

القيود الواردة على تداول الأسهم في البورصة

إعداد: د. خالد عبد القادر محمود عبيد

أسناد مشارك قانون تجاري

جامعة الطائف

المملكة العربية السعودية



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الملخص:

تعد الأوراق المالية السلع التي يتم تداولها داخل بورصة الأوراق المالية، وهي صك يعطي صاحبه حقا، هذا الحق لا يتمثل في المال فحسب، كما في السندات، بل يمتد ليعطي سلطة أيضا على قرارات الشركة عن طريق جمعيتها العمومية وغير العمومية، ومن ثم كانت هذه السلطة خطرا على الاقتصاد المحلي أو العالمي حسب نوع الشركة، إذا كانت هذه السلطة على إطلاقها، ومن ثم كان علينا مناقشة ماهية الأوراق المالية، وأنواعها، وكيفية الحصول عليها، وما تمنحه من سلطة أو مال أو كليهما معا، حسب الأحوال، ثم مناقشة ما يرد عليها من قيود تحد من إساءة استعمالها، وذلك بالنسبة للقيود التي أوردها المنظم السعودي على ضوء التشريع الفرنسي، وغيره من التشريعات العربية، وسوابقها القضائية، والجهات الرقابية القائمة على متابعة حسن أداء هذه العملية.

وانتهينا إلى استحسان ما ذهب إليه المنظم السعودي في الكثير من القيود القانونية، أو ما سمح به من قيود اتفاقية، حيث استفاد من سابقه، متمشيا مع كثير مما ذهب إليه المنظم الفرنسي، إلا أنه خالفه في وضع كافة السلطات في يد

هيئة سوق الأوراق المالية، وكان من الأفضل أن تكون هناك هيئة مستقلة، وظيفتها -فحسب- الكشف عن كل تلاعب في عمليات تداول الأوراق المالية، مع الاعتراف بكون الكلمة الأخيرة بإجراء التحقيقات لهيئة سوق المال، حيث إن أغلب عمليات التداول غير المشروعة أو غير الأخلاقية -بمسمى المنظم السعودي- هي عمليات تحتاج إلى متابعة مستمرة، وعلى درجة عالية من الدقة؛ بحيث لا يتم اكتشاف التلاعب بعد تمامه، وما قد يترتب عليه من أزمات اقتصادية قد يصعب تداركها، وفي الأمثلة التي قامت بها لجنة عمليات البورصة بفرنسا خير مثال على ذلك؛ إذ إن المسألة هنا تحتاج إلى الرقابة الدقيقة، سيما الرقابة الوقائية، وقد أحسن المنظم السعودي إذ اقتبس العديد من القيود القانونية لعمليات تداول الأسهم من المنظم الفرنسي، وحيث كان هدفنا جمع شتات القيود القانونية على تداول الأوراق المالية، مثل لائحة معاملات الأوراق المالية بفرنسا، فكنا نأمل من المنظم السعودي السير على النهج ذاته.

كلمات افتتاحية: بورصة الأوراق المالية، الأسهم، السندات، المضاربة غير المشروعة.

المقدمة:

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على خاتم النبيين والمرسلين.

وبعد:

فتقوم الدولة بالدور الرئيس في كل بلدان العالم لدورة النقود، فتكون الدولة هي المسيطر العام للنظام المالي باعتباره أحد وظائفها التقليدية. ففي فرنسا -مثلا- كانت الدولة هي المسيطر العام على نظام الدورة المالية، ففي الستينات جمعت الدولة كل الوظائف الاقتصادية في يديها، فكانت بمثابة مهندس دورة التمويل، فأنشأت الدولة مؤسساتها الخاصة بعمليات الإقراض، مثل البنوك المتخصصة في الزراعة والصناعة وغيرها، وتقع جميعها تحت سيطرة الدولة

بحيث إن الأموال التي تضح يوميا إلى هذه الأموال تتحدد يوميا من وزيرى الاقتصاد والمالية، فالدولة تقريبا هي المالك لكل النظام المالى، فهي تمارس كل الأنشطة من صناعة السيارات إلى الأدوية، وتجارة السلع الغذائية.

لكن في فرنسا حدث تغير مهم منذ عام ١٩٨٣، وبدأت الدولة تنسحب من نظام الدورة المالية، فبعد أن كانت البنوك توزع القروض المالية آليا، بحيث يستطيع كل عميل الحصول على أي قرض، بناء على معايير وبيانات موحدة ومحددة مركزيا بواسطة الدولة، فتغير شكل التمويل، بحيث أصبحت المشروعات تتجه إلى البورصة بدلا من البنوك، وعندما بدأت فرنسا في بيع شركاتها الوطنية بطرحها للاكتتاب العام وجدت قبولا كبيرا من جمهور المدخرين الفرنسيين، مثل شركة france telecom؛ فارتفع عدد حملة الأسهم في فرنسا من عام ١٩٧٩ من مليون وثلاثمائة ألف إلى خمسة مليون ومائتي ألف في عام ١٩٩٩.

وزاد مع الوقت المستثمرون في الأسهم، بحيث زاد عدد المستثمرون في البورصة ما يقارب من ربع سكان كل من أمريكا، وإنجلترا، وفرنسا بالترتيب، حيث النسبة الأعلى ما زالت للولايات المتحدة الأمريكية.

وحيث إن محل تعاملات البورصة هو الأوراق المالية، والتي في أفضل تعريفاتها "أنها السلعة التي يتم تبادلها بيعا وشراء في بورصة الأوراق المالية، والورقة المالية هي صكا ينشئ حقا، ويمكن تقويمه وتداوله بسهولة في بورصة الأوراق المالية".

وحيث إن الاسهم تحديدا تعطي المساهم سلطة ومالا على الشركة المساهم فيها؛ فإن لها دورا خطيرا في أداء الشركة، ولو بشكل غير مباشر، وأداء الشركات المسجلة في البورصة ينعكس على أداء الاقتصاد القومي عموما، وعليه فإن تحديد ماهيتها، وطريقة الحصول عليها، وكيفية تداولها، والقيود التي ترد عليها أمر جليل، أخذ الكثير من جهود القانونيين والاقتصاديين في العالم أجمع، ومر بتجارب علمية وعملية كثيرة.

أيضا مع التوسع في تداول الأوراق المالية فإن تنظيمها فنيا وقانونيا يتطور يوما بعد يوم، وسيما مع وجود تجارب عملية خدعت السوق، وأثرى كثير من المخادعين بنسب كبيرة في عديد من الشركات بالخداع، وتلك الطرق المخادعة أصبح لها دراستها وأسمائها التي حاول الفقه القانوني التصدي لها، وسنولي بالشرح أهمية هذه الطرق، وكيفية تفاديها قانونا، بناء على التجارب الكثيرة التي مرت على مختلف أسواق التداول؛ توصلا إلى أهمية القيود المفروضة على تداول الأسهم في المملكة وفي أسواق التداول العالمية، القيود التي من دونها قد يتحول هذا النظام العبقري الذي يضخ الكثير من أموال المساهمين في السوق، مكونا رأس المال اللازم لقيام الشركات بمشروعاتها، قد يتحول إلى حرب دمار شاملة إذا لم تتطور معالجاته الفنية والقانونية، تماشيا مع المستجدات يوما بعد يوم؛ حتى لا يصبح هذا السوق فحا كما حدث في أزمة دول جنوب آسيا وجنوب شرقها، ولا سيما مع تزايد الاندماجات وتمركز القوى المالية في العالم مع مساندة الاتفاقات الدولية لها، المهتمة بتحرير التجارة الدولية^(١)، وسيما مع المحاولات المتعددة من أجل تداول أكثر عالمية لرعوس الأموال عن طريق بورصة الأوراق المالية.

الأهمية العلمية والعملية:

إن لبورصة الأوراق المالية دورا مهما في توفير رعوس الأموال اللازمة للمشروعات، ومما لهذه المشروعات من أثر كبير على الاقتصاد القومي، والاقتصاد العالمي فإن هذه الدراسة توفر لنا الآتي:

(١) تستطيع التكتلات الاقتصادية الضخمة، والشركات متعددة الجنسيات التحكم في الجانب الأكبر من الثروة، فمثلا تتحكم في مصير باقي المشروعات المقيدة في بورصة وويل ستريت، وفي المقابل فإن القوة الشرائية في العالم مقابلة بازدياد عدد السكان تنخفض بسبب أن أكثر من ثلثي القادرين على العمل عاطلون عن العمل، ووفقا لما نشرته منظمة العمل الدولية بأن أكثر من ثلثي القادرين على العمل عاطلون عن العمل، وفي هذا المعنى كتب: أ.د مصطفى رشدي شبيحة، المعاملات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر الاسكندرية، ص ٣٣.

١- التعرف على أهم الأسواق المالية العالمية في كيفية إدارة أوراقها المالية والإشراف على العمليات التي تتم داخل البورصة، ولا سيما أن سوق الأوراق المالية السعودية برغم أنه الأكبر من حيث القيمة السوقية فإنه الأقل من حيث تنوع الأوراق المالية المتداولة داخل بورصة المملكة؛ إذ لا يتداول داخله سوى الأسهم العادية فقط.

