك وفقاً لأحكام المادة (127)، وكذلك أيضاً المشرع المصري.

وتتولى هيئة مالكي سندات القرض حماية حقوق مالكيها، والدفاع عن مصالح أعضائها، إذ لا يمكن أن يترك للمساهمين بوصفهم شركاء أن يتصرفوا في الشركة وفق مصالحهم ومهما ترتب على ذلك من إلحاق الضرر بحملة سندات القرض بوصفهم دائنين، لذا فالمشرع راعى أن مصالح حملة سندات القرض

قد تتعارض مع مصالح المساهمين، لذا وجد التوفيق بين مصالحهما يقتضي نشوء هيئة مالكي سندات

القرض للدفاع عن مصالح أعضائها في الشركة.¹⁷¹

ويمكن أن نوجز أهم مهام هيئة مالكي سندات القرض، على النحو الآتي:

1. اتخاذ التدابير الإدارية والتحفظية بوجه عام، وجميع الإجراءات التي تهدف إلى حماية حقوق مالكي

سندات القرض وتنفيذ عقد القرض.

2. اتخاذ القرارات في المسائل التي تمس حقوق مالكي سندات القرض.

3. مراقبة إدارة الشركة المصدرة للسندات.

4. إتخاذ القرارات التي تكفل حماية مالكي أسناد القرض مما تتخذه الهيئة العامة للمساهمين في الشركة

من قرارات تقضي بتغيير شكل الشركة أو موضوعها أو بإندامجها أو بإصدارها سندات قرض تتمتع

بحق الأفضلية بالنسبة للسندات التي يملكها الأعضاء الذين تتألف منهم الهيئة.¹⁷²

ويرى الباحث أنه يمكن إضافة مهام أخرى لهيئة مالكي سندات القرض تتمثل بتعيين أمين الإصدار وذلك

وفقاً لأحكام الفقرة (2) من المادة (75) والتي نصت على: " تقوم هيئة مالكي سندات القرض بتعيين

أمين للإصدار أو إعادة تعيين أمين الإصدار وفقاً لتعليمات الهيئة"، وكذلك الموافقة على النظام الهيئة

وانتخاب ممثلها، وفقاً لأحكام الفقرة (3) من المادة (97) من قانون الشركات.

ثالثاً: أمين الإصدار:

¹⁷¹ العكيلي، عزيز، مرجع سابق، ص 270.

¹⁷² بني مصطفى، أكرم، مرجع سابق، ص 168.

يعين أمين الإصدار من قبل هيئة مالكي سندات القرض، على أن يكون مرخصاً للممارسة هذا النشاط من قبل هيئة سوق رأس المال، وفقاً لأحكام الفقرة (2) من المادة (75) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، والتي نصت على: "تقوم هيئة مالكي سندات القرض بتعيين أمين للإصدار أو إعادة تعيين أمين الإصدار وفقاً لتعليمات الهيئة".

ويقصد بأمين الإصدار الشخص المؤهل الممثل لحاملي سندات القرض وفقاً لأحكام القانون، وذلك وفقاً لأحكام المادة (1) من تعليمات رقم (1) لسنة 2011م، بشأن ترخيص أمين الإصدار. وكذلك تضمنت المادة (71) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري، حكم يفيد باختيار ممثل قانوني من بين أعضائها، ويتم اختياره بقرار بأغلبية حملة السندات في الاجتماع، ويتم إخطار الهيئة بذلك، ويتم عزله بأغلبية حملة السندات.

وقد حددت المادة (3) من ذات التعليمات، الشروط الواجب توافرها في أمين الإصدار، إذ نصت على: "يشترط لمنح الترخيص لممارسة أعمال أمين الإصدار أو تجديده ما يلي:

1. أن يكون طالب الترخيص مصرفاً مرخصاً من قبل سلطة النقد الفلسطينية وحاصل على موافقتها بممارسة أعمال أمين الإصدار أو أن يكون طالب الترخيص شركة أوراق مالية مرخصة من قبل الهيئة.
2. أن يكون مستقلاً عن الجهة المصدرة لسندات القرض.

3. أن يتمتع أعضاء مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية العليا بالنزاهة والخبرة المهنية والكفاءة.

4. أن يقوم بتسديد رسوم الترخيص ورسوم تجديد الترخيص السنوية وفقاً للأنظمة المعمول بها.

5. أن لا يقل راس المال المدفوع لطالب الترخيص لممارسة أعمال أمين الإصدار عن (75.000) دولار أمريكي.

6. أن يقدم كفالة مصرفيه لأمر الهيئة بقيمة (25.000) دولار أمريكي".

ويرى الباحث بأن المشرع الفلسطيني لم يشترط أن يكون أمين الإصدار من ضمن مالكي سندات القرض، على خلاف المشرع المصري والذي اشترط أن يكون أمين الإصدار أحد مالكي سندات القرض، إلا أنه من الأفضل أن يكون من أحد مالكي سندات القرض المشكلة هيئة مالكي سندات القرض على إثرها، ليقوم بتمثيلهم والدفاع عن مصالحهم بشكل السليم.

ويقدم طلب الترخيص إلى هيئة سوق رأس المال من خلال تعبئة النموذج المعد من قبل الهيئة موقع من الجهة التي تريد الترخيص على أن يكون مشتملاً على كافة المعلومات الأساسية لطالب الترخيص، وأن يتعهد بصحة كافة هذه المعلومات، وفقاً لأحكام المادة (5) من التعليمات رقم (1) لسنة 2011م.

ويتولى أمين الإصدار تمثيل مصالح مالكي سندات القرض، على أن يراعي المصلحة الكاملة لهم بما في ذلك التأكد من التزام جهة الإصدار بكل تعهداتها المنصوص عليها في السند ونشرة الإصدار، والتأكد من كفاية الأصول لسداد مستحقات مالكي السندات، ومن قيام الجهة المصدرة لسندات القرض بالحفاظ على تلك الأصول وأية متطلبات قانونية أخرى.

وكذلك التأكد من قيام الجهة المصدرة للسندات بسداد مستحقات مالكي سندات القرض في مواعيدها، وتبليغ قرارات هيئة مالكي سندات القرض إلى هيئة سوق رأس المال ومراقب الشركات والشركة المصدرة للسندات وأي سوق للأوراق المالية تكون السندات مدرجة فيها، والتأكد من قيام الشركة المصدرة بتوثيق الرهونات أو الضمانات المتعلقة بالأموال المضمونة لصالح أمين الإصدار قبل تحويل حصيلة الاكتتاب بالسندات إلى حسابات الشركة المصدرة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (6) من ذات التعليمات.

كما تضمنت المادة (77) من قانون الأوراق المالية، أحكام تتعلق بصلاحيات أمين الإصدار، إذ نصت على: " يتولى أمين الإصدار الصلاحيات التالية:

1. تمثيل هيئة مالكي سندات القرض أمام القضاء كمدع أو مدعى عليه كما يمثلها أمام أي جهة أخرى.
2. تولي أمانة اجتماعات هيئة مالكي سندات القرض.

3. القيام بالأعمال اللازمة لحماية حقوق مالكي سندات القرض والمحافظة عليها.

4. أي مهام أخرى توكله بها هيئة مالكي سندات القرض".

كما أضافت تعليمات رقم (1) لسنة 2011م، بشأن ترخيص أمين الإصدار، أعمال أخرى لأمين الإصدار، بموجب أحكام المادة (7) منه، والتي نصت على: " تشمل أعمال أمين الإصدار ما يلي:

1. تمثيل هيئة مالكي سندات القرض أمام القضاء كمدع أو مدعي عليها، وتمثيلها لدى أي جهة أخرى.
2. القيام بالأعمال اللازمة لحماية حقوق مالكي سندات القرض، واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة لذلك بالتعاون مع هيئة مالكي سندات القرض.

3. تولي أمانة اجتماعات هيئة مالكي سندات القرض والمحافظة عليها.

4. متابعة قيام الشركة المصدرة لسندات القرض بتوزيع الفوائد وإطفاء السندات بالتواريخ المحددة بنشرة الإصدار.

5. حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة المقترضة، وعليه إبداء ملاحظاته ولا يكون له حق التصويت على قرارات الهيئة العامة وتزيد مالكي سندات القرض بتقارير عن تلك الاجتماعات في الحالات التي تستدعي ذلك.

6. مراقبة كل تصرف يخالف شروط إصدار سندات القرض وإبلاغ هيئة مالكي سندات القرض بذلك التصرف مخالف للقانون.

7. دعوة هيئة مالكي سندات القرض للاجتماعات.

8. دعوة مالكي سندات القرض للاجتماع كلما رأى ذلك ضرورياً.

9. في حال عدم التزام الشركة المصدرة بأي من التزاماتها المنصوص عليها في نشرة الإصدار يجوز لأمين الإصدار وبناءً على طلب أي من مالكي السندات ودون أن يكون للشركة المصدرة حق الاعتراض على ذلك أن يقوم بأي مما يلي:

أ.التنفيذ على الموجودات المرهونة مع تحمل الشركة المصدرة كافة الرسوم والنفقات والمصاريف المترتبة على ذلك.

ب. اتخاذ كافة الإجراءات القانونية اللازمة للحلول محل الشركة المصدرة فيما يتعلق بالموجودات المرهونة لصالح مالكي السندات.

10. يستخدم أمين الإصدار أي مبالغ يحصل عليها من خلال ممارسته لصلاحياته بموجب البند (9) أعلاه على الوجه التالي:

أ. تسديد كافة النفقات الضرورية لأمين الإصدار بما يمكنه من أداء مهامه بما في ذلك الضرائب والمصاريف القانونية وغيرها من الرسوم المتعلقة بالموجودات المرهونة.

ب. تسديد الفوائد المترتبة على الإسناد والقيمة الاسمية لمالكي السندات وذلك حسب نسبة ملكية كل منهم من اجمالي قيمة الإصدار.

11. أي مهام أخرى توكلها إليه هيئة مالكي سندات القرض".

وبين قانون الشركات الأردني مهام وصلاحيات أمين الإصدار، بموجب أحكام المادة (128)، بتوليه تمثيل هيئة مالكي أسناد القرض أمام القضاء، وأمانة اجتماعات الهيئة، وغيرها.

