



## المؤتمر العلمي الخامس لكلية القانون

التشريعات المنظمة للإستثمارات في ليبيا (الواقع والصعوبات)

### تحت شعار

"نحو تطوير نظام قانوني يدعم الاستثمار ويحقق الاستقرار"

### ورقة بحثية بعنوان

الرقابة على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية

**مقدم من:**

سالمة المبروك سالم عريكيذ

محاضر مساعد (قانون خاص)

كلية القانون، والعلوم السياسية/ جامعة الزنتان

## المقدمة

تُعدّ شركات الاستثمار المالي أداة من أدوات الاستثمار في العصر الحديث، باعتبارها من شركات الأموال التي تقوم بالمشاريع الكبرى، ونظراً لخصوصية نشاط شركات الاستثمار المالي، والمتمثل بالدرجة الأساسية في تكوين، وإدارة المحافظ المالية في سوق الأوراق المالية، وما يترتب على ذلك من دخولها باتفاقيات تعاقدية مع المستثمرين، وإيداع أموالهم لديها ليتم توظيفها، واستثمارها في مجال الأوراق المالية، وبهدف حماية أموال المستثمرين المودعة لدى هذه الشركات، ولأجل ضمان قيام هذه الشركات بالأنشطة المحددة لها قانوناً، فقد أوجب القانون التجاري الليبي، وقانون سوق المال الليبي خضوع هذه الشركات للرقابة سواء أكانت رقابة داخلية، أو خارجية، حتى لا تخرج عن مسارها السليم، وذلك بهدف الحفاظ على حقوق المستثمرين، والمدخرين في القيم المنقولة.

### أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في تناوله لموضوع أحكام الرقابة على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية، سواء أكانت رقابة داخلية، أو خارجية، وبيان آلياتها، وصورها، لما لهذه الرقابة من أهمية قانونية، واقتصادية في تفعيل واستقرار السوق المالي، ورفع مستوى الشفافية، وما ينتج عن ذلك من نتائج إيجابية تنعكس على المستثمرين، والمدخرين، تحقيقاً للمصلحة العامة، والخاصة على حد السواء.

### أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تقييم أنظمة الرقابة على شركات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، كما يهدف إلى وضع بعض المقترحات، والتوصيات لزيادة فاعلية أنظمة الرقابة في هذه النوع من الشركات، من أجل ضمان المساهمة الفاعلة في الاقتصاد الوطني.

### منهج البحث:

إنّ تناول موضوع البحث تطلب منّا استخدام مناهج متعددة، وذلك من خلال استخدام المنهج الوصفي، وهذا بدراسة مفهوم شركة الاستثمار، وأنواع الرقابة، وآلياتها، وصورها، إضافة إلى المنهج التحليلي، وذلك من خلال تحليل نصوص تشريعات القانون الليبي المنظمة للرقابة على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية، إضافة للمنهج المقارن، وذلك بمقارنة اتجاه المشرع الليبي بما انتهجه المشرع المصري بالخصوص.

**إشكالية البحث:**

تكمن إشكالية البحث في التساؤل الآتي:

هل الرقابة التي نظمها التشريع الليبي بشأن شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية كافية؟ وهل تناسب مع أهميتها الاقتصادية، والمالية، والقانونية؟ أم أنّ الأمر يحتاج إلى إيجاد آليات أكثر فاعلية تكفل حماية حقوق المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

هذه الإشكالية تطرح عدة تساؤلات عن ماهية شركات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟ وما أنواع الرقابة عليها؟ وما هي آلياتها؟ وما صورها؟

**خطة البحث: -**

سأتناول هذا الموضوع وفق خطة ثنائية، تتكون من مبحثين كالآتي:

المبحث الأول: ماهية شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الرقابة على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية.

**المبحث الأول****ماهية شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية**

إنّ بيان ماهية شركات الاستثمار نوعاً متميزاً عن باقي أنواع الشركات، يتطلب منا تحديد مفهومها (المطلب الأول) وبيان الأحكام المتعلقة بتأسيسها، وإدارتها (المطلب الثاني).

**المطلب الأول****مفهوم شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية**

تعدّ شركات الاستثمار المالي من أهم الوسائل التي تعمل على تنشيط الاقتصاد الوطني، وتطويره، من خلال تحريك رؤوس الأموال المجمدة، واستثمارها، ولذلك سأقوم بتعريف شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية، في (أولاً)، وبيان خصائصها في (ثانياً).

## أولاً: تعريف شركات الاستثمار المالي.

يعرف الاستثمار كشخص معنوي بأنه عقد<sup>1</sup> يتكون من " مجموعة الأشخاص، أو الأموال، لها كيانها الذاتي، وثقلها الاقتصادي المؤثر ليس فقط في التطوير الاجتماعي، والاقتصادي للدولة بل في توجيه أيولوجيتها، وسياستها الخارجية"<sup>2</sup>، بينما يعرف الاستثمار في الأوراق المالية (الاستثمار المالي) بأنه " حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي، أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها)، لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة"<sup>3</sup>، فهو: "تخصيص جزء من الأموال لتوظيفه في الأصول المالية لفترة من الزمن، بهدف الحصول على تدفقات نقدية<sup>4</sup> في المستقبل (عوائد) لمواجهة الزيادة في معدل التضخم، وتغطية المخاطر المصاحبة لتدفقات الأموال"<sup>5</sup>، فهي شركات تتمتع بالشخصية المعنوية، تتخصص بتجميع رؤوس الأموال المتناثرة لاستثمارها أما لحسابها، أو لحساب عملائها من خلال محافظ تتولى تكوينها، وإدارتها، غرضها الوحيد هو تكوين صناديق الاستثمار<sup>6</sup>، وهي تُعدّ الأصل في إنشاء هذه الصناديق، ولا يجوز لهذه الصناديق أن تستثمر رأسمالها في أي مجال آخر<sup>7</sup>، كما يستطيع المشاركون فيها أن يطلبوا إعادة شراء حصصهم في أي وقت بهدف الخروج منها<sup>8</sup>، وتجدر الإشارة إلى أن تسمية هذه الشركات بشركات الاستثمار تسمية مثيرة للجدل على الصعيد التشريعي<sup>9</sup> والفقه<sup>10</sup>، لكون المفهوم العام للاستثمار هو إرجاء وتأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى التداول، وليس الاكتناز.

1. عقد الاستثمار يعتبر من العقود الرضائية التي يكفي لانعقادها تراضي الطرفين، أنظر في هذا رنا محمد البياتي، دور الإدارة في فسخ الإجازة الاستثمارية، والغائها، أطروحة دكتوراة، جامعة النهدين، كلية الحقوق، 2015م، ص 126.
2. غالب علي الداودي، وحسن مهدي الهداوي، القانون الدولي الخاص، الجنسية، والمواطن، والمركز الأجنبي واحكامه في القانون العراقي، مكتبة السنهوري، بغداد، 2013م، ص 132.
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل، وإدارة)، ط1، بدون دار النشر، عمان، 2004م، ص 20.
4. التدفق النقدي للاستثمار هو " النقد الذي يمكن الحصول عليه من الاستثمارات التي قام بها المستثمر " أنظر: محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ - الأدوات - المخاطر - التقييم)، روسلان، 2022م، ص 255.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، المرجع سابق، ص 20.
6. فليح حسن خلف، الأسواق المالية، والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006 م، ص 147.
7. تختلف شركات الاستثمار المالي عن الشركات القابضة للاستثمار التي تهدف لتحقيق السيطرة على المشروعات التي تستثمر فيها، من خلال شراء نسبة كبيرة من أسهم الشركات التي ترغب في السيطرة على إدارتها، كما تختلف شركات الاستثمار المالي عن شركات التمويل التي تعد مؤسسات مالية تتأى مواردها أساساً من حصيلة ما تصدره من أسهم، وسندات، إضافة إلى القروض التي تحصل عليها من المصارف خاصة التجارية منها، والتي تستخدم هذه الموارد في تقديم القروض قصيرة، وطويلة الأجل للأفراد، والمشروعات.
8. انظر في هذا د. أحمد بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار، دراسة، وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999م، ص 6 وما بعدها.
9. انظر في هذا فاضل حمد صالح الزهاوي، المشروعات المشتركة وها لقوانين الاستثمار، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 1984، ص 59، منشورة.
10. انظر في هذا الدكتور علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2008م، ص 128، وكذلك سهام سواد طعمه الطائي - النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بغداد، 2001 م، ص 26 وما بعدها.