٢- الممارسات غير الأخلاقية داخل سوق الأوراق المالية الفرنسي والسعودي، وكيفية التعامل معها على ضوء أهم التجارب العملية، وتأثير ذلك على تداول الأوراق المالية.

٣- المقارنة بين النظام الفرنسي والسعودي في تداول الأوراق المالية بغرض إيضاح كفاية هذه التشريعات من عدمه في قوانين المملكة.

خطة البحث:

المقدمة.

المبحث الأول: ماهية الأسهم.

وفيه مطلبان:

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية.

الفرع الأول: تعريف البورصة.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم.

الفرع الثالث: السندات.

المطلب الثاني: شروط الإدراج.

الفرع الأول: شروط إدراج الأسهم وفقا لنظام هيئة سوق المال السعودي.

الفرع الثاني: حقوق المساهمين.

المبحث الثاني: الإشراف والرقابة على مبدأ الشفافية والإفصاح.

وفيه مطلبان:

المطلب الأول: الجهات المنوط بها الإشراف والرقابة على عمليات التداول في البورصة.

الفرع الأول : التشكيل الإداري للبورصة في فرنسا.

الفرع الثاني: دور شركة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية.
وفيه مطلبان:

المبحث الثالث: قيود تداول الأسهم.

المطلب الأول: القيود القانونية.

الفرع الأول: المضاربة غير المشروعة.

الفرع الثاني: إلغاء التداول وتعليقه في المرسوم الملكي السعودي الصادر عام ٢٠٠٣ السابق الإشارة إليه.

الفرع الثالث: شراء الشركة لأسهمها.

المطلب الثاني: القيود الاتفاقية.

الخاتمة: النتائج والتوصيات.

فهرس المصادر والمراجع.

المبحث الأول

ماهية الأسهم

إن تحديد ماهية الأسهم لا تتأني بالولوج إلى مفهومها فحسب، بل هي جزء من سوق له تكوينه ومفهومه التي تمثل الأسهم جزءاً لا يتجزأ من تكوينه، وترتبط بوجوده.

وينقسم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول خاص بمفهوم الأوراق المالية، والمطلب الثاني خاص بشروط الإدراج.

المطلب الأول

مفهوم الأوراق المالية

تعددت تعريفات البورصة، إلا أننا اخترنا منها الأقرب لجمع صفاتها، والمميز لها عن غيرها من حيث اللغة والاصطلاح، وقد قسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة فروع، الأول لتعريف البورصة، والفرع الثاني لتعريف الأسهم، والفرع الثالث لتعريف السندات.

الفرع الأول: تعريف البورصة:

تعددت تعريفات البورصة، إلا أننا اخترنا منها الأقرب لجمع صفاتها، والمميز لها عن غيرها من حيث اللغة والاصطلاح.

كلمة بورصة تعني "séance": الاجتماع الذي يعقد بين المتعاملين بالبيع والشراء في الأوراق المالية في مكان معين في مواعيد دورية، فتطلق هذه الكلمة على المكان الذي يعقد فيه هذا الاجتماع.

وعليه فإن البورصة سوق منظمة لتداول رأس المال، يشرف عليها مجلس إدارة يضع قواعد إدارة تعاملاتها، وعليه لا تعتبر التعاملات صحيحة إلا على ضوء هذه القواعد التي فحواها شروط تفصيلية لكيفية التداول وقيوده ومواعيده.

فضلا عن كون التعامل فيها لا يتم إلا من خلال سمسرة مسجلين لدى البورصة، كحلقة اتصال بين البائع والمشتري؛ ضمانا لتنفيذ تعاملاتها على النحو المطلوب والمنصوص على شروطه وفقا للوائح كل بورصة وقوانينها، والتي يكون السمسار هو الأكثر دراية بها من المشتري، وسيما إذا كان جديدا في هذه التعاملات.

وحيث إننا انتهينا إلى كون البورصة سوقا منظمة لعمليات تداول رأس المال على إطلاقه فإن البورصة تعدد أدوارها بحسب النظام الاجتماعي والاقتصادي التي تنشأ في ظلها، ففي الدول الكبرى تعدد أدوارها ومجالاتها عن الدول النامية، وقد ينعدم دورها أحيانا، مثلما حدث في مصر في ظل النظام الاشتراكي في ستينات القرن الماضي؛ لذلك فإن دورها - مع توسع النظام الاقتصادي الرأسمالي، والذي من معطياته العولمة بكافة صورها - في مختلف الدول يزداد ويتوسع.

تعريف الأوراق المالية:

حيث إن محل تعاملات البورصة هو الأوراق المالية، والتي في أفضل تعريفاتها "السلعة التي يتم تبادلها بيعا وشراء في بورصة الأوراق المالية، والورقة المالية هي صك ينشئ حقا، ويمكن تقويمه وتداوله بسهولة في بورصة الأوراق المالية"^(١).
أما عن أنواع الأوراق المالية فتتمثل في السندات، سواء من نصيب المساهمين، أو من نصيب المؤسسين، وكذلك في أذون الخزانة، وكوبونات الأرباح، وحقوق المكتتبين، أو أي حقوق تتعلق بهذه الأوراق، لكن هذه الفئات الرئيسة التي يندرج تحتها أنواع أخرى.

تعدد الأوراق المالية على النحو الآتي:

(١) مصطفى كمال طه، الوجيز في القانون التجاري، منشأة المعارف، ١٩٧٤، صفحة ٥٢ حتى ٦٣.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم:

الأسهم العادية: هي الأسهم التي تمنح أصحابها الحقوق العادية التي لا يمكن فصلها عن الأسهم، والتي تعتبر من مقوماته.

الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي تخول لأربابها - بجانب الحقوق العادية للصيقة بالسهم - بعض المزايا الخاصة: كأولوية في الحصول على نصيب من أرباح الشركة، أو من فائض التصفية، وأحياناً تسمى الأسهم الممتازة بالأسهم ذات الصوت المتعدد، وهي التي تمنح أصحابها عدداً من الأصوات في الجمعيات العامة للشركة، زيادة على تلك المقررة للأسهم العادية.

أسهم التمتع: هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، والمقصود باستهلاك قيمتها: أن ترد الشركة قيمة السهم رداً معجلاً، كنوع من أنواع تصفية الشركات، حيث تلجأ الشركة إلى استهلاك أسهمها لأسباب ضرورية، ويتجلى ذلك في حالة ما إذا كانت موجودات الشركة مما يستهلك بالاستعمال، كالشركات التي يكون موضوعها استغلال منجم أو محجر مثلاً، ونوضح أن الأصل أن السهم لا يستهلك طالما أن الشركة باقية؛ لأن السهم يمثل حصة الشريك، وليس من حق الشريك أن يسترد حصته مادامت الشركة قائمة، كما أنه ليس من حق الشركة طالما لم يتم حلها أن ترد للشريك القيمة الاسمية لأسهمه؛ لأن ذلك معناه حرمانه من إحدى الحقوق الرئيسية المقررة له، وهو الحق في البقاء في الشركة إلى إن تنقضي، لكن هناك أسباب ضرورية تفرضها طبيعة الشركة، كما في حالة ما إذا كانت موجودات الشركة مما يستهلك بالاستعمال، فيزول بمرور الزمن، كالمنجم أو المحجر^(١).

وأيضاً إذا كانت الشركة حاصلة على امتياز حكومي، كشركات النور والمياه، لمدة معينة، ثم تعول موجوداتها إلى الجهة التي منحت الامتياز.

(١) الشركات التجارية - محمد فريد العربي - طبعة عام ٢٠٠٩ - دار الجامعة الجديدة صفحة ٢٠٥.

وعليه فإن استهلاك السهم هو رد معجل لقيمة السهم، مأخوذ من نصيبه عند التصفية المستقبلية للشركة، والحكمة منه - كما هو واضح - أن الشركة التي تبلى بمرور الزمن بطبيعة عملها، كالمنجم، أو تبلى بطبيعة عقدها؛ فإنها تستهلك جزءاً من أسهمها عاماً بعد عام؛ حتى تستهلك جميع أسهمها تدريجياً مع انقضاء مدتها.

القيمة الاسمية للسهم: هي القيمة التي يصدر بها السهم، ويحسب على أساسه رأس مال الشركة.

القيمة السوقية للسهم: هي قيمة السهم في البورصة وفقاً لقانون العرض والطلب ارتفاعاً وانخفاضاً.

القيمة الحقيقية للسهم: هي صافي ما يمثله السهم في أصول الشركة وموجوداتها، وهذه القيمة بدورها تتوقف على المركز المالي للشركة، فإن كانت أصول الشركة مساوية لخصومها فالقيمة الحقيقية تكون مساوية للقيمة الاسمية، وإن كانت الأصول أكبر من الخصوم أو أقل منها؛ فإن القيمة الحقيقية للسهم تكون أكبر أو أقل من قيمته الاسمية.