وكذلك أناطت اللائحة التنفيذية للقانون المصري صلاحيات عديدة منها، تمثيل حملة السندات أمام القضاء، وعليه، نجد أن قانون الشركات الساري في فلسطين واللائحة التنفيذية للقانون المصري أناط بأمين الإصدار صلاحيات ومهام عديدة على خلاف المشرع الأردني.

وتنتهي رخصة أمين الإصدار في (12/31) من كل عام، ويتم تجديد الترخيص بشكل سنوي وتدفع رسوم كذلك، ويجب أن يتم تقديم طلب الترخيص قبل ثلاثين يوماً من بداية السنة الجديدة، وإذا لم تقدم قبل ثلاثين يوماً فإن الطلبات المقدمة تعد طلبات جديدة، على أن تكون كافة الشروط التي ذكرناها سابقاً

مازالت متوافرة وللهيئة حق في طلب أي وثائق عند تجديد الترخيص، وفقاً لأحكام المادة (11) من التعليمات رقم (1) لسنة 2011م، بشأن ترخيص أمين الإصدار.¹⁷³

رابعاً: اجتماعات وقرارات هيئة مالكي سندات القرض:

تعقد هيئة مالكي سندات القرض اجتماعها الأول بدعوة من الشركة المقترضة، وهذا ما أكدته أحكام الفقرة (2) من المادة (76) من قانون الأوراق المالية، إذ نصت على: "تجتمع هيئة مالكي سندات القرض لأول مرة بناءً على دعوة من مجلس إدارة الشركة المصدرة للسندات ويتولى أمين الإصدار المعين دعوة الهيئة بعد ذلك"، غير أن هذا القانون لم يحدد المدة التي يتعين خلالها دعوتها من قبل مجلس الإدارة بعد الإنتهاء من الاكتتاب بسندات القرض، ويتعين هنا الرجوع إلى أحكام قانون الشركات الذي حدد هذه المدة أسبوعين من تاريخ اختتام الاكتتاب، إذ تنص المادة (97) من قانون الشركات على: "1. تجتمع هيئة حملة أسناد القرض لأول مرة بناءً على دعوة الشركة المصدرة للقرض. 2. وعلى الشركة خلال أسبوعين من تاريخ اختتام الاكتتاب أن توجه دعوة للهيئة إلى الاجتماع". أما بالنسبة لاجتماعات هيئة مالكي سندات القرض اللاحقة فيكون بناءً على دعوة من قبل أمين الإصدار، وذلك وفقاً لأحكام الفقرة (1) من المادة (79) من قانون الأوراق المالية. إلا أن أحكام قانون الشركات لسنة 1964م، أجاز في الاجتماعات اللاحقة الدعوة من ممثليها بطلب من حملة السندات يمثلون (5) بالمائة من قيمتها، وتجتمع أيضاً بدعوة من مجلس إدارة الشركة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (98) منه.

وبالتالي، نجد أن قانون الأوراق المالية نظم كل ما يتعلق بهيئة مالكي سندات القرض واجتماعاتها وآلية اتخاذ القرارات فيها.

¹⁷³ ربابعة، عبد الرؤوف، مرجع سابق، ص117.

وتجتمع هيئة مالكي أسناد القرض حسب قانون الشركات الأردني لسنة 1997م، والقانون المصري بناءً على دعوة من مجلس الإدارة للشركة، ولكن لم يحدد المشرع الأردني في قانون الشركات لسنة 1997م، المدة التي يجب خلالها الدعوة إلى اجتماع بخلاف قانون الشركات الأردني لسنة 1964م، الذي يتطلب أن توجه الدعوى إلى اجتماع الأول خلال أسبوعين من تاريخ انتهاء الاكتتاب.

وقد منحت اللائحة التنفيذية للقانون المصري جهات عديدة صلاحية الدعوة لعقد اجتماع حملة السندات منها، الممثل القانوني للجماعة، ومجلس إدارة الجهة المصدر أو الشريك أو الشركاء، وحملة السندات ما لا يقل عن (5%) من قيمة السندات، والهيئة، ومصفي الجهة المصدرة خلال فترة التصفية، وفي أي حالة يتم النص عليها في نشرة الاكتتاب.

أما فيما يتعلق بالقواعد التي تحكم اجتماعات هيئة مالكي سندات القرض، فتكون وفقاً للقواعد المقررة للهيئة العامة العادية، وذلك وفقاً لأحكام الفقرة (2) من المادة (79) من قانون الأوراق المالية.

أما بالنسبة لقرارات هيئة مالكي سندات القرض، فنجد أن قانون الأوراق المالية لم يبين آلية اجتماعات الهيئة وكيفية صدور القرارات عنها، فيتم الرجوع لأحكام قانون الشركات، وذلك وفقاً لأحكام المادة (101) منه، والتي نصت على: " (1) لا تكون قرارات الهيئة قانونية إلا إذا كان الحاضرون يمثلون الأكثرية المطلقة للإسناد".

وبالتالي، تعتبر اجتماعات الهيئة قانونية، إذا كان الأغلبية يمثلون الأكثرية المطلقة للسندات، أما إذا لم تتحقق هذه الأكثرية في الاجتماع الأول يتم الدعوة إلى اجتماع ثاني خلال أربعة عشر يوماً من تاريخ الاجتماع، بحيث تكون الدعوة مشمولة بجدول أعمال الاجتماع الجديد، وفي الاجتماع الثاني يكفي حضور من يمثلون ربع قيمة السندات، وتتخذ القرارات بموافقة ثلثي قيمة السندات الممثلة في الاجتماع، وتسري هذه القرارات على الغائبين والمخالفين من المحاضرين.

إلا أن هناك بعض القرارات لا يجوز اتخاذها إلا بموافقة ثلاثة أرباع الأسناد الممثلة في الاجتماع وهذه القرارات هي التي تتعلق بتخفيض الفائدة أو رأس المال الدين أو إطالة ميعاد الوفاء، أو إنقاص التأمينات الضامنة للسندات، وأي تدبير يمس حقوق حملة السندات.¹⁷⁴

وعليه، تكون اجتماعات الهيئة قانونية في حال كان الحاضرون يمثلون الأكثرية المطلقة للأسناد، فإذا لم يكتمل الصاب في الاجتماع الأول، توجه دعوة للاجتماع الثاني في الزمان والمكان اللذين دعيت فيهما الهيئة للاجتماع الأولي، وذلك خلال (24) يوماً من تاريخ هذا الاجتماع، على أن تشمل الدعوة مجدداً على جدول أعمال للاجتماع الجديد، ويكفي في الاجتماع الثاني أن يمثل فيه ربع قيمة الأسناد، وتتخذ القرارات بموافقة ثلثي أصوات الأسناد الممثلة في الاجتماع، وذلك وفقاً لأحكام المادة (101) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964 وتعديلاته.

وتسري قرارات الهيئة على الغائبين وعلى المخالفين من الحاضرين وفقاً لأحكام المادة (96) من ذات القانون، أما إذا كانت القرارات التي تطرح على التصويت بإطالة ميعاد الوفاء، أو إنقاص التأمينات الضامنة له، وبوجه عام كل تدبير يمس حقوق حملة الأسناد، فيلتزم أن تتخذ بأكثرية ثلاثة أرباع أصوات الأسناد الممثلة في الاجتماع، وذلك وفقاً لأحكام المادة (102) من ذات القانون.

ويقوم أمين الإصدار بتبليغ قرار هيئة مالكي سندات القرض إلى هيئة سوق رأس المال، والشركة المصدرة للسندات، وسوق الأوراق المالية المدرجة فيه السندات، وذلك وفقاً لأحكام الفقرة (4) من المادة (79) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: " يُبَلِّغ أمين الإصدار قرارات هيئة مالكي سندات القرض إلى الهيئة ومراقب الشركات والشركة المصدرة للسندات وأي سوق للأوراق المالية تكون السندات مدرجة فيها".

¹⁷⁴ النجار، غنايات، شريف، وفاء، مرجع سابق، ص 69.

ونرى الباحث بأنه أحسن المشرع بإجازته اتخاذ التدابير الماسة بحقوق حملة السندات القرض، بموجب أحكام المادة (102) من قانون الشركات، والذي يمثل ضمانه لعدم المساس بحقوق حملة سندات القرض. إلا أنه كان حرياً عليه، عدم الإجازة للشركة بتجاوز شروط سندات القرض إذا أقرته هيئة مالكي سندات القرض بأكثرية أصواتهم الممثلة في الاجتماع، شريطة أن لا تقل السندات الممثلة في الاجتماع عن الأغلبية المطلقة لمجموع قيمة السندات المصدرة والمكتتب بها، كون أن هذا الإجراء فيه مساس وإجحاف بحقوق حملة السندات القرض، لا سيما إذا كان هناك بعض حملة السندات يرفضون ذلك، كون أن أحكام الفقرة (3) من المادة (79) من قانون الأوراق المالية، أجازت تجاوزه إذا أقرته أكثرية ثلثي أصوات مالكي سندات القرض في الاجتماع.

ويقترح الباحث، بأن يتم إدراج حكم في قانون الأوراق المالية من خلال التعديل عليه، يجيز للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية تكوين اتحاد، يختص بتقديم توصيات في كل ما يتعلق بنشاط سوق رأس المال، وفي التشريعات المنظمة لسوق رأس المال وغيرها، لما لهذا الاتحاد من أهمية في تنظيم وتمثيل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مثلما فعل المشرع المصري، والذي أنشأ اتحاد المصري للأوراق المالية، بموجب أحكام المادة (41) مكرر (9) من قانون رقم (95) لسنة 1993م، بإصدار قانون سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الجهات الرقابية على تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية،

ودور السندات في الاستثمار

تعتبر الرقابة على تداول الأوراق المالية من أهم وسائل حماية حقوق العملاء في سوق الأوراق المالية، حيث تعمل الرقابة على ضبط العمل على الشركات، وبالتالي، تحقيق الاستقرار والنمو الإقتصادي في السوق.¹⁷⁵ ولأهمية الحديث عن الجهات المختصة بالرقابة على التداول الأوراق المالية بما فيها سندات القرض، ودور السندات في الإستثمار، سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول جهات الرقابة على تداول سندات القرض، والمطلب الثاني دور سندات القرض في الاستثمار.