**ثانياً: خصائص شركات الاستثمار.**

توجد ثلاثة خصائص تتميز بها هذه الشركات، فهي تأخذ شكل شركة المساهمة، وينحصر نشاطها في تكوين حافظة قيم منقولة، إضافة إلى أنها ذات رأس مال متغير.

**أ. تأخذ شكل شركة مساهمة**

لا تُعدّ شركة الاستثمار شكلاً جديداً من أشكال الشركات، فهي تأخذ شكل شركة مساهمة، أو توصية بالأسهم، إذ لا يجوز إضافة أشكال جديدة إلى أشكال الشركات التجارية المنصوص عليها في قانون رقم 23 لسنة 2010م بشأن النشاط التجاري، لذلك يلزم عليها طرح جزء من رأسمال الصندوق على الاكتتاب العام<sup>1</sup>، كما أنه يجب أن تكون لها إدارة متخصصة، ومحترفة، وهو عامل الجذب الأول للمستثمر<sup>2</sup>، لكي يقدم على استثمار أمواله، ومدخراته في صناديق الاستثمار، إضافة لقدرتها على تجميع رؤوس أموال ضخمة، كما أن ضآلة قيمة الأسهم التي تطرحها، عوامل تخدم غرض شركة الاستثمار، والذي يفترض جذب أكبر عدد من صغار المدخرين، وتكوين رأس مال كبير نسبياً لتحقيق التنوع في حافظة القيم المنقولة، حيث يقسم رأسمال الصندوق إلى وحدات استثمارية متساوية القيمة، إضافة لاكتساب المدخر المستثمر صفة المساهم، والذي ليس له سلطة مباشرة على حافظة القيم المنقولة، وأخيراً تكون مسؤولية حامل الوحدة الاستثمارية محدودة بالقيمة الاسمية للوحدات التي يملكه.

**ب. تكوين حافظة قيم منقولة.**

يتمثل غرض شركات الاستثمار المالي الحصري، والوحيد في تكوين حافظة قيم منقولة تعرف بصندوق الاستثمار، وهو وعاء استثماري يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين بالمشاركة جماعياً في الاستثمار في المجالات الواردة في نشرة الاكتتاب، ويديره مدير استثمار مقابل أتعاب، لذلك يعد شكل شركة المساهمة، أو التوصية بالأسهم<sup>3</sup> هو الأنسب لتحقيق هذه الغاية، " إذ تقوم هذه الشركات بقبول أموال المستثمرين بمختلف فئاتهم

1. نصت م(142) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم 59 لسنة 1992 م على أنه "يجوز إنشاء صندوق استثمار مفتوح، وهو صندوق استثماري يتم طرح وثائقه من خلال الاكتتاب العام، ويجوز زيادة رأس مال الصندوق المفتوح بإصدار وثائق جديدة، أو تخفيضه باسترداد بعض وثائقه، كما يجوز إنشاء صندوق استثمار مغلق، وهو صندوق استثمار ذو رأس مال ثابت يتم طرح وثائقه للاكتتاب العام، أو من خلال طرح خاص يقتصر على المستثمرين المؤهلين، ولا يجوز استرداد وثائقه إلا في نهاية مدة الصندوق، ويتم قيده والتداول على وثائقه ببورصة الأوراق المالية"، أنظر الجريدة الرسمية العدد رقم مكرر في 1992/6/22م.

2. المستثمر هو " كل شخص طبيعي، أو معنوي يقوم باستثمار رأس ماله النقدي، أو العيني في الدولة المضيفة للاستثمار لغرض إقامة مشروع استثماري وفقاً لأحكام قوانينها الوطنية سواء أكان المشروع الاستثماري الذي يقيمه يخضع لسيطرته، وتوجيهه، أو في شكل قرض، أو اكتتاب في الأسهم، والسندات"، أنظر في هذا أ. هفال صديق اسماعيل، المركز القانوني للمستثمر الأجنبي، "دراسة تحليلية مقارنة"، دار الجامعة الجديدة، طبعة 2014، 2015، ص 13.

3. يتحدد نشاط صناديق الاستثمار في شكلين هما: - الشكل الأول هي صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة، أو شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعد كيانات قانونية قائما بذاته، وله شخصية اعتبارية خاصة به، أما الشكل الثاني فهي صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك، وشركات التأمين مباشرتها، ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية، أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق مفرزة عن أموال هذه الأخيرة.

من أجل استخدامها في الصناديق الاستثمارية التي تتكون من عدد كبير، ومتنوع من الأوراق المالية، وتلائم كل فئة من فئات المستثمرين<sup>1</sup>، ويتحدد نصيب المستثمرين في صناديق الاستثمار بعدد من الحصص في التشكيلة الاستثمارية لصندوق الاستثمار، ولا يملك المستثمر في هذه التشكيلة أوراق مالية معينة بذاتها، وإنما حقه يتمثل في شهادات تثبت حصة من تشكيلة الصندوق، ويقوم الأفراد أو المؤسسات بشراء الوحدات الاستثمارية التي تصدرها هذه الصناديق، وبهذه الطريقة يحصل الصندوق على الأموال التي يستخدمها في تكوين محفظة الاستثمارات من الأوراق المالية<sup>2</sup>، لذلك يمكن القول أنه توجد علاقة ثلاثية بين المؤسسين لصناديق الاستثمار، والمستثمرين فيه ومدير الاستثمار، وبدون هذه الأطراف الثلاثة لا وجود لصندوق الاستثمار، ومن ثم لا وجود لشركة استثمار مالي.

### ج. ذات رأس مال متغير.

تُعدّ هذه الخاصية خروجاً عن الأصل العام المتعلق بالشركات، ولاسيما شركات الأموال التي يُعدّ رأس المال فيها الضمان العام الوحيد للدائنين، والذي يعتمدون عليه في تحصيل مستحققاتهم من هذه الشخصية المعنوية ذات الذمة المالية المستقلة، وتعتبر هذه الخاصية ضرورية لتشجيع المدخرين على الاستثمار في هذا النوع من الشركات، نظراً لأن رأس المال المتغير يمنح باباً سهلاً للخروج من الشركة، فأسهمها قابلة للتعويض، فشركات الاستثمار المالي " تتيح للمدخر إمكانية المبادرة بالاستثمار في أي وقت، وذلك بالانضمام إلى الشركة، ويستطيع المستثمر استرداد رأس ماله، أو جزء منه في الوقت الذي يريده"<sup>3</sup>، دون عناء المرور بالسوق المالية، والتعرض لتقلبات قانون العرض، والطلب، إضافة إلى أنها تصدر سندات على حسب الطلب في أي وقت، ومن جهة أخرى فإن مبدأ قابلية رأس مال هذه الشركات للتغير يشكل عنصراً يدعو للقلق من طرف المتعاملين مع هذه الأخيرة، هذه المسألة دفعت بعدد من التشريعات<sup>4</sup> إلى عدم اعتماد هذا المبدأ، والاحتفاظ بقاعدة ثبات رأس المال، والذي يعطي فقط للجمعية العامة غير العادية الاختصاص باتخاذ قرار زيادة، أو إنقاص مبلغ رأس المال بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين .

1. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، مرجع سابق، ص130.

2. مفهوم المحفظة الاستثمارية يقتصر على محفظة الأوراق المالية، فالمقصود بمحفظة الأوراق المالية (مجموعة من الاستثمارات في الأوراق المالية حصراً والتي تتم من خلالها تشكيلة معينة من الصكوك يتم انتقائها من قبل مدير المحفظة، ومن خلال سياسة استثمارية محددة، أنظر في هذا الدكتور علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2008م، ص124.

3. أسامة أبو الحسن محمد مجاهد، عقد استثمار الأموال، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية الحقوق، جامعة عين شمس، 1993م، منشورة، ص 57.

4. من ذلك قانون رقم 23 لسنة 2010م بشأن النشاط التجاري، وقانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981م، وغيرهم.

