



الاجتماع الثالث
لمجلس إدارة هيئات الأوراق المالية العربية

24 ديسمبر 2008
الرياض - المملكة العربية السعودية

التقرير السنوي
2008



أنشطة الإتحاد للعام 2008

ما تم إنجازه:

لقد بدأت الأمانة العامة للإتحاد للعام 2008 ببرنامج عمل مكون من محورين، وقد تمركز المحور الأول حول استكمال أعمال اللجان الدائمة وفتح العمل المنبثقة عنها. حيث عقدت اللجان الثلاثة الدائمة في الإتحاد اجتماعاتها في مقر الأمانة العامة بدولة الإمارات العربية المتحدة في شهر مارس 2008 (مرفق محاضر الاجتماعات) وذلك لاستكمال وتقييم أعمالها وإيجاد أفضل السبل لإنجاز ما هو مطلوب منها أخذاً في الاعتبار ظروف والتزام أعضائها. فقد اجتمعت اللجان حسب الجدول التالي:

1. لجنة القواعد التنظيمية لأسواق الأوراق المالية في 17 مارس 2008.
2. لجنة التوافق والانسجام بين القوانين والأنظمة القائمة في 18 مارس 2008.
3. لجنة الرقابة وإنفاذ القوانين في الأسواق المالية العربية في 19 مارس 2008.

كما أجمعت اللجان الثلاثة على عدة توصيات أخذت بها الأمانة العامة.

التوصيات:

1. تقلص الموضوعات التي تعرض على اللجان الثلاثة إلى موضوعات ذات أهمية خاصة للهيئات الأعضاء في الوقت الحاضر وذلك بجدولتها حسب أهميتها وحسب ما هو مقترح في هذا التقرير في البند (9).

2. تزويد الأمانة العامة بالمعلومات والبيانات والاستبيانات المطلوبة على أن تقوم الأمانة العامة بإعداد دراسة مقارنة لواقع قطاع الأوراق المالية العربي وعرضها على مجلس الإتحاد.



3. الإسراع في إنشاء الموقع الإلكتروني للاتحاد وتغذيته بكافة البيانات والمعلومات وتحديثها أول بأول بهدف إيجاد قاعدة بيانات لهيئات الأوراق المالية العربية.
4. دعم الأمانة العامة ببعض الفنيين وذلك لتجميع المعلومات والبيانات وتكوين قاعدة معلومات وإعداد الدراسات الفنية والقانونية للدول الأعضاء.
5. ضرورة تفعيل دور المنسقين لدى الهيئات الأعضاء في الاتحاد كحلقة وصل بين الأمانة العامة والهيئات الأعضاء في الاتحاد.
6. الاستمرار بعقد الندوات المتخصصة للتوعية حول قطاع الأوراق المالية للقائمين والعاملين في مؤسسات القطاع.
7. يتبنى الاتحاد لأنظمة استرشادية في المجالات المختلفة ضمن قطاع الأوراق المالية ، فعلى سبيل المثال لا الحصر الرقابة على التداول ودليل الرقابة والتفتيش على عمل شركات الوساطة والمقاصة والتسويات وضرورة الاستفادة من أفضل الممارسات المتبعة بالاستعانة ببيوت الخبرة في هذا المجال.
8. تجتمع اللجان مرتين سنويا ويتم مناقشة موضوعان بحد أدنى في كل اجتماع.
9. تم الاتفاق على أن يتم تناول المواضيع التالية في اجتماعات اللجان القادمة:
 1. صناديق المؤشرات والصناديق العامة.
 2. أنظمة الإصدارات الأولية والإجراءات الفنية للاكتتابات الأولية IPO.
 3. صناع السوق.
 4. التعامل بالهامش - Margin Trading.
 5. الطرق والإجراءات المتبعة في إصدار وتعديل القوانين والأنظمة في الدولة العضو.
 6. الطبيعة القانونية لقرارات الهيئات الرقابية والأسواق المالية.
 7. الأنظمة الخاصة لمعالجة التعاملات بناء على معلومات داخلية.
 8. الطرق المتبعة في تفسير القوانين والأنظمة.
 9. الطرق المتبعة لحماية صغار المستثمرين في قطاع الأوراق المالية.
 10. حوكمة الشركات المساهمة.



أما المحور الثاني فقد شمل عقد عدد من الندوات للاتحاد بالتنسيق مع بعض هيئات الأوراق المالية العربية الأعضاء في الاتحاد، حيث كان مقرراً عقد ثلاثة ندوات في العام 2008 وذلك حسب التالي:

1. خدمات شركات الوساطة ودورها في تطوير الأسواق المالية.
2. الصناديق الاستثمارية - تنظيمها وإدارتها.
3. الإعلام الاقتصادي والأسواق المالية.