المطلب الأول: جهات الرقابة على تداول سندات القرض

تتعدد الجهات التي تمارس الدور الرقابي على قطاع الأوراق المالية، وذلك إما بحكم القانون أو وفقاً لطبيعة الدور التي تمارسه هذه الجهات، لذا سيتم بيان الجهات الرقابية على تداول السندات في السوق، على النحو التالي:

الفرع الأول: رقابة هيئة سوق رأس المال على تداول الأوراق المالية (سندات القرض):

تأسست هيئة سوق رأس المال الفلسطينية بتاريخ 2005/8/11م، استناداً إلى المادة (2) من قانون الأوراق المالية رقم (13) لسنة 2004م، وتقوم الهيئة بالإشراف على سوق فلسطين للأوراق المالية وقطاعات مالية أخرى، وتسعى الهيئة إلى حماية المستثمرين في الأوراق المالية، وتوفير وتعزيز السيولة في السوق، وتحقيق مبادئ الشفافية والإفصاح العادل والشامل، من خلال التنظيم والرقابة والإشراف

¹⁷⁵ الجمل، جمال، مرجع سابق، ص270.

على نشاطات المؤسسات غير المصرفية، ومراقبة تطورها، بما يضمن سلامة عملها، كما تقوم الهيئة بتنظيم عملية الإفصاح المتعلقة بهذا الجانب.¹⁷⁶

وأنشأ المشرع الأردني الهيئة بموجب قانون الأوراق المالية الأردني بنص المادة (7)، وأطلق عليها هيئة الأوراق المالية، وأتبع لرئيس الوزراء. وكذلك أنشأ المشرع المصري الهيئة العامة لسوق المال واتبع لوزير الاقتصاد والتجارة الخارجية، وفق أحكام المادة (42) من قانون الأوراق المالية المصري.

وبالتالي، نجد أن كلاً من المشرع المصري والأردني جعل الهيئة مؤسسة حكومية باختلاف تبعيتها، على خلاف المشرع الفلسطيني التي اعتبرها مؤسسة عامة، ونرى بأنه كان من الأفضل على المشرع الفلسطيني أن يتبع الهيئة لرئيس الوزراء، أي جعلها مؤسسة حكومية، كون طبيعة الاختصاصات التي تمارسها على درجة من الأهمية، لا سيما الرقابة على قطاع الأوراق المالية.

وقد حدد قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، دور الهيئة الرقابي بشكل واضح ومفصل، ولا يشوبه أي لبس، وقد جاءت هذه الصلاحيات بشكل واضح في القانون،¹⁷⁷ حيث نصت المادة (11) منه، على:

"1. تقوم الهيئة بتوفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية، وتنظيم وتطوير المراقبة، والإشراف على سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال في فلسطين، وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع.

2. وفي سبيل تحقيق ذلك تتولى الهيئة القيام بالمهام التالية:

أ. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

¹⁷⁶ تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الخارجية، معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني (ماس) رام الله (2008) ص 32.

¹⁷⁷ وقائع المنتدى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله (2007) ص 79.

- ب. تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها ومن ضمنها السوق والمركز وصناديق الاستثمار وشركات الأوراق المالية والشركات المساهمة العامة ومعتمدو المهن المالية.
- ج. تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها.
- د. تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.
- هـ. أية صلاحيات أخرى نص عليها هذا القانون أو قانون هيئة سوق رأس المال.
- و. 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 في الفقرة (أ)، ولا يجوز مخالفة ما تقرره الهيئة بهذا الشأن.
- وتعتبر الهيئة صاحبة الصلاحية الكاملة بموجب المادة (11) من القانون، بوضع الأنظمة والتعليمات والقواعد المتعلقة بأعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وإشرافها من أجل تحقيق الأهداف المنصوص عليها، ولا يجوز مخالفة ما تقرره الهيئة بهذا الشأن.
- أضف أن مواد القانون تضمنت أحكام تفيد بأن تقوم الهيئة بمراقبة عملية تداول الأوراق المالية في السوق بشكل مستمر، إضافة لإصدار التعليمات خطية للسوق لخدمة المصلحة العامة، فيما يتعلق بالأوراق المالية والتداول والإفصاح وتطبيق السوق لقواعده وتعليماته.
- حيث أجازت المادة رقم (12) من القانون إصدار تعليمات خطية للسوق لخدمة المصلحة العامة فيما يتعلق بالتداول في السوق والأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق، ونشر المعلومات لشركات الأوراق المالية الأعضاء أو للجمهور وآلية تطبيق السوق لقواعده وتعليماته وإجراءاته.
- كما أجازت ذات المادة للهيئة النظر في القرارات الصادرة عن السوق؛ للتأكيد من مدى اتفاقها مع أحكام القانون واللوائح والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه واتخاذ القرارات المناسبة بشأنه.

وفي جميع الأحوال يجب أن يكون كل إشعار صادرة عن الهيئة، لتعليق أو إلغاء العضوية أو تعليق أو شطب تداول أي ورقة مالية، معللاً، ويعمل به حال إشعار السوق، ويحق للمعضو النظم من قرار الهيئة وفقاً للوائح الصادرة بمقتضى القانون.¹⁷⁸

كما أنط المشرع الأردني بموجب الفقرة (ب) من المادة (8) من قانون الأوراق المالية، عدة مهام وصلاحيات، إذ نصت على: "تتولى الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها المهام والصلاحيات الرئيسية التالية:
1- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

2- ضمان افصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة
كما منح المشرع المصري للهيئة صلاحية الرقابة على قطاع الأوراق المالية، إذ نصت المادة (42) قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992م، على: تتولى الهيئة فضلاً عن الاختصاصات المقررة لها في أي تشريع آخر تطبيق أحكام هذا القرار بقانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولها إبرام التصرفات وإتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص: 4. مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل على الأوراق المالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية".

وتمارس الهيئة دورها بالرقابة على تداول الأوراق المالية لا سيما سندات القرض، من خلال الرقابة السابقة واللاحقة، على النحو التالي:

أولاً: الرقابة السابقة:

¹⁷⁸ وقائع الملتقى السنوي الأول اسوق رأس المال الفلسطيني، مرجع سابق، ص 80.

تتجسد فكرة الرقابة السابقة من خلال وضع قواعد وآليات مسبقة، تهدف لتنظيم عملية التداول في البورصة، ومحاولة منع أي مخالفات أو ممارسات غير مشروعة في هذا الإطار، وذلك من خلال عدة وسائل أهمها:

1. وضع الأنظمة والتعليمات والقواعد الخاصة بعمل الجهات لإشراف ورقابة هيئة سوق رأس المال، والتأكيد على عدم جواز مخالفة ما تقرره الهيئة في هذا الشأن.¹⁷⁹

وقد أوجبت المادة (8) من قانون الأوراق المالية، على السوق بأن يقدم أنظمتها، وتعليماته إلى هيئة سوق رأس المال للموافقة عليها، إذ نصت على: "على السوق أن تقدم إلى الهيئة الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها (قواعد السوق)، وأي تعديلات تطرأ عليها للموافقة قبل بدء العمل بها، وللهيئة الطلب من السوق إجراء تعديلات عليها خلال مدة محددة في الطلب، وتعتبر تلك التعديلات نافذة اعتباراً من التاريخ الذي تحدده الهيئة".

وعليه، نرى بأن أحكام هذه المادة أوجبت رقابة سابقة لهيئة سوق رأس المال على السوق من خلال موافقتها على التشريعات المنظمة لعمل السوق سواء كانت أنظمة أو تعليمات، أو بتعديل عليها.

2. رقابة الهيئة على الشركات المساهمة العامة المدرجة وشركات الوساطة المالية، والتي تتمثل بمراقبة ومتابعة الإفصاح عن بياناتها المالية، بالإضافة إلى مراقبة التزام الشركات المساهمة بشروط وقواعد الإدراج لدى البورصة، وفي الوقت ذاته الترخيص لشركات الوساطة المالية واعتماد العاملين لديها، ومتابعة التزامها بقواعد العمل في السوق.¹⁸⁰

¹⁷⁹ القصار، أحمد. (2014): تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (دراسة مقارنة بين الجهات الحكومية والخاصة لقطاع الأوراق المالية السوري). جامعة دمشق، سوريا.
¹⁸⁰ القصار، أحمد، مرجع سابق، ص84.

3. الرقابة على مراعاة القيود المفروضة على تداول سندات القرض، من خلال قيام الهيئة من التأكد من مراعاة أحكام القانون في نقل ملكية سندات القرض التي تم تداولها، والتأكد من سلامة إيداع وحفظ السندات ونقل ملكيتها، وحفظ سجلات مالكي سندات القرض.

ثانياً: الرقابة اللاحقة:

تتمثل رقابة هيئة سوق رأس المال اللاحقة، على النحو التالي:

تقوم الهيئة في مجال الاكتتاب العام، بالتأكد من أن بيع الأوراق المالية الجديدة للجمهور، قد تم بعد توفر البيانات الصحيحة والكافية عنها للمستثمرين، وإتباع الإجراءات والقواعد المنظمة لإصدارها وأن الجهات المختصة قد وفرت البيانات الصحيحة والكافية في الوقت المناسب عن الأوراق المالية التي تصدرها.

وتقوم أيضاً في مجال التداول بمراقبة سوق الأوراق المالية للتأكد من أن التعامل في الأوراق المالية غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو المضاربات الوهمية، ومن أن كل المعاملات على هذه الأوراق قد تمت من خلال بورصات الأوراق المالية.¹⁸¹

كما عالج القانون ضمن الفصل الحادي عشر موضوع التحقيق والعقوبات في السوق المالي الفلسطيني، حيث نصت المادة (98) على تمتع موظفو الهيئة المختصون بصلاحيه الضابطة القضائية. وللهيئة صلاحية إجراء التحقيق كلما رأي ذلك ضرورياً حال حصول أي مخالفة من قبل أي شخص أو عند توقع حصول أي مخالفة لأحكام هذا القانون أو اللوائح والتعليمات الصادرة بمقتضاه. وفي حالة عدم

¹⁸¹ عمارنة، محمد، مرجع سابق، ص182.