الفرع الثالث: السندات:

السندات ذات العائد الثابت.

السندات ذات العائد المتغير.

سندات تتضمن شرط الاستهلاك.

هناك أنواع ذات صلة بحيث لا يتم تداولها في البورصة، بل يتم شراؤها وبيعها لدى الصندوق المصدر نفسه^(١).

(١) المرجع السابق الإشارة إليه في ٣ ص ٢٢٨، بالإضافة إلى: جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، ومحمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، دار الحمد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ٢٠٠٦، كتبوا بذات المعنى.

التفرقة بين الأسهم والسندات:

يختلف السهم عن السند في كون السهم حصة في رأس مال الشركة، ويضفي على حائزه صفة مساهم، ويؤكد السهم علاقة ما أو صلة بالشركة تعطي حائزها حقوقا متساوية.

أما السند فهو يمثل فقط صك مديونية عادية على الشركة، ويعطيه الحق في استرداد دينه بفوائده دون تحمل خسارة أو مكسب في الشركة، فهو دائن عادي، على عكس السهم الذي يجعل حائزه شريكا يتحمل في الخسارة، ويفوز بالمكسب. أي: مع الشركة صعودا، وهبوطا، وعليه فالمساهم له مال، وله سلطة على الشريك المساهم فيه، ولذلك تم اختيار مصطلح المساهم إيضاحا لذلك، فالمساهم -لا سيما مع نسب معينة- يعطيه حق التدخل في أداء الشركة، ولو بطريقة غير مباشرة.

الاكتتاب معناه: إبداء المكتتب رغبته في دخول الشركة المستقبلية عن طريق

تعهدته بشراء عدد محدد من أسهمها المطروحة على الجمهور لاقتنائها^(١).

وهناك عدة شروط ليصدر الاكتتاب على الوجه الصحيح وفقا لقانون التجارة السعودي (الشروط العامة)، أما التفاصيل التنفيذية فنجدتها في المرسوم الملكي المشار إليه سابقا بشأن إنشاء هيئة السوق المالية:

١- أن يكون الاكتتاب باتا ومنجزا، غير معلق على أجل، فإذا علق على أجل أو

شروط أجل بطل الأجل، وصح الاكتتاب.

٢- أن يكون الاكتتاب جديا، لا صوريا بغرض زيادة نسبة المكتتبين مثلا، وعدم

وجود نية لسداد ما أكتب فيه، وخلافه من صور الصورية التي يقدرها

القاضي حسب سلطته الموضوعية.

(١) د. مصطفى طه - المرجع السابق - بند ٣٢٣.

٣- يجب أن يكون الاكتتاب كاملاً. أي: أن يغطي الاكتتاب نسبة رأس المال المطروحة للاكتتاب، وإلا ألغى مشروع الشركة، ولا يجوز لهم أن يخفضوا رأس مال الشركة المكتتب فيه للقدر الذي انتهى إليه الاكتتاب.

المطلب الثاني

شروط الإدراج

الفرع الأول: شروط إدراج الأسهم وفقاً لنظام هيئة سوق المال السعودي:

ورد في المادة السابعة من المرسوم الملكي الصادر في ١٤٢٤/٦/٢ بوضع نظام

هيئة سوق المال عدد من الشروط:

- ١- يجب أن يكون المصدر شركة مساهمة.
- ٢- يشترط في الأسهم موضوع طلب الإدراج أن يكون لها سيولة كافية، بحيث لا يقل عدد جمهور المكتتبين عن ٢٠٠ مساهم عند الإدراج. وأن لا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم موضوع الطلب عن ٣٠% عند الإدراج، ويجوز -بعد الحصول على موافقة الهيئة- أن تسمح بنسبة مئوية أقل أو بعدد أدنى من المساهمين، إذا رأت مناسبة ذلك بالنظر إلى عدد الأسهم من الفئة نفسها، وتوزيعها على الجمهور.
- ٣- دون الإخلال بأي نسبة مئوية أدنى أو عدد مساهمين أقل يسمح به وفقاً للفقرة (ب) من هذه المادة، تشكل المتطلبات المنصوص عليها في تلك الفقرة التزاماً مستمراً على المصدر.
- ٤- إذا علم المصدر في أي وقت بعد إدراج أسهمه أن أياً من متطلبات الفقرة (ب) من هذه المادة، والفقرة (ب) هنا هي رقم (٢) فعليه أن يشعر السوق فوراً بذلك، ويتخذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لضمان استيفاء المتطلبات ذات الصلة^(١).

(١) القانون التجاري السعودي - عبد الهادي الغامدي، بالإضافة إلى الموقع الرسمي "تداول" والراجعي.

٥- مالم يكن قد سبق إدراج أسهم من الفئة نفسها يجب أن لا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة عند تاريخ الإدراج لجميع الأسهم المطلوب إدراجها عن ٣٠٠ مليون ريال سعودي، ويجوز للسوق بعد الحصول على موافقة الهيئة السماح بإدراج أسهم ذات قيمة سوقية إجمالية أقل إذا رأت أن السوق كافية لتلك الأسهم^(١).

نشير هنا إلى أنه قد يغطي الجمهور الاكتتاب العام عدة مرات لأسهم جديدة لشركات تتوفر فيها الثقة وجودة الدعاية والإعلان، وهو ما ابتغاه المنظم السعودي في وضع شروط، منها تحديد الحد الأدنى لتغطية الاكتتاب، وحد أدنى لرأس المال، بحيث يضم أفضل وأقوى شركات في الاقتصاد القومي السعودي.

وحددت المادة ١٨٧ خصائص الأسهم بالآتي:

١- المساواة في القيمة: فطبقاً للمادة ٤٨ من نظام الشركات ينقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، وحكمة ذلك هي تسهيل حساب الأغلبية في الجمعية العمومية.

ويترتب على تساوي قيمة الأسهم تساوي الحقوق التي يمنحها السهم، من حيث الأرباح، والتصويت، ونتاج التصفية، والتزاماتهم نحو الشركة. ونشير هنا إلى أن المساواة هنا تقوم بين كل من الأسهم من نوع واحد، وليست مساواة بين المساهمين، فهناك أنواع مختلفة من الأسهم تضافي على حاملها ميزات مختلفة.

ونفرق بين القيمة الاسمية، والحقيقية، والتجارية للسهم.

٢- عدم قابلية السهم للانقسام أو التجزئة في مواجهة الشركة:

(١) القانون التجاري السعودي - دكتور محمد حسن الجبر - الطبعة الرابعة عام ١٤١٧ - ١٩٩٦،

عندما تتول ملكية السهم إلى ورثة مالك السهم فإن السهم لا يمكن تملكه مشاعاً، وإنما يتم تعيين من ينوب عنهم في استعمال الحقوق المترتبة على السهم في مواجهة الشركة، كحضور الجمعية العمومية، وحق التصويت، مع إيضاح أن الالتزامات الناشئة عن السهم تكون مسئولية كل الورثة، وليس من ينوب عنهم فقط.

٣- قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية:

كقاعدة عامة يجوز نقل ملكية السهم من شخص لآخر، وهو حق أصيل للمالك دون حاجة لاتباع إجراءات حوالة الحق، كما هو الحال في شركات الأشخاص، والتي لا يمكن للشريك أن يتنازل عن حصته إلا بموافقة باقي الشركاء. ونضيف إلى أنواع الأسهم المذكورة سابقاً نوعاً جديداً أضافه القانون التجاري السعودي، وهو نوع من الأسهم الممتازة، لكنها أسهم ممتازة عديمة الصوت، إذ أجازتها المادة ١٠٨ من نظام الشركات السعودي بعد تعديلها بالمرسوم الملكي الصادر في ١٤١٢/٧/٣٠، فيجوز للشركة أن تصدر أسهماً ممتازة لا تعطي الحق في التصويت، وذلك بما لا يجاوز ٥٠٪ من رأس مالها.

والفرق بين الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها يتخذ السهم أحد شكلين وفقاً لنظام الشركات في المملكة، فالأسهم الاسمية تحمل اسم صاحب الحق فيها، ويتم تداوله بطريق القيد في سجل المساهمين، والأغلب من التشريعات يحظر الأسهم لحاملها، أو يضع لها حداً أقصى لا تتجاوزه، وفقاً لمدى الاحتياج للتنوع بوجودها، ومدى القدرة على متابعتها وتجنب مخاطرها.

أما الأسهم لحاملها فلا يحمل اسم صاحب الحق فيه، ويعتبر حامل السهم هو صاحب الحق فيه في مواجهة الشركة.

طبقاً لنص المادة ٢/٩٩ أن يبقى السهم اسماً إلى حين الوفاء بقيمته كاملة، وحكمة ذلك أنه قد يتعذر الوصول لصاحب السهم لحامله للوفاء بقيمته.