إلا أنه نتيجة لظروف خاصة ببعض الهيئات الأعضاء في الاتحاد تم تأجيل عقد تلك الندوات للعام 2009 ، حيث أدى تكرار تغيير مواعيد عقد هذه الندوات إلى عدم تمكن المحاضرين من التزام بالمواعيد الجديدة والمشاركة في هذه الندوات.

وبناء عليه فقد تمكنت الأمانة العامة من عقد ندوة الإعلام الاقتصادي والأسواق المالية بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية بالمملكة الأردنية الهاشمية التي وفرت كل السبل لإنجاحها وتذليل كل الصعوبات حتى ظهرت بالشكل المطلوب وحققت أهدافها.

كما تقرر أقامت الندوة ذاتها في سلطنة عمان في 4 يناير 2009، مع التركيز على كيفية معالجة الإعلام الاقتصادي للآزمة المالية العالمية.

ونتيجة للظروف الخاصة والصعبة التي يمر بها العراق الشقيق فقد تم التنسيق مع هيئة الأوراق المالية العراقية لعقد ندوة خاصة حول " نظرة شاملة لقطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية " لموظفي الهيئة ووسطاء الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية وبالتعاون مع هيئة الأوراق المالية بالأردن.

كما يقترح إقامة ندوة حول "شركات الوساطة ودورها في تطوير الأسواق المالية" في بيروت - لبنان في أبريل العام 2009 بالتعاون مع لجنة بورصة بيروت ، وإقامة ندوة حول "الصناديق الاستثمارية - تأسيسها وإدارتها" في المملكة العربية السعودية في أكتوبر 2009 بالتعاون مع هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية.

وعلى صعيد آخر عكفت الأمانة العامة على التحضير لمؤتمر أسواق المال العربية الأول والمقرر عقده في دولة الإمارات العربية المتحدة في شهر نوفمبر 2008. حيث رأت الأمانة العامة أنه من المناسب عقد مؤتمر سنوي لمؤسسات سوق رأس المال العربي يطلق عليه "مؤتمر أسواق المال العربية الأول" وهو تجمع لجميع المؤسسات المالية العاملة في قطاع الأوراق المالية العربية ومؤسساته (اتحاد هيئات الأوراق



المالية العربية ، واتحاد البورصات العربية ، ومؤسسات المقاصة والإيداع المركزي ، وجمعيات الوسطاء) ، بالإضافة إلى اتحاد المصارف العربية ، ومؤسسات المحاسبين القانونيين العاملة في المنطقة العربية ، وأكبر 100 شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصات العربية من حيث رأس المال والبنوك المركزية العربية وشركات التأمين والاستثمار ومؤسسات التقييم وشركات الخدمات الاستشارية.

ويهدف المؤتمر إلى مناقشة القضايا ذات العلاقة بقطاع الأوراق والأسواق المالية العربية (السوقين الأولي والثانوي) ، والخدمات المالية ، والشركات الدولية في هذا المجال ، ووضع الإستراتيجيات والسياسات الفعالة للقطاع المالي العربي في مواجهة التحديات بالإضافة في التطرق للآزمة المالية العالمية وتأثيرها على الأسواق المالية العربية والمستثمر العربي والسبل التي اتخذت حيالها من قبل الجهات المختصة.

وبناء على قرار مجلسكم الموقر بالمضي قدماً لعقد هذا المؤتمر تم وضع البرنامج التنفيذي له وتحديد المحاور الرئيسية ذات العلاقة بالإضافة إلى الاتصال بعدد من المحاضرين الرئيسيين للمشاركة بأوراق عمل تغطي تلك المحاور والتي تأتي ضمن الأولويات التي تم اقتراحها من قبل الهيئات الأعضاء في الاتحاد، الإ أنه نتيجة للظروف الاستثنائية التي تمر بها الأسواق المالية في دول العالم المختلفة بما فيها دولنا العربية، ونتيجة لاعتذار المسؤولين في القطاع المالي والمصرفي الذين تم مخاطبتهم من المشاركة، فقد تقرر تأجيل عقد هذا المؤتمر للعام 2009 تأملاً بتحسين أوضاع الأسواق المالية.

الأنظمة الداخلية:

قامت الأمانة العامة الأخذ بملاحظات بعض الهيئات الأعضاء في الاتحاد على مشروع النظام المالي والإجراءات المالية الداخلية ومشروع لائحة شئون الموظفين بما يتناسب وطبيعة عمل الاتحاد ووضعه القانوني. وهي كالتالي:

1. النظام المالي والإجراءات المالية الداخلية:

تسري أحكام هذا النظام على كافة المعاملات المالية للاتحاد كما ينظم مراحل إعداد الموازنة التقديرية واستلام الإيرادات وصرف النفقات وصلاحيات الاعتماد كما تم تنظيم الإجراءات والمستندات والسجلات المحاسبية .