امثال أي شخص لمذكرات الدعوة الموجهة إليه أو امتناعه عن تقديم المستندات والوثائق التي تطلبها الهيئة فيتم تنفيذ ذلك بمعاونة النائب العام.¹⁸²

ومنحت أحكام الفقرة (4) من المادة (100) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، للهيئة أن تثبت أي مخالفة للقانون أو اللوائح أو التعليمات أو قواعد السوق، فيجوز للمحكمة بناءً على ذلك، أن تأمر بتجميد أصول الشخص؛ لضمان توافر أموال كافية لتغطية أية دفعات مستقبلية من الغرامات أو الإضرار، أو تعيين حارس قضائي لهذه الأصول، بالإضافة للعقوبات الوارد في الفقرتين (1 و 2) من هذه المادة.

وللهيئة أن تطلب من المحكمة أن تلغي أي أمر أو موافقة أو توكيل في حال مخالفته لأحكام القانون، وكذلك إبطال أي شراء أو بيع أو إصدار تم تنفيذه بطريقة مخالفة لأحكام القانون، إذ نصت الفقرة (5) من ذات المادة، على: "يجوز للمحكمة بموجب طلب من الهيئة أن تقوم بما يلي:

- أ. أن تلغي أي أمر أو موافقة أو توكيل تم الحصول عليه نتيجة لمخالفة هذا القانون.
- ب. إنهاء أو إبطال أي شراء أو بيع أو إصدار تم تنفيذه أو سيتم تنفيذه نتيجة لمخالفة هذا القانون.
- ج. منع ممارسة حقوق التصويت المكتسبة خلال صفقة تمت نتيجة لمخالفة هذا القانون".

وللهيئة صلاحية التحقيق مع الأعضاء في المركز وفرض الغرامات لمخالفة قواعده، ويجوز للهيئة النظر في هذه الغرامات وتبقى نافذة ما لم تنقضها الهيئة.

ومن تطبيقات القضاء في هذا الجانب، حكم رقم (2012/178) عن محكمة العدل العليا 2014/5/28م، والقاضي بإلغاء القرارات المطعون فيها، والمتمثلة بمنع المستدعي من التداول في البورصة وتغريمه مبلغ وقدره (7000) دينار أردني، بالإضافة لرفض التظلم المقدم من المستدعية

¹⁸² وقائع الملتقى السنوي الأول سوق رأس المال الفلسطيني، مرجع سابق، ص 86.

بخصوص مخالفة المستدعي قانون الأوراق المالية، إذ يتبين من حيثيات الحكم أن الهيئة لم تراعي للإجراءات الواردة في قرار مجلس الوزراء رقم (3) لسنة 2008م، بنظام العقوبات والغرامات على المتعاملين في قطاع الأوراق المالية، وعلى إثر ذلك تم إلغاء هذه القرارات.¹⁸³

كما لها التحقق من مدى التزام المركز بشروط ملكية الأوراق المالية وأية قيود مفروضة عليها بموجب القانون أو نص عليها العقد مع المصدر أو حسب النظام الداخلي للمصدر. كما للمركز رفض تسجيل تحويلات الأوراق المالية المخالفة، وذلك بموجب أحكام المادة (17) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: "1. للهيئة التحقق من مدى الالتزام بشروط ملكية الأوراق المالية وأية قيود مفروضة عليها بموجب القانون أو نص عليها العقد مع المصدر أو حسب النظام الداخلي للمصدر. وللمركز رفض تسجيل تحويلات الأوراق المالية المخالفة.

2. يجوز أن تتطلب قواعد السوق من شركات الأوراق المالية والحافظ الأمين وبقية الأعضاء في السوق، تزويد المركز بأسماء المالكين المنتفعين من الأوراق المالية المودعة في حسابات ممثلين لهم. ويحتفظ المركز بهذه المعلومات الخاصة بسرية وله الصلاحية في تبادل هذه المعلومات مع الهيئة ومع المصدر". كما أجازت المادتين (36 و64) من قانون الأوراق المالية، للهيئة بأن تطلب من أي شخص مرخص له إخطارها بأي تغييرات في الظروف التي من شأنها أن تؤثر في وضعه الذي رخص له، ويجب أن يدر هذا الإشعار خلال المدة والأسلوب المحددين في اللوائح والتعليمات، وتشمل الظروف التي تستدعي الإشعار ما يلي:

أ. إذا توقف هذا الشخص عن القيام بالنشاطات التي منح الترخيص من أجلها.

ب. في حالة الحافظ الأمين للصندوق إذا قام السوق بتعليق حقوق المشاركة.

¹⁸³ قرار محكمة العدل العليا رقم (178) لسنة (2012)، بتاريخ 2014/05/28م، والمنشور على موقع منظومة القضاء والتشريع في فلسطين.

ج. إذا حدث تغيير جوهري في أي معلومات تتطلب التعليمات تسجيلها في القائمة المعتمدة للصندوق وفي الوظائف المرتبطة به والتي تحافظ عليها الهيئة.

د. وقوع أية أحداث لها أثر سلبي على الوضع المالي لهذا الشخص كما هو محدد في التعليمات.

هـ. أي نوع آخر من الظروف أو الأحداث التي تحددها التعليمات.¹⁸⁴

ويمكن للهيئة توقيع الجزاءات التأديبية على مخالفة أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه،¹⁸⁵ إذ يجوز للهيئة بموجب قرار مجلس الوزراء رقم (3) لسنة 2008م، بنظام العقوبات والغرامات على المتعاملين في قطاع الأوراق المالية، أن توقع عقوبات جزائية وإدارية على المخالفين، إذ نصت المادة (11) منه، على: " تصنف العقوبات التي تفرضها الهيئة على النحو التالي:

1- عقوبات الدرجة الأولى: وتتمثل بتوجيه إنذار خطي للمخالف لتصويب أوضاعه وعدم تكرار المخالفة.

2- عقوبة الدرجة الثانية والثالثة والرابعة: وتتمثل بالآتي:

أ- عقوبة الدرجة الثانية:

1- غرامة مالية لا تقل عن خمسمائة دينار أردني (500) ولا تزيد على عشرة آلاف دينار أردني

(10.000) أو ما يعادلها بالعملة المتداولة قانوناً.

2- غرامة مالية لا تقل عن عشرة آلاف دينار أردني ولا تزيد على ثلاثين ألف دينار أردني (30000)

دينار أردني أو ما يعادلها بالعملة المتداولة قانوناً.

3- غرامة مالية لا تقل عن ثلاثين ألف دينار أردني (30000) ولا تزيد على ستين ألف دينار أردني

(60000) أو ما يعادلها بالعملة المتداولة قانوناً.

¹⁸⁴ وقائع الملتقى السنوي الأول اسوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله (2007) ص 85.

¹⁸⁵ أبو ارميله، محمد. (2014): اتفاق التحكيم في منازعات سوق الأوراق المالية. جامعة القدس، فلسطين.

4- غرامة مالية لا تقل عن ستين ألف دينار أردني (60000) ولا تزيد على مائة ألف دينار أردني (100000) أو ما يعادلها بالعملة المتداولة قانوناً.

ب- عقوبة الدرجة الثالثة:

1- تعليق تداول الشركة العضو أو تعليق ترخيص بعض أو جميع أنشطتها أو الأشخاص المرخصين من الهيئة لفترة مؤقتة حسب ما يراه المجلس مناسباً.

2- إيقاف الشركة المدرجة عن التداول أو تعليق إدراجها لفترة مؤقتة حسب ما يراه المجلس مناسباً. عقوبة الدرجة الرابعة:

3- إلغاء وشطب ترخيص بعض أو جميع أنشطة الشركة العضو أو الأشخاص المرخصين من الهيئة.

4- إيقاف الشركة المدرجة عن التداول بشكل نهائي والطلب من السوق شطب إدراجها".

وباستقراء نص المادة أعلاه، نجد بأن العقوبات تتدرج من توجيه إنذار بحق المخالف، ثم فرض غرامات مالية، ثم إيقاع عقوبة الدرجة الثالثة والمتمثلة بتعليق تداول العضو المخالف أو ممارسة بعض أنشطته، أو إيقافه عن التداول تعليق إدراجها لفترة مؤقتة، أو إلغاء وشطب ترخيصه، ومن ثم إيقاف الشركة المدرجة بشكل نهائي، والطلب شطبها من السوق.

ونرى بأنه أحسن المشرع بمنحه للهيئة سلطة تقديرية في إيقاع العقوبة، بما يتناسب مع جسامه الفعل،

وذلك بعد مراعاتها للإجراءات المنصوص عليها في أحكام المواد من (4-10) من قرار مجلس الوزراء.

ومن تطبيقات القضاء، حكم محكمة العدل العليا رقم (2012/177) والصادر بتاريخ 2012/5/28م،

والقاضي بإلغاء القرارات المطعون فيها، والمتمثلة بمنع المستدعي من التداول في بورصة فلسطين

وتعريمه مبلغ (7000) آلاف دينار أردني، ورفض التظلم المقدم من المستدعي بخصوص مخالفته

لقانون الأوراق المالية، إذ يتبين من حيثيات الحكم أن القرارات المطعون فيها قد خلت من اتباع الإجراءات

المحددة في قرار مجلس الوزراء رقم (3) لسنة 2008م، بنظام العقوبات والغرامات على المتعاملين في قطاع الأوراق المالية، وعلى إثره تم إلغاء القرارين.¹⁸⁶

ونرى بأن مهام ودور الهيئة في الرقابة على الأوراق المالية يتوافق مع ما أقرته مبادئ المنظمة الدولية للهيئات أسواق المال (iosco) بشأن الأوراق المالية لا سيما المبادئ الخاصة بالجهات الرقابية، إذ نصت على: " 1. يجب أن يتوافر الوضوح والموضوعية في المسؤوليات الخاصة بالجهة الرقابية.

2. يجب أن يتوافر للجهة الرقابية الاستقلالية والمسئولية في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها.

3. يجب أن يتوافر لجهة الرقابية السلطة الكافية والموارد اللازمة، بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها.