## المطلب الثاني

### أحكام شركات الاستثمار

إنّ مصطلح (شركة الاستثمار المالي) يتضمن وصف (شركة)، و(التخصص في مجال الاستثمار المالي)، لذلك خص المشرع الليبي شركات الاستثمار على غرار غيره من التشريعات بعدة قواعد خاصة خرج فيها عن القواعد العامة تحقيقاً للصالح العام، ومصالح المساهمين على حد سواء، ويمكن ملاحظة ذلك في جوانب عديدة، أبرزها ما يتعلق بتأسيسها سواء أكان من حيث مستلزمات التأسيس أو من حيث إجراءات التأسيس، وكذلك من حيث الإدارة عليها، ومراقبتها، وخاصة ما يتعلق بجهات الإدارة والصلاحيات الاستثنائية التي تتمتع بها هذه الجهات.

### أولاً: تأسيس شركة الاستثمار.

لا يختلف تأسيس شركة الاستثمار المالي في شكله العام عن تأسيس أية شركة، إلاّ أنّه تقتضي طبيعة نشاط شركات الاستثمار المالي وجود أحكام خاصة بها، تفرضها طبيعة نشاط هذه الشركات، مثال ذلك لا يجوز أن يتضمن النظام الأساسي النص على أية امتيازات خاصة، كذلك يجب أن تكون جميع الأسهم مدفوعة القيمة بالكامل عند إصدارها.... الخ، والمؤسسون<sup>1</sup> هم الجهة التي تقوم بتأسيس شركة الاستثمار وإنشاء صندوق الاستثمار، وعادة ما تكون هذه الجهة شركة مساهمة، أو شركة توصية بالأسهم، أو مصرفاً، أو شركة تأمين<sup>2</sup>، ويتولى المؤسسون استصدار التراخيص اللازمة لممارسة الصندوق لنشاطه، إضافة إلى اعداد نشرة الاكتتاب، واعتمادها من الهيئة العامة لسوق المال<sup>3</sup>، وطرح هذه النشرة للاكتتاب، وتلقي الاكتتاب في الصندوق من الجمهور، كما يخصص المؤسسون مبلغ 25000000 دينار لبدء مباشرة الصندوق لنشاطه، مدفوعة بالكامل، وفقاً لأحكام قانون رقم 23 لسنة 2010م، ويحصلون مقابل ذلك على وثائق بكامل هذا المبلغ، ويشارك المؤسسون في أرباح وخسائر الصندوق بنسبة ما يملكونه من وثائق إذا كان الصندوق يقوم بتوزيع عوائد دورية،

1. المشرع التجاري المصري نص في المادة 2 من القانون رقم 146 لسنة 1988م المنظم لنشاط شركات الاستثمار على ألاّ يقل عدد المؤسسين عن عشرين شخصاً ولا يقل عدد الأسهم التي يكتب فيها كل منهم عن 1% من قيمة رأس المال، وهذا بدلاً من ثلاثة حسب المادة 8 فقرة 1 من قانون الشركات المصري" أنظر في هذا د. محمد فوزي سامي، شرح القانون التجاري، (شركات المساهمة وشركات الاستثمار...)، المجلد الرابع، دار المكتبة العربية، بيروت، 1997م، ص404، في حين أنّ المشرع التجاري الليبي عالج إجراءات تأسيس الشركات عموماً في القانون التجاري، إلاّ أنّ معالجته لإجراءات ممارسة شركات نشاط الاستثمار المالي جاءت موزعة، ومشتتة بين أكثر من موضع، كقانون رقم 23 لسنة 2010م بشأن النشاط التجاري، قانون رقم 9 لسنة 2010م، ولائحته التنفيذية، قرار مجلس الوزراء رقم 186 لسنة 2012م، وغيرهم، بحيث لم يتم تنظيمها بما يتناسب مع الأهمية الاقتصادية، والقانونية لها.
2. والملاحظ بالنسبة لشركات الاستثمار، ومن خلال الممارسة العملية، أنّ جُلّ شركات الاستثمار العالمية قد تم تأسيسها من طرف أشخاص معنوية، وهي غالباً بنوك أعمال، أو شركات تأمين وغيرها من المؤسسات ذات الطابع المالي، ويرجع ذلك إلى أنّ هذه الهيئات هي التي بإمكانها تقديم ضمانات كافية في مجال التنظيم المالي والوسائل التقنية والمالية، أنظر في هذا د. نادية محمد عوض، الشركات التجارية، دار النهضة العربية القاهرة 2001م، ص235.
3. انظر م(35) قانون سوق المال المصري رقم 59 لسنة 1992م المعدل، وكذلك م(177) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم 59 لسنة 1992م المعدل.

كما يشاركون في زيادة قيمة الوثائق في نهاية مدة الصندوق في حالة ما إذا كان الصندوق ذا عائد تراكمي، أو نمو رأسمالي.<sup>1</sup>

وفي حالة عدم احترام قواعد التأسيس المنصوص عليها تتعرض الشركة لجزاء مدني يتمثل في بطلانها، إضافة لقيام المسؤولية المدنية للمؤسسين، غير أن الإشكالية تثور في هذه المسألة بصفة خاصة في حالة نشوء شركة استثمار من دون الحصول على الأذن، والتراخيص المطلوبة لتأسيسها من هيئة السوق، حيث تنص المادة (14/4) قانون رقم (11) لسنة 2010م بشأن سوق المال على أنه: "تتولى الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها المهام والصلاحيات التالية:.....، 14. إصدار، ومنح الأذن، والتراخيص اللازمة لممارسة الأنشطة ذات العلاقة بالسوق، واتخاذ الإجراءات اللازمة لإيقاف، أو سحب، أو إلغاء الأذن، والتراخيص، ومراقبة أعمال المرخص لهم في سوق المال"، مما يعني لنا أن مسألة الحصول على الأذن والتراخيص إجراء جوهري في تأسيس شركة الاستثمار، ولا يمكن لها أن تتأسس بدونه.<sup>2</sup>

### ثانياً: الهياكل الادارية لشركات الاستثمار المالي.

خصوصية الأحكام المتعلقة بشركات الاستثمار المالي لا تقتصر على الأحكام المنظمة لها خلال فترة التأسيس فقط، بل تمتد لتشمل كذلك الأحكام المتعلقة بها اثناء مزاولتها لنشاطها، وذلك من خلال إدارة هذه الشركات، على نحو يختلف عما هو مقرر في الشركات عموماً، حيث يتكون الهيكل الإداري لشركات الاستثمار من مجلس إدارة شركة الاستثمار، وجمعية المساهمين (المدخرين)، ومدير الاستثمار، وذلك على النحو الآتي:

#### أ. مجلس إدارة شركة الاستثمار.

مجلس الإدارة هو الكيان الإداري الذي يتكون من رئيس المجلس، والأعضاء وفقاً للقواعد التي يحددها القانون التجاري رقم 23 لسنة 2010م، ولا يلزم مديري شركة الاستثمار بملكية عدد محدد من أسهم الضمان، ويتولى هذا المجلس تسيير أمور الشركة، وتنفيذ قرارات الجمعية العمومية، ولمجلس الإدارة أن ينتخب من بين أعضائه رئيساً له بشرط أن يكون شخصاً طبيعياً، كذلك يحدد المجلس الأجر الذي يتقاضاه، وتجدر الإشارة إلى أنه ونظراً للغرض الحصري لشركة الاستثمار، والمتمثل في إدارة حافظة قيم منقولة، فإن دور إدارة الشركة لا يقتصر على عملية بيع، وشراء الأوراق المالية، وتكوين محفظة منها فقط، بل تقوم هذه الإدارة بمتابعة هذه

1. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، بين النظرية والتطبيق، ط 2، دار السلام للطباعة والنشر، والتوزيع، والترجمة، 2006م، ص 152.

2. إلا أن عدم تصريح المادة ألفة الذكر ببطلان هذه الشركة يتطلب على كل معني بالأمر اللجوء إلى القضاء بطلب حل الشركة، وليس ببطلانها، على أساس أن هذا الفعل بحد ذاته بشكل مخالفة إجرائية من قبل المؤسسين، وفيما عدا هذه الحالة تخضع شركة الاستثمار للقواعد الخاصة ببطلان الشركات في التشريع التجاري الليبي، كما أنه يمكن أن ترفع دعوى من طرف كل من لحقه ضرر حتى ولو صحح هذا البطلان، بل إن القضاء الفرنسي الحديث يقر بقبول دعوى المسؤولية المدنية حتى ولو لجأ المؤسسون إلى حل الشركة تقادياً لدعوى المسؤولية المدنية الناجمة عنها.