2. لائحة شئون الموظفين:

تسري أحكام هذه اللائحة على جميع موظفي الاتحاد وتنظم عملية التعيين وتقييم الأداء والعلوات والبدلات الخاصة بموظفي الاتحاد ، كما تنظم الدوام الرسمي



والإجازات بأنواعها المختلفة وواجبات الموظف والأعمال المحظورة عليه وإنهاء الخدمة والمكافأة.

تصميم صفحات الانترنت للاتحاد:

تم تكليف مؤسسة متخصصة لتصميم صفحات الموقع الإلكتروني للاتحاد لتغطية الموضوعات الخاصة به، حيث أنه من المقرر تغذيته بكافة البيانات والمعلومات الخاصة بالاتحاد وتحديثها بهدف إيجاد قاعدة معلومات وبيانات، كما سوف يتم ربط هذا الموقع بالمواقع الخاصة بأعضاء الاتحاد.

دراسة واقع قطاع الأوراق المالية العربي

قامت اللجان الدائمة التي شكلها مجلس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية على مدار العامين الماضيين بدراسة واقع قطاع الأوراق المالية العربية (ضمن الإمكانيات المتوفرة والوقت المتاح للأخوة الأعضاء). وتجدر الإشارة إلى قيام سبعة فرق عمل متخصصة انبثقت من تلك اللجان بدراسة موضوعات محددة بتكليف من اللجان الأم وذلك للوقوف على أوجه الشبه والاختلاف بين ما هو معمول به بالدول الأعضاء في الاتحاد ومقارنة ذلك بالمعايير الدولية وما هو مطبق في الدول المتقدمة في هذا المجال.

وقد تم عرض ما توصلت إليه فرق العمل على اللجان الأم (اللجان الدائمة في الاتحاد) للوقوف على واقع الأسواق المالية العربية ومدى التشابه والاختلاف بين الأنظمة الفنية والتشريعات والقوانين المطبقة في كل الدول الأعضاء في الاتحاد، وقد لاحظت اللجان الدائمة في الاتحاد الاختلاف فيما هو مطبق من أنظمة وتشريعات والأجهزة القائمة عليها في الدول الأعضاء، وأكدت على دور الاتحاد في التنسيق بين الهيئات الرقابية سواء عند تعديل التشريعات والأنظمة الفنية الحالية أو استحداث القوانين أو الأنظمة الجديدة والتأكيد على أهمية الأخذ بالبعد الاقتصادي والإداري والقضائي والفني والزمني والجغرافي عند صياغة هذه الأنظمة والتشريعات الصادرة عن الهيئات الأعضاء في الاتحاد لزيادة التنسيق والتقارب بين هذه التشريعات، كما أكدت هذه اللجان على ضرورة التماسي مع المعايير الدولية في هذا المجال.

وبناء على ذلك قامت الأمانة العامة بإعداد دراسة لواقع قطاع الأوراق المالية العربي لرصد للنظام والتنظيم لهذا القطاع لرصد وتثبيت أوجه الشبه فيما هو مطبق في الدول الأعضاء في الوقت الحاضر، بالإضافة لحصر أوجه الاختلاف في المجالات



المختلفة للتنظيم الإداري والفني والتشريعي لهذا القطاع والخروج بالاستنتاجات عن هذا الواقع واقتراح التوصيات المناسبة. وقد رأت الأمانة العامة ضرورة عرض المسودة الأولى لهذه الدراسة على مجلسكم الموقر لأخذ القرار المناسب بشأنها.

خلصت الدراسة المذكورة إلى الاستنتاجات والتوصيات التالية:

أولاً: نتائج الدراسة.

• القسم الأول: أوجه الشبه بين قطاعات الأوراق المالية للدول الأعضاء.

1. تتشابه معظم الدول الأعضاء فيما يتعلق بالأداة التشريعية الخاصة بإنشاء الهيئات الرقابية والأسواق المالية، فهي استخدمت أعلى الأدوات التشريعية وان اختلفت مسمياتها من دولة لأخرى كالمراسيم أو القوانين، وهذا يدل على أهمية القطاع الذي تنظمه وتشرف عليه هذه المؤسسات.

2. تتشابه الدول الأعضاء في استخدام الأداة التشريعية اللازمة لتعديل القوانين أو الأنظمة أو القرارات المنظمة لقطاع الأوراق المالية، حيث أنها تستخدم ذات الأداة المتبعة في إصدار تلك القوانين أو الأنظمة أو القرارات.

3. رغم اختلاف هيكلية الأجهزة الرئيسية للقطاع لدى الدول الأعضاء إلا أن جميع أسواق الأوراق المالية في هذه الدول تعمل بانسيابية وبشكل منظم في كل دولة على حده، ويستدل على ذلك من مسيرة هذه الأسواق وتطور عملها في مجال أنظمة التداول والتفاصيل والتسويات للأوراق المالية المتداولة وكذلك انسيابية المعلومات وفرض متطلبات الإفصاح والشفافية على الشركات ومراقبة التداول.