4. يجب على الجهة الرقابية أن تتبنى إجراءات تنفيذية تتسم بالوضوح والتناسق فيما بينها.

5. يجب أن يتطلع العاملون بالجهة الرقابية إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل وخاصة تلك التي ترتبط بالحفاظ على سرية البيانات والمعلومات.

6. على الجهة الرقابية أن تقوم بذاتها أو تشارك في عمليات الرقابة والحد من وإدارة مخاطر التداعي لأسواق المالية التي تقع تحت سيطرتها.

7. يجب أن تقوم الجهة الرقابية أو تشارك في عمليات مراجعة وفحص القواعد المنظمة للسوق ومؤشراتها بصفة دورية.

8. ينبغي على الجهة الرقابية التأكد من تجنب شبهة تضارب المصالح، والعمل على الحد منها، والإفصاح والكشف عنها، والعمل على إدارتها".¹⁸⁷

¹⁸⁶ قرار محكمة العدل العليا رقم (177) لسنة 2012م، بتاريخ 2014/05/28م، والمنشور على منظومة القضاء والتشريع في فلسطين.

¹⁸⁷ مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (iosco) بشأن تنظيم الأوراق المالية، المنشورة على الموقع الإلكتروني التالي:

<https://www.fra.gov.eg/content> تاريخ الزيارة 01/11/2020 .

الفرع الثاني: رقابة السوق والحكومة (وزارة الاقتصاد الوطني)

يمارس السوق ووزارة الإقتصاد الوطني ممثلاً بمراقب الشركات مهام مراقبة كل ما يتعلق بقطاع الأوراق

المالية، على النحو التالي:

• سوق الأوراق المالية

يمارس السوق مهام ذات طبيعة رقابية وإشرافية في مجال تداول الأوراق المالية، وفقاً لصلاحيات المخولة

له بموجب أحكام المادة (7) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: "بما لا يتعارض مع صلاحيات

الهيئة، يكون للسوق الصلاحيات التالية:

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

2. تنظيم التعامل في الأوراق المالية؛ لحماية مالكي الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور من الغش والخداع والممارسات غير العادلة وفقاً للقواعد التي تصدرها الهيئة.

3. وضع قواعد الممارسة والإشراف وإجراءات الرقابة والتنفيذ؛ لضمان حسن تنظيم وتشغيل وإدارة ومراقبة السوق بعد الحصول على موافقة الهيئة.

4. يجوز للسوق أن تضع وتفرض رسوماً على الشركات الأعضاء والمدرجة مقابل استخدام تجهيزاتها وخدماتها، بما في ذلك رسوم التسجيل ورسوم العضوية ورسوم التداول ورسوم الإدراج بعد موافقة الهيئة.

5. تطبيق قواعد وإجراءات الرقابة وتنفيذها على الأعضاء، وتشمل ما يلي:

أ. الوضع المالي للشركات الأعضاء ومتطلبات التدقيق المالي وفقاً للمعايير الدولية.

ب. حق السوق في الإطلاع على دفاتر وسجلات الأعضاء.

ج. إرسال التقارير الدورية إلى الهيئة حول نشاطات الأعضاء.

د. مراعاة أخلاقيات المهنة المقررة والنافذة حسب التعليمات الصادرة عن الهيئة.

6. 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 تنتقضها الهيئة.

7. للسوق ولأسباب مبررة أن تطلب من الهيئة تعليق التعامل في أوراق مالية متداولة أو وقف أعمال أي من أعضائه للمدة التي تراها مناسبة".

كما يمارس السوق رقابته من خلال دائرة التداول والرقابة وشؤون الأعضاء، حيث تقوم هذه الدائرة بمراقبة وتنظيم التداول بالأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بشكل يضمن كفاءة وشفافية وسهولة هذا التداول، وكذلك تنظيم ومراقبة أعمال الشركات الأوراق المالية الأعضاء في السوق، وتتكون دائرة التداول والرقابة متابعة شؤون الأعضاء في السوق ومراقبة التداول.¹⁸⁸

إذ أنطت المادة (65) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (18) لسنة 2017م، للسوق صلاحية بالتدقيق والتحقيق والتفتيش على أعضائه، إذ نصت على: "السوق المالي وفقاً للتعليمات التي يصدرها أن يقوم بالتدقيق والتحقيق والتفتيش على أعضائه وعلى مصدري الأوراق المالية المدرجة لديه للتأكد من عدم مخالفتهم لأنظمتهم الداخلية والتعليمات الصادرة عنه وبما يكفل ويما يكفل حماية حقوق جميع الأطراف".

وللسوق صلاحية إجراء تحقيق حال حصول أية مخالفة من قبل أي شخص أو حال توقع حصول أية مخالفات لأحكام هذا القانون وقواعد السوق، ويتم إحالة الشخص المخالف إلى الهيئة بناءً على تقرير من السوق مشفوعاً بتوصيتها، وذلك من أجل اتخاذ الإجراءات التأديبية أو الجزائية بحق المخالف، وذلك بموجب أحكام المادة (102) من قانون الأوراق المالية، والتي نصت على: "1. للسوق صلاحية

¹⁸⁸ عمارنة، محمد، مرجع سابق، ص 167.

إجراء التحقيق كلما رأت ذلك ضرورياً حال حصول أية مخالفة من قبل أي شخص أو حال توقع حصول أية مخالفات لأحكام هذا القانون وقواعد السوق

2. يتم إحالة الشخص المخالف إلى الهيئة بناء على تقرير من السوق مشفوعاً بتوصيتها وذلك من أجل اتخاذ الإجراءات التأديبية أو الجزائية بحق المخالف".

• رقابة وزارة الاقتصاد الوطني

نصت المادة (213) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، وتعديلاته، على: " يحق للوزير والمراقب مراقبة الشركات المساهمة في كل ما يتعلق بتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بموجبه ونظام الشركة، ويحق لهما في أي وقت تكليف مدقق حسابات الشركة أو انتداب مدقق حسابات آخر وعلى حساب الشركة القيام بتدقيق حساباتها وقيودها وسائر أعمالها".

وتتمثل رقابة وزارة الاقتصاد على تداول سندات القرض من خلال الدور الذي أنيط بكل من وزير الاقتصاد الوطني ومراقب الشركات في مراقبة سائر أعمال الشركة المساهمة العامة، وجميع القيود المتعلقة بعمليات تداول سندات القرض.

أضف إلى ذلك، بأن المشرع الفلسطيني اشترط أن يدخل في تشكيل مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال ممثل عن وزير الاقتصاد الوطني كنائب لرئيس مجلس إدارة الهيئة، ويكون له الحق في حضور اجتماعات الهيئة، ويصدر المجلس قراراته بالأغلبية المطلقة لأعضاء المجلس ولا يكون الاجتماع قانونياً إلا إذا حضره الأغلبية المطلقة لأعضاء المجلس، إلا أن عدم حضوره قد لا يرتب عليه بطلان القرارات التي يتم اتخاذها بحق أي من الجهات الخاضعة لإشرافها بشأن أي مخالفة تقع منها أثناء التداول.¹⁸⁹

¹⁸⁹ علي، علا، مرجع سابق، ص 85.

وبناءً على ما سبق، نستنتج بأن التشريعات الفلسطينية نظمت موضوع الرقابة على الأوراق المالية بما فيها سندات القرض، تنظيمًا كاملاً، خاصة فيما يتعلق برقابة هيئة سوق رأس المال والسوق عليها، من حيث تحديد مهامها الرقابية بموجب أحكام التشريعات ذات العلاقة خاصة التفتيش والرقابة الدورية، وتفويض تنظيم المواضيع ذات صلة بالرقابة بموجب تشريعات ثانوية، وهذا يتوافق مع ما أقرته مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (IOSCO) بشأن تنظيم الأوراق المالية، لا سيما المبادئ الخاصة بالجهات الرقابية، والمبادئ الخاصة بالمقاصة والتسوية.

ونجد الدور الرقابي مناط بوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية في مصر، كون أن الهيئة العامة تتبع للوزارة، وذلك وفقاً لأحكام المادة (42) من قانون سوق رأس المال، وكذلك في الأردن تمارس الحكومة دورها الرقابي على قطاع الأوراق المالية وفقاً لتبعية الهيئة لرئيس الوزراء، وفقاً لأحكام المادة (7) من قانون الأوراق المالية.

المطلب الثاني: دور سندات القرض في الإستثمار

تقوم الشركات والأفراد بشراء أحد الأصول المالية والتي تنتج عوائد معينة في فترة زمنية معينة، بحيث يكون استثمارها المالي مبني على عدة اسس وعوامل، وقد تكون متضاربة في بعض الأحيان، فيقوم المستثمر بتوفيق بين جميع هذه العوامل، لذا كان من الأهمية بيان مزايا الاستثمار في سندات القرض في الفرع الأول، ومخاطر الاستثمار في سندات القرض في الفرع الثاني.

الفرع الأول: مزايا الإستثمار في سندات القرض

هناك العديد من المزايا المتعلقة بالاستثمار في السندات سواء للمستثمر الفرد، أو للاقتصاد القومي، أو للشركة المصدرة لها، وتعدد هذه المزايا، على النحو الآتي:

- 1- العائد من الإستثمار: يعتبر العائد من الإستثمار هو مكافأة على الإستثمار ويتضمن الأرباح الجارية، وهذا العائد هو مقابل ما يطلق عليه بالتفصيل الزمني، فالأفراد يفضلون الحاضر على المستقبل، فالحاضر أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر احتمالي.¹⁹⁰ والعائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم، ويعبر عنه بالعادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الأمر.¹⁹¹
- 2- الرغبة في الحفاظ على سرية المعلومات الخاصة بالمؤسسة: تصدر الشركة السند بدل السهم، رغبة منها في المحافظة على السرية المشروع، وكذلك لإبعاد المنافسين عن الإستثمار فيه، كما أن إصدار جديد للأسهم يسبب ضرر للمساهمين القدامى، لذلك فإن السندات تشكل بديلاً مغرياً لتمويل المشروع.¹⁹²
- 3- تعد السندات من أهم مصادر تمويل الملائمة للإستثمار الحكومي،¹⁹³ إذ يحقق القرض السندي للحكومة حلول تخفيفية من الأعباء وضمان هوامش تضمن لها تسير المدى القصير.
- 4- توفر السندات المرونة التمويلية للمؤسسة من خلال خاصية الاستدعاء التي تضيف مرونة للهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث يمكن من استيراد السندات قبل تاريخ الاستحقاق، بالإضافة إلى قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم.¹⁹⁴
- 5- تعتبر السندات أحد مصادر التمويل منخفضة التكلفة بالنسبة للشركات، وتعطى للشركة المصدرة ميزة ضريبية حيث يخضع عائد السندات من الوعاء الضريبي للشركة، وأيضاً لا تؤدي السندات لفقدان

¹⁹⁰ جابر، محمد. (1999): الإستثمار بالأسهم والسندات، العدد (4). مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية لعلوم المالية والمصرفية.