المحفظة بصفة مستمرة، والاستعداد لبيعها لتحقيق أرباح، أو الاستعداد لبيعها في ظروف معينة بخسارة لإعادة الاستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية، كذلك تسعى إدارة الشركة إلى تنويع هذه المحفظة تنوعاً يؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد<sup>1</sup>، وقد يتولى إدارة الصندوق مدير محفظة يعمل لدى مدير الاستثمار والذي يجب أن يكون شخصاً مسجلاً لدى سوق المال الليبي، بموجب أحكام تراخيص المتعاملين بالسوق.

### ب. الجمعية العمومية.

المدخرون هم الذين يرغبون في استثمار أموالهم في محفظة الأوراق المالية للصندوق، وفي المقابل هم المساهمون الذين يحصلون على وثائق استثمار من الصندوق، والتي تمثل سند ملكية لحصة شائعة في الموجودات الكلية للصندوق، تخول لهم نتائج استثمارات الصندوق من أرباح<sup>2</sup> وخسائر كل بنسبة ما يملكه من وثائق إلى إجمالي الوثائق، وتختص الجمعية العمومية لشركات الاستثمار بمناقشة كل المسائل المتعلقة بحسابات السنة المالية المنقضية والبت فيها، إضافة إلى حق اختيار أعضاء مجلس إدارة الصندوق وفقاً لما ينص عليه القانون التجاري الليبي، كما تختص الجمعية العمومية غير العادية بتعديل النظام الأساسي، إضافة إلى حق الانعقاد كلما تطلب الأمر ذلك، إلا أن أهم ما يميز الجمعية العمومية لشركة الاستثمار هو تقييد نطاق سلطتها، مقارنة بالقواعد العامة في القانون التجاري الليبي، فهي لا تفصل في مسألة تقييم الحصص العينية، ولا تعين، ولا عزل مراقبي الحسابات، كما يقل دورها أيضاً بشأن تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين، إذ تكفل القانون التجاري الليبي رقم (23) لسنة 2010 م بذلك على نحو مفصل.

### ج. مقدم الخدمات.

مقدم الخدمات هو شخص اعتباري يمارس متابعة إدارة الاستثمارات ومراقبتها للتأكد من مطابقتها للأهداف والأسس المنققة عليها بين العميل، ومدير الاستثمار.

كتقديم خدمات للصندوق، أو لحملة الوثائق، مقابل اتعاب، وذلك بموجب عقد يبرمه مع الصندوق، ويشمل مقدم الخدمة<sup>3</sup>، مدير الاستثمار، وأمين الحفظ، ومراجع الحسابات الخارجي، وغيرهم من الحاصلين على ترخيص من

1. انظر في هذا أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص7.

2. وهنا ينبغي توزيع الأرباح بالكامل، وهو ما يمثل استثناء من القواعد العامة لشركات المساهمة، والتي تجيز وتوجب أحياناً تكوين احتياطات متنوعة، وهذا يضمن المساواة في المركز القانوني والاقتصادي بين المدخر المستثمر في الصندوق الاستثماري، والمستثمر الفردي الذي يشتري بصورة مباشرة صكوكاً مختلفة من سوق الأوراق المالية، والذي لا يتصور خصم جزء من أرباحه في شكل احتياطي، أي كان نوعه.

3. يمكن أن يكون البنك المركزي، أو أحد المصارف المتخصصة مقدم خدمات، فللمصارف الدور الأكبر في إدارة محافظ الأوراق المالية لما تملكه من خبرة، وإمكانيات، فهي أما أن تدير محافظ الأوراق المالية بأكملها بأجراء عمليات التداول على المحفظة، أو أن تدير محتوياتها من الأوراق المالية، والمصارف عندما تقوم بهذا الدور فهي أما أن يكون ذلك ضمن نشاطها، وخدماتها الأخرى، أو أن هذه المصارف تكون متخصصة في هذا النشاط فقط، كما هو الحال مع مصارف الاستثمار.

الهيئة بذلك، فهم جهة مستقلة عن الصندوق<sup>1</sup>، قد يتخذوا شكل شركة مساهمة، وطنية، أم جهة أجنبية متخصصة، وكمثال على ذلك إلزام صندوق الاستثمار أن "يبرم المؤسسون مع مدير الاستثمار عقد إدارة، يقوم مدير الاستثمار بإدارة أموال الصندوق، والبحث عن أفضل مجالات الاستثمار في الأوراق المالية في أسواق المال المحلية، والعالمية، وله في سبيل ذلك اتخاذ كافة القرارات الإدارية، والاستراتيجية المتعلقة بالصندوق، كما يتولى مدير الاستثمار تقييم، وتسعير وثائق الاستثمار، وإبلاغ المستثمرين بمراكزهم المالية على فترات دورية"<sup>2</sup>، ويبدل مدير الاستثمار عناية الرجل الحريص في إدارته لأموال الصندوق، ويتقاضى في نظير ذلك اتعاباً عن قيامه بعمله الإداري، يتم احتسابها على أساس نسبة من صافي أصول الصندوق، وتكون على أقساط، وتختلف نسبتها من صندوق لآخر، إضافة إلى اتعاب حسن الأداء وتحسب على أساس نسبة من صافي فائض أرباح الصندوق كحافز للأداء في حال زادت الأرباح على حد معين، لكل ذلك حرصت التشريعات المختلفة على أحاطت شركات الاستثمار المالي بقواعد أمة منذ تأسيسها وحتى انقضاءها، وتصفياتها، حفاظاً على المصلحة العامة وضماناً لحقوق المدخرين المستثمرين وغيرهم، إضافة لتأطيرها بنظام رقابة يتناسب مع خصوصيتها، وأهميتها، فما أنواع وصور هذه الرقابة؟.

## المبحث الثاني

### الرقابة على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية

لا يمكن لأي تعامل مالي أن يتم دون أساس من الثقة، فالمستثمر لن يقوم بتسليم ثروته، أو أي جزء منها إذا لم يثق بمن سيقوم باستثمار وتوظيف هذه الأموال، وفي هذا العصر شديد التعقيد لا يمكن بأي حال من الأحوال الاعتماد على بناء الثقة بالاستناد إلى المعايير الأخلاقية وحدها، بل يجب توفير التشريعات، والأنظمة التي من شأنها ضمان الحقوق، وتحديد الواجبات، والمسؤوليات لجميع أطراف التعامل، لذلك فقد دأبت الدول على وضع التشريعات اللازمة لتوفير البيئة الاستثمارية الملائمة لتشجيع الأفراد على استثمار ثروتهم في الأوراق المالية، وأنشأت لهذه الغاية المؤسسات اللازمة لوضع، ومتابعة تنفيذ هذه التشريعات، وضمان تقييد جميع الأطراف بها، ولأجل تحقيق ذلك عمدت إلى تكريس رقابة صارمة ومتشابكة إلى درجة التعقيد أحياناً على شركات الاستثمار

1 . انظر م (73) قرار رقم 1377 لسنة 2017م بشأن اعتماد اللائحة التنفيذية للقانون رقم 11 لسنة 2010م بشأن سوق المال.

2 . انظر م (77) قرار رقم 1377 لسنة 2017م بشأن اعتماد اللائحة التنفيذية للقانون رقم 11 لسنة 2010م بشأن سوق المال.

في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>، تفوق تلك المفروضة على باقي الشركات، إضافة للرقابة القضائية العامة على مجمل نشاط الشركات بوجه عام، وشركات الاستثمار بوجه خاص.

وتتعدد أنواع الرقابة بشكل عام، وتختلف باختلاف الزاوية التي ينظر من خلالها إلى العملية الرقابية دون أن يؤثر ذلك على طبيعة الرقابة أو الهدف منها.<sup>2</sup>

## المطلب الأول

### الرقابة الداخلية على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية

إنّ نظام الرقابة الداخلية أصبح جزءاً لا يتجزأ من عمل أي شركة فهو نظام شامل، ويضم تحت مظله العديد من الأنظمة الرقابية الفرعية المهمة، والمتمثلة بالنظام الرقابي المحاسبي، والمالي والإداري، لذلك أصبحت الشركات ملزمة العمل به، تطبيقاً لقواعد الإدارة الرشيدة، كما أنّ التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية يمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم، ببيع، أو شراء، أو الاحتفاظ بورقة ما، وينبغي أن تتوفر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الورقة<sup>3</sup>، في حين أنّ وجود ضعف في الرقابة الداخلية قد يؤدي إلى زيادة في خطر المعلومات المقدمة للمستثمرين والتي تزيد من كلفة رأس المال للشركة، إضافة إلى زيادة في التحيز سواء أكان مقصوداً أو غير مقصود في الأرباح المعلنة، وكذلك زيادة العمليات غير الفاعلة، أو غير الناجحة للعمليات التجارية، والتي تشكل ضرر على الشركة في كسب الأرباح باستمرار، كما أن ضعف نظام الرقابة الداخلية في الشركات قد يؤدي إلى تدهور وضعها المالي والإداري والقانوني ومن ثم ضياع موجوداتها وأصولها...إلخ، فهي الرقابة الداخلية التي تمارسها أجهزة الشركة ذاتها، أي السلطة التنفيذية على نفسها باعتبارها مسؤولة عن مالية الشركة، وتنفيذ ميزانيتها بعد اعتمادها من الجمعية العمومية، ولذلك يطلق عليها الرقابة الإدارية، أو الرقابة الذاتية.