4. تتشابه معظم التشريعات والإجراءات المتبعة لدى الدول الأعضاء فيما يتعلق بمستوى الحرية الاستثمارية والانفتاح البيئي وعلى العالم، حيث أن جميع الدول الأعضاء لا تفرض ضرائب على الأرباح الموزعة على المساهمين في الشركات المساهمة العامة، وكذلك الحال بالنسبة للمكاسب الرأسمالية للمستثمرين، كما أنها لا تفرض أي قيود على حرية التحويل للأرباح والمكاسب الرأسمالية.

5. تستخدم أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء نظم تداول متنوعة، وجميع هذه الأنظمة هي أنظمة إلكترونية متطورة وترتكز على تداول الأسهم مع وجود بعض الأسواق التي تستخدم نظم لتداول أوراق مالية أخرى كالسندات.

6. تتشابه معظم التشريعات لدى الدول الأعضاء بشأن تنظيم عمولات التداول في الأوراق المالية، بحيث تقوم بعض الدول بتحديد العمولة بمبلغ مقطوع أو بنسبة مئوية من حجم



الصفقة، في حين تضع الدول الأخرى الحد الأدنى والحد الأقصى لعمولة التداول ضمن فئات محددة وفقاً لحجم الصفقة.

7. جميع هيئات الأوراق المالية في الدول الأعضاء بالاتحاد مسؤولة عن تنظيم عملية الإصدار والطرح الأولي، ويستثنى من ذلك كل من دولة الكويت والجمهورية اللبنانية حيث تقوم وزارة التجارة/الاقتصاد بالتنسيق مع السوق في كلتا الدولتين بتنظيم عملية الإصدار والطرح الأولي نظراً لعدم وجود هيئات رقابية مستقلة في هاتين الدولتين.

8. تتشابه الإجراءات الفنية المتبعة للاكتتاب العام في الأسهم (IPO) في معظم الدول الأعضاء في الاتحاد، حيث يتوجب على جميع الشركات عند قيامها بطرح الأسهم للاكتتاب أن تقوم بإعداد نشرة إصدار (نشرة اكتتاب) وتقديمها إلى الهيئات الرقابية أو وزارة التجارة/الاقتصاد للموافقة عليها، وكذلك تتفق جميع التشريعات على وجوب توافر حد أدنى من البيانات والمعلومات الضرورية في نشرة الإصدار (نشرة الاكتتاب) المتعلقة بالجهة المصدرة كأغراض الإصدار ودراسة الجدوى الاقتصادية وخطة العمل ومسؤوليات وحقوق المساهمين، وذلك لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري بناءً على معلومات صحيحة بحيث تقع مسؤولية صحة هذه المعلومات على عاتق الجهة المصدرة.

9. تتشابه معظم الدول الأعضاء في توحيد الأداة التشريعية الخاصة بتنظيم إدراج الشركات، حيث جعلت تنظيم ذلك من خلال أنظمة أو قرارات تصدر من الهيئات الرقابية أو الأسواق المالية.

10. تولي جميع الهيئات لدى الدول الأعضاء اهتماماً متزايداً بوضع ضوابط ومعايير استرشادية لحوكمة الشركات المساهمة المدرجة لما لها من تأثير إيجابي على الأسواق المالية.

11. تتمتع جميع الهيئات الرقابية الأعضاء في الإتحاد بسلطات واسعة في مجال الرقابة على قطاع الأوراق المالية وذلك بموجب القوانين والأنظمة واللوائح التي تنظم عملها، حيث تملك صلاحية مراقبة أسواق الأوراق المالية للتأكد من سلامة التعامل فيها، والرقابة المعمول بها حالياً لدى معظم الهيئات هي رقابة إلكترونية تعتمد على برامج إلكترونية متطورة توفر إمكانية تتبع كافة عمليات التداول اليومية بالإضافة إلى الدور الرقابي الذي تقوم به الأسواق المالية كخطوة أولى في هذا المجال.

12. تمارس الهيئات الرقابية الأعضاء سلطاتها على الجهات الخاضعة لرقابتها وعلى الأخص الشركات المرخصة للعمل في مجال الأوراق المالية من خلال نظام التفتيش، وغالباً ما تقوم الهيئات بتنفيذ نوعين من برامج التفتيش، الأول: وهي برامج التفتيش الدورية التي تقوم بها الهيئات بصفة دورية لمرة أو أكثر خلال العام الواحد،



والثاني: وهي برامج التفتيش المفاجئة أو الخاصة وهي التي تقوم بها الهيئة الرقابية تلبية لاحتياجات وأغراض معينة.