¹⁹¹ https://meu.edu.jo/libraryTheses/58b2b62f0ad67_1.pdf تاريخ الزيارة 2021/10/7م.

¹⁹² جابر، محمد، مرجع سابق، ص29.

¹⁹³ فتحية، عميار. (2017): القرض السندي كوسيلة حديثة للتمويل. جامعة الشهيد حمه لخضر، الجزائر.

¹⁹⁴ رزيقة، حربية، مرجع سابق، ص115.

¹⁹⁴ رزيقة، حربية، مرجع سابق، ص115.

المساهمين الحاليين السيطرة على إدارة الشركة، لأن حملة السندات ليس لهم حق التصويت في الجمعية العمومية.¹⁹⁵

الفرع الثاني: مخاطر الإستثمار

إن التغيير في الإقتصاد العالمي وانتشار التضخم في معظم الإقتصاديات الرأسمالية والتقلبات المستمرة، جعل الإستثمار في السندات غير مضمونة ومهددة بالمخاطر منها أسعار الفائدة، تضخم القوة الشرائية، القابلية للبيع، لذا سيتم بيان أنواع المخاطر المرافقة للإستثمار في سندات القرض في السوق.

1. مخاطر استدعاء السندات: تربط هذه المخاطر بالعلاقة بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة السائد في السوق، حيث يتحمل المشتري خسارة في حالة استدعاء السندات من أجل سدادها قبل موعد استحقاقها، وبالذات عندما يكون سعر فائدتها يفوق سعر الفائدة في السوق، ويكون هذا في حالة السندات تكون من النوع القابل للاستدعاء قبل استحقاقها.¹⁹⁶

2. المخاطر أسعار الفائدة: إن ارتفاع سعر الفائدة السوقي من شأنه التأثير السلبي في قيمة السند السوقية بإحجام المستثمرين عن طلب السندات لأن عائدته ثابت، بينما يكون لهؤلاء المستثمرين استثمار أموالهم بسعر الفائدة السوقي الاعلى، والذي يمثل لهم عائد الفرصة البديلة، وبالتالي، فإن حامل السند لا بد أن يقبل سعر أقل إذا اراد بيعه،¹⁹⁷ وبذلك فهي أكثر المخاطر تأثيراً في القيمة السوقية للسند. وبالتالي، فإن المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية، بسبب التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار.

¹⁹⁵ الغالي، بن إبراهيم، عدنان، بن ضيف، (2019): الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى. دار علي بن زايد للطباعة والنشر، الجزائر.

¹⁹⁶ لطفي، أ. (2000): المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة.

¹⁹⁷ فريد، ب. قسوري، ا. (2017): آليات التمويل بالقرض السندي، جامعة بسكرة، الجزائر.

فإذا ارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند ورغب حامل السند في بيعه، فإن سعر البيع سوف يقل عن القيمة الاسمية للسند مما يعني أن هناك خسائر رأسمالية حققها حامل السند.¹⁹⁸ وتجد الإشارة إلى أن الاستثمار في السندات تكون أكثر عرضة أكثر من غيرها لمخاطر أسعار الفائدة. وعليه، فإن التغير المطلوب في معدل العائد للسند يتم من المكاسب الرأسمالية أي من الفرق بين قيمة السند عند الشراء وقيمة السند وقت البيع.¹⁹⁹

3. المخاطر المتعلقة بالتضخم.

تتمثل مخاطر التضخم في المخاطر الناشئة عن انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار في السندات أو العائد الذي يوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم الإقتصادية. إن الاستثمار في السندات ذات العائد الثابت، تكون أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية، ويعود السبب في ذلك إلى أن القيمة السوقية للسندات في الأسواق الأوراق المالية، لا تستجيب بطبيعتها إلى التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية.²⁰⁰

4. مخاطر إعادة الإستثمار:

تتمثل مخاطر إعادة الإستثمار في تلك المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها في تاريخ الاستحقاق عند سعر الفائدة منخفض عن سعر الفائدة السائدة في السوق وقت إصدار السند، والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند.

198 براق، محمد. (2006): مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، العدد (8)، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر.

<https://search.emarefa.net/ar/detail/BIM-12955-> تاريخ الزيارة 2021/10/5م.

¹⁹⁹ براق، محمد، مرجع سابق، ص 12.

²⁰⁰ براق، محمد، مرجع سابق، ص 13.

وتزداد مخاطر إعادة الاستثمار إذا كان السند قابلاً للاستدعاء، حيث تلجأ المؤسسة المصدرة إلى ممارسة هذا الحق عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق، مما يعني أن حامل السند لن يحصل على العوائد التي على أساسها اتخذ قراره بشراء السند.²⁰¹

5. مخاطر السيولة: تأتي هذه المخاطر من سوق الأوراق المالية ذاته، ويقصد بها: مدى قابلية السندات للبيع في السوق أي مدى إمكانية تسويق السندات بسرعة وسهولة وبدون أن يتعرض حامل السند لأي خسائر، فالسند قد يتميز بدرجة عالية من السيولة إذا أمكن بيعه وبسرعة وبفروق بسيطة عن سعر الإسمي، ومن ثم فإن المستثمر عليه أن يدرك مدى إمكانية تحويل سندات (وقت حاجته إلى السيولة) إلى نقود.²⁰²

وهذا يرتبط بصعوبة تحويل السندات إلى نقدية، بالتالي السندات قصيرة الأجل المخاطرة تكون فيها قليلة مقارنة بالسندات متوسطة وطويلة الأجل، وذلك بسبب فترتها الزمنية.²⁰³

6. مخاطر عدم القدرة على السداد: تنتج هذه المخاطر عن عدم قدرة الشركة المصدرة على سداد فوائد وأصل القرض في التوقيت المحدد، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أحد الجوانب الرئيسية التي يتم على أساسها ترتيب جودة السندات المتاحة من قبل بعض المؤسسات المالية حتى يكون المستثمر على علم مقدماً بإحتمالات وحجم هذه المخاطر.²⁰⁴

إذ أن المؤسسات المصدرة للسندات تتعهد بالالتزام بدفع تدفقات نقدية محددة حتى تاريخ الاستحقاق، تتمثل في قيمة السند الأصلية وفائدة السند السنوية، وعليه، فإن المستثمر في السندات يتعرض حتماً إلى احتمالات عدم القدرة المؤسسات المصدرة لها بتسديد قيم السندات أو الفوائد أو الاثنين معاً. ويمكن

²⁰¹ براق، محمد، مرجع سابق، ص 17.

²⁰² فتحية، عميار، مرجع سابق، ص 45.

²⁰³ الغالي، بن إبراهيم، عدنان، بن ضيف، مرجع سابق، ص 136.

²⁰⁴ فريد، بن عبيد. قسوري، انصاف، مرجع سابق، ص 27.

لمخاطر عدم القدرة على السداد أن تنشأ من نوعين من المخاطر في المؤسسات المصدرة للسندات هي

مخاطر الأعمال ومخاطر مالية.²⁰⁵

الخاتمة

تناولت هذه الدراسة موضوع تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية، كدراسة تحليلية ومقارنة بين التشريع الفلسطيني مع التشريع الأردني والمصري، وقد اشتملت الدراسة على تعريف سندات القرض، إذ عرفت بأنها ورقة مالية التي تطرحها الشركات المساهمة العامة للاكتتاب العام والتداول للحصول بموجبها على قرض تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمته والفوائد المترتبة عليه وفقاً للشروط الواردة في نشرة الإصدار.

²⁰⁵ براق، محمد، مرجع سابق، ص 17.

وأوضحنا خصائص سندات القرض والمتمثلة بأنها ورقة مالية قابلة للتداول سواء بطرق التجارية أو في سوق الأوراق المالية، وغير قابلة للتجزئة أي تسجل باسم شخص واحد، ولا يجوز امتلاكها من قبل أكثر من شخص، ولها قيمة اسمية متساوية.

وبينا أيضاً أنواع سندات القرض والتي تختلف باختلاف جهة إصدارها وشكل الإصدار والأجل والضمان وقابليتها للتحويل للأسهم وقابليتها للاستدعاء وغيرها. وتم التمييز بينها وبين غيرها من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق، من حيث أوجه التشابه والاختلاف بينهما، ومنها الأسهم والوحدات الاستثمارية والمشتقات المالية والسندات القابلة للتحويل وعقود خيار البيع وخيار الشراء وعقود آجلة للتسوية. وتطرقنا للشروط العامة لإصدار الأوراق المالية بما فيها سندات القرض، والشروط الخاصة والتي أوجبتها أحكام المادة (88) من قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، والمتمثلة بدفع رأس مال الشركة، وأن لا يتجاوز القرض رأس مال الشركة، وموافقة الوزير المسبقة على إصدار السندات، وموافقة الهيئة العامة.

ومن ثم تحدثنا عن آلية طرح سندات القرض في السوق، وإجراءات الاكتتاب في السندات بدءاً من الإعلان عن الاكتتاب في السندات ومدة الاكتتاب والجهات التي يجري لديها الاكتتاب، والبيانات التي تتضمنها وثيقة الاكتتاب، وثانياً تسديد قيمة السندات. وما يترتب على الاكتتاب من منح وثيقة الاكتتاب أو إلغاء الاكتتاب أو تجاوز الاكتتاب بالسندات المرطوحة أو عدم الاكتتاب بكامل السندات.

