

ماهية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

سماح حسين علي الركابي

كلية القانون / جامعة بابل

Samah_al_rekabi@yahoo.com

معلومات البحث
تاريخ الاستلام : 2019 / 9 / 2
تاريخ قبول النشر: 2019 / 10 / 23
تاريخ النشر: 2020 / 7 / 20

الخلاصة

تعد عملية شراء الشركة لأسهمها من العمليات التي تتم في اغلب اسواق الاوراق المالية المتطورة باستثناء سوق العراق للأوراق المالية لأنه لم يصدر بشأنها تشريع خاص، اذ تمت الاشارة اليها في قانون المصارف العراقي دون تنظيم، وترجع اهمية هذه العملية بالنسبة للشركة التي تقوم بإعادة شراء اسهمها من مساهمي الشركة عبر سوق الاوراق المالية ومن خلال وسيط مرخص في احتفاظها بها كأسهم خزينة ولمدة محددة، وبالتالي ستقوم خلال هذه المدة باستخدامها لعدة اغراض يتم تحديدها في قرار الهيئة العامة للشركة، وعلى الرغم من اهمية هذه العملية، الا انه لا يمكن استبعاد حدوث بعض المخاطر التي تؤثر سلباً على مساهمي الشركة والغير، والتي حاولت التشريعات محل المقارنة الزام الشركة التي ترغب بإعادة شراء اسهمها ان تقوم بتنفيذ متطلبات خاصة هي عبارة عن شروط واجراءات محددة.

الكلمات الدالة: سوق الاوراق المالية، الشركة، اسهم عادية، اسهم خزينة، المساهم، اتفاقية اعادة الشراء الريبو، عرض شراء، شروط، إجراءات.

Essence the company Repurchases for its shares In Exchange (A comparative study)

Samah Hussein

College of Law / University of Babylon

Abstract

The process of Repurchases that take place in most advanced securities except for the Iraqi market for securities because no special legislation has been issued, as referred to in the law of Iraqi banks without regulation, and the importance of this process for the company that repurchase its shares from The shareholders of the company through the stock market and through a broker licensed to retain them as treasury shares and for a fixed period, and therefore during this period will use for several purposes specified in the decision of the General Authority of the company, and despite the importance of this process, Some To the risks that negatively affect the shareholders of the company and others, and which tried to substitute legislation forcing the company that wants to buy back its shares to implement special requirements are the specific terms and procedures.

Keywords: securities, sheres, common stock, treasury sheres, shareholder, repo, Tender Offer, terms, procedures.

المقدمة

أولاً: موضوع البحث وأهميته: يُعد شراء الشركة المساهمة لأسهمها أحد العمليات التي تُجرى في سوق الأوراق المالية، والتي عمدت أغلب التشريعات إلى تنظيمها وبذلك حسمت موضوع منع أو حظر تلك العملية والذي نادى به البعض خوفاً من استغلالها بطريقة تؤثر على حقوق المساهمين والتعاملات داخل سوق الأوراق المالية. وبهذا التنظيم تمت إضافة عملية جديدة في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على السوق بسبب حركة التداول للأسهم، إذ من المعروف كلما أنه تنوعت وتعددت العمليات في سوق الأوراق المالية، فهو في الغالب يعطي مؤشراً على التطور والنضج التشريعي والاقتصادي للسوق. وتظهر أهمية شراء الشركة لأسهمها لما سيتم توفيره من أسهم ستتمكن الشركة مستقبلاً من استخدامها

استخدامات معينة نصت عليها التشريعات.

وعلى الرغم من أهمية هذه العملية للشركة والسوق، إلا أنها ليست بمنأى عن إمكانية استغلالها لتحقيق مصلحة البعض على حساب البعض الآخر، وعليه حاولت تلك التشريعات للحد من حالات التلاعب والاحتيال التي قد تتحقق عند قيام الشركة المصدرة بشراء أسهمها في سوق الأوراق المالية، وضع شروطاً تبني إجراءات معينة للقيام بهذه العملية.

ثانياً: منهجية البحث ونطاقه:- سنحاول أن نعتمد المنهج التحليلي المقارن للنصوص التشريعية للتشريعات محل المقارنة، المتمثلة بالتشريع الأمريكي والكويتي والأردني، مع بيان موقف المشرع العراقي من عملية شراء الشركة لأسهمها.

ثالثاً: أسباب اختيار الموضوع:- من الأسباب التي دفعتنا إلى الخوض في هذا الموضوع فضلاً عن أهميته بوصفه من العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية، الخلط الذي وقع به بعض من الشراح ممن كتب في هذا الموضوع بين شراء الشركة لأسهمها من سوق الأوراق المالية والشراء الذي يتم خارجه والذي يكون الغرض منه استهلاك الأسهم وقد أطلقوا على كلتا العمليتين استرداد الأسهم وهو امر غير صحيح كما سنبينه أثناء البحث، ومن ناحية أخرى إن هناك تحديثاً تشريعياً لعملية شراء الشركة لأسهمها حاولنا التعرض له وبيانه خلال البحث.