الطبيعة القانونية لعمليات تداول الأسهم:

اختلف الفقه القانوني في هذه المسألة، فهناك من وصفها بأنها تجديد للدين، أي: يسقط الدين القديم بالبيع، ليحل محله الدين الجديد، مقابل الشركة، ولكن يعوز هذا الرأي أنه لم يفهم جيدا طبيعة التجديد؛ إذ لا ينشأ التجديد مصادفة، وإنما يجب أن تتجه إليه إرادة بائع السهم ومشتريه، وهو ما لم تتجه إليه إرادة الأطراف، فضلا عن تواجد وسيط يقوم بتنفيذ أمر البيع والشراء.

لكن التشريع الفرنسي عبر عن هذه الصفقة قانونا بأنها حوالة، تنشأ بها الحقوق ذاتها والالتزامات ذاتها، فمتى تم التنازل عن السهم اعتبر التنازل إليه هو المساهم في نظر الشركة، كما يكون للمتنازل إليه جميع الحقوق والالتزامات.

الفرع الثاني: حقوق المساهمين:

يعطي السهم لحامله مالا وسلطة على الشركة المساهم فيها: فله الحق في الحصول على الأرباح، والحق في الاكتتاب في زيادة رأس المال، والحق في أن يتصرف فيما يملكه من أسهم، والحق في استعادة نصيبه في رأس المال عند التصفية مع العائد إن وجد، وطلب الاستعلام عن وثائق الشركة، والوقوف على حقيقة مركزها المالي وأدائها.

أما حقوق حاملي السندات فنستطيع القول إن حاملي السند دائنون عاديون، وليسو مساهمين؛ وبناء عليه فإن العلاقة التي تربطه بالشركة علاقة مديونية عادية، وتكيف على أنها عقد قرض، فلهم الحق في فوائد المبلغ المقرض إلى الشركة، ولهم الحق في سداد الدين في مواعده، واللجوء للقضاء في حالة عدم حدوث ذلك، واستخدام كافة السبل القانونية المخولة للدائن العادي، وطلب إعلان إفلاس الشركة، واستخدام كافة الدعاوى القضائية المتاحة للدائن^(١).

(١) د. محمد حسني، وعلي جمال الدين عوض "القانون التجاري"، القاهرة ١٩٦٣، بند ٢٧٦ وما يليه.

وحيث نص القانون التجاري السعودي في مادته ١٨٥ على أنه "تصدر شركة المساهمة ثلاثة أنواع من الصكوك ذات القيمة المالية، وتسمى الأسهم وحصص التأسيس والسندات، وعرفت في مادته ١٨٦ ماهية السهم بأنه صك يمثل حصة في رأس مال شركة الأموال، ويقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص، كما يطلق أيضا على الصك المثبت لهذا الحق.

وفي فرنسا تم النص في القانون رقم ٢٤ لسنة ١٩٦٦ على وجوب إنشاء جمعيات تتولى هي مهمة ممارسة حقوق حائزي السندات.

وذلك على عكس سوق الأوراق المالية السعودية التي لا يتداول فيها حاليا إلا الأسهم العادية فقط، أما الأوراق المالية الأخرى، سواء كانت حكومية، أو خاصة فلا تزال غير متداولة في السوق المالية، ويتوقع أن يتم تداولها في المستقبل القريب.

ولكن -وبالرغم من ذلك- لا تزال سوق الأوراق المالية السعودية الأعلى من حيث القيمة السوقية، وكذا حجم التداول اليومي.

تقرير السوق اليومي
السوق المالية السعودي
07 فبراير 2018

-1.60%	7,466.3	مؤشر تداول
1%	4,594.7	قيمة التداول (مليون الريالات)
حركة تداول خلال اليوم		



الاتصالات												
5.8%	7.0x	7.1x	7.6x	13.4x	13.8x	17.0x	16.3	(4.98)	69.00	72.62	137,400	الاتصالات السعودية
0.0%	6.9x	7.0x	8.1x	NA	NA	NA	43.9	(22.55)	12.50	16.14	10,826	موبيلي
0.0%	5.2x	5.5x	8.9x	29.0x	145.2x	NA	25.3	9.86	7.80	7.10	4,238	زين
الغذاء والزراعة												
1.5%	13.5x	14.1x	15.2x	22.2x	24.2x	27.0x	24.3	(6.61)	48.20	51.61	54,210	المرعي
0.0%	21.9x	25.9x	129.5x	23.9x	38.4x	NA	12.6	8.77	40.80	37.51	21,904	صافولا
4.6%	10.2x	10.8x	12.8x	14.2x	15.2x	16.6x	10.4	20.11	54.90	45.71	3,112	درفي
7.2%	11.3x	10.8x	14.3x	12.7x	13.0x	15.6x	22.2	9.71	89.00	81.12	6,480	الشعير
التجزئة												
5.8%	15.1x	16.8x	13.7x	13.9x	15.5x	14.1x	9.6	4.23	165.30	158.59	13,014	جزير
3.4%	9.8x	9.9x	11.4x	14.0x	17.8x	19.8x	13.5	31.88	40.00	30.33	6,218	فواز الحكير
2.1%	12.2x	13.1x	12.3x	17.3x	19.2x	19.3x	3.8	4.26	131.50	126.13	5,442	الغيم
3.1%	10.9x	11.5x	12.5x	13.8x	14.8x	439.4x	9.2	13.87	53.60	47.07	2,041	كسيرا
0.0%	NA	NA	29.0x	NA	NA	22.4x	3.6	3.10	11.30	10.96	724	شكر

(١)

(١) موقع الراجحي، والموقع الرسمي: "تداول".

المبحث الثاني

الإشراف والرقابة على مبدأ الشفافية والإفصاح

قسمنا هذا المبحث إلى مطلبين، الأول: خاص بالجهات المنوط بها الإشراف والرقابة على عمليات التداول في البورصة، والمطلب الثاني عن الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية.

المطلب الأول

الجهات المنوط بها الإشراف والرقابة على عمليات التداول في البورصة

وقد قسمنا هذا المطلب إلى فرعين، الأول: خاص بالتشكيل الإداري للبورصة في فرنسا، أما الفرع الثاني فخاص بدور شركة المقاصة، والتسوية، والحفظ المركزي.

الفرع الأول: التشكيل الإداري للبورصة في فرنسا:

لقد اقتبست فرنسا بعضاً من التشريعات المتعلقة بسوق رأس المال، ونظام الرقابة، والإشراف من الولايات المتحدة الأمريكية، كما أنشئت لجنة البورصة "COB" على غرار هيئة سوق المال الأمريكي "SEC"، وحيث إن المنظم الفرنسي قد اتجه إلى إنشاء جهة رقابية تقوم بالإشراف على السوق، وضبط تعاملاته، وفي الوقت نفسه تشجيع صغار المستثمرين؛ وعليه فإن الأهداف ذاتها التي يتبناها المنظم الفرنسي نبتغيها نحن في المملكة العربية السعودية.

لجنة عمليات البورصة COB:

استوحى المشرع الفرنسي إنشاء هذه اللجنة من القانون الأمريكي الخاص بإنشاء لجنة SEC التي تم إنشاؤها عقب الأزمة الاقتصادية عام ١٩٢٩، والتي تم إنشاؤها لحماية الادخار العام، وذلك عن طريق المعلومات الخاصة بأداء الشركات وموقفها المالي، ونشر المعلومات والبيانات عنها، فأنشئت لهذا الغرض، وأنشئت لجنة عمليات البورصة COB الفرنسية للهدف نفسه بالأداء ذاته تقريبا، وتعمل تحت إشراف هيئة سوق المال الفرنسية.

تكوينها:

يعين بقرار من مجلس الوزراء لمدة ست سنوات غير قابلة للتجديد، ويتكون أعضاء مجلس الإدارة من:

- ١- مستشار من مجلس الدولة، يختاره رئيس مجلس الدولة.
 - ٢- مستشار من محكمة النقض، يختاره رئيس محكمة النقض.
 - ٣- مراقب من ديوان المحاسبة ممثل عن هيئة الأسواق المالية COB.
 - ٤- ممثل عن البنك المركزي يختاره محافظ البنك المركزي.
 - ٥- عضو عن الجهاز القومي للمحاسبات يختاره رئيس الجهاز.
 - ٦- ثلاثة أعضاء من ذوي الخبرة والكفاءة في مجال الادخار العام والاكنتاب العام، يعينهم رئيس مجلس الشيوخ، ورئيس الجمعية الوطنية، ورئيس اللجنة الاقتصادية والاجتماعية.
- وهؤلاء الأعضاء يعينون لمدة أربعة أعوام قابلة للتجديد مرة واحدة، وتقوم اللجنة بوضع لوائحها الداخلية التي تنشر في الجريدة الرسمية.