وقمنا شرح إجراءات عملية التداول بالسندات في السوق، من خلال بيان أوامر البيع والشراء، وإيداع السند وتوثيقه لدى المركز، وما يجري عليه لاحقاً من عملية التقاص والتسوية انتهاءً بنقل ملكيته وإمكانية رهنه. وكذلك الآثار الناتجة عن عملية تداول سندات القرض، من حقوق مالكي سندات القرض في الحصول على المبلغ الذي تم إقراضه للشركة المقترضة والفائدة، وحقهم في تكوين هيئة مالكي سندات القرض، وفي ذات الوقت بينا الجهات الرقابية على تداول سندات القرض في الدولة، والمتمثلة بهيئة

سوق رأس المال كجهة أساسية في الرقابة عليها، وبالإضافة لرقابة السوق والحكومة من خلال وزارة الإقتصاد الوطني مراقب الشركات.

وكان من الأهمية أيضاً بيان دور سندات القرض في الاستثمار، لما تحققه من مزايا للمستثمر، وبالتالي، تحقيق تنمية إقتصادية في الدولة، وبيان المخاطر المصاحبة للاستثمار في سندات القرض.

النتائج والتوصيات

النتائج:

وفي ضوء ما تقدم، فقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. نظمت التشريعات الفلسطينية كل ما يتعلق بتداول الأوراق المالية، بما في ذلك سندات القرض بموجب أحكام قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، والتشريعات الصادرة بمقتضاه، وبموجب أحكام قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، إلا أن هذا التنظيم غير كامل، لا سيما فيما يتعلق بتسوية السندات والتفاصيل والإيداع ونقل الملكية، وبالتالي، نقترح بأن يتم تنظيم كل ما يتعلق بتداول سندات قرض من كافة الجوانب، لما لهذه الورقة من أهمية.

2. أجاز المشرع تداول السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية، واستثنى من ذلك سندات الدين الحكومية، وفقاً لتعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية، إلا أن هذا النوع من السندات، يعتبر مصدر تمويل مهم وضروري للحكومة وبفوائد غير مرتفعة على غرار طرق الاقتراض الأخرى، لذا ندعو المشرع الفلسطيني بتعديل النص القانوني بحيث يشمل السندات التي تصدرها الحكومة.

3. ميز المشرع الفلسطيني بين السندات التي تصدرها المؤسسات الحكومية العامة والبلديات والتي أجاز إصدارها في سوق الأوراق المالية، والسندات التي تصدرها الدولة والتي لم يجيز إصدارها في سوق الأوراق المالية، إلا أنه نرى من الأهمية بأن يجيز لدولة تداول سندات القرض في سوق الأوراق المالية؛ لما لها من أهمية في توفير مصدر تمويل مهم للدولة، وتحقيق تنمية اقتصادية.

5. لم تورد أحكام المادة (67) من قانون الأوراق المالية أي شروط خاصة بإصدار سندات القرض، وإنما تضمنت أحكام تتعلق بالوثائق التي على المصدر تقديمها، بإستثناء شرط موافقة الشركة على إصدارها، وشرط إصدار السندات وفقاً لأحكام قانون الشركات، في حال كانت من نوع السندات القابلة

للتحويل، ونقترح، بأن يتم تحديد شروط خاصة لإصدار سندات القرض بموجب تعديل أحكام هذا القانون، لأهميته وخصوصية تداول هذا النوع من الأوراق المالية، وعدم إحالت تحديد لها للوائح والتعليمات.

6. أجاز المشرع الفلسطيني للشركة المقرضة بتجاوز شروط سندات القرض إذا أقرته هيئة مالكي سندات القرض بأكثرية أصواتهم الممثلة في الاجتماع، شريطة أن لا تقل السندات الممثلة في الاجتماع عن الأغلبية المطلقة لمجموع قيمة السندات المصدرة والمكتتب بها، إلا أننا نرى بأن هذا الحكم فيه مساس بحقوق مالكي سندات القرض الأقلية في حال رفضهم لذلك، وعليه، نقترح على المشرع الفلسطيني تصويب الحكم بتعديل النص القانوني بأن يكون الإجازة للشركة بتجاوز سندات القرض إذا أقرته هيئة مالكي سندات القرض بالأغلبية المطلقة لمالكي سندات القرض.

7. يؤخذ على المشرع الفلسطيني بأنه لم يحدد كيفية تعيين أمين الإصدار، واقتصر حكم المادة (75) من قانون الأوراق المالية على أن تقوم هيئة مالكي سندات القرض بتعيينه أو إعادة تعيينه دون بيان آلية معينة، مثل اشتراط الأغلبية المطلقة لتعيينه من مالكي سندات القرض.

8. تفتقر التشريعات الفلسطينية لنصوص تجيز لشركات الأوراق المالية الترويج وضممان الاكتتاب في سندات القرض، بحيث تقوم بعرض سندات القرض على كافة المستثمرين، والترويج لها لضممان الاكتتاب الكامل بسندات المطروحة.

9. لم يورد المشرع الفلسطيني والأردني أحكاماً خاصة بالعقود آجلة التسوية، في قانون الأوراق المالية، وبالتالي تسري عليها الأحكام السارية على الأوراق المالية باعتبارها ورقة مالية، وذلك فيما يتعلق بإصدارها وطرحها ونقل ملكيتها، على خلاف المشرع المصري الذي أورد أحكاماً خاصاً لشروط وإجراءات الترخيص، وأنشأ بورصة خاصة لتداول العقود الآجلة، لذا ندعو المشرع الفلسطيني بأن ينظم أحكام خاصة للعقود الآجلة، كونها أدوات حديثة ولكثرة تداولها في سوق الأوراق المالية عالمياً.

التوصيات:

1. نوصي بإجراء تعديل على كل من قانون الشركات وقانون الأوراق المالية لتنظيم كل ما يتعلق بتداول الأوراق المالية، بما فيها عملية التسوية والتقصص والإيداع ونقل الملكية، وبالتالي، نقترح بأن يتم تنظيم كل ما يتعلق بتداول الأوراق المالية، بما فيها سندات قرض من كافة الجوانب، لما له من أهمية.
2. نقترح وجود نص قانوني يعفي من الفوائد والأرباح المتحصلة عن طريق الاستثمار في سندات القرض التي تصدرها الدولة والهيئات المحلية من الضرائب، لما لها من دور في دعم وتوسيع القطاع الإقتصادي للدولة.
3. نوصي بسن قانون يجيز للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية تكوين اتحاد؛ لما لهذا الاتحاد من أهمية في تنظيم وتمثيل الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.
4. نوصي بإعادة تنظيم هيئة سوق رأس المال لا سيما فيما يتعلق بتبعتها، إذ من الأفضل أن تكون مؤسسة حكومية تتبع لرئيس الدولة أو رئيس الوزراء، كون طبيعة الاختصاصات التي تمارسها على درجة من الأهمية، لا سيما الرقابة على قطاع الأوراق المالية، على غرار المشرع الأردني والمصري.
5. تنظيم عملية الرقابة على تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، بحيث تكون الرقابة من جهة واحدة مختصة بالرقابة بدلاً من أن تكون الرقابة على عمليات التداول من جهات رقابية متعددة، وأن تحصر كافة الصلاحيات الرقابية على عمليات التداول من قبل هيئة سوق رأس المال.
6. نقترح إدراج أحكام خاصة بالعقود آجلة التسوية في قانون الأوراق المالية، كونها أدوات حديثة ولكثرة تداولها في سوق الأوراق المالية عالمياً، على غرار المشرع المصري الذي أورد أحكاماً خاصاً لشروط وإجراءات تداولها، وأنشأ بورصة خاصة لتداول العقود الآجلة، لذا ندعو المشرع الفلسطيني بأن ينظم أحكاماً خاصة للعقود الآجلة.

7. نوصي بضرورة إلغاء الأحكام التي استتنت سندات الدين الحكومية من تداول السندات في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك باعتبار هذا النوع من السندات مصدر تمويل مهم وضروري لدولة فلسطين.

انتهى

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: الكتب:

- بني هان، حسين. (2002): الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها وأدواتها المشتقة، عمان.
- جبر، أحمد. (2014): النوازل الفقهية المعاصرة وأثرها في المعاملات أحكام التعامل في بورصة الأوراق المالية التجارة الإلكترونية - بطاقات الائتمان دراسة فقهية مقارنة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي. دار الكتب القانونية، مصر.
- الجمل، جمال. (2002): دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن.
- الحناوي، محمد صالح.. (2006): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار. (2003): بورصة الأوراق المالية "أسهم-سندات- وثائق الإستثمار-الخيارات". دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
- خريوش، حسني، إرشيد، عبد المعطي. (1995): إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى. الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان.
- خلف، فليح. (2006): الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى. عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد.
- ربابعة، عبد الرؤوف. (2006): الاستثمار في الأوراق المالية والإفصاح ودور المستثمر، هيئة الأوراق المالية، الأردن.
- رمضان، زياد. (1998): مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- السيسي، صلاح الدين. (1998): بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، دار وسام للطباعة والنشر، بيروت.

- الشرقاوي، سمير. (1986): الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- الشواور، فيصل. (2007): الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية. دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- عبد الجواد، محمد، الشديفات، علي. (2006): الإستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى. دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، عمان.
- عبد الحميد، عاشور. (2003): دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- العتيكي، مجيد. (2004): الشركات في القانون الإنجليزي. توزيع مكتبة عدنان، بغداد.
- العكيلي، عزيز. (2007): الوسيط في الشركات التجارية دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، الطبعة الأولى. دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.
- الغالي، بن إبراهيم، عدنان، بن ضيف. (2019): الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى. دار علي بن زايد للطباعة والنشر، الجزائر.
- فضلي، هشام. (2005): تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
- لطفي، أ. (2000): المحاسبة عن الأسهم والسندات المتداولة في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- مطر، محمد، تيم، فايز. (2005): إدارة المحافظ الإستثمارية. دار وائل للنشر، عمان.
- مولا، هوشيار. (2003): الإستثمار والأسواق المالية. دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- الناقا، أحمد أبو الفتوح. (1991): نظرية النقود والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر.