وهذه الرقابة تتمثل في جميع الوسائل، والإجراءات التي تستخدمها الشركة لحماية أصولها وموجوداتها، والتأكد من صحة، ودقة البيانات المحاسبية، والإحصائية لرفع الكفاءة الإنتاجية في الشركة، وتحقيق فاعليتها<sup>4</sup>، وهذا يتم من خلال توفر قاعدة عمليات تنطلق منها الخطط التي تضعها الإدارة.

1. "الأسواق المالية هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها، أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأوراق بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفاض إلى تلك التي تعاني من العجز" أنظر أ. د. أرشد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، 2019م، بدون دار نشر، ص 23.

2. ويمكن تقسيمها من حيث طبيعتها إلى رقابة قضائية، يمارسها القضاء بما له من ولاية النظر في المنازعات الناشئة بين الأشخاص الطبيعية، والمعنوية.

3. سيد طه بدوي، عمليات الأوراق المالية الفورية، والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراة، جامعة القاهرة، 2000م، ص 42 وما بعدها.

4. عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي لقياس، وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع، والمستقبل، مركز صالح كامل، جامعة الأزهر، القاهرة، السبت، 22مارس، 1997م، ج1، منشور، ص 86.

يُعدّ نظام الرقابة الداخلية الجوهر الأساسي لسير، وتنظيم أعمال الشركات وتحقيق ما تطمح إليه من رؤى، وأهداف كونه نظام يساعد في المحافظة على الأصول من الهدر، والضياع، ورفع الكفاءة الإنتاجية، وجذب المستثمرين كما أنّه يعكس معلومات واضحة ودقيقة عن أوضاع الشركة في التقارير المالية الصادرة عنها، ويعد من قبيل الرقابة الداخلية ما يأتي:-

### أولاً: الرقابة الإدارية.

تلتزم الشركات عموماً بنظام الرقابة الداخلية، والذي هو دائماً جزءاً من مهام لجان التدقيق في الشركة، وذلك من خلال المدققين الداخليين، ويتم الإشراف المتخصص على شركات الاستثمار المالي في سوق الأوراق المالية من قبل جهات مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية على تنفيذ السياسة الاستثمارية المعتمدة من قبل المساهمين، وهو ما يعرف بمدير الاستثمار<sup>1</sup>.

وتشمل الرقابة الداخلية الخطة التنظيمية، ووسائل التنسيق، والإجراءات الهادفة لتحقيق أكبر قدر ممكن من الكفاءة الإنتاجية، مع تشجيع الالتزام بالسياسات، والقرارات الإدارية، وهي تعتمد في سبيل تحقيق أهدافها وسائل متعددة مثل الكشوفات الإحصائية، ودراسات الزمن، والحركة، وتقارير الأداء، والرقابة على الجودة، والموازنات التقديرية، والتكاليف المعيارية، واستخدام الخرائط، والرسوم البيانية، وبرامج التدريب المتنوعة للمستخدمين.....إلخ.

### ثانياً: الرقابة المحاسبية

تهدف الرقابة المحاسبية إلى التحقق من أنّ كل عمليات الشركة التي تم تنفيذها وفقاً لما هو منصوص عليه<sup>2</sup>، وأن كل عمليات الشركة قد تم تسجيلها في دفاتر الشركة طبقاً للمبادئ المحاسبية المعمول بها دولياً، ومن ثم التحقق من دقة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير والقوائم المالية، حماية لأصول الشركة، وضمان دقة، وسلامة السجلات المحاسبية، ومطابقة الأصول المدرجة بدفاتر، وسجلات الشركة مع الأصول الموجودة بالفعل في أقسام الشركة المختلفة، ومخازنها<sup>3</sup>.

1. انظر خلف عبد الله الوردات، دليل التدقيق الداخلي وفق المعايير الدولية الصادرة عن (IIA)، ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014م، ص 313.

2. انظر م (18) قانون رقم 23 لسنة 2010م بشأن النشاط التجاري.

3. مصطفى يوسف كافي، تدقيق الحسابات في ظل البيئة الإلكترونية واقتصاد المعرفة، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014، ص183، وما بعدها.

إنّ البيانات المحاسبية هي المصدر الرئيسي للمعلومات فيما يخص أداء الشركات بالنسبة للمستثمرين الخارجيين، وأن ضعف تلك المعلومات يزيد من مخاوف المستثمرين من صحة القوائم المالية للشركة، وكذلك أدائها في الماضي وبالتالي يصعب من اختيار الشركة المستهدفة من أجل اتخاذ القرار المناسب لعملية الاستثمار، وتتخذ التقارير المالية عدة أشكال وفق معيار المحاسبة الدولية، كقائمة المركز المالي، أي الميزانية العمومية، وقائمة الدخل أي حساب الربح والخسارة<sup>1</sup>، وقائمة التدفقات النقدية<sup>2</sup>، وقائمة التغيرات في حقوق الملكية<sup>3</sup>، إضافة إلى الإيضاحات المرفقة مع التقارير المالية<sup>4</sup>.

ويجب أن تقدّم التقارير المالية معلومات مفيدة للإدارة، وللمستثمرين، والدائنين الحاليين، والمحتملين، والمستخدمين الآخرين لاتخاذ قرارات الاستثمارات، والاقتراض والقرارات الشاملة الرشيدة، والمعلومات هنا يجب أن تكون مفهومة للأشخاص الذين لديهم معرفة، أو فهم معقول حول الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة وعلى استعداد لدراسة هذه المعلومات باهتمام مناسب، ولا بد أن تقدم التقارير المالية معلومات حول الأداء المالي للشركة خلال الفترة، حيث يستخدم المستثمرون والمقرضون المعلومات التاريخية لتقدير وتوقع الأداء المستقبلي لها، ويتم ذلك من خلال المعلومات المتعلقة بمقاييس الأرباح ومكوناتها .

1. وهي تتمثل في جدول موجز أساسي يوضح الوضع المالي للمنشأة في تاريخ معين قُطِهر المعلومات المتمثلة بالأصول والالتزامات، وحقوق الملكية.
2. وهي قائمة تبين نتائج الأعمال للشركة من أرباح، وخسائر خلال فترة زمنية معينة من خلال مقابلة الإيرادات بالمصروفات.
3. وهي قائمة توضح كافة التدفقات النقدية الداخلة، والخارجة إلى الشركة خلال الفترة المالية.
4. وهي قائمة تبين التغيرات الحاصلة على حقوق الملكية خلال فترة محاسبية محددة عن بدء النشاط، وتتضمن الأهداف العامة للقوائم المالية ما يأتي:
  - أ. تقديم معلومات موثوقة تتعلق بالمواد الاقتصادية والالتزامات الخاصة بالمشروع لتحقيق القدرة على تقييم نقاط القوة والضعف للمشروع.
  - ب. بيان مصادر التمويل، والاستثمارات للمشروع.
  - ت. تقييم قدرة الشركة على مواجهة الالتزامات.
  - ث. بيان أساس المصادر الخاصة بالمشروع لتقييم قدرته على النمو.
  - ج. تقديم معلومات موثوقة حول التغيرات في صافي موارد المشروع الناتجة عن الأرباح المتحققة من الأنشطة المباشرة من أجل تحقيق تحديد توزيعات الأرباح المتوقعة للمستثمرين وإظهار قدرة عمليات المشروع في سداد التزامات الدائنين والموردين...إلخ.
  - ح. تقديم معلومات مالية يمكن استخدامها لتقدير الأرباح المحتملة للمؤسسة.
  - خ. الإفصاح عن أية معلومات أخرى ملائمة لحاجات مستخدمي القوائم المالية.