13. تتشابه الدول الأعضاء في استخدام الأداة التشريعية الخاصة بتجريم الممارسات المحظورة، فالمخالفات ذات الصفة الجنائية والتي يُعاقب عليها بالحبس أو الغرامة المنصوص عليها في القوانين المنظمة لقطاع الأوراق المالية فيتم إحالتها للمحاكم المختصة للفصل فيها، في حين تتولى الهيئات الرقابية والأسواق المالية ولجان التأديب مهمة التحقيق في المخالفات الإدارية وبالمقابل إصدار قرارات بالجزاءات التأديبية المنصوص عليها في القوانين أو الأنظمة أو القرارات المنظمة لقطاع الأوراق المالية.

• القسم الثاني: أوجه الاختلاف بين قطاعات الأوراق المالية لدى الدول الأعضاء.

تم استخلاص أوجه الاختلاف بين الدول الأعضاء في كل من الموضوعات التالية:

1. هيكلية المؤسسات والأجهزة الرئيسية لقطاع الأوراق المالية.

تختلف هيكلية الأجهزة الرئيسية لقطاع الأوراق المالية (مؤسسات سوق رأس المال) لدى الدول الأعضاء في الاتحاد من حيث الشكل والتبعية القانونية والإدارية، وذلك على النحو التالي:

أ- الأجهزة الرقابية الرسمية على قطاع الأوراق المالية.

هناك عدد من الأساليب للرقابة على أسواق الأوراق المالية يمكن إجمالها بالآتي:

(1) رقابة حكومية مباشرة.

وفقاً لهذا الأسلوب تقوم الحكومة بالرقابة المباشرة على قطاع الأوراق المالية من خلال أحد الوزارات.

ولا يتفق هذا الأسلوب مع المعايير الدولية وله عيوبه ومن أهمها غلبة الروتين والطابع السياسي على القرارات المتخذة وانعدام المرونة والاستقلالية في مجال التنظيم والتنفيذ.

(2) تفويض سوق الأوراق المالية بمهام تنظيمية ورقابية.

وفقاً لهذا الأسلوب تكون سوق الأوراق المالية (البورصة) هي الجهة الإشرافية، وتُفوض غالباً بمهام تنظيمية وإشرافية، كما هو الحال في دولة الكويت والجمهورية اللبنانية.

(3) وجود هيئة تنظيمية وإشرافية مستقلة.

وهذا هو الأسلوب السائد ويأخذ أحد شكلين، الأول: وهو وجود هيئة تنظيمية وإشرافية تختص بالأوراق المالية، بحيث يتم إنشاء جهاز مستقل مالياً وإدارياً يُديره



مجلس مكون من عدد محدد من الأعضاء ، متفرغين أو غير متفرغين، ويكون لهذا المجلس صلاحيات واسعة في مجالات التنظيم والإشراف على مكونات قطاع الأوراق المالية، ولهذا الشكل العديد من الميزات من بينها توفر المرونة والتفرغ للجهاز التنظيمي، وهذا الأسلوب متبع لدى أغلبية الدول الأعضاء في الإتحاد.

أما الشكل الثاني: فيتمثل بوجود هيئة تنظيمية وإشرافية لكافة مكونات القطاع المالي في الدولة على وجه العموم، بما فيه قطاع الأوراق المالية وقطاع التأمين وقطاع البنوك وغيرها من القطاعات المالية، ومن أهم مميزات هذا الأسلوب توحيد جهة التنظيم والإشراف بالنسبة لكافة عناصر القطاع المالي ، مما يؤدي إلى إحكام سيطرة الجهة التنظيمية على تلك الصناعة ، ويتلافى وجود أي تعارض في السياسات المطبقة بشأن القطاعات المالية، وهذا الأسلوب غير متبع لدى الدول الأعضاء في الإتحاد.

ب - أسواق /بورصات الأوراق المالية:

يتباين الشكل القانوني لأسواق الأوراق المالية لدى الدول الأعضاء في الإتحاد بحيث يتخذ السوق شكل مؤسسة عامة أو شركة خاصة، وفي الغالب تنشأ الأسواق كمؤسسة أو منشأة عامة بمرحلة سابقة على إنشاء الهيئات، ثم تتحول إلى شركة مساهمة مملوكة جزئياً أو كلياً للقطاع الخاص.

وتتعدد أساليب إدارة أسواق الأوراق المالية بحيث تتمتع المالية بصلاحيات واختصاصات ذات طبيعة إشرافية ورقابية على عمل أعضائها ، قد تصل إلى درجة إصدار قرارات إدارية تأديبية ، وضبط المخالفات وتحريك الدعاوى ضد مخالفي الأنظمة واللوائح الداخلية للأسواق، وبالمقابل تتقلص هذه الصلاحيات في حالة اتخاذ السوق شكل شركة ، حيث تُمارس الصلاحيات الرقابية والإشرافية من قبل الهيئات الرقابية فقط .