- النجار، عنايات، شريف، وفاء. (2006): دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتمنية الإدارية، القاهرة.
- هندي، منير. (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- يوسف، مصطفى. (2018): رقابة هيئة الأوراق المالية على الشركات المساهمة، الطبعة الأولى. منشورات زين الحقوقية، لبنان.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Esme Faerber, Fred Plemenos, All About Stocks, Mc Grow- Hill Professional, 1999.
- George A. Fontan, Tom Gentile, The Stocks Market Course, John Wiley and Son, United States, 2001.
- Paul Davies. (2001). Gower Principals of Modern Company Law, 6th edition, Sweet and Maxwell. P 32.

ثالثاً: الرسائل العلمية:

- أبو ارميله، محمد، اتفاق التحكيم في منازعات سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة القدس، فلسطين، سنة 2014م.
- بني مصطفى، أكرم، أسناد القرض في القانون الأردني، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، سنة 2013م.
- دنديس، ريم، النظام القانون لإدراج شركات المساهمة العامة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة القدس، فلسطين، سنة 2011م.

- رزيقة، حريبي، دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الإقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة مولود معمري، الجزائر، سنة 2017م.
- السراحنة، أيمن، دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين، رسالة ماجستير، جامعة القدس، فلسطين، سنة 2015م.
- سمور، نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، سنة 2007م.
- شرقي، كريمة، قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي "دراسة تطبيقية على سوق الكويت المالي خلال فترة من (2013/01/01 إلى 2014/04/20)"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، سنة 2014م.
- عفت النحال، عقود الخيارات كأداة لتنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، سنة 2017م.
- علي، شليط، محند، بومراو، النظام القانوني للأسهم والسندات، رسالة ماجستير، جامعة بجاية، الجزائر، سنة 2018م.
- علي، علا، التنظيم القانوني لتداول الأسهم في بورصة فلسطين (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، جامعة القدس، سنة 2012م.
- عمارنة، محمد، رقابة هيئة رأس المال الفلسطينية على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، رسالة دكتوراة، جامعة القاهرة، المنهل، القاهرة، سنة 2014م.
- فتحية، عمار، القرض السندي كوسيلة حديثة للتمويل، رسالة ماجستير، جامعة الشهيد حمه لخضر، الجزائر، سنة 2017م.

- فريد، ب.قسوري، ا. آليات التمويل بالقرض السندي ، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، الجزائر، سنة 2017م.
- قزاز، سامر، التنظيم القانوني لتداول الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في فلسطين، رسالة ماجستير، جامعة القدس، فلسطين، سنة 2018م.
- القصار، أحمد، تقييم الدور الرقابي لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (دراسة مقارنة بين الجهات الحكومية والخاصة لقطاع الأوراق المالية السوري)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، سنة 2014م.
- نصار، خالد، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء المنتجات الهندسية المالية، دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، سنة 2006م.
- هلاله، نادية. سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم. رسالة ماجستير، جامعة محمد لمين دباغين، الجزائر، سنة 2020م.

رابعاً: أبحاث وتقارير:

- تعزيز دور سوق الأوراق المالية في فلسطين في جذب الاستثمارات الخارجية، معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس) رام الله (2008) ص 32.
- مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (iosco) بشأن تنظيم الأوراق المالية، المنشورة على الموقع الإلكتروني التالي: <https://www.fra.gov.eg/content> تاريخ الزيارة 01/11/2020 .
- وقائع الملتقى السنوي الأول اسوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله (2007) ص 79.

خامساً: المواقع الإلكترونية:

- رمضان الصاوي، الأوراق المالية المستخدمة في البورصة، دراسة منشورة على شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني التالي: <https://www.aliqtisadalislami.net> تاريخ الزيارة 28.8.2020
- فراس شعيبان، سندات القرض دراسة مقارنة، بحث منشور على شبكة الإنترنت على الموقع الإلكتروني التالي: <https://search.emarefa.net/ar> تاريخ الزيارة 04/07/2020
- تفعيل سوق السندات، الفرص والتحديات، دراسة منشورة على موقع هيئة سوق رأس المال، على الموقع الإلكتروني التالي:
https://www.pcma.ps/Rsearches/Res_Dev_Docs/bondsstudy.pdf تاريخ الزيارة 04.09.2020
- عباس حميد، مناف خنطيل، سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور على الموقع الإلكتروني التالي: <https://qu.edu.iq/repository/wp-content/uploads/2017> تاريخ الزيارة 01/08/2020
- أكرم ياملكي، سندات القرض القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركة المساهمة، بحث منشور على شبكة الإنترنت على الموقع التالي: <https://almerja.com/reading.php?idm=88521> تاريخ الزيارة 05/9/2020
- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مقال منشور على موقع صحيفة الاتحاد، على الموقع الإلكتروني التالي: <https://www.alittihad.ae/article/41024/2013> تاريخ الزيارة 24/09/2020
- تقرير منشور على موقع الإلكتروني لسوق فلسطين للأوراق المالية التالي: تاريخ الزيارة 09/11/2020. <https://web.pex.ps/ey>

- محمود مهيدات، المضاربة الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية، بحث منشور على الموقع الإلكتروني التالي: <https://ebook.univeyes.com/7639/pdf> تاريخ الزيارة 19/09/2020
- حيدر حمد، تسوية منازعات عقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، بحث منشور على شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني التالي: <https://www.iasj.net> تاريخ الزيارة 10/11/2020.
- عمر يحيي، الاكتتاب في الأوراق المالية ودور المصارف فيه (دراسة قانونية مقارنة)، بحث منشور على شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني التالي:
- <https://www.uokirkuk.edu.iq/law/index.php/2017> تاريخ الزيارة 29/10/2020
- دور الهيئة في الرقابة على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، تقرير منشور على شبكة الانترنت على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest> تاريخ الزيارة 03/10/2020
- أبو النصر، عصام. (1997): نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الإستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، جامعة الأزهر، غزة.
- <https://ebook.univeyes.com/43411/pdf> (16.09.2020)
- ناجي، إسراء. (2013): ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، العدد الأول. مجلة رسالة الحقوق، جامعة كربلاء، العراق.
- <https://www.iasj.net/iasj/download/c5d6e00dfce40820.23.09.2020>
- فرحان، نبأ. (2016): المركز القانوني لحاملي وثائق الإستثمار (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق للعلوم القانونية والسياسية، العدد (3).
- <https://www.iasj.net/iasj/download/84b3fd.20.09.2020>

- مرغاد، خضر . (2009): الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة، العدد (17). مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، الجزائر .

• <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/49783.02.10.2020>

- جابر، محمد. (1999): الاستثمار بالأسهم والسندات، العدد (4). مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية لعلوم المالية والمصرفية.

• https://meu.edu.jo/libraryTheses/58b2b62f0ad67_1.pdf تاريخ الزيارة
2021/10/7م.

- براق، محمد. (2006): مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، العدد (8)، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر .

• <https://search.emarefa.net/ar/detail/BIM-12955-> تاريخ الزيارة 2021/10/5م.

- هيئة سوق رأس المال (2009): تفعيل سوق السندات، الفرص والتحديات. فلسطين.

• https://www.pcma.ps/Rsearches/Res_Dev_Docs/bonds-study.pdf .
04.09.2020

- البنك الدولي للإنشاء والتعمير، للمزيد الاطلاع على الموقع :

<https://www.albankaldawli.org/ar/who-we-are/ibrd>

سادساً: الأحكام قضائية:

- الحكم رقم (148) لسنة (2011)، الصادر عن محكمة العدل العليا بتاريخ 2013/02/11م، والمنشور على موقع منظومة القضاء والتشريع في فلسطين.

- الحكم رقم (177) لسنة (2012)، الصادر عن محكمة العدل العليا بتاريخ 28/05/2014م، والمنشور على منظومة القضاء والتشريع في فلسطين.
- الحكم رقم (178) لسنة (2012)، الصادر عن محكمة العدل العليا بتاريخ 28/05/2014م، والمنشور على موقع منظومة القضاء والتشريع في فلسطين.

سابعاً: التشريعات:

- <https://web.pex.ps/ey>
- تعليمات رقم (1) لسنة 2011م بشأن ترخيص امين الاصدار الصادرة عن هيئة سوق راس المال، والمنشور في الجريدة الرسمية، بتاريخ 25/01/2012م، عدد 93، ص 105.
- تعليمات رقم (5) لسنة 2008م، بشأن إصدار الأوراق المالية صادرة عن مجلس هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، المنشور في الجريدة الرسمية بتاريخ 27/04/2009م، عدد (80)، ص 120.
- قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م، المنشور في الجريدة الرسمية بتاريخ 28/02/2005م، عدد (53)، ص 10.
- قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017م، والمنشور على موقع ديوان الرأي والتشريع الأردني.
- قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م وتعديلاته، المنشور في الجريدة الرسمية 03/05/1964م، عدد 1757، ص 493.
- قانون الشركات رقم (159) لسنة 1981م. والمنشور على موقع الهيئة العامة لرقابة المالية.
- قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997م، والمنشور على موقع ديوان الرأي والتشريع الأردني.
- قانون رقم 93 لسنة 2000 بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، والمنشور على موقع الهيئة العامة لرقابة المالية.

- قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992م، والمنشور على موقع الهيئة العامة لرقابة المالية.
- اللائحة التنفيذية للقانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992م، والمنشور على موقع الهيئة العامة لرقابة المالية.
- نظام الإدراج الصادر عن السوق بتاريخ 2012/11/26م، والمنشور على الموقع الإلكتروني التالي:
- نظام تداول الأوراق المالية لسنة 2006م، الصادر عن مجلس إدارة سوق الأوراق المالية الفلسطينية بتاريخ 2006/08/03م.

ثامناً: المعاجم:

- المعجم القانوني، عبد الفتاح مراد، ط جديدة، المكتبة القانونية، مصر، 1995، ص 1497.
- المعجم الوسيط، إعداد مجمع اللغة العربية، ط 5، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر، 1990، ص 652.