

The Legal Regulation of the Listing of Public Shareholding Companies' Shares On the Palestine Securities Exchange: A Descriptive and Analytical Study

Ammar Turkman^{1,*} & Naeem Salameh²

Type: Full Article. Received: 13th May. 2025. Accepted: 15th Jul. 2025, Published: xxxx

Accepted Manuscript, In press

Abstract: Aim: This study focuses on the governing regulations for listing in the Palestine Securities Exchange. It sheds light on the financial market in Palestine and the Palestine Securities Exchange, clarifies the rules of listing, its scope and importance, and the documents required for listing, innovation, and transformation. It also outlines the procedures for issuing and listing shares and highlights the most important challenges. **Methodology:** The study adopted the descriptive-analytical method, by describing the relevant texts concerning the issue of stock listing on the Palestine Exchange and analysing the provisions contained in the applicable Palestinian legislation. **Key Findings:** The study concluded that public shareholding companies are legally obligated to list their shares on the Palestine Stock Exchange. Companies that have not listed their shares are required to rectify their status, failing which the competent authorities may take legal action for non-compliance. The Capital Market Authority has the legal authority to convene an extraordinary general assembly to resolve the issue of listing. At the regulatory level, the Innovation and Transformation Center is considered a pivotal mechanism influencing the practical operations of the Palestine Stock Exchange. **Main Recommendations:** The study recommended amending national legislation, defining the legal status of the Palestine Securities Exchange in the laws, adopting non-mandatory listing, separating the Innovation and Transformation Center, aligning with the provisions of legislation and governance requirements, and activating the role of the authority in exercising its oversight over the listing of public shareholding companies in the Palestine Exchange.

Keywords: Palestine Securities Exchange, Capital Market Authority, Financial Market, Innovation Centre, Transformation, Listing Shares, Listing Requirements.

التنظيم القانوني لإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة وصفية تحليلية

عمار غالب تركمان^{1,*}، ونعيم سلامة²

تاريخ التسليم: (2025/5/13)، تاريخ القبول: (2025/7/15)، تاريخ النشر: xxxx

ملخص: الهدف: هدفت الدراسة إلى بيان الأحكام القانونية النازمة لإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق فلسطين للأوراق المالية، فإدراج تلك الأسهم مسألة غاية في الأهمية، فهي البداية لتداولها في السوق المالي، وقد بينت الدراسة أحكام سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين"، وشخصيته القانونية وتبعية مركز الإيداع والتحويل، كما عالجت أحكام الإدراج وشروطه والزاميته في فلسطين والوثائق اللازمة مع طلب الإدراج. **المنهجية:** تبنت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، من خلال وصف النصوص النازمة لمسألة إدراج الأسهم في بورصة فلسطين وتحليل أحكامها الواردة في التشريعات الفلسطينية السارية لا سيما قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة (2004) والتعليمات الصادرة بمقتضاه وخاصة التعليمات رقم (4) لسنة (2008) بشأن إلزام الشركات العامة بالإدراج والتعليمات إصدار الأوراق المالية رقم (5) لسنة (2008)، ونظام الإدراج المعدل لسنة (2016). **النتائج:** أهم ما توصلت إليه الدراسة أن الشركات المساهمة العامة ملزمة بإدراج أسهمها في بورصة فلسطين، والشركات التي لم تدرج أسهمها عليها تصويب أوضاعها تحت طائلة اتخاذ إجراءات بحقها في حال عدم الإدراج، وأن هيئة سوق رأس المال لها صلاحيات بالدعوة لاجتماع هيئة عامة غير عادي لإقرار الإدراج، وعلى المستوى التنظيمي فإن مركز الإيداع والتحويل يعد من دوائر بورصة فلسطين في الواقع العملي. **التوصيات:** أوصت الدراسة بتعديل بعض النصوص القانونية في فلسطين محل الدراسة، وتحديد الشكل القانوني لبورصة فلسطين في التشريعات، وتبني عدم الإلزامية في الإدراج، وفصل مركز الإيداع والتحويل عن البورصة استجابة لأحكام التشريعات ومتطلبات الحوكمة، وتفعيل دور هيئة سوق رأس المال في ممارسة دورها الرقابي على إدراج الشركات المساهمة العامة في بورصة فلسطين.

الكلمات المفتاحية: سوق فلسطين للأوراق المالية، هيئة سوق رأس المال، مركز الإيداع والتحويل، إدراج الأسهم، شروط الإدراج.

1 PhD Program in Private Law, Faculty of Graduate Studies, An-Najah National University, Nablus, Palestine.

*Corresponding Author email: ammar_turk1@hotmail.com

2 Faculty of Law and Political Science, An-Najah National University, Nablus, Palestine. nsalameh@najah.edu

1 برنامج دكتوراه القانون الخاص، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين

* الباحث المرسل: ammar_turk1@hotmail.com

2 كلية القانون والعلوم السياسية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين
nsalameh@najah.edu

إن الشركات المساهمة العامة تعد أحد أعمدة الاقتصاد الحر في الدولة الحديثة، وإن نموها وتطورها يترك انعكاساً إيجابياً على الاقتصاد الوطني والعالمي، فلها استثمارات متنوعة ورأس مال ضخم، ومن المسائل المهمة لتطورها ونموها تنمية استثماراتها ومضاعفة رأس مالها وتحقيق الأرباح المرجوة للمساهمين فيها، ومن أهم وسائل تحقيق الأرباح تداول أوراقها في أسواق الأوراق المالية. (حسن، 2023، الصفحات 5753-5784).

ولتداول أوراقها لا بد من إدراجها في سوق الأوراق المالية، فالإدراج يسبق التداول، وتسبق الإدراج إجراءات تمهيدية له ومن أهمها طرح الأوراق للاكتتاب العام، وترافق الاكتتاب العام إجراءات من أهمها إعداد نشرة إصدار للأوراق المطرحة بإشراف هيئة سوق رأس المال، وتتضمن نشرة الإصدار معلومات كافية تعرف المستثمرين بالأسهم المطروحة للاكتتاب، وتساعد في اتخاذ قرار الاستثمار المناسب (أبوخضرة، 2017، صفحة 21).

ومن أهم الأوراق المالية التي تدرج في سوق الأوراق المالية أسهم الشركات المساهمة العامة، فأغلب عمليات التداول في سوق الأوراق المالية تجري على الأسهم، لذلك جاءت هذه الدراسة لتلقي الضوء على الأحكام النازمة لإدراج تلك الأسهم في سوق الأوراق المالية، من خلال التعريف بسوق الأوراق المالية وطبيعته القانونية، وبيان مدى إلزامية الإدراج في سوق الأوراق المالية في فلسطين، والإجراءات التمهيدية للإدراج وشروطه، وبيان طبيعة الشخصية القانونية لمركز الإيداع والتحويل⁽¹⁾، وهو المكان المخصص لإيداع الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية في فلسطين، وحدود شخصيته المعنوية بين التشريع والواقع العملي في فلسطين وبيان مدى تبعيته لسوق الأوراق المالية.

أهمية الدراسة

تتجلى أهمية هذه الدراسة في غموض التنظيم القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية؛ نظراً لتنشعب التشريعات الوطنية التي تنظمه من قوانين وقرارات بقانون وأنظمة ولوائح وتعليمات من جهة، ولقلة الدراسات القانونية المتخصصة التي تناولته من جهة أخرى، وخاصة في مسألة التنظيم القانوني للإدراج، فغالبية الدراسات التي تناولت سوق فلسطين للأوراق المالية تناولته من منظور اقتصادي استثماري.

وسعت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على البيئة القانونية النازمة لتلك السوق، وبيان الأحكام القانونية للإدراج فيها، الأمر الذي يعد بالغ الأهمية، فتوضيح الجوانب القانونية التي تحكم إجراءات وشروط الإدراج في سوق فلسطين للأوراق المالية ومدى إلزاميتها يعزز وعي الشركات المساهمة العامة بها سواء على المستوى المحلي أو الدولي.

نطاق الدراسة:

تسعى هذه الدراسة لبيان ماهية سوق فلسطين للأوراق المالية، والأحكام النازمة للإدراج في هذه السوق، من خلال تناول التشريعات الفلسطينية السارية والمنظمة لموضوع الدراسة بالوصف والتحليل، لا سيما قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة (2004)⁽²⁾ والتعليمات والأنظمة الصادرة بمقتضاه، وخصوصاً تعليمات إصدار الأوراق المالية رقم (5) لسنة (2008)⁽³⁾ وتعليمات رقم (4) لسنة (2004) بشأن إلزام شركات المساهمة العامة على الإدراج⁽⁴⁾، ونظام الإدراج المعدل لسنة (2016)⁽⁵⁾، بالإضافة للقرار بقانون بشأن الشركات رقم (42) لسنة⁽⁶⁾ (2021)، وقانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة (2004)⁽⁷⁾ وتعليمات ترخيص الأسواق المالية رقم (7) لسنة (2010)⁽⁸⁾.

إشكالية وأسئلة الدراسة

إن التنظيم القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" والإدراج فيه يثير عدة إشكاليات، ومن أهمها اختلاف طبيعة شخصيته القانونية والمرافق التابعة له في الواقع العملي عما نصت عليه الأحكام الواردة في التشريعات السارية والتي تحدد طبيعة وشكل تأسيسه، وإشكاليات تتعلق بمدى إلزامية الإدراج فيه والآثار المترتبة على عدم الالتزام بالإدراج، وبناء على هذه الإشكاليات يثور سؤال جوهري وهو: ما هي الضوابط القانونية التي تنظم الإدراج في بورصة فلسطين؟ ويتفرع عن هذا السؤال عدة أسئلة فرعية وهي:

- ما هو المقصود في بورصة فلسطين؟ وما هي طبيعة شخصيته القانونية وفقاً للتشريعات السارية؟ وما هي مرافقه؟
- ما مدى إلزامية إدراج الشركات المساهمة العامة في بورصة فلسطين؟ وما هي الآثار المترتبة عليه؟
- ما هي شروط الإدراج في بورصة فلسطين؟ وهل هي موائمة في الواقع العملي؟

(1) -تستعمل الدراسة مصطلح المركز للدلالة على مركز الإيداع والتحويل فيما يلي من محاور هذه الدراسة.

(2) منشور في العدد (53) من الجريد الرسمية (الوقائع الفلسطينية)، تاريخ الإصدار 2004/12/1، تاريخ السريان 2005/3/30.

(3) منشورة في الجريدة الرسمية/الوقائع الفلسطينية، عدد 80، تاريخ النشر 2009/4/27

(4) منشورة في الجريدة الرسمية/الوقائع الفلسطينية، عدد 80، تاريخ النشر 2009/4/27.

(5) صادق مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية على هذا النظام في جلسته السادسة بتاريخ 2010/12/23 (قرار 2010/39) وصادق مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية على هذا النظام في اجتماعه العادي بتاريخ 2012/11/21 وجلسته التكميلية بتاريخ 2012/11/26 (قرار 2012/14) وتسري أحكام هذا النظام اعتباراً من 2013/01/01 وتم تعديله لسنة 20116.

(6) منشور في الجريدة الرسمية/عدد ممتاز 25، تاريخ الصدور 2021/10/2، تاريخ السريان 2022/3/30.

(7) منشور في العدد (53) من الجريد الرسمية/الوقائع الفلسطينية، تاريخ الإصدار 2004/12/1، تاريخ السريان 2005/3/30. والمعدل بموجب القرار بقانون رقم 35 لسنة 2020، تاريخ الصدور 2020/10/13، تاريخ السريان 2020/10/20.