ج- مؤسسات/شركات التقاص والتسويات والإيداع:

اختلفت الدول الأعضاء فيما بينها بشأن الجهة المسؤولة عن تقديم خدمات التقاص والتسوية والتسجيل والإيداع ، من حيث الشكل والتبعية القانونية والإدارية لهذه الجهات من ناحية، ونطاق عملها من ناحية أخرى.

- فيما يتعلق بالشكل القانوني للجهة التي تقوم بتقديم خدمات التقاص والتسوية والإيداع والتبعية القانونية والإدارية، فهي إما أن تكون على شكل مؤسسات مستقلة أو تتخذ شكل شركة خاصة مستقلة يتم إنشائها خصيصاً لهذا الغرض أو أن تكون إدارة من إدارات السوق المالي كما هو الحال في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.
- أما فيما يتعلق بالخدمات المقدمة، فإن بعض هذه الجهات تقوم بخدمات الإيداع إلى جانب تقديم خدمات التقاص والتسوية كما هو الحال في المملكة



الأردنية والمملكة العربية السعودية والجمهورية العربية السورية وسلطنة عمان ودولة فلسطين، أما بقية الدول الأعضاء فتنهج ممارسات مختلفة حيث يتم فصل خدمات الإيداع عن خدمات التقاص والتسوية.

2. الجهة الرقابية على مكونات قطاع الأوراق المالية.

تتباين الدول الأعضاء فيما بينها من حيث توحيد الجهة المختصة بتنظيم عمل مكونات القطاع والإشراف عليها، ففي بعض الدول تكون هيئات الأوراق المالية أو البنوك المركزية – مع مراعاة اختلاف المسميات – هي الجهة المختصة بتنظيم ومراقبة عمل كافة مكونات القطاع بما فيها الشركات المدرجة والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وجمعيات المهن المالية وغيرها ، في حين تتعدد جهات الاختصاص في دول أخرى بحيث توزع بين الهيئات والبنوك المركزية والأسواق المالية.

3. مدى اكتمال مكونات قطاع الأوراق المالية.

يوجد اختلاف بين الدول الأعضاء فيما يتعلق باكتمال تنظيم مكونات القطاع، ويمكن التذليل على ذلك من حيث عدم وجود تنظيم لبعض المكونات ومنها على سبيل المثال ما يلي:

- جمعيات المهن المالية.

حيث نظمت تشريعات بعض الدول أشكالاً مختلفة لجمعيات المهن المالية، فمثلاً المملكة الأردنية الهاشمية أنشئت جمعية معتمدي سوق رأس المال لتنظيم عضويتها جميع الأشخاص المعتمدين من قبل الهيئة لممارسة الخدمات المالية في الأسواق. في حين أن معظم الدول الأعضاء لم تتناول في تشريعاتها تنظيمياً صريحاً وواضحاً لإنشاء مثل هذه الجمعيات كدولة الإمارات العربية المتحدة ودولة الكويت.

- جمعيات التدقيق والمحاسبة.

يوجد جمعيات أو نقابات للمدققين والمحاسبين لدى بعض الدول الأعضاء على الرغم من اختلاف جهة الاختصاص بتنظيم ومراقبة هذه الجمعيات، في حين لا يوجد لدى البعض الآخر من الدول أي تنظيم لمثل هذه الجمعيات. كما تختلف الدول الأعضاء فيما يتعلق بتنظيم مهنة المحاسبة والتدقيق، حيث أعطت بعض الدول دوراً واضحاً لبعض الوزارات (الاقتصاد، التجارة) في حين أنشأت بعض الدول هيئات متفرغة لتنظيم هذه المهنة.

4. شمولية التشريعات المنظمة لهيئات الأوراق المالية.

تتباين الهيئات الأعضاء بشأن شمولية تشريعاتها لتنظيم كافة مكونات القطاع، حيث أن بعض هذه التشريعات يشمل كافة أو معظم مكونات القطاع من حيث تنظيم إنشاء وعمل المؤسسات أو الأجهزة التي تدير القطاع وكذلك جميع الأدوات والخدمات المالية ذات العلاقة، في حين أن البعض الآخر يقتصر على تنظيم جزء



من مكونات القطاع تاركاً تنظيم الأجزاء الأخرى لتشريعات منفصلة تختلف عن التشريعات المنظمة لعمل الهيئات الرقابية.

5. تنوع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة.

تتنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الثانوية لدى الدول الأعضاء في الاتحاد، وتتباين تشريعات هذه الدول فيما بينها بالنسبة لتنظيم جميع الأوراق المالية أو اقتصارها على أنواع محددة، ويعكس هذا تطور البيئة التشريعية والتنظيمية لكل دولة.

6. تنوع الخدمات المالية المقدمة في السوقين الأولي والثانوي.