اختصاصات لجنة عمليات البورصة COB:

- ١- الأشخاص الذين يقومون بعمل اكتتاب عام.
- يشمل كل الشركات المقيدة أسهمها في سوق رأس المال، وتنص لوائح COB على حقها في معاقبة المخالف، سواء أكان شخصا طبيعيا، أم اعتباريا.
- ٢- المساهمون الذين لا يلتزمون بالإفصاح عندما يتجاوز ما يملكونه من أسهم شركة ما نسبة معينة من رأس المال.
- مع الإفصاح بالتزام موظفي اللجنة بعدم الإفصاح عن البيانات والأحداث التي تقع تحت أيديهم بسبب وظيفتهم.
- ٣- تحصيل اللجنة إيرادات من الأشخاص العامة والخاصة مقابل الخدمات التي تؤديها على غرار اللجنة الأمريكية SEC.
- ٤- الاعتراض على قبول قيد الأوراق إذا رأت أنها لا تتلاءم مع مصلحة المستثمرين.

نستطيع القول إن اللجنة لها الكثير من الصلاحيات بشأن وضع العقوبات على الشركات المخالفة، كما أن لها سلطات استشارية، حيث يطلب منا وزير الاقتصاد إبداء الرأي حول بعض المسائل المتعلقة بالأسواق المنظمة للأوراق المالية^(١).

الفرع الثاني: دور شركة المقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

أنشئت شركة للمقاصة ذات منفعة عامة كان الغرض منها العمل على تطوير الاقتصاد الفرنسي عن طريق تداول الأسهم الفرنسية أو الأجنبية المقيدة ببورصة باريس، ويقوم دورها على حفظ الأوراق المالية، وقيدها حسابياً بطريقة اختيارية في بادئ الأمر، ومع تزايد حجم أعمال عمليات التداول في الأوراق المالية، ومع توفير الأمان التام من قبل هذه الشركة للتداول، بعيداً عما كان يتعرض له حامل الورقة المالية من احتمال التزوير أو الغش عموماً، أو الفقد، أو التلف، إلى جانب مصاريف كل شركة في طباعة الأسهم، وحفظها مادياً؛ لذلك فضلت الشركات التي أصدرت أوراقاً مالية أن تعهد بهذه المهام إلى شركة المقاصة والحفظ المركزي: SICOVAM.

ومن هنا أصبحت هذه الورقة ليست مجرد صك ورقي، وإنما أصبحت قيда حسابياً دون وجود لأي صكوك مادية، وعليه صدر قانون المالية سنة ١٩٨٠ الذي أعلن عن نهاية تداول الأسهم والتعامل عليها في شكل صكوك مادية، وإنما أصبحت قيدا حسابياً.

أما الآن فبطبيعة الحال تتم كل هذه التعاملات إلكترونياً من أول القيد الحسابي الذي تفتحه للشركة التي أصدرت أوراقاً مالية، أو تنوي إصدار أوراق مالية، وأصبحت هذه الشركة بمختلف تسمياتها عنصراً رئيساً في التكوين الإداري لأية بورصة في العالم، وأصبح السهم مجرد قيد حسابي مسجل من هذه الشركة، وكل التعاملات التي تطرأ عليه تسجل لدى شركة التسوية والحفظ المركزي، وكل ما

ROCHE , C.O.B ,faute de -MICHEL GERMAIN & Marie Anne FRISON (1)
٢٥٣ page , ٤٠bancaire NO personalite juridique revue de dorit

يطراً على الشركة مصدرة السهم من تغيير يتم تسجيله لدى شركة التسوية والحفظ المركزي، سواء كان اندماجاً، أو انقساماً، فضلاً عن توزيع كوبونات الأرباح مثلاً. ومن هنا أصبح دور شركة التسوية والحفظ المركزي دوراً أصيلاً لا غنى عنه في كل بورصة، الأمر الذي أدى إلى تطور كبير في إتمام كل العمليات التي ترد على تداول الأوراق المالية، فضلاً عن كونها أغلقت أبواباً كثيرة للغش والتحايل، وأصبحت ضمانات هامة لجمهور المتعاملين على الأوراق المالية.

أما في المملكة ففي بادئ الأمر كان نظام تداول عام ٢٠٠١ التطوير لبرنامج التسوية، والتفاصيل عام ١٩٩٠، التي تقوم بتسوية وتقاص جميع العمليات التي تتم على الأسهم، ثم أدمجت داخل هيئة السوق المالية التي تأسست عام ٢٠٠٣.

المطلب الثاني

الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية السعودية

تأسست في بادئ الأمر الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتقاص جميع عمليات الأسهم، وقد أدخل نظام التسوية الآلية لتقاص عام ١٩٨٩، وتم تطويره وتشغيله عام ١٩٩٠.

ثم نظام تداول لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية في أكتوبر عام ٢٠٠١، ثم تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم ٣٠/م، وتمثل الجهاز الحكومي المسئول عن إدارة السوق المالية السعودية وتنظيمها، وترتبط برئيس مجلس الوزراء مباشرة، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري.

أما عن تكوين مجلس الهيئة فيتكون مجلس الهيئة من خمسة أعضاء متفرغين يتم تعيينهم بأمر ملكي، ويضم عدداً من الوحدات التنظيمية تحت إشراف رئيس مجلس الهيئة التنفيذي.

المبحث الثالث

قيود تداول الأسهم

إن من أهم خصائص الأسهم هو قابليتها للتداول؛ وذلك تيسيرا لسرعة حركة رأس المال، وهو ما يميز السهم عن حصة الشريك في شركات الأشخاص والتي تتطلب موافقة باقي الشركاء؛ لذلك تتم عمليات البيع والشراء في جلسات التداول يوميا؛ سعيا وراء الربح، ووفقا للقواعد والشروط المنصوص عليها؛ لتكون عمليات التداول على الوجه الصحيح، ويكون لمشتري السهم الجديد كافة الحقوق، وعليه كافة الالتزامات، ولكن حرية التداول هذه ليست على إطلاقها وإنما تتم من خلال قنوات قانونية يجب احترام تعليماتها، ووفقا لمبدأ الشفافية والإفصاح، وقد يؤدي الإخلال بإحدى هذه المبادئ إلى تعليق التعامل على السهم مثلا، وتعرض المتسبب للمساءلة القانونية، وأحيانا من أجل أن تتم عملية اندماج شركتين مثلا، فيتم تدريج بيع السهم؛ حفاظا على سعر السهم بالنسبة لباقي المساهمين، وهذه قيود أحيانا مؤقتة تفرضها طبيعة التعامل، وعلى الجهة المشرفة المتابعة للتنظيم، ومنع المضاربات غير المشروعة.

وقد قسمنا هذا المبحث إلى مطلبين، الأول: خاص بالقيود القانونية، والثاني: خاص بالقيود الاتفاقية.

المطلب الأول

القيود القانونية

تقوم البورصة عن طريق توفير الخدمات والإمكانات -مثلة في هيئة سوق المال- بالمتابعة والإشراف على المعلومات التي تعطى للجماهير؛ للالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح الدوري، حيث تلتزم الشركات بتقديم قوائمها المالية للبورصة كل ثلاثة أشهر.

المضارب: الشخص الذي يتنبأ بالأسعار انخفاضاً وارتفاعاً، أي: التذبذب الطبيعي للأسعار، مستندا إلى معلومات صحيحة، وحسابات وتحليل دقيقة.

المقامرة: هي المضاربة دون الاعتماد على معلومات صحيحة، أي: تترك الأمور لمحض الصدفة، والفرنسيون يسمون هذا النوع بمصطلح معناه الشخص الذي يرغب في الثراء السريع، معتمدا على الحظ والصدفة (joueur). ولكن لا يمكن إنكار أن عمليات المضاربة لا تخلو من بعض الحظ، ونضيف أيضا أن هناك بورصات في الحقيقة لها حيتان بالمعنى الحرفي، تضارب على أساس معلومات لا يملكها غيرها، مثل بورصة المعادن النفيسة في أمريكا، وهي تعتمد على معلومات لا يملكها إلا الجيش هناك، وتعتبر معلومات سرية؛ لذلك فإن هذه البورصة تعتبر مقبرة الأثرياء، وكثير من الأثرياء سقطوا هناك، مثلما حدث مع الكثير؛ لذلك فإن المضاربة فيها تقوم على حيتان تحتكر المعلومة الصحيحة.

وقد قسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة فروع، الفرع الأول: خاص بإيضاح ماهية المضاربة غير المشروعة، وتأثيرها على الأداء التلقائي لعمل قوى السوق، والفرع الثاني: خاص بإيقاف التداول وتعليقه أثناء جلسات التداول، سيما في لائحة سوق المال السعودية، أما الفرع الثالث فخصصناه لشراء الشركة لأسهمها.

الفرع الأول: المضاربة غير المشروعة:

يظهر ذلك من خلال تدخل المضارب بأفعال من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، وتصبح المضاربة غير مشروعة؛ إذ أنها اعتمدت على طرق احتيالية للتلاعب في الأسعار، وإحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة، بغرض الاستفادة من فروق الأسعار، معتمدا على التدليس والاحتيال لإيقاع الآخرين.

وللكشف عن الممارسات غير المشروعة فإن هناك تحليلا منطقيا لسعر السهم، يجب على الهيئة المشرفة عليه أن تتابعه بدقة؛ للتوصل إلى كيفية حدوث عملية التحايل.