(8) صادرة عن هيئة سوق رأس المال بتاريخ 2010/3/10.

– ماهي الإجراءات اللازمة لإدراج الشركات المساهمة العامة أوراقها في بورصة فلسطين؟

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إزالة الغموض حول التنظيم القانوني لسوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين"، من خلال الإجابة على الأسئلة المثارة في الإشكالية، وبيان طبيعة بورصة فلسطين وشخصيتها القانونية والمرافق التابعة لها باعتبارها المكان المخصص لإدراج الشركات المساهمة العامة في فلسطين، وبيان مدى ملائمة شروط وإجراءات الإدراج ومدى الحاجة لتعديل بعض الأحكام النازمة لها.

منهجية الدراسة

إن هذه الدراسة تتبنى المنهج الوصفي التحليلي كمنهج متبع في جميع محاور الدراسة، فتسعى إلى بيان ووصف سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" وطبيعته القانونية، وبيان المقصود بإدراج الشركات المساهمة العامة فيه وإلزاميته، وتحليل الأحكام النازمة لشروط وإجراءات الإدراج به، فتعمل هذه الدراسة على وصف وتحليل الأحكام النازمة لموضوعها في التشريعات الفلسطينية المحددة في نطاق البحث.

الدراسات السابقة

إن الدراسات القانونية السابقة التي اهتمت بالبحث في سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" تعد قليلة نسبياً، ومن خلال البحث تبين وجود بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة وأبرزها:

دراسة محمد أحمد محمود عمارنة بعنوان: "رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة العامة"، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى 2014، القاهرة. وهي رسالة دكتوراة مقدمة لجامعة القاهرة. وتعالج الجانب الرقابي لهيئة سوق رأس المال على شركات المساهمة العامة ومنها مسألة إدراجها وتداول أوراقها في سوق الأوراق المالية، وهذه الدراسة تركز على التشريعات المصرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية والرقابة عليها، بالإضافة إلى الرقابة على أسواق الأوراق المالية في كل من فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية وفلسطين.

دراسة عفراء عيسى موسى مناصرة بعنوان: "التنظيم القانوني لإدراج وتداول أسهم الشركات المساهمة العامة في فلسطين"، رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس 2019. وتركز على مسألتين وهما الإدراج والتداول لأسهم الشركات المساهمة العامة في فلسطين، وهي من الدراسات المتخصصة المتعلقة بموضوع دراستنا، وتناولت ماهية الإدراج والتداول، وشروط الإدراج، والجوانب العملية للتداول والآثار المترتبة على الإدراج والتداول، وبيّنت دور كل من المركز ومؤسسات الوساطة المالية.

دراسة أيك رياض فياض صبيحات بعنوان: "هيئة سوق رأس المال ودورها الرقابي على سوق الأوراق المالية في فلسطين"، رسالة ماجستير، الجامعة العربية الأمريكية، جنين 2014. واهتمت بموضوع الرقابة على سوق فلسطين للأوراق المالية من قبل هيئة سوق رأس المال، وركزت على هيكلية هيئة سوق رأس المال والإدارات التابعة لها، وترخيص الأسواق المالية ومراكز الإيداع والتحويل، ومظاهر رقابة هيئة سوق رأس المال السابقة واللاحقة لتأسيس أسواق الأوراق المالية في فلسطين.

دراسة ريم مازن مطلق دنديس بعنوان: "النظام القانوني لإدراج شركات المساهمة العامة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة القدس، القدس، 2011. وتناولت مفهوم أسواق الأوراق المالية وأنواعها، والأوراق المالية وأنواعها وشروط وإجراءات إدراجها، والآثار القانونية المترتبة على الإدراج.

وما تتميز به دراستنا عن الدراسات السابقة تركيزها على الشخصية القانونية لسوق فلسطين للأوراق المالية، ومدى الحاجة إلى إلزام الشركات المساهمة العامة بإدراج أسهمها في سوق فلسطين للأوراق المالية في الواقع العملي، وتركيزها على الإجراءات التمهيديّة للإدراج، وأهمها نشرة الإصدار، بالإضافة على التركيز على ضرورة فصل المركز عن بورصة فلسطين.

المبحث الأول: الطبيعة القانونية لسوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" (1) ومفهوم الإدراج فيها

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، يتناول المطلب الأول ماهية سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" ومراقبتها، ويتناول المطلب الثاني ماهية الإدراج فيها ومدى إلزاميته.

المطلب الأول: ماهية بورصة فلسطين ومراقبتها التابعة لها

تم تقسيم هذا المطلب إلى فرعين يتناول الفرع الأول تعريف بورصة فلسطين وطبيعتها القانونية، ويتناول الفرع الثاني مركز الإيداع والتحويل كأحد مرافق السوق.

الفرع الأول: تعريف بورصة فلسطين وطبيعتها القانونية.

يجري في أسواق الأوراق المالية تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل⁽²⁾ (الأزهرى، 2006، صفحة 25)، وتطرح فيها من خلال مؤسسات مالية (الناقعة، 2001، صفحة 13)، وأسواق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق المالية تخضع لإشراف هيئة سوق رأس المال، باستثناء قطاع البنوك فيخضع لإشراف سلطة النقد (البنك المركزي) ويتم فيه تداول الأصول والالتزامات قصيرة الأجل (توكل، 2013، صفحة 40)⁽³⁾.

(1) سيتم استعمال مصطلح بورصة فلسطين للدلالة على سوق فلسطين للأوراق المالية فيما يلي من محاور هذه الدراسة.

(2) تنقسم الأوراق المالية إلى ثلاثة أقسام، قصيرة الأجل وتكون مدتها أقل من 5 سنوات ويتم تداولها في سوق النقد، ومتوسطة الأجل ومدتها بين 5 و10 سنوات، وطويلة الأجل ومدتها أكثر من 10 سنوات، وكلاهما يتم تداولهما في سوق رأس المال (توكل، 2013، صفحة 41).

(3) يتألف سوق النقد من البنك المركزي والبنوك التجارية، والبنك المركزي يشرف على البنوك التجارية، ويقوم بإصدار العملة النقدية وأذون الخزانة (عمارنة، 2014، الصفحات 20-21).

وأنشئت هيئة سوق رأس المال الفلسطينية⁽¹⁾ بموجب قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة (2004)، ونصت المادة (3)⁽²⁾ منه على إخضاع أربع جهات للهيئة وهي شركات التأمين وشركات التأجير التمويلي وشركات تمويل الرهن العقاري، وسوق الأوراق المالية⁽³⁾، فالهيئة هي الأداة الرقابية للدولة على المؤسسات المالية غير المصرفية وتتمتع بشخصية معنوية مستقلة إدارياً ومالياً، ويديرها مجموعة من الأشخاص من ذوي الخبرة والاختصاص وفقاً لأحكام القانون الناظم لها (عمارنة، 2014، صفحة 222).

وهناك نوعين من أسواق الأوراق المالية "البورصة"، وهي بورصات السلع والبضائع وهي البورصات التي يتم التعامل فيها على الحاصلات مثل القطن أو الصوف، وبورصات الأوراق المالية والتي يتم التعامل فيها على الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى (موسى، 2010، صفحة 89) وما يهمننا في هذا البحث هو بورصات الأوراق المالية.

وتطلق كلمة البورصة على السوق الذي يجتمع فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية وفقاً لقواعد محددة، من خلال سمسارة الأوراق المالية المرخصين لدى البورصة (شركات الوساطة المالية)، وهم حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين، وتجرى المعاملات في البورصة من خلالهم (علم الدين، 2016، صفحة 524). وحديثاً أطلق مصطلح البورصة على أي استعمال دوري أو منظم لوسائل الاتصال الحديثة المرتبطة بشبكة الانترنت لتداول الأوراق المالية⁽⁴⁾ (الجندي، 2011، صفحة 148).

ويمكن تعريف "بورصة فلسطين" بأنها المكان المخصص لإدراج وتداول الأوراق المالية⁽⁵⁾ بما فيها أسهم الشركات المساهمة العامة، وهي سوق الأوراق المالية⁽⁶⁾ الوحيدة في فلسطين وتخضع لإشراف ورقابة الهيئة.

أما بخصوص الطبيعة القانونية لبورصة فلسطين، فقد تم إنشاء بورصة فلسطين سنة 1995 كشركة مساهمة خصوصية بموجب اتفاقية تشغيل مع وزارة المالية، وفي سنة 2010 تم تحويلها لشركة مساهمة عامة وطرح 50% من أسهمها للاكتتاب العام (عليلي، 2018) (مناصرة، 2019، صفحة 16)، وتمت أول جلسة تداول فيها بتاريخ 18/2/1997م (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 8/2008، صفحة 1). وهي إحدى الشركات المدرج أسهمها في البورصة (GSC، 2025)، ويرى الباحثان بأن ذلك يؤثر سلباً على متطلبات الحوكمة السليمة لأسواق الأوراق المالية.

أما على صعيد التنظيم التشريعي لبورصة فلسطين فقانون الأوراق المالية الفلسطيني⁽⁷⁾ نص على تأسيس سوق أو أكثر للأوراق المالية متمتعاً بشخصية اعتبارية مستقلة إدارياً ومالياً، وحصر إدراج وتداول الأوراق المالية في هذه الأسواق، على أن تولى إدارته لمجلس إدارة ومدير تنفيذي وفقاً لهيكلية تقرها الهيئة⁽⁸⁾.

ويُفهم من نص المادة (7) من قانون الأوراق المالية أن المشرع تبنى إنشاء مؤسسة تشرف على إدراج وتداول الأوراق المالية، وتشرف على الشركات المدرجة فيه (المادة 1/7 من قانون الأوراق المالية الفلسطيني)، ولم يتبين بأن تكون هذه المؤسسة شركة مساهمة عامة كما هو عليه الحال في بورصة فلسطين. وإذا كان القصد من التشريع بأن يكون السوق شركة مساهمة عامة كما هو معمول به في أمريكا والإمارات والأردن التي تؤسس فيها أسواق الأوراق المالية من شركات مساهمة عامة (عمارنة، 2014، صفحة 207)، فيرى الباحثان بأنه لا بد من تعديل نص المادة (5) من قانون الأوراق المالية لينص على ذلك صراحةً.

(1) سيتم استعمال مصطلح الهيئة للدلالة على هيئة سوق رأي المال الفلسطينية في هذه الدراسة.

(2) المادة (3) من قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة (2004) تنص على أنه: "تهدف الهيئة إلى تهيئة المناخ الملائم لتحقيق استقرار ونمو رأس المال، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال في فلسطين، وحماية حقوق المستثمرين، وعليها في سبيل تحقيق هذه الأهداف القيام بما يلي وفقاً لأحكام القانون: 1. الإشراف على: أ. سوق الأوراق المالية بما يكفل سلامة التعامل. ب. شركات التأمين. ج. شركات التأجير التمويلي. د. شركات تمويل الرهن العقاري. 2. التنظيم والرقابة والإشراف على نشاطات المؤسسات المالية غير المصرفية بما فيها تداول الأوراق المالية والخدمات المالية غير المصرفية. 3. تنظيم الإفصاح عن أية بيانات أو معلومات تخص القطاع المالي غير المصرفي. 4. مراقبة تطور المؤسسات المالية غير المصرفية بما يضمن سلامة عملها." (3) وصنفت بعض الدراسات أسواق الأموال إلى ثلاثة أسواق، وهي سوق رأس المال وسوق النقد وسوق الأوراق المالية (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2008، صفحة 3)، ونرى بأن التصنيف إلى سوق النقد وسوق رأس المال أدق، فسوق الأوراق المالية يخضع لإشراف هيئة سوق رأس المال.