تتنوع الخدمات المالية التي تنظمها معظم الدول الأعضاء في الاتحاد رغم التباين فيما بينها من حيث الجهة الرقابية المختصة بتنظيم ومراقبة هذه الخدمات من ناحية، ومدى اتساع أو ضيق نطاق الخدمات المقدمة في السوقين الأولي والثانوي واختلاف مسمياتها من ناحية أخرى. في حين تقتصر بعض أسواق الدول الأعضاء على تنظيم عدد محدود من الخدمات المالية ويأتي بمقدمتها الوساطة المالية.

7. نطاق عمل شركات الوساطة المالية.

يختلف نطاق عمل شركات الوساطة التي ترخص للعمل في أسواق الدول الأعضاء، فقد يقتصر نطاق عملها على تقديم خدمات الوساطة المالية لحساب الغير كما هو الحال في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة، وقد يتسع نطاق عملها في دول أخرى ليشمل المتاجرة لحسابها الخاص كما هو الحال في بورصة عمان وسوق مسقط للأوراق المالية، في حين قد تسمح تشريعات بعض الدول لشركات الوساطة بتقديم خدمات مالية متنوعة.

8. طرق احتساب المؤشرات السعرية.

تختلف الدول الأعضاء في طرق احتساب الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في الأسواق وتستخدم الأسواق المالية في هذه الدول مؤشرات سعرية مختلفة ومتنوعة لقياس المستوى العام لأسعار الأسهم لمعرفة حالة السوق صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً، ويمكن الاستدلال من خلالها أيضاً في معرفة الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم، ويطلق على هذه المؤشرات الأرقام القياسية لأسعار الأسهم.

9. المدة المقررة للتسويات ونقل ملكية الأوراق المالية.

يوجد تباين بين الأسواق المالية في الدول الأعضاء فيما يتعلق بالفترات الزمنية اللازمة لتسوية الصفقات التي تتم في هذه الأسواق، حيث حددت كل من المملكة العربية السعودية ودولة الكويت وجمهورية مصر العربية فترة تسوية جميع الصفقات المالية بـ (T+0) في نفس يوم تنفيذها، أما في باقي الدول الأعضاء فتتراوح هذه المدة بين يومين إلى ثلاثة أيام تداول.

10. تنظيم الصناديق الاستثمارية.

تباينت الأداة التشريعية الخاصة بتنظيم صناديق الاستثمار في الدول الأعضاء، فمنها ما هو منظم بالقانون المنظم لقطاع الأوراق المالية، وبعضها من خلال اللائحة التنفيذية للقانون، ومنها بموجب نظام تصدره الجهة الرقابية لقطاع الأوراق المالية، ومنها من خلال القوانين والأنظمة المنظمة لأعمال المصارف المركزية، وهو ما يؤدي إلى الاختلاف أيضاً في الجهة المناط إليها ترخيص هذه الصناديق والرقابة عليها.

11. الجهة المسؤولة عن تأسيس الشركات المساهمة العامة والرقابة عليها.

تختلف الجهة المختصة بالموافقة على تأسيس الشركات المساهمة العامة والرقابة عليها من دولة إلى أخرى، إذ تكون هيئات الأوراق المالية في بعض الدول الأعضاء هي الجهة المختصة بكافة المسائل المتعلقة بتأسيس الشركات المساهمة العامة والرقابة عليها، في حين تتولى هذه المهمة جهات أخرى كوزارة التجارة أو الاقتصاد أو الاستثمار، وذلك مع عدم الإخلال بدور المصارف أو البنوك المركزية وما في حكمها فيما يتعلق بتأسيس الشركات المالية والمصرفية.

12. حرية الاستثمار ونسب التملك.

هناك اختلاف بين الدول الأعضاء فيما يتعلق بحرية الاستثمار والتملك في الأوراق المالية حيث أعطت دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية الحق لمواطنيها لتملك نسب أعلى في الشركات المساهمة العامة وتتباين هذه النسب من دولة إلى أخرى، في حين لا يوجد أي قيود على نسب التملك في باقي الدول الأعضاء.

13. الطرق المتبعة للطرح الأولي.

تتبع جميع الدول الأعضاء الطريقة التقليدية في الاكتتاب عند تأسيس الشركة والمتمثلة بتقسيم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية محددة القيمة الاسمية. أما في حالة زيادة رأس مال الشركة المساهمة العامة وإصدار أسهم جديدة فإن معظم الدول تتبع ذات الطريقة المشار إليها ويكون لمجلس إدارة الشركة الدور الأكبر في تحديد قيمة علاوة الإصدار، وقد بدأت بعض الدول كالمملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة بإتباع أسلوب جديد هو أسلوب بناء سجل الأوامر (Book Building) في عمليات الطرح العام للاكتتاب، وتتبع الممارسة العملية في هذا المجال دون وجود تشريعات تنظم هذه العملية.