## المطلب الثاني

### الرقابة الخارجية على شركات الاستثمار في سوق المال

الرقابة الخارجية هي التي تمارسها الجهات المختصة خارج الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار، والتي تهدف بشكل أساسي إلى توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادلة، وكفؤة لجميع المتعاملين بالأوراق المالية، بحيث تتم جميع التعاملات داخل السوق على أسس سليمة، وعادلة تتسم بالنزاهة، والمصداقية، وهذا جعل من المنطقي أن تسعى مختلف التشريعات لتكريس رقابة صارمة، ومتشابكة حول نشاطها تفوق تلك المفروضة على باقي الشركات، ومن أهمها رقابة المصرف المركزي (أولاً)، ورقابة القضاء (ثانياً)، ورقابة السجل التجاري أي مسجل الشركات (ثالثاً)، ورقابة هيئة سوق المال (رابعاً)، ورقابة شركة السوق (خامساً).

#### أولاً: رقابة مصرف ليبيا المركزي.

للمصرف المركزي<sup>1</sup> مرتبة الصدارة في الرقابة على شركات الاستثمار، خاصة عندما تتخذ الشركة التي تمارس نشاط الاستثمار المالي وصف المصرف.

فلا يحق لأي شركة إي كان وصفها، أو شكلها ممارسة نشاط الاستثمار المالي إلا بعد الحصول على الإذن من المصرف المركزي، فالمصرف المركزي وحده يملك صلاحية منح الشركة حق ممارسة النشاط الاستثماري من عدمه، ولا يقف دور المصرف المركزي عند منح الأذن لممارسة النشاط الاستثماري، بل يمتد دوره من خلال رقابة ممارسة النشاط الاستثماري، حيث تلتزم شركات الاستثمار بتقديم تقارير دورية، واحصائية للمصرف المركزي بكل نشاطها، وللمصرف المركزي أن يتخذ أي إجراء أو أي عقوبة إدارية بحق شركات الاستثمار أو المصرف الممارس للنشاط الاستثماري، أو إي مسؤول إداري في المصرف، أو غيره، إذا تبين للمصرف إن هناك خرقاً للقانون، أو مخالفة أمر صادر عن المصرف المركزي، أو كانت هناك عمليات مصرفية مخالفة للقانون، إضافة لدور المصرف المركزي الرقابي خلال مرحلة تصفية شركة الاستثمار، والتي لا تتم إلا بعد الحصول على موافقة المصرف المركزي، والتي تصدر بعد إطلاع المصرف المركزي على دفاتر، وسجلات شركة الاستثمار المالي، أو المصرف الممارس لنشاط الاستثمار المالي.

1. يقوم المصرف المركزي بمراقبة، ومتابعة الأوضاع المالية للمصارف من خلال البيانات والمعلومات المالية المرسلة من المصارف، حيث يتم مراجعة وتحليل كل تلك البيانات والمعلومات من أجل الوقوف على الوضع المالي للمصارف، ومن ثم معرفة مدى التزامها بتطبيق القوانين، والأنظمة والتعليمات، أنظر القانون رقم 2 لسنة 2005م، بشأن مكافحة غسيل الأموال، القانون رقم 1 بشأن المصارف، قانون رقم 46 لعام 2012م بتعديل قانون رقم 1 لعام 2005م بشأن المصارف وإضافة فصل خاص للصيرفة الإسلامية.

## ثانياً: رقابة القضاء

إن وجود قضاء نزيه، وعادل عامل جذب مهم للاستثمار الاجنبي، والوطني على حد سواء، " فالحماية القضائية عنصر هام وأساسي في تدعيم القدرة التنافسية، وترسيخ مكانة الدولة كمصدر لجلب الاستثمار، علماً أنّ الهدف ليس فقط جلب الاستثمار، وإنما الحفاظ عليه، وتشجيعه"<sup>1</sup>

ومهما كانت المبادرات التشجيعية المنصوص عليها في التشريعات، والأنظمة القانونية فإنها لا تكفي لحمل المدخر على الاستثمار، إلا إذا تحقق من وجود قضاء مستقل، وفعال، وعادل يترجم النصوص القانونية، بما يحقق له حماية، وضمانة كافية تتمثل في عدالة، ونزاهة القضاء، حيث أصبحت منظومة اقتصاد السوق تتطلب عولمة المنظومة القضائية بما يتلاءم وآخر المستجدات التنظيمية لسوق الاستثمار العالمي، " لذلك نجد المستثمر يتطلع أولاً لمعرفة أحوال القضاء والنصوص القانونية الجاري بها العمل قبل الإقدام على الاستثمار في بلد معين، فالمستثمر قبل أن يبدأ في استغلال رأسماله في الدولة المضيفة يسعى جاهداً إلى أن يتضمن اتفاق، أو عقد الاستثمار النصوص الكفيلة بحفظ كافة حقوقه"<sup>2</sup>، وسواءً كان هذا عن طريق القضاء العادي (محاكم متخصصة) أو من خلال الوسائل البديلة لتسوية المنازعات والتي من أبرزها التحكيم التجاري الدولي، "ذلك أصبح التحكيم التجاري الدولي من بين متطلبات المستثمرين الأجانب إن لم نقل شرطاً يفرضه المستثمر الأجنبي على كل دولة مضيفة للاستثمار"<sup>3</sup>، حيث تقاس نجاعة القوانين الوطنية من خلال قدرتها على منح حماية أكثر عن طريق مرونة قوانينها ومدى اعتدادها بالطرق البديلة والعدالة التصالحية في تسوية المنازعات المرتبطة بالاستثمار، وهذا ما انتهجه المشرع الليبي بالخصوص.

## ثالثاً: رقابة مسجل الشركات.

تعدّ رقابة مسجل الشركات رقابة قانونية<sup>4</sup>، يقصد بها<sup>5</sup> مجموعة من الوسائل والأدوات التي تلجأ إليها السلطات الإدارية لحماية المصالح العامة والخاصة، حيث يتولى مسجل الشركات منح الموافقة على تأسيس شركة الاستثمار، وعلى نشاط الشركة، واستلام وفحص التقارير التي يجب على الشركات تقديمها إلى المسجل، وتسجيل الرهون وإزالتها والتصفية الطوعية للشركات، وعمليات الاندماج والانقسام.... الخ.

1. محمد الزوجال، الحماية القضائية للاستثمار، رسالة لنيل دبلوم الماستر في القانون الخاص، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية طنجة، جامعة عبد الملك السعدي، 2009، 2008م، ص 4.

2. محمد الزوجال، المرجع السابق، ص 5.

3. محمد الزوجال، المرجع السابق، ص 21.

4. انظر د. إبراهيم اسماعيل على إبراهيم، ومحمد سالم شاكر، مفهوم رقابة البنك المركزي على المصارف " دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي، العدد الثاني، السنة التاسعة، 2017م، ص 192، وما بعدها.

5. انظر م (2،5/د، 7، 18، 10) اللائحة التنفيذية للسجل التجاري المرهقة بقرار مجلس الوزراء رقم (187) لسنة 2012 ميلادي.



## رابعاً: رقابة هيئة السوق.

تتمتع هيئة السوق بصلاحيات واسعة في مجال متابعة تنفيذ أحكام القوانين والأنظمة واللوائح الخاصة بالسوق المالي.

وتمارس دورها الرقابي باستخدام العديد من الأدوات<sup>1</sup> التي تشكل بمجملها عناصر العملية الرقابية على قطاع الأوراق المالية وذلك كالآتي:

## أ. رقابة سابقة.

الرقابة السابقة تبدأ بإجراءات تأسيس صناديق الاستثمار، وذلك بتقديم طلب إلى هيئة السوق وفق نموذج معد من الهيئة، ويرفق بالطلب عقد الشركة، ونظامها الأساسي، وغيرها من الوثائق، كل ذلك من أجل فرض رقابة على الصندوق قبل تأسيسه، وفي أثناء مرحلة التأسيس، وذلك لضمان، وحماية أموال المستثمرين، وعلى الهيئة تدقيق الطلبات، والتحقق من استيفاء كل الشروط المطلوبة قانوناً، وللهيئة تضمين قرار قبولها أيّة شروط، أو قيود تراها مناسبة<sup>2</sup>، فهي المختصة بمنح التراخيص لمزاولة الشركة نشاطها داخل السوق المالي<sup>3</sup>.