أمثلة عملية لبعض أنواع التحايل:

مثال عملي من السوق الفرنسي:

تتلخص الوقائع في أنه في الفترة من ٦ إلى ١١ مارس سجلت أسهم شركة saulnes chatillon المسجلة في بورصة باريس نشاطا غير عادي في البورصة، حيث سجل ارتفاعا متزايدا في سعر السهم، وتم ذلك عن طريق المضاربة بأوامر شراء تمت بواسطة قرابة عشرين شركة، سمسة لحساب عملاء تم فتح حسابات لهم بهذه الشركات بأسماء وعناوين وهمية، كشفت التحقيقات التي قامت بها لجنة عمليات البورصة، وقاضي التحقيق فيما بعد - أن ثلاثة أشخاص قاموا بهذه العمليات بالتواطؤ فيما بينهم مستخدمين التقنية المسماة "الغلاية"، وهي طريقة شهيرة لرفع سعر السهم، وخصوصا على الأسهم ذات التداول المحدود.

تتلخص هذه الطريقة في إعطاء العديد من أوامر الشراء؛ حتى يقتنع المتعاملون بأهمية التعامل على هذا السهم؛ فيقبلون على الشراء، ويستمر تصاعد السعر، ويزداد السعر مع كل عملية صورية، حتى يصل إلى السعر الذي يهدف إليه المتلاعبون، ثم يعطون بعد ذلك أوامر بيع الأسهم التي في حوزتهم مسبقا، ويحصلون على الأرباح التي يحققونها، ويخرجون من السوق.

عودة إلى أحداث الواقعة: ذلك أنه بعد عمليات الشراء المكثفة على هذا السهم ارتفع ثمنه، حيث ارتفع سعر السهم من ١٧١ فرنك في ٦ مايو إلى ١٩٧ فرنك في ١١ مايو، ثم هبط إلى ١٨٤ فرنك، رغم عدم وجود أي أنباء تتعلق بالأداء الاقتصادي للشركة صاحبة السهم في تلك الفترة، ولكن سرعة هيئة سوق المال ولجنة عمليات البورصة وبقظتهما قد أوقفت هذه العملية قبل مزيد من الانهيار للسهم وضياع حقوق المساهمين.

ذكرت محكمة باريس في حيثيات إدانتها لهؤلاء المتهمين أن المتهمين على علم تام بآليات البورصة، قد اتفقوا على تزييف الأداء بصعود السعر يوميا بنسبة ٥٠%، وقد تعددت خسائر المستثمرين في بعض الأحيان إلى ٥٠% عندما هبط سعر السهم.

لذلك قررت هيئة سوق المال الفرنسية:

١- إلغاء جميع العمليات التي عقدت على أسهم شركة أرابيا اعتبارا من جلسة تداول ١٩٩/٦/٨ حتى جلسة التداول ١٩٩٩/٧/٢٠، وما يترتب على ذلك من آثار.

٢- وقف التعامل على أسهم هذه الشركة لحين تنفيذ التزامها بشأن قواعد الإفصاح والشفافية عن أدائها ووضعها المالي.

٣- المساءلة الجنائية بإبلاغ نيابة الشئون التجارية والمالية بصورة من التحقيق. لكن يجب علينا أن نفرق بين التصدي للتلاعب بالأسعار الممارسات الضرورية لإتمام عمليات مالية كبيرة، مثل بيع كمية كبيرة من الأسهم تتخطى ٥٠٪، أو عمليات الاندماج، وسيما الشركات الكبرى؛ وذلك حفاظا على مصالح صغار المستثمرين الذين قد يتضررون من حدوث مثل هذه العمليات بشكل مفاجئ يحدث اضطرابا شديدا في سعر السهم^(١).

ونوضح مثلا من الواقع العملي الفرنسي يوضح هذه التفرقة:

تتلخص الوقائع في عملية دمج شركة (الأحياء الثلاثة) مع شركة بويج الفرنسية في ٢١ أبريل ١٩٨٨، وقد أصدرت الشركة إعلانا عن طرح عام لتبادل الأسهم، وأوضحت شركة بويج أنها مستعدة للشراء ممن يرغب من المساهمين في بيع نصيبه من الأسهم قبل عملية الاندماج، وأن يحصل على مستحقاته منها، ووفرت السيولة اللازمة لذلك، وذلك بحوالي عدد ١٠ أسهم يوميا.

لكن في الفترة من ١٩ مايو حتى ٦ يونيو ١٩٨٨ كان قد ارتفع ثمن السهم (سهم الأحياء الثلاثة)، وحيث كانت شركة بويج قد اشترت ما يقارب من ٩٠٪ من الأسهم المطروحة للتبادل من شركة الأحياء الثلاثة؛ فعليه قد أحجمت عن التدخل في السوق، ورأت أن الأسعار سوف تعود لتوازنها من تلقاء نفسها.

(1) JOSEPH CHAROUSSET , Essai sur l'organisation du .marche financier

ونرى أن هذا الموقف من أكثر مظاهر الشفافية والوضوح مع المساهمين، حيث أفصحوا عن نيتهم للاندماج، وتعاملوا مع الأمر بحكمة، بحيث لا يكون نتيجة المعروض من السهم كثيرة؛ فيهبط هبوطا حادا، وإنما تدخلت الشركة لتوفير الطلب المقابل؛ حفاظا على سعر السهم، وعندما أدت التعاملات اليومية وتوفير الطلب عليه إلى ارتفاعه توقفت الشركة عن التدخل، ومن هنا كان هذا المثال من أفضل صور الشفافية، والإفصاح، ومراعاة حقوق المساهمين، وأوضحها، الأمر الذي جعلهم يعملون طوال الوقت تحت مظلة لجنة عمليات البورصة، وبعلمها بتدخل الشركة في سعر السهم إلا أن ذلك كان لصالح المساهمين، ولا يترتب عليه ضرر لأحد، بل كان ذلك درءا لمفاسد أخرى^(١).

كذلك نجد المادة ٥٠ من نظم السوق المالية السعودية، والمواد ٤، ٥، ٦ توضح لنا جزءا من السلوكيات غير الأخلاقية في تعاملات الأوراق المالية، بحيث يقوم مطلع بالتداول بناء على معلومات داخلية، أو شخص غير مطلع لكنه حصل على المعلومة ذاتها بطريق أو بآخر، يقومون باستغلال هذه المعلومة - غير المفصح عنها بعد كونها ما زالت داخلية - والثناء على أساسها، وذلك قد يحدث مثلا عندما يقوم موظف أو عضو مجلس إدارة يعلم أن الشركة سوف تحقق أرباحا طائلة، أو ستدخل على أزمة مالية طاحنة تفقر سعر أسهمها، ففي الحالة الأولى ينقل المعلومة، ويربح من ورائها، ثم يربح المطلع الآخر عن طريق الشراء في هذه الأسهم، والعكس في حالة العلم بالخسارة.

كما نصت المادة ٢٧ من قواعد الإدراج الموافق عليها بقرار مجلس هيئة السوق المالية (٣-١٢٣-٢٠١٧)، بتاريخ ٢٧/١٢/٢٠١٧.

على أن يكون الإفصاح الذي يقدمه المصدر للجمهور كاملا، وواضحا، وصحيحا، وغير مضلل، وأن أي إجراء يتخذه المصدر لتعديل سعر الورقة المالية يجب أن يفصح عن طبيعة الإجراء وأثره في التأثير على سعر الورقة المالية.

(١) الأرشيف الإلكتروني للأحكام التجارية الفرنسية "محكمة باريس الابتدائية دائرة ١١ - مارس ١٩٩٣".

إننا بعد ما قدمناه هنا نعلم موقف المنظم الفرنسي من هذه التعاملات، والتي ستلغيها حتما هيئة سوق المال الفرنسية، وأيضا فإن هيئة سوق المال في المملكة وبعد الوقوف على حقيقة الأمر ستقوم بإلغاء هذه التعاملات بما لها من صلاحيات وسلطات، وذلك بنص المادة ٣٦ فقرة (أ) من المرسوم الملكي الصادر بإنشاء هيئة السوق المالية عام ٢٠٠٣، وذلك بأن منحها السلطة بإلغاء التداول في حالة وجود سلوكيات غير مشروعة على سهم معين.

دور القضاء في تفسير المضاربات غير المشروعة:

نستطيع القول بعد ما سبق عرضه إن جرائم التلاعب بالأسعار فيها كثير من الفنيات التي لا يستطيع القضاء وحده أن يتفحصها جيدا للوقوف على حقيقة التلاعب من عدمه؛ لذلك فإنه يتعذر وجود أحكام قضائية فرنسية في هذا الشأن قبل إنشاء لجنة عمليات البورصة عام ١٩٦٧.