(4) والأوراق المالية التي يتعامل بها في البورصة تنقسم إلى نوعين أسهم وسندات قرض، والأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتكون قابلة للتداول، وتخول مالكها الحق بالحصول على نسبة من الأرباح ونصيب من موجودات الشركة عند تصفيتها (دنديس، 2011، صفحة 13) (رضوان، 2004، صفحة 302)، بالإضافة لباقي الحقوق التي تنص عليها التشريعات السارية المفعول، أما سندات القرض فهي صكوك متساوية القيمة تمثل قرضاً طويل الأجل وتتم من خلال الاكتتاب العام، وتكون قابلة للتداول، ويعتبر حاملها دائناً للشركة وذلك على عكس حامل السهم الذي يعتبر شريكاً في الشركة (طه، 2018، صفحة 256)، فالمستثمر صاحب سند القرض يحصل على عائد يتحقق من الفوائد المتفق عليها مقابل إقراض أمواله، مع حقه في استرداد أصل المبلغ عند انتهاء الأجل (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2009، صفحة 4)، ويضاف لها وثائق الاستثمار وهي عبارة عن صكوك يصدرها صندوق الاستثمار وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ويقوم الصندوق بتسليمها مقابل الأموال التي يسلمها المستثمرون للصندوق لاستثمار أموالهم في الأوراق المالية (عمارنة، 2014، صفحة 58).

- على الرغم من استعمال مصطلح الصكوك في التشريعات النازمة لسوق الأوراق المالية إلا أن الأوراق المالية في الوقت الحاضر عبارة عن قيود إلكترونية في سجلات مراكز الإيداع والتحويل وأصبحت تتخذ صفة الأموال الرمزية أو المعنوية (الجندي، 2011، صفحة 149).

(5) حدد قانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم (12) لسنة (2004) في المادة (2/3) منه الأوراق المالية التي يتم إدراجها وتداولها في بورصة فلسطين وهي الأسهم والسندات، ووثائق الاستثمار أو الوحدات الاستثمارية وفقاً لتسمية النص الوارد في القانون، والأسهم والسندات القابلة للتحويل، بالإضافة إلى عقود خيار البيع وعقود خيار الشراء والعقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية، وتبقى الأسهم والسندات هي الأوراق الرئيسية التي يتم التعامل فيها في بورصة فلسطين انظر: (دنديس، 2011، صفحة 29 وما بعدها).

(6) نص نظام الإدراج المعدل لسنة 2016 في المادة (1) على أن: "الأوراق المالية: الأسهم وسندات القرض التي تصدرها السلطة أو المؤسسات الحكومية أو البلديات أو الشركات المساهمة العامة وأية أوراق مالية أخرى قابلة للتداول وفق أحكام القانون".

(7) سيتم الإشارة لقانون الأوراق المالية الفلسطيني رقم (12) لسنة (2004) بقانون الأوراق المالية.

(8) تشرف الهيئة على السوق وتراقب عليه وتمارس التفتيش والتدقيق على سجلاته (المادة (5) من قانون الأوراق المالية).

وتخضع بورصة فلسطين لرقابة الهيئة الأولية واللاحقة من خلال الإدارة العامة للأوراق المالية في الهيئة، والرقابة الأولية تكون بالإشراف على ترخيص السوق والمركز وشركات الأوراق المالية وإصدار الأوراق المالية، أما الرقابة اللاحقة تكون بالإشراف على سير العمل في السوق وفرض الجزاءات اللازمة (مناصرة، 2019، صفحة 21).

الفرع الثاني: تبعية مركز الإيداع والتحويل لبورصة فلسطين

يعد المركز من أهم مرافق بورصة فلسطين، وقانون الأوراق المالية نص في المادة (1) منه على أن المقصود في المركز هو مركز الإيداع والتحويل والتسوية⁽¹⁾، وفي المادة (16) منه أضعف المركز لرقابة الهيئة، فأعطى الهيئة حق الرقابة والإشراف على أعضاء المركز لتنظيم عمل المركز وتحسين أدائه، والمادة (17) منه أعطت الهيئة الحق في التحقق من الالتزام بشروط ملكية الأوراق المالية والقيود المفروضة عليها بموجب التشريعات السارية.

وأصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بإعادة هيكلة بورصة فلسطين سنة 2010م، وألزم البورصة بتأسيس شركة تحمل اسم شركة المقاصة والإيداع الوطنية، وتتولى هذه الشركة الصلاحيات والمهام المنوطة بالمركز (صبيحات، 2014، صفحة 98)، ولكن هذا القرار لم يتم تطبيقه ولم يتم إنشاء الشركة المذكورة، وبالتالي بقي المركز دائرة من دوائر البورصة دون تمتعه بالشخصية الاعتبارية المستقلة (مناصرة، 2019، صفحة 19).

ونص نظام الإدراج المعدل لسنة 2016⁽²⁾، في المادة (2/30) منه على اعتبار المركز دائرة في بورصة فلسطين، وأنه الجهة المخولة بإدارة سجلات مالكي الأوراق المالية المدرجة لدى البورصة وحفظها، وتحويل ملكيتها وتسوية ثمنها بين الأعضاء في البورصة⁽³⁾.

فالمركز هو المكان الذي تحفظ فيه الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في البورصة، ويعتبر المستودع الحافظ لها⁽⁴⁾، ويعمل على توفير بيئة آمنة وسهلة لعمليات تقاض وتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية المسجلة فيه (عمارنة، 2014، صفحة 218). وبُرد عدم تنفيذ قرار الفصل بينهما بأن شركة المقاصة الوطنية التي تم الإقرار بتأسيسها لا يمكنها ممارسة نشاطها لعدم توفر إيرادات تشغيلية كافية لنفقاتها، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن أعمال البورصة والمركز يرتبطان ارتباطاً وثيقاً فلا يمكن الفصل بينهما في الواقع العملي (ثمينات، 2025).

وعلى الرغم من تبريرات عدم الفصل بينهما، إلا أن الفصل بينهما يعتبر من ضرورات الحوكمة التي تقود إلى تعزيز الشفافية والنزاهة في عمل بورصة فلسطين، وهذا ما تبنته الدول المجاورة، ففي الأردن على سبيل المثال فإن المركز مؤسسة ذات نفع عام لها شخصيتها الاعتبارية ولا تهدف إلى تحقيق الربح. فقانون الأوراق المالية الأردني تبني إنشاء مركز إيداع للأوراق المالية، واعتبره مؤسسة ذات نفع عام، وليس من ضمن أهدافها تحقيق الربح، ويكون لهذه المؤسسة شخصية اعتبارية معنوية مستقلة إدارياً ومالياً، ولها الحق بالقيام بكافة التصرفات القانونية اللازمة بالاستناد إلى شخصيتها الاعتبارية، فلها حق تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة، والتصرف فيها لتحقيق أهداف المركز، ولها حق التقاضي وتوكيل من تشاء لتمثيلها في الإجراءات القضائية⁽⁵⁾.

وعلى ضوء ما سبق تتضح أهمية اتخاذ الإجراءات اللازمة لفصل المركز عن بورصة فلسطين، فالمركز هو المكان المخصص لتسجيل وحفظ الأوراق المالية، وهي الجهة الوحيدة المختصة بهذا الجانب، وبورصة فلسطين هي شركة مساهمة عامة، فحفظ المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة وأسهمها لدى البورصة يمكن البورصة كشركة مساهمة عامة من الإطلاع على بيانات الشركات المساهمة العامة الأخرى المدرجة فيها، مما قد يؤدي إلى استغلال البورصة لتلك البيانات والمعلومات خلال ممارستها لنشاطها كشركة مساهمة عامة.

ومن أسباب الفصل بينهما أن سوق الأوراق المالية ليس حصرياً لبورصة فلسطين، فمن الممكن تأسيس سوق أخرى للأوراق المالية، وبقاء المركز دائرة في بورصة فلسطين سيضطر أي سوق أوراق مالية يتم تأسيسه لاحقاً في فلسطين للتعامل مع المركز بصفته دائرة تابعة لبورصة فلسطين، علماً أن بورصة فلسطين ستكون بمثابة سوق منافس لسوق الأوراق المالية الآخر المفترض إنشاؤه في فلسطين، فل هذه الأسباب يؤكد الباحثان على ضرورة الفصل بين البورصة والمركز.

المطلب الثاني: مفهوم الإدراج وأسواقه المالية.

تم تقسيم هذا المطلب إلى فرعين، يتناول الفرع الأول تعريف الإدراج ومدى إلزاميته في فلسطين، ويتناول الفرع الثاني أسواق الأوراق المالية التي يتم فيها الإدراج.

- (1) عرف قانون الأوراق المالية الفلسطيني التسوية في المادة الأولى على أنها: "العملية التي يتم بموجبها نقل عقد التداول ونقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط".
- (2) تستعمل الدراسة مصطلح نظام الإدراج في المحاور اللاحقة منها للدلالة على نظام الإدراج المعدل لسنة (2013) والمعدل لسنة (2016)، والمصادق عليه من مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية، ومجلس إدارة هيئة سوق رأس المال.
- (3) تنص المادة (2/30) من نظام الإدراج على أنه: "2. يعتبر المركز دائرة من دوائر البورصة، وهو الجهة المخولة بتسجيل وحفظ وإدارة سجلات مالكي الأوراق المالية المدرجة لدى البورصة، وتحويل ملكية هذه الأوراق، وتسوية أثمانها بين الأعضاء".
- (4) حددت المادة (14) من قانون الأوراق المالية صلاحيات مركز الإيداع والتحويل، وبالتحديد في نص هذه المادة المكونة من إحدى عشر بنداً يتضح بأنها تعطي المركز كافة الصلاحيات المتعلقة بحفظ الأوراق المالية التي يتم إدراجها وتداولها في البورصة.
- (5) المادة (74) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (18) لسنة (2017) تنص على أنه: "ينشأ في المملكة مركز يسمى (مركز إيداع الأوراق المالية) يعتبر مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف إلى تحقيق الربح ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري وله بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافه بما في ذلك إبرام العقود وله حق التقاضي وأن ينيب عنه في الإجراءات القضائية أي محام يوكله لهذه الغاية".

الفرع الأول: تعريف الإدراج والزاميته.

إن نظام الإدراج عرف الإدراج⁽¹⁾ على أنه تسجيل الأوراق المالية الصادرة عن الشركة المساهمة العامة في البورصة لتداولها ونقل ملكيتها من خلال المركز التابع للبورصة، وإجراء عمليات تسوية عقود البيع والشراء. وعليه يمكن تعريف الإدراج على أنه نقل الأوراق المالية التي تملكها الشركات إلى بورصة فلسطين، وإيداعها وحفظها لدى المركز وتسجيلها لديه، وهو يقوم بحفظ أي إجراءات تتم عليها من نقل ملكية وغيرها.

ورأس مال الشركة المساهمة العامة يقسم إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول (العكيلي، 1998، صفحة 192)، ولا يسمح القانون بتداولها إلا بعد إدراجها في البورصة (توكل، 2013، صفحة 75)، فتقوم الشركات بطرح أسهمها للاكتتاب من خلال المصارف التجارية بناءً على نشرة إصدار معتمدة من الجهات المختصة، وبعد انتهاء الاكتتاب يتم إدراج الأسهم في البورصة (مناصرة، 2019، صفحة 24)، وبورصة فلسطين أطلقت خدمة الاكتتاب الإلكتروني من خلال البنوك المعتمدة لترتيب الإجراءات المتعلقة بتنظيم شروط الاكتتاب وصلاحيات البنك ومدير الإصدار (بورصة فلسطين، 2025).