ويجب على الشركة التي ترغب في إصدار سندات عن طريق الاكتتاب العام تقديم شهادة تصنيف ائتماني، وفق التشريعات، والأنظمة، واللوائح الخاصة بالسوق، والتي تشكل مجموعها البنية التشريعية لسوق المال، وكمثال على ذلك تتولى لجنة إدارة الهيئة إصدار قواعد المحاسبة، ومعاييرها اللازمة للتطبيق، وقواعد، ومعايير المراجعة اللازمة لذلك بما يتوافق، ويتماشى مع معايير المحاسبة، والمراجعة المتعارف عليها، وتسري هذه القواعد، والمعايير على الجهات التي تشرف، وتراقب عليها<sup>4</sup>.

كما تصدر عن الهيئة قواعد الإدارة الرشيدة للجهات المقيدة، والمدرجة في السوق، والتي يجب على أعضاء مجالس إدارة تلك الجهات التقيد بها، ومراعاتها وإدراجها في أنظمتها الأساسية، ولوائحها الداخلية، ووضعها موضع التنفيذ.

1 . انظر م (2) قرار رقم 1377 لسنة 2017م بشأن اعتماد اللائحة التنفيذية للقانون رقم 11 لسنة 2010م بشأن سوق المال.

2 . عرضت دعوى رقم 891 لسنة 52 ق جلسة 2008/2/16م، إثر النزاع بين الهيئة العامة لسوق المال ( هيئة الرقابة المالية)، وبعض الشركات العاملة في مجال الوساطة في الأوراق المالية حول مدى جواز قيام الهيئة بتعديل قواعد الكفاءة اللازم توافرها في القائمين على إدارة الشركة، وإلزام الشركات القائمة بتعديل أوضاعها وفقاً لهذه القواعد الجديدة، وقد انتهت المحكمة أن القرار المطعون فيه قد صدر من السلطة المختصة قانوناً، بإصداره وفي النطاق الذي ارتسمه القانون لها، وأنه بالنظر إلى أن هذا القرار من القرارات اللائحة فإن قواعد جاءت متسمة بالعمومية، والتجريد، وأن الأوراق المقدمة قد خلت مما يفيد أن هناك إساءة استعمال للسلطة عند إصدار القرار " مشار إليه محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، دراسة مقارنة، بدون دار نشر، 2014م، ص80.

3 . انظر م (4/ 14) قانون رقم 11 لسنة 2010 م بشأن سوق المال، وكذلك م(18) قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981م، ولائحته التنفيذية، وأيضاً م(35) قانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992 م المعدل، وكذلك م(177) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992م المعدل.

4 . انظر م (1،5،6،7،9،11/7) من قانون سوق المال الليبي.



## ب. رقابة آنية ولاحقة.

وتتم الرقابة الآنية (اللحظية) أثناء جلسة التداول، ومن ذلك إلزام الشركات العاملة في السوق بالإفصاح<sup>1</sup>، قصد تمكين جميع المتعاملين بالسوق، ومعه، من الحصول في نفس الوقت، وبقدر من الشفافية على كل المعلومات، والبيانات، والأمور الجوهرية المتعلقة بالجهة مصدرة الأوراق المالية، بما يضمن سلامة معاملاتهم، وحمايتهم، كذلك التزام الجهات المدرجة في السوق بالإفصاح الدوري، وبيان الأحداث الهامة، للتأكد من توافر المعلومات المالية، وغير المالية لجميع المتعاملين في السوق المالي، في وقت واحد، وبالشكل الذي يساهم باتخاذ قرار الاستثمار.

ويندرج تحت الرقابة الآنية الرقابة الآلية (الالكترونية)، والتي يقصد بها الرقابة على كل عمليات التداول داخل سوق الأوراق المالية، وعمليات شركات الوساطة المالية، وعمليات مركز المقاصة، والحفظ المركزي، وذلك للتأكد من سلامة التعامل فيها، وأنه غير مشوب بالغش، أو المضاربات من الممارسات غير المشروعة، فضلاً عن صلاحياتها بالتحقق من المعلومات، والبيانات الوهمية، وغيرها، كما تقوم بمراقبة اتجاهات الأوراق السوق المالية، وحركة انتقال رؤوس الأموال وتحديد أسعار الأسهم، والسندات من خلال المحافظة على تفعيل دور حركة قوى السوق (العرض والطلب)، ومنع المضاربة، والاحتكار والغش، في حين أن الرقابة اللاحقة تتم عن طريق المكاتب، والدوائر التنفيذية المختصة داخل الهيئة<sup>2</sup>، مثال ذلك إلزام مدير الاستثمار، والمؤسسين، وكافة مقدمي الخدمة بتقديم كل المعلومات، والمستندات، والبيانات التي تطلبها الهيئة، خلال المدة التي تحددها، وللهيئة زيارة مكاتب الصندوق، وفحص سجلاته، وأخذ البيانات، والمعلومات اللازمة لإجراء عمليات التدقيق والتفتيش، إضافة إلى الرقابة على اجتماعات الجمعية العمومية العادية، وغير العادية، كما تشرف هيئة الأوراق المالية على حصول المشتركين في صناديق الاستثمار على حقوقهم المتمثلة في الحصول على تقارير مالية عن ميزانيات الصندوق، وتقييم موجوداته، والحصول على عائد وحدات الاستثمار القابل للتوزيع، حيث يمثل هذا العائد الفرق بين القيمة السوقية الصافية لموجودات الصندوق في فترة ما وهذه القيمة في الفترة السابقة.....الخ.

1 . كما يتم الإفصاح من خلال التزام صندوق الاستثمار باطلاع المستثمرين على كل المعلومات، والبيانات عن الصندوق التي تنشرها شركات الاستثمار، ويحق لهيئة السوق طلب الاطلاع على جميع الوثائق التي تصدرها، وفي إي وقت، كما يكون لها سحب ترخيص شركة الاستثمار في حالة وجود مخالفات قانونية بالخصوص.

2. كما تعتبر الهيئة المرجع الأول في تسوية المنازعات بين المتعاملين في السوق المالي، فإذا كان لدى المستثمر شكوى بخصوص الصندوق مثلاً، فعليه تقديمها مكتوبة إلى الإدارة المسؤولة بالالتزام باللوائح والأنظمة داخل السوق، ويتم إطلاع المستثمر على الإجراءات الخاصة لمعالجة الشكاوى عند طلبها، وإذا لم يتم الوصول لتسوية بالخصوص فالمضطر للجوء للقضاء وفق القواعد العامة، وللهيئة اتخاذ التدابير، والجزاءات المناسبة حيال المخالفين، حيث يكون للمفتشين داخل الهيئة مطلق الصلاحيات في التحري عن أية مخالفة، ويكون لهؤلاء المفتشين صفة مأموري الضبط القضائي، بل أن اختصاصاتها تتعدى ذلك لتصل إلى حد اتخاذ الإجراءات التصحيحية، كسحب التراخيص، وإيقاف عمليات التداول... الخ، ويجد تبرير صرامة هذه الإجراءات سنده في رغبة المشرع في تعزيز ثقة أصحاب رؤوس الأموال، والمدخرين بشركات الاستثمار المالي لتشجيعهم على استثمار أموالهم دون الخوف من إساءة قيامها بالدور المنوط بها. وفق احكام قانون رقم 11 لسنة 2010م.

### خامساً: رقابة شركة السوق.

تراقب شركة السوق وتشرف على العمليات التقنية والفنية في السوق الأولية، وفقاً للأنظمة الموجودة بها<sup>1</sup>، كما تختص بالسماح لمدير الطرح، ومتلقى الاكتتاب بإدخال بيانات الاكتتاب بعد تأكدها من صحتها، ومطابقتها، لإتمام عملية التخصيص، وما يتعلق بطرح أوراق مالية لأول مرة مثل السندات، والصكوك، وأذونات الخزينة، وغيرها، كما تختص شركة السوق بإنشاء صندوق التسويات ضماناً للوفاء بالالتزامات الناشئة عن تداول الأوراق المالية بين الوسطاء، والمستثمرين، وغيرهم.

1 . انظر م (31/26) قانون رقم 11 لسنة 2010 م بشأن سوق المال.