ولذلك فإن لجنة عمليات البورصة بما لها من صلاحيات وسلطات، وبما فيها من كفاءات وإمكانات مادية وبشرية عموما؛ فإنها تستطيع الوقوف على حقيقة الأمر من حيث وجود تلاعب في الأسعار من عدمه، أو بمعنى آخر وجود ممارسات غير مشروعة للتأثير على أسعار الأسهم من عدمه، وهو ما حدث، ففي السوابق السابق عرضها نجد أن لوائحها تعطيها الحق فوق التقارير المالية الدورية للشركات، الحق في الاستفسار عن أي وضع غريب، وإلزام الشركة عن التفسير والايضاح وإلا يتم التحقيق في الموضوع كاملا، وهو الأمر الذي يعرض سمعة الشركة لأزمات اقتصادية، وأيضا في حالة ثبوت المخالفة يتم إحالة الأمر إلى نيابة الأموال التجارية الفرنسية.

ورغم أن هيئة السوق المالية السعودية يكاد يكون لها الصلاحيات ذاتها فإنها قد خلت من النص على صلاحية الهيئة في إلزام الشركات بتقديم تفسير لما هو غريب أو مريب، فقط صلاحيتها بشأن التقارير الدورية التي تلزم الشركات بتقديمها دوريا.

الفرع الثاني: إلغاء التداول وتعليقه في المرسوم الملكي السعودي الصادر عام ٢٠٠٣ السابق الإشارة إليه:

يجوز تعليق تداول الأوراق المالية أو إلغاؤها في حالات الاخلال الجسيم بنظام هيئة السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وقواعد وسلوكيات السوق المشروعة، أو عدم سداد باقي مستحقاته المالية، أو تراجع مستوى عمليات الشركة بما يجعل استمرار إدراج أوراقها المالية غير مناسب، وتولت اللائحة التنفيذية بيان تفاصيل ذلك. ولكن -وبالتعقيب على تلك النصوص- فإننا نرى أن المنظم السعودي أحسن كثيرا بإعطاء هيئة السوق المالية السلطة التقديرية؛ لتقدير ملائمة وجود الشركات المصدرة لأوراقها المالية في البورصة من حيث الناحية المالية، ومن حيث سلوكياتها في التعاملات على الأوراق المالية داخل البورصة السعودية. ونضيف إلى أسباب الإلغاء حالة ما إذا كان المصدر أجنبيا، وتم إلغاء أوراقه المالية في بورصة أخرى في حالة الإدراج المزدوج للأوراق المالية.

أما بالنسبة للإلغاء الاختياري فلقد نصت المادة ٣٧ من المرسوم الملكي المشار إليه سابقا إلى أن لا يجوز لمصدر أدرجت أوراقه المالية في السوق إلغاء الإدراج إلا بموافقة مسبقة من الهيئة، وللحصول على هذه الموافقة عليه أن يتقدم بطلب للإلغاء، مستوفيا عددا من الشروط، أهمها أسباب الإلغاء، وحصول المصدر على موافقة الجمعية العامة غير العادية على إلغاء الإدراج بعد حصوله على موافقة الهيئة، بالإضافة إلى موقف الجمعية الخاصة بتحمل أدوات الدين في حال كان المصدر منشأة ذات أغراض خاصة.

أسهم مؤسسي الشركات وأعضاء مجلس الإدارة:

أولاً: لا يجوز تداول الأسهم النقدية والعينية لمؤسسي الشركة، ولكن ذلك الحظر ليس على إطلاقه، إذ نصت المادة ١/١٠٠ من نظام الشركات بالمملكة على الشروط الواجب توافرها لرفع هذا الحظر:

نشر الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين، لا تقل كل منهما عن اثني عشر شهرا، وأن توضح الصكوك المقابلة لهذا السهم عن نوعه

وتاريخ تأسيس الشركة، وطبعا الآن يتم ذلك إلكترونيا، والحكمة من ذلك غلق باب التحايل والغش؛ حتى لا يقوم بعضهم بتأسيس شركة وهمية، ثم يبيعون أسهمهم، وعليه وجب التأكد من جدية الشركة ماليا وملاءتها، وسيما بعد دخولها سوق الأوراق المالية، وحيث وضحنا الغرض فإنه يمكن بيع الأسهم النقدية دون هذه الشروط، طالما كانت لمؤسس آخر، أو لأحد أعضاء مجلس الإدارة، حيث لا يترتب على البيع هنا نقل ملكية الأسهم للجمهور، وإنما ستظل حبيسة بين المؤسسين، وساريا عليها الحظر.

أيضا نصت المادة المذكورة على استثناء واضح بشأن بيع الأسهم النقدية من قبل ورثة أحد المؤسسين المتوفين، إذ إن الأسهم في هذه الحالة تكون قد انتقلت بقوة القانون في الذمة المالية للورثة، وهم من الجمهور.

ثانيا: الأسهم الضامنة لإدارة عضو مجلس الإدارة طوال مدة عضويته، وبطبيعة الحال فإن هذا الحظر ليس مؤبدا، وإنما جرى العمل بوزارة التجارة على تحديد مدة الحظر بثلاث سنوات من تاريخ انتهاء العضوية، ومؤدى ذلك أن المادة ٦٨ من نظام الشركات السعودي ألزمت عضو مجلس الإدارة بإيداع أسهم الضمان أحد البنوك المعتمدة خلال ٣٠ يوم من تاريخ تعيينه؛ وذلك لضمان مسؤولية العضو عن أعماله طوال مدة العضوية وفيما بعدها بالمدة المحددة سابقا^(١).

وتنص المادة ٣/٩٥ من قانون الشركات الفرنسي الصادر عام ١٩٦٦: "إذا كان عضو مجلس الإدارة لا يملك النصاب المطلوب من الأسهم - عند تعيينه أو خلال مدة عضويته؛ وجب عليه أن يصحح وضعه خلال ثلاثة أشهر، وإلا اعتبر مستقيلا بقوة القانون.

ثم تم تعديل المادة بالقانون الفرنسي الصادر في ١/٥/١٩٨٨، بحيث أصبح الحد الأدنى المطلوب من الأسهم أن لا يقل نصيبه عن الحد الأدنى المنصوص عليه في نظام تأسيس الشركة.

(١) حظر نظام الشركات السعودي الجمع بين عضوية مجلس الإدارة والحق في شراء أسهم الشركة.

الفرع الثالث: شراء الشركة لأسهمها:

القاعدة العامة في القانون الفرنسي أن شراء الشركة لأسهمها محظور، وذلك بموجب نص المادة ١/٢١٧ من قانون الشركات الفرنسي الصادر عام ١٩٦٦، إلا أنه أورد على هذه القاعدة مجموعة من الاستثناءات، ثم قام المنظم الفرنسي بإلغاء هذا النص صراحة بموجب تعديل قانون الشركات المنصوص عليه بالقانون الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٧، فأجاز للشركة شراء أسهمها حتى دون نصه على غرض معين للشراء، تاركاً ذلك لتحديد الجمعية العمومية، لكنه وضع حداً أقصى لما يجوز للشركة أن تشتريه من أسهمها، وهو ١٠٪ من رأس مالها.

أما في نظام الشركات السعودي الجديد فقد حظر شراء الشركة لأسهمها إلا للأسباب المنصوص عليها بالقانون، وبعد موافقة هيئة السوق المالية، وهي:

١- إذا كان الغرض من الشراء استهلاك الشركة لأسهمها بالشروط التي وضعتها لماهية عملية الاستهلاك.

٢- إذا كان الغرض من الشراء تخفيض رأس المال.

٣- إذا كانت الأسهم ضمن مجموعة من الأموال التي تشتريها الشركة بمالها من أصول، وما عليها من خصوم.

وفيما عدا الأسهم المقدمة لضمان مسئولية أعضاء مجلس الإدارة لا يجوز للشركة أن ترهن أسهمها، ولا يكون للأسهم التي تحوزها الشركة أصوات في مداورات جمعيات المساهمين.

القيود المفروضة على الأجانب داخل سوق الأوراق المالية:

نص نظام الشركات السعودي الجديد على أنه لا يجوز للشركات الأجنبية أن تصدر أو تعرض أية أوراق مالية للاكتتاب أو للبيع في المملكة، ولا أن تنشئ أي فروع لها إلا بعد موافقة الهيئة العامة للاستثمار، والحصول على الترخيص من هيئة الأسواق المالية.

المطلب الثاني

القيود الاتفاقية

نستطيع القول إن القاعدة العامة التي تعد من النظام العام بشأن تداول الأسهم، "أنه لا يجوز حظر تداول السهم مؤبداً" إذ إن أحد خصائص السهم الرئيسية قابليته للتداول، وهذا يختلف عن بطلان بعض عمليات التداول؛ إذ إن معنى بطلانها أنها لم تنشئ من حيث الأصل، فهي والعدم سواء.

وتفهما لطبيعة عمل بعض الشركات، أجازت المادة (١٠١) من نظام الشركات السعودي جواز الاتفاق على أن يتضمن نظام الشركة قيوداً على التداول، مثل حظر التنازل لأشخاص معينين، كالتنازل لمنافسين الشركة، أو على ضرورة عرض الأسهم على المساهمين الآخرين في نفس الشركة، وذلك قبل عرضها للبيع على الغير، مثلما تنص بعض التشريعات على عدم جواز بيع الأسهم لأجنبي إلا بعد إخطار الشركة برغبته في البيع، وتحديد الكم من الأسهم المطلوب بيعها، حتى إذا لم يقم أي من المساهمين ولا مجلس إدارة الشركة بعرض رغبته في الشراء خلال الميعاد القانوني يسقط هذا الحظر، والأسباب هنا لا تنتهي.