وبخصوص إلزامية الإدراج في البورصة، فإن بعض الدول تلزم جميع الشركات المساهمة العامة بإدراج أسهمها في البورصة، وبعضها الآخر جعله اختيارياً، ففي مصر على سبيل المثال، وبموجب قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) المعدل بالقانون رقم (123) لسنة (2008) لاسيما المادة (16) منه، فقد أصبح قيد الأوراق المالية في جداول البورصة في مصر اختيارياً بناءً على طلب الجهة التي أصدرتها، وترك القرار بالموافقة على قيد إدراج الورقة المالية أو شطبها لتقدير إدارة البورصة وفقاً للشروط والأحكام النازمة لها (توكل، 2013، صفحة 76)⁽²⁾.

وفي فلسطين نظم القرار بقانون رقم (42) لسنة (2021) بشأن الشركات الاكتتاب بأسهم الشركات المساهمة العامة (أنظر المادة 4/123)، وأخضعه للتشريعات النازمة للأوراق المالية وتعديلاتها، وألزم القرار بقانون المذكور في المادة (1/124) الشركات المساهمة العامة التي تم تأسيسها دون طرح أسهمها للاكتتاب العام بأن تقوم بعرض أسهمها للاكتتاب العام والإدراج في سوق الأوراق المالية وفقاً لأحكام التشريعات النافذة في فلسطين. وألزم قانون الأوراق المالية الفلسطيني في المادة (103) منه⁽³⁾ الشركات المساهمة العامة على تقديم طلب للإدراج في السوق، وألزم الشركات التي تم تأسيسها وإنشائها قبل صدور القانون بتقديم طلب للإدراج بالسوق خلال مدة ستة شهور كحد أقصى من تاريخ نفاذ القانون.

وأوجب قانون الأوراق المالية الفلسطيني في المادة (34) منه على بورصة فلسطين إدراج الأوراق المالية لديها في حال استيفاء الشركات المساهمة العامة لشروط الإدراج، وفي حال رغبة الشركات في إدراج أوراقها المالية في سوق أوراق مالية خارج فلسطين أوجب عليها أخذ الموافقة المسبقة من الهيئة. وأوجب عليها الالتزام بنظام الإفصاح المصدق من الهيئة (مناصرة، 2019، صفحة 25)، فالالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية هو التزام يقع على عاتق الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وخاصة في المسائل المتعلقة بأهدافها وهيكلها (علم الدين، 2016، صفحة 7). (عثمان، 2017، صفحة 218).

وخوّل قانون الأوراق المالية الهيئة في المادة (11/و)⁽⁴⁾ بإصدار الأنظمة والتعليمات والأحكام التي تنظم عمل الجهات الخاضعة لرقابتها وإشرافها ومنها بورصة فلسطين، وقامت الهيئة بإصدار تعليمات رقم (1) لسنة (2022) بتعديل التعليمات رقم (2) لسنة (2008) بشأن الإفصاح، وأوجبت في المادة (2) منها على الشركات المدرجة في البورصة بالالتزام بالإفصاح عن تقاريرها المالية السنوية والنصفية والربع سنوية في المواعيد المحدد في قواعد الإفصاح الصادرة عن بورصة فلسطين والمعتمدة من الهيئة، ويرى الباحثان بأن هذا الأمر يعد أحد أشكال الحوكمة التي تبناها المشرع الفلسطيني في إطار ضبط عمل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

وأصدرت الهيئة التعليمات رقم (4) لسنة (2008) بشأن إلزام الشركات العامة على الإدراج⁽⁵⁾، وألزمت المادة (2)⁽⁶⁾ منها كافة الشركات المساهمة العامة في فلسطين بتقديم طلب الإدراج خلال مدة (60) يوم من تاريخ صدور التعليمات المذكورة، وفي حال عدم تمكن الشركة من تقديم طلب الإدراج مستوفياً للشروط المطلوبة للإدراج خلال المدة المذكورة، يجب على الشركة واستناداً لأحكام

(1) نص نظام الإدراج في المادة (1) على أن: "الإدراج: تسجيل الأوراق المالية الخاصة بالشركة في البورصة بهدف التداول وإجراء عمليات تسوية عقود البيع والشراء ونقل ملكيتها من خلال المركز".

(2) إن قانون الشركات رقم (159) لسنة (1981) وفي المادة (1/47) منه كان يلزم الشركات بإدراج أوراقها المالية في البورصة المصرية (الشعراوي، 2015، صفحة 158)، وأعطى الشركات الحق في قيد أوراقها المالية في أكثر من بورصة في آن واحد، وهذا ما كان يسمى بتعدد القيد (عمارنة، 2014، صفحة 307). فتتص المادة (1/47) من قانون الشركات رقم (159) لسنة (1981) على أنه: "يجب أن تقدم أسهم شركات المساهمة وسندات التي تصدر بطريق الاكتتاب العام خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب إلى جميع بورصات الأوراق المالية في مصر، لتقيد في جدول طبقاً للشروط والأوضاع المنصوص عليها في لوائح تلك البورصات".

(3) تنص المادة (103) من قانون الأوراق المالية على أنه: "1. يجب على كل من يملك أو يتصرف بنسبة 10% أو أكثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة من الأوراق المالية في شركة واحدة أن يبلغ السوق خلال ستين يوماً من تاريخ نفاذ هذا القانون. 2. يجب على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلباً للإدراج في السوق. 3. يجب على جميع الشركات المساهمة العامة القائمة أن تقدم طلباً لإدراجها في السوق وتصوب أوضاعها بما يتماشى وأحكام هذا القانون خلال ستة أشهر من تاريخ نفاذه".

(4) تنص المادة (11/و) من قانون الأوراق المالية الفلسطيني على أنه: "و. تعتبر الهيئة صاحبة الصلاحية الكاملة بموجب القانون في وضع الأنظمة والتعليمات والقواعد المتعلقة بأعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وإشرافها".

(5) سيتم الإشارة لتعليمات رقم (4) لسنة (2008) بشأن إلزام الشركات العامة على الإدراج بمصطلح تعليمات الإدراج. (6) تنص المادة (2) من تعليمات الإدراج على أنه: "يجب على كافة الشركات المساهمة العامة التي تمارس نشاطها بتاريخ صدور هذه التعليمات أن تتقدم إلى السوق بطلب لإدراجها خلال مدة ستين (60) يوماً من تاريخ صدور هذه التعليمات. 2- تقوم السوق بإرسال نسخة عن الطلب ومرفقاتها للهيئة على أن تكون مستوفية لشروط الإدراج المنصوص عليها في نظام الإدراج المعمول به لدى السوق".

المادة (3) من ذات التعليمات تقديم طلب للهيئة تلتزم فيه إكمالها مدة كافية لتصويب أوضاعها لتكون جاهزة لتقديم طلب الإدراج، وبكل الأحوال يجب ألا تزيد المدة الممنوحة للشركة عن سنة من تاريخ صدور هذه التعليمات (دنديس، 2011، صفحة 44).

من خلال ما تقدم يتضح للباحثين أن المشرع الفلسطيني تبنى إلزام الشركات المساهمة العامة بإدراج أسهمها في البورصة، وهذا الإلزام أكد عليه المشرع منذ بداية سن التشريعات المختلفة التي تنظم عمل سوق الأوراق المالية في فلسطين، وذلك ابتداءً من قانون الأوراق المالية لسنة (2004) ومروراً بتعليمات الإدراج لسنة (2008) وانتهاءً بالقرار بقانون بشأن الشركات لسنة (2021)، وكان ذلك الإلزام بنصوص أمرة لا مجال لتفسيرها أو تأويلها على غير ذلك.

ويرى الباحثان بوجوب إعادة النظر في إلزامية الإدراج لعدة أسباب، فالإلزام بالإدراج يحتم وضع إجراءات وعقوبات بحق الشركات غير الملتزمة به، وهذه المسألة لم تنظمها التشريعات الفلسطينية السارية هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن شروط الإدراج، وخاصة فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس مال الشركة المساهمة العامة المطلوب كشرط للإدراج، فهو أعلى بكثير من الحد الأدنى الذي اشترطه القرار بقانون بشأن الشركات لتأسيس الشركات المساهمة العامة، وهذا يؤدي إلى تأسيس شركات مساهمة عامة يكون رأس مالها أقل من الحد الأدنى المطلوب كشرط للإدراج، مما يعني استحالة إدراجها في البورصة ولا جدوى من النص على إلزامها بالإدراج.

ويرى الباحثان بوجوب إعادة النظر في إلزامية الإدراج، وترك الأمر اختياريًا للشركات التي تنطبق عليها شروط الإدراج؛ لأن عدم استيفاء بعض الشركات لشروط الإدراج قد لا يعود لتقصيرها؛ وإنما لاختلاف شروط تأسيس الشركة عن شروط الإدراج، وهذه المسألة ستضج أكثر عند تناول شروط الإدراج.

الفرع الثاني: أسواق الأوراق المالية للإدراج

هناك سوقين للأوراق المالية، السوق الأولية وتسمى سوق الإصدار أو الاكتتاب، والسوق الثانوية وتسمى سوق التداول، والسوق الأولية تطرح فيها الأوراق المالية للاكتتاب لأول مرة من خلال مؤسسة وسيطة، وهي المصارف التجارية، لحساب الشركة المصدرة لتلك الأوراق، وقد تقوم الجهة الوسيطة بشراء الأوراق المالية المصدرة لإعادة بيعها للجمهور (الجندي، 2011، صفحة 27) (توكل، 2013، صفحة 42)، والسوق الثانوية تدرج وتتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، وتسمى سوق التداول أو البورصة (دنديس، 2011) (توكل، 2013، صفحة 43).

ونظام الإدراج في المادة (1) منه عرف البورصة على أنها: "سوق فلسطين للأوراق المالية وهي سوق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة"، وعرف السوق الثانوية على أنها: "السوق التي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها"، والسوق الثانوية تضم سوقين، السوق الأولى والسوق الثانية، ولكل منهما شروط خاصة بها للإدراج.

وفي الواقع العملي هناك سوق وحيدة للأوراق المالية في فلسطين وهي "بورصة فلسطين"، ويوجد فيها سوقين سوق أولى وسوق ثانية، ولكل منها شروط خاصة للإدراج (ثمينات، 2025).

ونظم القرار بقانون بشأن الشركات الأحكام الموضوعية للسوق الأولية والمتعلقة بالاكتتاب في المادة (123) وما بعدها، ونظم كل من قانون الأوراق المالية وتعليمات إصدار الأوراق المالية رقم (5) لسنة (2008) أحكامها الإجرائية، وخاصة فيما يتعلق بنشرة الإصدار وتنظيم عملية الاكتتاب وتحديد دور الوسيط فيها⁽¹⁾ وهذه المسائل تتناولها الدراسة في المبحث الثاني.

المبحث الثاني: إجراءات وشروط الإدراج في بورصة فلسطين

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، يتناول المطلب الأول إجراءات الإدراج في بورصة فلسطين والآثار المترتبة على عدم الإدراج، ويتناول المطلب الثاني شروط الإدراج التي يجب مراعاتها عند الإدراج في البورصة.