14. مدة الاحتفاظ بفوائض الاكتتاب.

تختلف تشريعات الدول الأعضاء في تحديد المدة الزمنية المسموح بها للاحتفاظ بفوائض الاكتتابات، حيث لا يوجد في معظم قوانين الشركات وقوانين الهيئات الرقابية الأعضاء فترة محددة لإعادة فوائض الاكتتابات، في حين حددت تشريعات



دول أخرى الفترة الزمنية التي يتوجب فيها إعادة الأموال الفائضة عن الاكتتاب ومنها: المملكة الأردنية الهاشمية والجمهورية العراقية ودولة قطر.

15. طبيعة القرارات التي تصدرها الجهات الرقابية والأسواق المالية.

تتفاوت طبيعة القرارات الصادرة عن الهيئات الرقابية والأسواق المالية في الدول الأعضاء، وبالتالي تختلف طريقة التظلم منها أو الطعن فيها من ناحية والجهة المختصة بنظر التظلم أو الطعن، حيث نصت بعض التشريعات على حق الأشخاص التي تصدر القرارات ضدهم حق الطعن أو التظلم في هذه القرارات وذلك أمام السلطة الإدارية الأعلى أو أمام المحكمة حسب الأحوال، في حين لا تعطي بعض الدول هؤلاء الأشخاص حق الطعن أو التظلم من قرارات هذه الجهات.

16. متع موظفي الهيئات بصفة مأموري الضبط القضائي/الضابطة العدلية.

منحت بعض قوانين الهيئات الرقابية لموظفي الهيئات صفة الضابطة العدلية أو مأموري الضبط القضائي حسب مسميات الدول الأعضاء في الإتحاد ومنها دولة قطر، في حين لم تعالج بعض قوانين الهيئات الرقابية هذا الموضوع، بل منحت صفة مأموري الضبط القضائي لموظفي الهيئة بموجب قرارات وزارية صادرة عن الجهات المختصة بالدولة، وفي دول أخرى لا يتمتع موظفي الهيئات بصفة مأموري الضبط القضائي، وفي حال صدور قرار رسمي بإجراء تحقيق ورفض أي شخص كلياً أو جزئياً الامتثال لأمر صدر بحقه للحضور أو للإدلاء بالشهادة أو لتقديم الوثائق والسجلات، فلهيئة أن تستعين بالجهات العدلية/المحكمة المختصة في الدولة لإجبار ذلك الشخص على الحضور أو تقديم المستندات المطلوبة، ومثال ذلك هيئة الأوراق المالية العراقية.

ثانياً: التوصيات.

1. استحداث أنظمة استرشادية في المجالات التي تراها الهيئات الرقابية الأعضاء في

الاتحاد ذات أهمية في الوقت الراهن، ويُقترح أن تشمل الموضوعات التالية:

- هيكلية قطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية.
- متطلبات الإدراج المشترك.
- اتفاقيات التعاون والشراكات بين شركات الوساطة.
- متطلبات الطرح الأولي وإجراءاته.
- طرق احتساب مؤشرات الأسعار.
- الإجراءات المتبعة للرقابة على التداول.
- الإجراءات المتبعة للتفتيش على شركات الخدمات المالية.
- تنظيم تأسيس وإدارة ومراقبة الصناديق الاستثمارية.
- إجراءات فض المنازعات.

2. إعداد دراسات متخصصة في الموضوعات التالية:



- صناديق المؤشرات والصناديق الاستثمارية.
 - أنظمة الإصدارات الأولية والإجراءات الفنية للاكتتابات الأولية IPO.
 - حوكمة الشركات المساهمة.
 - صناع السوق.
 - التعامل بالهامش Margin Trading.
 - تطوير الخدمات المالية في السوقين الأولي والثانوي.
 - معالجة التعاملات بناء على معلومات داخلية.
 - الطرق المتبعة لحماية صغار المستثمرين في قطاع الأوراق المالية.
3. التنسيق والتعاون فيما بين الدول الأعضاء من خلال الأمانة العامة للإتحاد لبحث إمكانية الشراء الموحد للأنظمة الفنية ومن بينها:
- أنظمة التداول.
 - أنظمة التسويات والمقاصة والإيداع وحفظ الأوراق المالية.
 - أنظمة المعلومات.
 - أنظمة الرقابة.
4. التعاون والتنسيق في مجالات التدريب المهني والفني الموحد من خلال الأمانة العامة للإتحاد لموظفي الهيئات والأسواق للدول الأعضاء في مجالات العمل المختلفة.
5. تغذية شبكة المعلومات وقاعدة البيانات الخاصة بالموقع الإلكتروني للإتحاد وذلك وفقاً للنماذج المتفق عليها والمعتمدة من قبل الأمانة العامة للإتحاد.