ونحب أن نشير إلى أن القانون الفرنسي حظر شرط موافقة إدارة مجلس الشركة على تداول الأسهم في حالة تداولها من شريك لآخر، إذ لا مبرر لإعمال الحظر هنا؛ لأن أصحاب الأسهم من الفئات الواحدة متساوون في مراكزهم القانونية، ولا اعتبار لشخص حاملها في ملكية الأسهم، فلا يجوز حرمان المشتري أو البائع من استخدام حقوقهم للصيقة بكونهم مالكيين لأسهم من فئة واحدة في شركة معينة^(١).

إن الغالب أن يتم النص على قيود حرية التداول في نظام الشركة، أو ينص على حق الجمعية العمومية في وضع ما تراه من قيود على حرية التداول، فإذا خلا

(١) د. مصطفى طه، المرجع السابق بند ٣٢٢، وكتب في ذات المعنى محمد فريد العريني، ومحمد حسين السيد، القانون التجاري، الرياض، مؤسسة ومكتبة خدمة العلم، عام ١٣٩٠ هـ - ١١٥.

نظام الشركة من هذين النصين فلا يجوز للجمعية العامة غير العادية أن تعدل النظام، وتدخل تعديلا يضع قيودا على حرية التداول.

وفي هذا المقام لا توجد قاعدة محددة للقيود الاتفاقية، وإنما الإطار القانوني العام لها هو جواز تقييد تداول السهم ببعض القيود الاتفاقية ما لم تؤد إلى حرمان المساهم من حقه في تداول ما يملكه من أسهم، ولكن -ومع اختلاف أنواع هذه القيود وأشكالها- قد تكون هناك قيود محففة بحقوق المساهمين، وغير مبررة، بأن تعلق حق المساهم في بيع أسهمه مثلا على الإرادة المطلقة للشركة؛ إذ في هذا النص حرمان للمساهم من إحدى حقوقه الأساسية، وهذا ما لا يجوز؛ لمخالفته للنظام العام.

ويمكننا القول إن رقابة هيئة الأسواق المالية هنا رقابة وقائية منذ تأسيس الشركة، وعليه فإنه عند الاختلاف والتضرر من هذا الشرط فيما بعد يمكن للمساهم أن يلجأ للقضاء عن طريق لجنة فض المنازعات لبورصة الأوراق المالية السعودية قبل البدء في إجراءات التقاضي أمام القاضي الموضوعي، ويخضع تقدير ذلك للقضاء، ويكون للقاضي تحديد تطبيق هذا الشرط، أو عدم تطبيقه باعتباره شرطا فيه استغلال أو غبن للمساهم.

التصفية: قد تنقضي شركة المساهمة لتوافر أحد أسباب انقضاءها، وذلك بانتهاء الميعاد المعين لها في نظامها الأساسي، أو بانتهاء العمل الذي شرعت من أجله، مثل الشركات التي يكون موضوعها استغلال منجم أو محجر، وغيرها من الأسباب^(١).

المهم أنه -وبعد حل الشركة- تدخل الشركة مرحلة التصفية، والمقصود بها إنهاء عمليات الشركة، وحصر موجوداتها، واستيفاء حقوقها، وسداد ديونها، وغالبا ما ينص نظام الشركة على الطريقة التي تتم بها تصفية أموال الشركة، والقاعدة العامة أن الشخصية المعنوية للشركة تزول بانقضاءها، الأمر الذي قد يضر بدائي

(١) المرجع السابق - محمد حسن الجبر صفحة ٣٢٠، وأيضا د. مصطفى طه، المرجع السابق.

الشركة، والمساهمين فيها؛ لذلك تحتفظ الشركة بشخصيتها المعنوية طوال فترة التصفية وفقاً للمادة ٢١٦ من نظام الشركات السعودي؛ مما يترتب عليه احتفاظ الشركة بذمتها المالية المستقلة عن الشركاء، ويعتبر المصفي ممثلاً قانونياً للشركة، ويجوز للشركة شهر إفلاسها متى توقفت عن دفع ديونها التجارية في فترة التصفية، غير أن شخصية الشركة لا تثبت للشركة في فترة التصفية إلا بالقدر اللازم لأعمال التصفية.

وقد تنقضي الشركة بانتقال كل أسهمها في يد شخص واحد، عندئذ تنقضي الشركة بقوة القانون، ويكون المساهم الجديد مسئولاً عن ديون الشركة في حدود موجوداتها، كذلك تكون التصفية في حالة انخفاض عدد المساهمين فيها عن الحد الأدنى، وهو خمسة مساهمين، وهنا يكون لكل ذي مصلحة التقدم لديوان المظالم لحل الشركة متى انقضى عام كامل على هذا الهبوط في عدد المساهمين، وهو الأمر الذي لا يملك ديوان المظالم رفضه؛ إذ تخلف شرط جوهرى من شروط تكوين الشركة، ولولا النص صراحة في نظام الشركات السعودي على وجوب اللجوء إلى ديوان المظالم لكانت الشركة منقضية بقوة القانون، أما قانون الشركات الفرنسي الصادر عام ١٩٦٦، فإنه ينص على جواز منح هذه الشركة مدة ستة أشهر لتوفيق أوضاعها.

ذلك مع إيضاح أن أسهم الضمان الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة. ولما كان للمساهم حقوق قبل الشركة بما له من أسهم، فبالتصفية ينشئ حقه في استرداد قيمة ماله من أسهم، سيما أصحاب الأسهم المميزة بالحصول على جزء من فائض التصفية.

الخاتمة

يتبين لنا بعد أن عرضنا لمفهوم البورصة وأنواع الأوراق المالية، ثم لتشكيل هيئة سوق المال الفرنسية والسعودية، وصولاً للقيود التي فرضها المنظم تارة والأخرى التي تركها لعمل الجهات الرقابية، مثل السلوكيات غير الأخلاقية - يتبين لنا مدى التطور الذي مرت به التشريعات في مجال الأوراق المالية؛ نتيجة للأحداث المتجددة التي تمر بها حياة هذا السوق، وتزداد هذه الأحداث تجددًا وتضخمًا مع كبر السوق، فوجدنا أن المعلومة في هذا السوق قد تساوي الملايين، وبالأخص كلما ازداد السوق اتساعًا، وعليه فإن حسن إدارة هذه السوق فنيا وقانونيا هي الدرع الواقى من حدوث الكوارث المالية، فكانت دراستنا للقيود التي ترد على الأسهم تحديدا باعتبارها قلب سوق الأوراق المالية، وكيف أن هناك قيودا تفرضها طبيعة الموقف مثل السلوكيات غير الأخلاقية في معاملات البورصة.

وكذا القيود التي نص عليها القانون على سبيل التحديد، مع جواز الاتفاق على قيود أخرى بما لا يجاوز النظام العام.

فهرس المصادر والمراجع

مراجع باللغة العربية:

- ١) جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية.
- ٢) د. محمد حسني، وعلي جمال الدين عوض "القانون التجاري"، القاهرة ١٩٦٣.
- ٣) د. مصطفى رشدي شيحة، المعاملات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر بالإسكندرية.
- ٤) عبد الهادي الغامدي، شرح القانون التجاري الجديد، ٢٠١٦.
- ٥) محمد حسن الجبر - شرح القانون التجاري السعودي ١٤١٧ هـ - ١٩٩٦ - الطبعة الرابعة.
- ٦) محمد حسين السيد، القانون التجاري، الرياض، مؤسسة ومكتبة خدمة العلم، عام ١٣٩٠هـ.
- ٧) محمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، دار الحمد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ٢٠٠٦.
- ٨) محمد فريد العريبي - الشركات التجارية - طبعة عام ٢٠٠٩ - دار الجامعة الجديدة صفحة ٢٠٥.
- ٩) مصطفى كمال طه، الوجيز في القانون التجاري، منشأة المعارف، ١٩٧٤.
- ١٠) هويشار معروف، الاستثمارات في الأسواق المالية، جامعة البلقاء التطبيقية، الطبعة الأولى، الأردن ٢٠٠٣.

المراجع الفرنسية:

- 1- MICHEL GERMAIN & Marie Anne FRISON-ROCHE , Les effets juridiques de la dematerialisation des titres , revue de droit bancaire No 62.
- 2- HUBERT de vauplane , La couverture des operations en bourse , revue de droit bancaire No 70.
- 4- Andres E.sayous , Les bourses allemandes des valeurs et de commerce.
- 5- Philip s GOLUB , Quand l'asie orientale vacille. -5
- 6-JOSEPH CHAROUSSET , Essai sur l'organisation du marche financier.

المواقع الإلكترونية:

- ١- الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية.
- ٢- موقع تداول.
- ٣- موقع الراجحي.