المطلب الأول: إجراءات الإدراج في بورصة فلسطين

تم تقسيم هذا المطلب إلى فرعين، يتناول الفرع الأول الإجراءات التمهيدية للإدراج ومن أهمها نشرة الإصدار، ويتناول الفرع الثاني إجراءات الهيئة في حال عدم تقديم طلب الإدراج والآثار المترتبة على عدم تقديمه.

الفرع الأول: الإجراءات التمهيدية للإدراج في بورصة فلسطين "نشرة الإصدار".

قبل تقديم طلب الإدراج يتوجب على الشركة المساهمة العامة تشكيل فريق عمل تنفيذي من أصحاب الكفاءة من طواقم الشركة لترتيب كافة المسائل التي تتطلبها التشريعات النازمة لسوق الأوراق المالية، وتوقيع اتفاقية مع مؤسسة وسيطة لترتيب طرح الأسهم للاكتتاب، وتوقيع اتفاقية مع شركة تدقيق مرخصة من هيئة سوق رأس المال (بورصة فلسطين، 2011، الصفحات 43-44).

وعلى الشركة أن تعمل على تعديل بنود النظام الداخلي الذي يقيد نقل وتداول الأسهم، وإصدار قرار من خلال اجتماع هيئة عامة غير عادي لطرح الأسهم للاكتتاب العام، وأخذ موافقة مسجل الشركات على الطرح للاكتتاب، وموافقة بعض الجهات المختصة كموافقة سلطة النقد للمصارف، وموافقة الإدارة العامة للتأمين لشركات التأمين (مناصرة، 2019، الصفحات 27-28).

(1) يسمى الوسيط في السوق الأولى مدير الإصدار وهو حلقة الوصل بين الشركة المصدرة والمستثمرين، وبالعادة يقوم بشراء الأسهم من الشركة المصدرة على سعر متفق عليه، ليقوم ببيعها للمستثمرين بسعر أعلى، وفي هذه الحالة يتعهد بطرح الإصدار وضمان الاكتتاب به وتصريفه (الجندي، 2011، صفحة 27).

- ميز قانون الأوراق المالية في المادة (2) والمادة (24) بين نوعين من الوسطاء، وأطلق عليهم مصطلح متعهد التغطية ووكيل الإصدار، ومتعهد التغطية هو الشخص المرخص له بشراء الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب وإعادة بيعها، أما وكيل التغطية فهو الذي يقوم ببيع الأوراق المالية بالنيابة عن الشركة المصدرة.

وتنظم الشركة نشرة إصدار للاكتتاب، فأوجب القرار بقانون بشأن الشركات على الشركات المساهمة العامة في المادة (156)⁽¹⁾ مراعاة الأحكام الواردة في نشرة الإصدار والتشريعات ذات العلاقة عند تخصيص الأسهم المطروحة للاكتتاب العام، ويُفهم من نص المادة المذكورة بأن المشرع أعطى نشرة الإصدار ذات القوة الملزمة للنص التشريعي. ونشرة الإصدار يجب أن تتضمن تفاصيل وافية لكافة المعلومات المتعلقة بالشركة وأسهمها، وتوزع مجاناً على الجمهور ليتمكنوا من أخذ قرارهم بشراء أسهم الشركة المطروحة للاكتتاب وهم على بينة من أمرهم (سامي، 2014، صفحة 324).

وعرفت تعليمات إصدار الأوراق المالية لسنة (2008)⁽²⁾ بأنها نشرة مكتوبة تعرض من خلالها الشركة أسهمها للاكتتاب، وتُعتمد من الهيئة وتودع لديها، وتحتوي إفصاحاً وافياً عن المعلومات التي تعين المستثمر على اتخاذ قرار الاستثمار. وأوجب قانون الأوراق المالية الفلسطيني في المادة (23)⁽³⁾ تقديم نشرة إصدار للهيئة متضمنة كافة المعلومات والبيانات وفقاً للتعليمات الصادرة عن الهيئة، فلا يجيز القانون لأي شخص إصدار أوراق مالية أو طرحها للاكتتاب دون تقديم نشرة إصدار للهيئة.

ويتوجب على الشركة المصدرة أن تضمن نشرة الإصدار أي معلومات أو بيانات تعتبر مهمة وضرورية (سامي، 2014، صفحة 326)، وقانون الأوراق المالية في المادة (26)⁽⁴⁾ وتعليمات إصدار الأوراق المالية الصادرة عن الهيئة في المادتين (8) و(9) نظاماً المعلومات والبيانات الأساسية التي تتضمنها نشرة الإصدار ومن أهمها معلومات كافية حول شركة المساهمة العامة مصدرة الأسهم، وطبيعة عملها، ومجلس إدارة الشركة والمساهمين والمؤسسين للشركة، وشهادة تسجيل الشركة، وعقد تأسيسها ونظامها الداخلي، وبيانات حول الأوراق المصدرة وخاصة سعرها وعددها، ودخل الشركة في الثلاث سنوات الأخيرة أو دراسة جدوى للشركة الجديدة، وأي معلومات أخرى تطلبها الهيئة أو بورصة فلسطين.

وحددت المادة (25) من قانون الأوراق المالية، والمادة (7) من تعليمات إصدار الأوراق المالية المخولين بتقديم الطلبات والتوقيع عليها، وهم إما المصدر أو متعهد التغطية أو وكيل الإصدار، كما أوجبت المادة (3/4) و(4/4) من التعليمات المذكورة أن يتم توقيع نشرة الإصدار من مستشار مالي مرخص من الهيئة ومستشار قانوني لديه الخبرة والكفاءة في مجال الأوراق المالية.

واستناداً للمادة (10) من تعليمات إصدار الأوراق، والمادة (28) من قانون الأوراق المالية تدقق الهيئة النشرة وتصدر قراراً إما بقبولها أو رفضها أو التعديل عليها، ويجب أن يصدر القرار خلال مدة (30) يوم من تاريخ تقديم الطلب، وفي حال رفض الطلب يجب أن يكون قرار الهيئة مسبباً، ومن حق مقدم الطلب التظلم من قرار الرفض لمجلس إدارة الهيئة خلال مدة (15) يوم من تاريخ رفض الطلب.

وفي حال الموافقة على طلب نشرة الإصدار واستناداً للمادة (12) و(13) من تعليمات إصدار الأوراق تصبح نشرة الإصدار نافذة لمدة (45) يوماً من تاريخ الموافقة عليها، ويجب على مدير الإصدار البدء بعملية طرح الأوراق المالية للاكتتاب خلال مدة نفاذها وإلا تعتبر نشرة الإصدار لاغية ويستوجب تقديمها مرة أخرى للهيئة. وفي حال وجود أي تغييرات أو تعديلات على نشرة الإصدار المعتمدة من الهيئة يجب تبليغها بها وإلا من حق الهيئة اتخاذ الإجراءات وفرض العقوبات التي تراها مناسبة وفقاً لنظام العقوبات والغرامات الصادر عنها.

ومن خلال ما تقدم يتضح أن نشرة الإصدار هي حجر الزاوية في عملية الاكتتاب الأولي وهي أول وأهم الخطوات الممهدة لإجراءات الإدراج في بورصة فلسطين.

الفرع الثاني: الآثار المترتبة على عدم القيام بإجراءات الإدراج

أوجبت تعليمات إلزام الإدراج رقم (4) لسنة (2008) على الهيئة وبالتنسيق مع البورصة ومسجل الشركات متابعة إدراج الشركات في البورصة⁽⁵⁾، وفي حال عدم جدية الشركة في البدء بإجراءات الإدراج يكون هناك خياران أمام الهيئة، إما الدعوة لاجتماع هيئة عامة غير عادي للشركة التي لم تلتزم بالبدء بإجراءات الإدراج للتصويت على قرار إدراجها في سوق الأوراق المالية، أو أن يتم اتخاذ الإجراءات القانونية بحق الشركة.

وبخصوص الخيار الأول وهو الدعوة لاجتماع هيئة عامة غير عادي، فقد خولت التعليمات المذكورة في المادة (6) الهيئة بالدعوة لاجتماع هيئة عامة غير عادي لمساهمي الشركة بالتنسيق مع مسجل الشركات على نفقة الشركة، ويخصص لمناقشة موضوع الإدراج

(1) تنص المادة (1/156) من القرار بقانون بشأن الشركات رقم (42) لسنة (2021) على أنه: " يجب على الشركة المساهمة العامة أن تقوم بتخصيص الأسهم المطروحة للاكتتاب العام خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إغلاق باب الاكتتاب، مع مراعاة الأحكام الواردة في نشرة الإصدار والتشريعات ذات العلاقة".

(2) تنص المادة (1) من التعليمات رقم (5) لسنة (2008) بشأن إصدار الأوراق المالية على أن: " نشرة الإصدار: نشرة خطية تعتمدها الهيئة يعرض من خلالها المصدر أوراقاً مالية للاكتتاب وتودع النشرة لدى الهيئة وتحتوي إفصاحاً كاملاً عن المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار".

(3) تنص المادة (23) من قانون الأوراق المالية على أنه: " لا يجوز لأي شخص إصدار أوراق مالية أو طرحها أو توجيه دعوات لمستثمرين للاكتتاب بها، إلا إذا تقدم بنشرة إصدار إلى الهيئة مرفق بها جميع المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري. 2. تصدر الهيئة تعليمات تحدد فيها المعلومات والبيانات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار وإرفاقها بها".

(4) تنص المادة (26) من قانون الأوراق المالية على أنه: " 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 تطلبها 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 حجيته للتوقيع الخطي".

(5) إن تعليمات إلزام الإدراج رقم (4) لسنة (2008) خولت في المادة (5) الهيئة باتخاذ إجراءات بحق الشركة التي لم تلتزم بالإدراج بسبب تقصيرها أو عدم رغبة مجلس إدارتها في الإدراج خلال المدة المحددة.

الإلزامي وتحديد آليته، (مناصرة، 2019، صفحة 26). ولكن في الواقع العملي فإن بورصة فلسطين هي من تتابع وتتواصل مع الشركات المساهمة العامة لحثها على إدراج أسهمها في بورصة فلسطين (ثمينات، 2025)، ويرى الباحثان بأن هذا التواصل يأخذ الطابع الودي رغبة من إدارة بورصة فلسطين بتنمية سوق الأوراق المالية فيها.

أما الخيار الثاني وهو حق الهيئة بفرض الغرامات أو اتخاذ الإجراءات الذي تراها مناسبة وفقاً لنظام العقوبات والغرامات الصادر عنها، وهذا الخيار نصت عليه المادة (7) من تعليمات إلزام الإدراج، والمادة (98) من قانون الأوراق المالية، وقد أعطيت الهيئة صفة الضابطة القضائية، وأعطيت الحق في إجراء التحقيقات في المخالفات المرتكبة من الشركات.

ونص قانون الأوراق المالية على العديد من العقوبات التي يمكن للهيئة فرضها على الشركات المخالفة لأحكام القانون والتعليمات الصادرة بمقتضاه، وقد تصل هذه المخالفات كحد أقصى إلى مئة ألف دينار أردني، أو الحبس مدة لا تزيد عن سنة وفقاً لما نصت عليه المادة (100) من قانون الأوراق المالية، بالإضافة للعقوبات التي جاء بها نظام العقوبات والغرامات على المتعاملين في قطاع الأوراق المالية الصادر بموجب قرار مجلس الوزراء رقم (12) لسنة (2008) م. وعند التدقيق في نصوص الأحكام الواردة في التشريعات المذكورة فإنه يُفهم من طبيعة صياغاتها بأنها وضعت لضبط عمل الشركات التي يتم تداول أسهمها في بورصة فلسطين، ولا يوجد نصوص خاصة تنظم العقوبات في حال عدم الالتزام بالإدراج أصلاً، وعليه لا بد من إقرار تشريعات تنظم العقوبات المترتبة على عدم الالتزام بالإدراج، أو الذهاب لخيار إلغاء الإلزامية الإدراج.