يبحث مقدم في: المؤتمر العلمي الخامس كلية القانون - جامعة سرت (10 مايو 2023م)

## الخاتمة

## أولاً: النتائج.

1. إنّ تنظيم المشرّع الليبي لأوضاع شركات الاستثمار المالي غير واضح المعالم، ذلك أنّ تنظيمه لأحكام شركات الاستثمار المالي توزع بين أكثر من تشريع حيث تعرض المشرع لبعض أحكامه في قانون رقم 23 لسنة 2010م بشأن النشاط التجاري، وقانون رقم 9 لسنة 2010م، ولائحته التنفيذية، وقرار مجلس الوزراء رقم 186 لسنة 2012م، وغيرهم.

2. إنّ خصوصية الأحكام المتعلقة بشركات الاستثمار المالي لا تقتصر على الأحكام المنظمة لها خلال فترة التأسيس فقط، بل تمتد لتشمل كذلك الأحكام المتعلقة بها اثناء مزاولتها لنشاطها، وذلك من خلال إدارة هذه الشركات، والرقابة عليها، على نحو يختلف عما هو مقرر في الشركات عموماً.

3. إنّ مفهوم شركات الاستثمار مازال محل خلاف فقهي لكون المفهوم العام للاستثمار هو إرجاء وتأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى التداول، وليس الاكتناز، وعلى هذا فمفهوم الاستثمار ينطبق على كل أنواع الشركات التي تطرح أسهم للتداول العام، وتهدف لتحقيق إنتاجية بوجه عام.

4. تُعدّ شركات الاستثمار المالي من أكثر الشركات حاجة لتشديد الرقابة، بسبب طبيعة نشاطها، لذلك فإنّ المشرع الليبي أسوةً بغيره من التشريعات المقارنة، اتخذ عند تنظيمه لأحكام الرقابة على شركات الاستثمار منحى مختلفاً، عما انتهجه في الرقابة على الشركات عموماً، من خلال إخضاع شركة الاستثمار المالي لرقابة داخلية تمارسها أجهزة شركة الاستثمار ذاتها وفق القواعد العامة، مع التعامل بحزم مع هيئات الإدارة عند ممارستها لصلاحياتها، وكذلك اخضعها لرقابة خارجية تمارسها جهات خارج الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار تتمثل في المصرف المركزي، والقضاء، ومسجل الشركات وهيئة السوق المالي، وشركة السوق كل حسب اختصاصاته.

5. تتمتع هيئة السوق بصلاحيات واسعة في مجال متابعة تنفيذ أحكام القوانين، والأنظمة، واللوائح الخاصة بالسوق المالي، وتمارس دورها الرقابي باستخدام العديد من الأدوات التي تشكل بمجموعها عناصر العملية الرقابية على قطاع الأوراق المالية، في حين أنّ شركة السوق تراقب، وتشرف على العمليات التقنية، والفنية في السوق الأولية، وفقاً للأنظمة الموجودة بها، كما تختص بالسماح لمدير الطرح، ومتلقى الاكتتاب بإدخال بيانات الاكتتاب بعد تأكدها من صحتها، ومطابقتها، لإتمام عملية النخسيس، وما يتعلق بطرح أوراق مالية لأول مرة مثل السندات، والصكوك، وأذونات الخزينة، وغيرها.

## ثانياً: التوصيات.

1. دعوة المشرع الليبي لتنظيم شركات الاستثمار المالي تأسيساً، وإدارة، ورقابة، وانقضاء، وذلك لتفردتها بأحكام خاصة توافقت مع طبيعتها، واختصاصاتها.
2. على المستثمرين في الأسواق المالية بذل عناية خاصة في قراءة نشرة المعلومات، تقويم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، قبل اتخاذ أي قرار بشأن الصندوق، وبالتالي يلزم على شركات الاستثمار دراسة الخيارات الاستثمارية بشكل علمي، ودقيق عن طريق شركات الاستشارات المتخصصة المرخص لها من قبل هيئة الأوراق المالية، وعدم الانجراف خلف سياسة القطيع عند اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية.
3. العمل على إيجاد آليات أكثر نجاعة لمتابعة الإفصاح المالي للشركات المدرجة، والمستثمرة داخل سوق الأوراق المالية، وإلا يقتصر نشره على موقع الهيئة، والسوق الإلكتروني فقط.
4. إيجاد آليات إلكترونية متطورة لأعلام المستثمر على الأنظمة، والقوانين الخاصة بتنظيم قطاع الأوراق المالية، حتى يتمكن المستثمر من معرفة حقوقه وواجباته تجاه كل من الهيئة والسوق وشركات الخدمات والوساطة المالية.
5. نشر العقوبات، والجزاءات المتخذة بحق المخالفين على موقع الهيئة الإلكتروني، وذلك لرفع الثقة بدور هيئة السوق تجاه ضبط، وتنظيم السوق المالي.
6. توسيع نطاق نشاط شركات الاستثمار المالي في مجال الاستثمار، دون الاقتصار على إدارة محافظ الأوراق المالية.

## المراجع

## أولاً: الكتب

1. إبراهيم اسماعيل على إبراهيم، ومحمد سالم شاكر، مفهوم رقابة البنك المركزي على المصارف " دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي، العدد الثاني، السنة التاسعة، 2017م.
2. أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار (دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999م.
3. أرشد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، 2019م، بدون دار نشر.
4. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، بدون دار النشر، عمان، ط1، 2004م.
5. أسامة أبو الحسن محمد مجاهد، عقد استثمار الأموال، رسالة دكتوراة مقدمة لكلية الحقوق، جامعة عين شمس، 1993م، ص 57، منشورة.
6. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الثانية، 2006م.
7. خلف عبد الله الوردات، دليل التدقيق الداخلي وفق المعايير الدولية الصادرة عن (IIA)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2014.
8. رنا محمد البياتي، دور الإدارة في فسخ الإجازة الاستثمارية والغائها، جامعة النهدين، كلية الحقوق، أطروحة دكتوراة، 2015م، منشورة.
9. سيد طه بدوي، عمليات الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراة، جامعة القاهرة، 2000م.
10. عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى ابحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، مركز صالح كامل، جامعة الأزهر، القاهرة، السبت، 22مارس، 1997م، ج1، منشور.
11. علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، 2008م.
12. غالب علي الداودي، وحسن مهدي الهداوي، القانون الدولي الخاص، الجنسية والمواطن والمركز الاجنبي واحكامه في القانون العراقي، مكتبة السنهوري، بغداد، 2013م.

13. فاضل حمد صالح الزهاوي، المشروعات المشتركة وفقاً لقوانين الاستثمار، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق، جامعة عين الشمس، القاهرة، 1984م، منشورة.
14. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، طبعة 2006م.
15. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، دراسة مقارنة، بدون دار نشر، 2014م.
16. محمد الزوجال، الحماية القضائية للاستثمار، رسالة لنيل دبلوم الماستر في القانون الخاص، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية طنجة، جامعة عبد الملك السعدي، 2009، 2008م.
17. محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ - الأدوات - المخاطر - التقييم)، بدون دار نشر، 2022م.
18. محمد فوزي سامي، شرح القانون التجاري، (شركات المساهمة وشركات الاستثمار...)، المجلد الرابع، دار المكتبة العربية، بيروت، 1997م.
19. مصطفى يوسف كافي، تدقيق الحسابات في ظل البيئة الإلكترونية واقتصاد المعرفة، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014.
20. نادية محمد عوض، الشركات التجارية، دار النهضة العربية القاهرة 2001م.
21. هفال صديق اسماعيل، المركز القانوني للمستثمر الأجنبي، "دراسة تحليلية مقارنة"، دار الجامعة الجديدة، طبعة 2014، 2015.

### ثانياً: القوانين.

1. قانون رقم 23 لسنة 2010م بشأن النشاط التجاري.
2. قانون رقم 11 لسنة 2010م بشأن سوق المال.
3. قانون رقم 9 لسنة 2010م بشأن تشجيع الاستثمار.
4. القانون رقم 2 لسنة 2005م، بشأن مكافحة غسل الأموال.
5. القانون رقم 1 بشأن المصارف.

6. قانون رقم 46 لعام 2012م بتعديل قانون رقم 1 لعام 2005م بشأن المصارف وإضافة فصل خاص للصيرفة الإسلامية.
7. اللائحة رقم 1377 لسنة 2017 بشأن اعتماد اللائحة التنفيذية للقانون رقم 11 لسنة 2010م.
8. قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981م.
9. قانون الاستثمار المصري رقم 72 لسنة 2017م.
10. قانون نشاط شركات الاستثمار المصري رقم 146 لسنة 1988م.
11. قانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992 م المعدل
12. اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992م المعدل.