ويتطلب تبني إلزام الشركات بالإدراج في بورصة فلسطين توفير مناخ آمن وجاذب للاستثمار، وبعد الاحتلال من أبرز المعوقات التي تعترض توفير البيئة الاستثمارية الآمنة، فعلى سبيل المثال فإن التداول خلال العام (2024) ونظراً للظروف الاستثنائية التي تعيشها فلسطين فقد انخفض ليصل إلى (164) مليون دولار خلال السنة المالية، وبمعدل يومي (672) ألف دولار يومي، بينما سنة (2022) كان حجم التداول (472) مليون دولار خلال السنة المالية، وبمعدل يومي مليون و(900) ألف دولار (ثمينات، 2025).

ويبلغ عدد الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين (48) شركة (هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2025) وهذا يعد قليلاً نسبياً، وخلال العام 2024 تم تسجيل شركات مساهمة خصوصية بنسبة 53.3%، وشركات ذات مسؤولية محدودة بنسبة 24.1% وشركات عادية عامة بنسبة 21.1% من إجمالي أعداد الشركات الجديدة المسجلة في فلسطين (وزارة الاقتصاد الوطني، 2025)، وهذا يؤشر على عدم إنشاء شركات مساهمة عامة جديدة في فلسطين، فالكثير من الشركات التي تم تأسيسها حديثاً فيها هي شركات ناشئة وأغلبها يعمل في قطاع تكنولوجيا المعلومات، فوفقاً لإحصائية حديثة للبنك الدولي فإن هناك (241) شركة ناشئة مبنية على تكنولوجيا المعلومات والاتصالات (مرار وآخرون، 2022، صفحة 72).

وتسعى بورصة فلسطين لعقد اتفاقيات ثنائية لتعزيز حجم سوقها وقدراته وكان آخرها الاتفاقية الموقعة بين بورصة فلسطين ومجموعة تداول السعودية وهي سوق الأوراق المالية الرئيس في السعودية (بورصة فلسطين، 2025).

وأخيراً فإن للإدراج آثاراً إيجابية تتمثل في الحصول على التمويل اللازم دون الاعتماد على الاقتراض، وتسهيل عملية انتقال ملكية الأسهم بين الشركاء أنفسهم أو للغير، فإدراج الشركة في البورصة يوجب الإيداع المركزي لأسهمها مما يسهل الحصول على بياناتها، ويسهل على المستثمر المساهم معاملاته وخاصة فيما يتعلق ببيع وشراء الأسهم، وإن عرض أسهم الشركة للتداول يجذب مستثمرين جدد لها. (بورصة فلسطين، 2011، الصفحات 28-32) (عمارنة، 2014، صفحة 310).

المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة فلسطين

يتوجب على الشركات الراغبة في الانضمام لبورصة فلسطين تقديم طلب لإدراجها، ليتسنى دراسته والتحقق من توفر شروط الإدراج المطلوبة فيه، وهذا ما نصت عليه المادة (22) من نظام الإدراج والتي أوجبت على بورصة فلسطين إعداد نماذج لطلبات الإدراج، تتضمن المعلومات التي يتوجب على الشركات الفلسطينية والأجنبية تعبئتها في الطلب وإرفاق الوثائق المطلوبة، وقد نشرت بورصة فلسطين نموذج للإدراج على موقعها الإلكتروني يتضمن المعلومات الرئيسة المتعلقة بالشركة (بورصة فلسطين، 2025).

ومن أهم الوثائق المرفقة مع الطلب نشرة الإصدار الموافق عليها من الهيئة، وهذا المرفق نصت عليه المادة (2/22) من نظام الإدراج، وحملت الشركة المسؤولية الكاملة عن صحة المعلومات الواردة فيه، وأكدت المادة (3/22) على أن أي معلومة غير صحيحة واردة في الطلب يتحمل مسؤوليتها المفوضون بالتوقيع وجميع أعضاء مجلس الإدارة والمدراء البارزون في الشركة إلا إذا أثبتوا عدم علمهم بهذه المعلومات ولم يكن باستطاعتهم العلم بها، وبينت المادة (23) من نظام الإدراج المرفقات المطلوبة بالتفصيل وأكدت على إرفاق نشرة الإصدار بالإضافة للمرفقات الأخرى ومن أهمها النظام الداخلي للشركة وعقد تأسيسها وشهادة تسجيلها⁽¹⁾.

وتم تقسيم هذا المطلب إلى فرعين، يتناول الفرع الأول شروط الإدراج في السوق الثانوية، وأما الفرع الثاني يتناول شروط الإدراج في الحالات الخاصة وهي الشركات الوطنية التي تحولت لشركات مساهمة عامة والشركات الأجنبية.

الفرع الأول: شروط الإدراج في السوق الثانوية لبورصة فلسطين

ميز نظام الإدراج بين الشروط الواجب توافرها في الشركات للإدراج في كل من السوقين الأولى والثانية التابعين للسوق الثانوية (دنديس، 2011، صفحة 35)⁽²⁾، فنظمت المادة (7) من نظام الإدراج الشروط الواجب توافرها في الشركات للإدراج في السوق

(1) فصلت المادة (23) من نظام الإدراج الوثائق التي يجب إرفاقها مع طلب الإدراج المقدم لبورصة فلسطين، ويتم التأكد من هذه الوثائق وفقاً للبنود الواردة في المادة المذكورة، وفي حال وجود نقص في المرفقات يتم الطلب من الشركة استكمال الوثائق المطلوبة، ويتم تقديم الطلب من خلال المفوض بالتوقيع عنها، من خلال الحضور إلى مقر بورصة فلسطين، أو بالإمكان إرسال الطلب بالبريد العادي أو من خلال ممثل عن الشركة أو بالبريد الإلكتروني على أن يكون موقعاً من المفوض بالتوقيع عن الشركة مقدمة طلب الإدراج حسب الأصول (ثمينات، 2025).

(2) أنظر المادة (7) و(8) من نظام الإدراج.

الأولى، ومن أهمها أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به لا يقل عن خمسة ملايين دينار أردني أو ما يعادله مدفوع بالكامل أو مستحق الدفع، وأن يكون عدد المساهمين في الشركة لا يقل عن مئة وخمسين مساهم، وعدد الأسهم لا يقل عن مئة ألف سهم. ونظمت المادة (8) من نظام الإدراج شروط الإدراج في السوق الثانية، وتتلخص بألا يكون رأس مال الشركة أقل من خمسمائة ألف دينار أردني مدفوعاً بالكامل أو مستحق الدفع على المساهمين، وألا تقل حقوق المساهمين الصافية عن 50% من رأس مال الشركة.

ومن خلال التدقيق في شروط الإدراج سواء في السوق الأولى أو الثانية هناك عدة ملاحظات للباحثين، وهي أن النظام اشترط ألا يقل رأس مال الشركة عن خمسة ملايين دينار أردني للإدراج في السوق الأولى، وألا يقل عن خمسمائة ألف دينار أردني للإدراج في السوق الثانية، وألا يقل عدد المساهمين عن مئة وخمسين للإدراج في السوق الأولى، وعند العودة لنصوص القرار بقانون بشأن الشركات يتضح أنه اشترط ألا يقل رأس مال الشركة المساهمة العامة عن عشرون ألف دولار أمريكي فقط عند التأسيس، وكذلك نص في المادة (1/123) ألا يقل عدد المساهمين عن اثنين كحد أدنى فقط، مما يعني أن ليست كل الشركات المساهمة العامة التي تؤسس بموجب أحكام القرار بقانون تنطبق عليها شروط الإدراج في بورصة فلسطين، ويتوجب عليها أن ترفع من رأس مالها وعدد المساهمين فيها لتلبي المتطلبات القانونية للإدراج.

وعلى ضوء ما سبق نلاحظ بأن شروط الإدراج وخاصة المتعلقة بالحد الأدنى لرأس مال الشركة كشرط لإدراجها تشكل عائقاً حقيقياً لمبدأ إلزامية الشركات المساهمة العامة بإدراج أسهمها في بورصة فلسطين، فمن جهة فإن الشركات المساهمة العامة في فلسطين ملزمة جميعها بالإدراج في بورصة فلسطين، ومن جهة أخرى فإن رأس مال بعض الشركات قد يقل عن الحد الأدنى لرأس مال الشركة المشروط للإدراج، وهذه المسألة تعزز الرأي الذي يتجه إلى تبني عدم إلزامية الإدراج.

وهناك بعض الحالات الاستثنائية للإدراج نص عليها نظام الإدراج، ومنها ما جاءت به المادة (3/4) بقبول الإدراج في السوق الأولى في حال تخلف أحد الشروط المنصوص عليها في نظام الإدراج بشرط موافقة الهيئة وألا يقل رأس مال الشركة عن عشرة ملايين دولار، وأن تتعهد الشركة بتصويب أوضاعها خلال مدة 12 شهر من تاريخ إدراجها. وأعطت المادة (2/4) الحق للبورصة بإدراج الشركات في السوق الثانية استثناءً على شروط الإدراج بشرط أن تأخذ موافقة الهيئة وأن تقوم الشركات المدرجة بتصويب وضعها خلال مدة سنة من تاريخ الإدراج.

وبعد أن يتم الإدراج فإنه من حق البورصة نقل الشركات من السوق الأولى إلى السوق الثانية أو العكس، ولكل حالة شروطها، فاشترطت المادة (1/10) من نظام الإدراج للنقل من السوق الثانية إلى السوق الأولى أن تمضي الشركة عاماً على الأقل في السوق الثانية، وأن تستوفي شروط الإدراج في السوق الأولى، ويلاحظ بأن هذا النقل يتم بالعادة كمكافأة للشركة التي طورت نفسها. أما النقل من السوق الأولى إلى السوق الثانية فيتضح بأنه يتم كإجراء عقابي، لأن السوق الثانية تعتبر بالتأكيد أقل درجة، بالإضافة إلى أن الأسباب المذكورة في نظام الإدراج والتي تؤدي إلى النقل من السوق الأولى للسوق الثانية تكون بسبب ممارسات سلبية للشركة أو وجود خسائر لديها⁽¹⁾.

وأخيراً وفي حال رغبة الشركات المدرجة برفع رأس مالها فإنه يتوجب على الشركة تقديم طلب لإدراج أسهم الزيادة، بالإضافة إلى الشهادة المعدلة لتسجيل الشركة برأس مالها الجديد، ونسخة عن نشرة الإصدار الثانوي العام المعتمدة من هيئة سوق رأس المال وقائمة بأسماء المكتتبين الجدد وعدد الأسهم لكل منهم (المواد (11) و(24) من نظام الأدرج).

الفرع الثاني: شروط الإدراج في الحالات الخاصة

إن نظام الإدراج قد أفرد أحكاماً لحالات خاصة للإدراج وهي حالة إدراج الشركات الأجنبية وحالة إدراج الشركات الوطنية التي تحولت لشركات مساهمة عامة، فقد ألزم نظام الإدراج الشركات الأجنبية والشركات الوطنية الأخرى التي تحولت إلى شركات مساهمة عامة بتحقيق ذات الشروط المطلوبة لإدراج شركات المساهمة العامة، المبينة في الفرع الأول من هذا المطلب، بالإضافة إلى بعض الأحكام الخاص بهما.

فيشترط على الشركات الأجنبية الحصول على الموافقة المسبقة من الهيئة على الإدراج (المادة (1/12) من نظام الإدراج)، وأن يكون للشركة الأجنبية ممثلاً قانونياً أو فرعاً مسجلاً في فلسطين (المادة (243) من القرار بقانون بشأن الشركات)، وأن تكون الشركة الأجنبية مدرجة في السوق المالي للدولة الأجنبية، وفي حال عدم الإدراج تحتاج لاستثناء من الهيئة بالإضافة للشروط الأخرى المبينة في المادة (1/12) من نظام الإدراج، وفي حال استيفاء الشروط يتم تقديم طلب الإدراج للهيئة مرفقاً به شهادة تسجيل الشركة، وتعهدها بالالتزام بالأنظمة السارية في مركزها الرئيس، وفي حال كانت سوق الأوراق الأجنبية المدرجة فيه تشترط الموافقة على إدراجها خارجها يجب إحضار هذه الموافقة، وتعهدها من الشركة بأنه لا يوجد قيود مفروضة على تداول أسهمها وحرية انتقالها.

(1) عدت المادة (2/10) من نظام الإدراج الحالات التي يتم بناءً عليها النقل وهي مخالفة الشركة لأحد شروط الإدراج في السوق الأولى أو تعثرها في آخر ثلاث سنوات وخسارتها، أو أن تكون نسبة تداول أسهمها أقل من 20% من عدد التداول الكلي خلال السنة المالية، أو عدم التزامها بقواعد الإفصاح وفقاً لنظام الإفصاح الساري المفعول.

(2) تنص المادة (243) من القرار بقانون بشأن الشركات رقم (42) لسنة (2021) على أنه: "1. لا يجوز للشركة الأجنبية ممارسة أي أعمال تجارية في فلسطين إلا إذا كانت مسجلة وفقاً لأحكام هذا القانون، ويستثنى من ذلك حق الشركة الأجنبية بالمساهمة أو العضوية أو الشراكة في شركة قائمة. 2. يجوز للشركة الأجنبية إضافة إلى حقها بتأسيس شركة عادية أو شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة أن تسجل أيضاً كفرع أجنبي أو مكتب تمثيلي وفقاً للأحكام المنصوص عليها في هذا القانون. 3. تطبق أحكام المادة (14) من هذا القانون المتعلقة بالبيانات الواجب تسجيلها والإفصاح عنها لسجل الشركات على الشركة الأجنبية مع مراعاة طبيعتها".

واستثناءً على ما سبق بخصوص شروط إدراج الشركات الأجنبية واستناداً لأحكام المادة (2/12) من نظام الإدراج، وفي حال وجود اتفاقيات تعاون مشترك مبرمة بين بورصة فلسطين وسوق الأوراق المالية في الدولة الأجنبية التي تخضع لأنظمتها الشركة الأجنبية، تطبق الأحكام الواردة في اتفاقية التعاون وهي التي تحكم شروط الإدراج بشرط أن تكون الهيئة قد وافقت على تلك الاتفاقيات.

وبخصوص الشركات الوطنية الأخرى التي تحولت لشركات مساهمة عامة، فقد أجاز نظام الإدراج في المادة (1/20) إدراج أسهم الشركات العادية المحدودة أو المساهمة الخصوصية التي تحولت لشركة مساهمة عامة في بورصة فلسطين في أي من السوقيين التابعين لها، على أن يتم التحقق من شروط الإدراج المطلوبة لكل منهما والتي تم تناولها في الفرع الأول من هذا المطلب، واستناداً للمادة (2/20) من نظام الإدراج وفي حال تخلف أحد الشروط المطلوبة لإدراج الشركة الوطنية المتحولة أو الشركة الأجنبية في السوق الأولى يجوز لبورصة فلسطين إدراجها استثناءً بشرط الموافقة المسبقة من الهيئة، على أن تطبق عليها أحكام المادة (10) من نظام الإدراج بعد مضي سنة مالية على إدراجها، والمتعلقة بنقلها من السوق الأولى إلى السوق الثانية في حال انطبق عليها أي سبب من أسباب النقل المنصوص عليها في المادة السابقة والتي تم شرحها في الفرع الأول من هذا المطلب.

وبخصوص أنواع الشركات الوطنية المتحولة والتي يمكن إدراج أسهمها، فإن القرار بقانون بشأن الشركات صدر بعد صدور نظام الإدراج وتضمن نوع جديد من الشركات وهي الشركات ذات المسؤولية المحدودة، وتم تنظيم أحكامها في الباب الرابع من القرار بقانون في المادة (64) وما بعدها، ويرى الباحثان بأن هذا النوع من الشركات يقبل التحويل لشركات مساهمة عامة؛ لذلك لا بد من تعديل نظام الإدراج لا سيما نص المادة (1/20) واعتبار الشركات ذات المسؤولية المحدودة من الشركات التي يمكن تحويلها لشركات مساهمة عامة وبالإمكان إدراج أسهمها في بورصة فلسطين بعد تحويلها لشركة مساهمة عامة.

الخاتمة

على ضوء ما تناولته الدراسة بالتعريف ببورصة فلسطين وشخصيتها القانونية، والتعريف بأهم مرافقها لا سيما مركز الإيداع والتحويل، وتسلط الضوء على الإدراج وإلزاميته في بورصة فلسطين، وبيان الإجراءات التمهيدية للإدراج في السوق الأولية والمتمثلة بالاكتمال بأسهم الشركات المساهمة العامة والوثائق المطلوبة له لا سيما نشرة الإصدار، والآثار المترتبة على عدم الالتزام به، وبيان شروط الإدراج في الأسواق الثانوية في بورصة فلسطين، توصلت الدراسة للنتائج الآتية:

1. إن سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" هو المكان المخصص لإدراج الأوراق المالية في فلسطين ولا سيما أسهم الشركات المساهمة العامة، وتأسست كشركة مساهمة خصوصية ومن ثم تم تحويلها لشركة مساهمة عامة، وإن قانون الأوراق المالية الفلسطيني نص على إنشاء مؤسسة أو أكثر لها شخصيتها الاعتبارية مخولة بتنظيم إدراج وتداول الأوراق المالية، ولم يحدد طبيعة الشكل القانوني لهذه الشخصية.
2. قبل إدراج الشركات المساهمة لأوراقها المالية في بورصة فلسطين، يجب عليها اتخاذ العديد من الإجراءات التمهيدية، ومن أهم هذه الإجراءات طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام بناءً على نشرة إصدار معتمدة من هيئة سوق رأس المال.
3. إن شركات المساهمة العامة ملزمة بإدراج أسهمها في بورصة فلسطين وفقاً للتشريعات السارية في فلسطين.
4. إن هيكلية بورصة فلسطين تضم سوقاً ثانوية واحدة، وتقسّم إلى سوقين، السوق الأولى والسوق الثانية، كما أنها تضم في هيكليتها مركز الإيداع والتحويل ويتبع لها، ولا يتمتع المركز بشخصية اعتبارية مستقلة في الواقع العملي، كما عليه الحال في الأنظمة السائدة في الدول المجاورة.
5. إن قانون الأوراق المالية والتعليمات الصادرة بمقتضاه، ونظام الإدراج، وضعت شروطاً خاصة للإدراج ومن ضمنها حداً أدنى لرأس مال الشركة المكتتب، بما لا يقل عن خمسة ملايين دينار أردني في السوق الأولى، وعن خمسمائة ألف دينار أردني في السوق الثانية، علماً بأن الحد الأدنى لتأسيس شركة المساهمة العامة وفقاً للقرار بقانون رقم (42) لسنة (2021) بشأن الشركات هو عشرون ألف دولار فقط، مما يعني عدم انطباق الشروط على بعض الشركات التي سيتم تأسيسها وفقاً لأحكام القرار بقانون المذكور.

وعلى ضوء النتائج التي توصلت لها الدراسة، وخاصة الطبيعة القانونية لشكل بورصة فلسطين، وإلزامية الإدراج في البورصة، وتبعية مركز الإيداع والتحويل لبورصة فلسطين، وعدم قيام هيئة سوق رأس المال بدورها في متابعة إدراج الشركات في بورصة فلسطين، توصي الدراسة بما يلي:

1. تحديد طبيعة الشكل القانوني لبورصة فلسطين، وتعديل أحكام قانون الأوراق المالية في فلسطين لا سيما نصوص المواد (5) و(7) والنص على أن يشكل سوق الأوراق المالية في فلسطين من شركة مساهمة عامة.
2. تعديل التعليمات رقم (4) لسنة (2008) بشأن إلزامية الشركات المساهمة العامة بالإدراج لا سيما المواد (2) و(3)، وتعديل قانون الأوراق المالية لا سيما المادة (103)، وتعديل المادة (2/124) من القرار بقانون رقم (42) لسنة (2021) بشأن الشركات والتي تلزم الشركات المساهمة بإدراج أسهمها، بحيث يصبح الإدراج اختياري مع توفير البيئة الجاذبة لتشجيع الإدراج والتداول.
3. تطوير بورصة فلسطين وإعادة هيكلتها، وفي حال تنمية البورصة واتساع سوق تداولها يتم العمل على فصل مركز الإيداع والتحويل عن بورصة فلسطين، لتحقيق متطلبات الحوكمة السليمة لأسواق الأوراق المالية، بحيث يصبح مؤسسة مستقلة لها شخصيتها الاعتبارية.
4. تعديل أنواع الشركات الوطنية المسموح لها بالتحويل إلى شركات مساهمة عامة بإضافة الشركات ذات المسؤولية المحدودة، كونها نوعاً جديداً من الشركات تم تبنيها في القرار بقانون بشأن الشركات.

5. بخصوص شركات المساهمة العامة التي لم تدرج أسهمها في بورصة فلسطين، فإن على هيئة سوق رأس المال المبادرة لعقد اجتماع هيئة عامة غير عادي لمناقشة إدراجها في بورصة فلسطين واتخاذ قرار بالموضوع.

بيانات الإفصاح

- الموافقة الأخلاقية والموافقة على المشاركة: تم الاتفاق على مشاركة هذه الدراسة وفقاً لإرشادات وتوجيهات المجلة.
- توافر البيانات والموارد: جميع البيانات والموارد تم توثيقها في الدراسة وموجودة عند الطلب.
- مساهمة المؤلفين: تم إعداد الدراسة من الباحثين وكانت المشاركة في جميع محاور الدراسة.
- تضارب المصالح: لا يوجد تضارب مصالح مع أي طرف لغاية إعداد هذه الدراسة.
- التمويل: التمويل شخصي، لا يوجد تمويل.
- الشكر: الشكر لجامعة النجاح الوطنية لتشجيعها البحث العلمي (www.najah.edu)

المراجع

- الناقة، أحمد أبو الفتوح علي. (2001). نظرية النفوذ والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية. الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية.
- الجندي، أمير شقيب. (2011). اصدار الاسهم وإدراجها في أسواق الأوراق المالية وفقاً للقانون الأردني بالمقارنة مع القانون المصري والقانون اللبناني والإماراتي. عمان، الأردن: رسالة دكتوراة، جامعة عمان العربية.
- صبيحات، أيك رياض فياض. (2014). هيئة سوق رأس المال ودورها الرقابي على سوق الأوراق المالية في فلسطين. جنين: رسالة ماجستير، الجامعة العربية الأمريكية.
- الشعراوي، خالد أحمد سيف. (2015). الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- بغدادي، خالد عبدالعزيز. (2012). تداول الأسهم والقيود القانونية الواردة عليه. الرياض: الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد.
- عثمان، رضوان هاشم حمدون. (2017). التنظيم القانوني لحوكمة الشركات في التشريعات العربية. الجيزة: مركز الدراسات العربية.
- علم الدين، سلامة عبد الصانع أمين. (2016). دور الرقابة في حوكمة الشركات. القاهرة.
- الأزهرى، عبد الغني. (2006). التنظيم القانوني لرهن الأوراق المالية، دراسة مقارنة، بين القانونين المصري والفرنسي. القاهرة: رسالة دكتوراة جامعة القاهرة.
- العكلي، عزيز. (1998). شرح القانون التجاري، الشركات التجارية، الجزء الرابع. عمان: الطبعة الأولى، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع.
- منصرة، عفراء عيسى موسى. (2019). التنظيم القانوني لإدراج وتداول أسهم الشركات المساهمة العامة في فلسطين. نابلس: رسالة ماجستير جامعة النجاح الوطنية.
- علي، فائق أحمد علي. (2018). الإطار القانوني لعقد تداول الأوراق المالية- دراسة في التشريعات الفلسطينية. نابلس: رسالة ماجستير، جامعة النجاح.
- توكل، فادي. (2013). الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة. القاهرة: دار النهضة العربية.
- رضوان، فايز نعيم. (2004). الشركات التجارية وفقاً للقانون الاتحادي رقم 8 لسنة 1984 وتعديلاته بدولة الإمارات. دبي: مطبعة الفجيرة الوطنية.
- سامي، فوزي محمد. (2014). الشركات التجارية- الأحكام العامة والخاصة. عمان: الطبعة السابعة، دار الثقافة للنشر والتوزيع.
- ثمينات، كايد صالح. (2025, 4 22). نابلس، بورصة فلسطين.
- موسى، محمد إبراهيم. (2010). حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- عمارنة، محمد أحمد محمود. (2014). رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة (دراسة مقارنة). القاهرة: المركز القومي للإصدارات القانونية.
- طه، مصطفى كمال. (2018). الشركات التجارية. القاهرة: المركز القومي للإصدارات القانونية.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2008). الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية. رام الله: دائرة الدراسات والأبحاث في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.

- قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة (2004). منشور في العدد (53) من الجريد الرسمية، تاريخ الإصدار 2004/12/1، تاريخ السريان 2005/3/30.
- قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة (2004). منشور في العدد (53) من الجريد الرسمية، تاريخ الإصدار 2004/12/1، تاريخ السريان 2005/3/30. والمعدل بموجب القرار بقانون رقم 35 لسنة 2020، تاريخ الصدور 2020/10/13، تاريخ السريان 2020/10/20
- القرار بقانون بشأن الشركات رقم (42) لسنة (2021). منشور في عدد ممتاز 25، تاريخ الصدور 2021/10/2، تاريخ السريان 2022/3/30.
- نظام الإدراج المعدل لسنة (2016). صادق مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية على هذا النظام في جلسته السادسة بتاريخ 2010/12/23 (قرار 2010/39) وصادق مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية على هذا النظام في اجتماعه العادي بتاريخ 2012/11/21 وجلسته التكميلية بتاريخ 2012/11/26 (قرار 2012/14) وتسري أحكام هذا النظام اعتباراً من 2013/01/01
- قرر مجلس إدارة سوق فلسطين للأوراق المالية في جلسته الثانية بتاريخ 2015/04/06 تعديل أحكام المواد (7) و(8) و(10) من نظام الإدراج الساري وصادقت هيئة سوق رأس المال على التعديلات بتاريخ 2015/07/09 وبدأ سريان هذه التعديلات اعتباراً من 2016/01/01
- تعليمات إصدار الأوراق المالية رقم (5) لسنة (2008). منشورة في الوقائع الفلسطينية، عدد 80، تاريخ النشر 2009/4/27
- تعليمات رقم (4) لسنة (2008) بشأن إلزام شركات المساهمة العامة على الإدراج. منشورة في الوقائع الفلسطينية، عدد 80، تاريخ النشر 2009/4/27
- تعليمات ترخيص الأسواق المالية رقم (7) لسنة (2010). صادرة عن رئيس هيئة سوق رأس المال بتاريخ 2010/3/10.
- تعليمات رقم (1) لسنة (2022) بشأن الإفصاح المعدلة. منشور في الوقائع الفلسطينية (الجريدة الرسمية)، عدد 189، تاريخ النشر 2022/3/29
- بورصة فلسطين. (2011). دليل الاكتتاب الأولي العام والإدراج في فلسطين. رام الله: معهد أبحاث السياسات الاقتصادية.
- بورصة فلسطين. (2025, 4 24). <https://web.pex.ps/ey>. تم الاسترداد من <https://web.pex.ps/ey>
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (8/2008). سوق فلسطين للأوراق المالية الواقع والتحديات. رام الله: دائرة الدراسات والأبحاث في هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2009). تفعيل سوق السندات، الفرص والتحديات. رام الله: الإدارة العامة للأبحاث والتطوير.
- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2025, 4 23). <https://www.pcma.ps>. تم الاسترداد من <https://www.pcma.ps>
- وزارة الاقتصاد الوطني. (2025). التقرير الإحصائي السنوي 2025 من واقع السجلات الإدارية. رام الله: دائرة الإحصاء.
- GSC. (2025, 4 24). الشركة العالمية للأوراق المالية (GSC). تم الاسترداد من <https://www.gsc.ps/ar/listed-companies>

References

- Al-Azhari, Abdul Ghani. (2006). *The Legal Regulation of Pledging Securities: A Comparative Study Between Egyptian and French Law*. Cairo: PhD Dissertation, Cairo University.
- Manasra, Afraa Issa Mousa. (2019). *Legal Regulation of the Listing and Trading of Public Shareholding Company Shares in Palestine*. Nablus: Master's Thesis, An-Najah National University.
- Al-Naqqa, Ahmed Abu Al-Fotouh Ali. (2001). *Theory of Influence and Financial Markets: A Modern Approach to Monetary Theory and Financial Markets*. Alexandria: Al-Ishaa Technical Library.
- Al-Junidi, Amir Shakib. (2011). *Issuance and Listing of Shares in Financial Markets According to Jordanian Law Compared to Egyptian, Lebanese, and Emirati Laws*. Amman, Jordan: PhD Dissertation, Amman Arab University.
- Subaihat, Ayk Riyad Fayyad. (2014). *The Capital Market Authority and Its Oversight, Role over the Financial Market in Palestine*. Jenin: Master's Thesis, Arab American University.

- Al-Akeeli, Aziz. (1998). *Explanation of Commercial Law: Commercial Companies*, Part IV. Amman: First Edition, Dar Al-Thaqafa Publishing and Distribution.
- Tawakkol, Fadi (2013). *External Oversight to Protect Shareholders in Public Shareholding Companies*. Cairo: Dar Al-Nahda Al-Arabiya.
- Alaili, Faten Ahmed Ali. (2018). *The Legal Framework for Securities Trading Contracts: A Study of Palestinian Legislation*. Nablus: Master's Thesis, An-Najah University.
- Sami, Fawzi Muhammad. (2014). *Commercial Companies – General and Special Provisions*. Amman: Seventh Edition, Dar Al-Thaqafa Publishing and Distribution.
- Radwan, Fayez Naeem. (2004). *Commercial Companies According to Federal Law No. 8 of 1984 and Its Amendments in the UAE*. Dubai: Fujairah National Printing Press.
- Thaminat, Kayed Saleh. (April 22, 2025). Palestine Exchange, Nablus.
- Baghdadi, Khaled Abdulaziz. (2012). *Stock Trading and Legal Restrictions Thereon*. Riyadh: First Edition, Law and Economy Library.
- Al-Shaarawi, Khaled Ahmed Saif. (2015). *The Legal Framework for Trading Operations in the Stock Exchange*. Alexandria: Dar Al-Jameaa Al-Jadeeda.
- Amarna, Mohamed Ahmed Mahmoud. (2014). *Oversight by the Capital Market Authority on Public Shareholding Companies (A Comparative Study)*. Cairo: National Center for Legal Publications.
- Mousa, Mohamed Ibrahim. (2010). *Corporate Governance of Listed Companies in the Financial Market*. Alexandria: Dar Al-Jameaa Al-Jadeeda.
- Taha, Mostafa Kamal. (2018). *Commercial Companies*. Cairo: National Center for Legal Publications.
- Othman, Radwan Hashem Hamdoun. (2017). *The Legal Regulation of Corporate Governance in Arab Legislation*. Giza: Arab Studies Center.
- Al-Deen, Salama Abdul-Sanea Amin Alam. (2016). *The Role of Oversight in Corporate Governance*. Cairo: 2016.
- Securities Law No. (12) of 2004. Published in Official Gazette No. (53), issuance date: 1/12/2004, effective date: 30/3/2005;
- Capital Market Authority Law No. (13) of 2004. Published in Official Gazette No. (53), issuance date: 1/12/2004, effective date: 30/3/2005. Amended by Law by Decree No. (35) of 2020, issued on 13/10/2020, effective as of 20/10/2020.
- Decree of the Law on Companies No. (42) of 2021. Published in distinguished Gazette No. (25), issued on 02/10/2021, effective as of 30/3/2022.
- Amended Listing Regulations of 2016. Approved by the Board of Directors of the Palestine Exchange in its sixth session held on 23/12/2010 (Decision No. 39/2010), and by the Board of Directors of the Palestinian Capital Market Authority in its regular meeting on 21/11/2012 and supplementary session on 26/11/2012 (Decision No. 4/2012). Effective as of 01/01/2013.
- Further Amendments to Articles (7), (8), and (10) were approved in the second session of the Exchange on 06/04/2015, ratified by the Capital Market Authority on 09/07/2015, effective as of 01/01/2016.
- Instructions for the Issuance of Securities No. (5) of 2008. Published in the Palestinian Gazette (Al-Waqa'i Al-Filastiniyaa), No. (80), 27/04/2009.
- Instructions No. (4) of 2008 regarding Mandatory Listing for Public Shareholding Companies. Published in the Palestinian Gazette, No. (80), on 27/04/2009.

- Instructions for Licensing Financial Markets No. (7) 2010. Issued by the Chairman of the Capital Market Authority on 10/03/2010
- Disclosure Instructions No. (1) of 2022 (Amended). Published in the Palestinian Gazette (Official Gazette), No. (189), on 29/03/2022.
- Palestine Exchange. (2011). Guide to Initial Public Offerings and Listings in Palestine. Ramallah: Palestine Economic Policy Research Institute.
- Palestine Exchange. (April 24, 2025). <https://web.pex.ps/ey>. Retrieved from: <https://web.pex.ps/ey>
- Palestinian Capital Market Authority. (2008). Legislative and Regulatory Frameworks
- Governing the Work of the Palestine Securities Exchange. Ramallah: Research and Studies Department of the Capital Market Authority.
- Palestinian Capital Market Authority. (August 2008). Palestine Securities Market: Reality and Challenges. Ramallah: Research and Studies Department of the Capital Market Authority.
- Palestinian Capital Market Authority. (2009). Activating the Bond Market: Opportunities and Challenges. Ramallah: General Directorate of Research and Development.
- Palestinian Capital Market Authority. (April 23, 2025). <https://www.pcma.ps>. -Retrieved from <https://www.pcma.ps>
- Ministry of National Economy. (2025). Annual Statistical Report 2025 Based on Administrative Records. Ramallah: Statistics Department.
- GSC. (April 24, 2025). *Global Securities Company (GSC)*. Retrieved from: <https://www.gsc.ps/ar/listed-companies>