رابعاً: أهداف البحث:- نهدف من خلال هذا البحث إلى ما يأتي:-

- 1- استعراض أهم التعريفات لشراء الشركة لأسهمها.
 - 2- التعرض إلى موقف التشريعات من شراء الشركة لأسهمها، وما هو موقف المشرع العراقي من هذه العملية.
 - 3- بيان العلاقة بين شراء الشركة لأسهمها وأسهم الخزينة وبيان أهم التعريفات لتلك الأسهم.
 - 4- تقييم شراء الشركة لأسهمها من خلال بيان أهميتها وبيان المخاطر التي قد تنجم عن تلك العملية.
 - 5- بيان أهم الاختلافات بين هذه العملية وبعض العمليات التي قد تتشابه معها.
 - 6- بيان موقف التشريعات من شروط وإجراءات شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية.
- خامساً: خطة البحث:- سنحاول التعرض لموضوع البحث على أربعة مباحث، نتناول في المبحث الأول تعريف شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية، في حين سنخصص المبحث الثاني لتقييم عملية شراء الشركة لأسهمها من خلال بيان أهميتها ومخاطرها، أما المبحث الثالث فسنخصصه لتمييز هذه العملية عن غيرها، وأخيراً سنخصص المبحث الرابع لبيان متطلبات شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية.

والله ولي التوفيق

المبحث الاول / المقصود بشراء الشركة لأسهمها

يتطلب منا البحث بالمقصود بشراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية، بيان التعريف به وذلك من خلال استعراض أهم التعريفات وتقييمها في المطلب الاول، وتوضيح العلاقة بينها وبين اسمهم الخزينة في المطلب الثاني، كما يأتي:-

المطلب الاول / تعريف شراء الشركة لأسهمها

وردت عدة تعريفات لشراء الشركة لأسهمها، فهناك من عرفها (بأنها العملية التي بموجبها تقوم الشركة بشراء بعض أسهمها من المساهمين)⁽¹⁾، ويبدو ان هذا التعريف حاول اعطاء صورة عامة ومبسطة لشراء الشركة لأسهمها، فهو في الواقع عقد بين طرفين المشتري- الممثل بالشركة المُصدرة للأسهم المشتراة- والبائع - الممثل بأحد مساهمي الشركة المُصدرة، - ولا يدخل ضمن نطاق بحثنا الشراء الذي تقوم به الشركة لأسهم سبق أن أصدرتها -، إذ الشراء من سوق الأوراق المالية والاحتفاظ بتلك الأسهم لمدة محددة دون إعدامها أي استهلاكها بوصفها قاعدة عامة، هو ما يدخل ضمن نطاق البحث.

في حين عرفه آخر بأنه (عقد بموجبه تحصل الشركة على الأسهم المباعة بسعرها في السوق، وبمجرد إتمام البيع لا يكون للبائع "المساهم" الحق في الحصول على أسهم التمتع وذلك لانقطاع صلته بالشركة بشكل نهائي)⁽²⁾، ومن الواضح أن هذا التعريف حاول أن يميز بين شراء الشركة لأسهمها - موضوع البحث- بسعرها في سوق الأوراق المالية الذي تترتب عليه انتهاء العلاقة بين الشركة والبائع "المساهم"، وبين عملية استهلاك الشركة لأسهمها التي تقوم على رد القيمة الاسمية للأسهم، ومنح أسهم تمتع للبائع "المساهم" مقابل هذا الرد، الامر الذي لن يؤدي إلى انقطاع صلته بالشركة في حالة استهلاك الأسهم، فيظل للمساهم الحق في الحصول على الارباح لحين انقضاء الشركة، دون الحق في الحصول على رأس مال الشركة عند تصفيتها، بوصفه حصل على حصته من رأس مال الشركة عند بيعه لأسهمه⁽³⁾.

وعُرف أيضاً بأنه (برنامج معد من إحدى الشركات المُصدرة، من خلال شرائها لأسهمها من السوق، عندما تجد إدارة الشركة أن ثمن أسهمها متدنٍ في سوق الأوراق المالية، أو لتقليل عدد الاسهم القائمة- Outstanding Share- في السوق، وذلك بشراء أسهمها من السوق، أو شرائها مباشرة من المساهمين بثمن محدد)⁽⁴⁾، وعلى وفق هذا التعريف، نجد أن عملية الشراء تتم بناءً على برنامج معد مسبقاً من الشركة المُصدرة⁽⁵⁾، التي تعده لأسباب ذكر البعض منها التعريف والمتعلقة بتعديل الوضع المالي للشركة، ويتم الشراء إما من خلال سوق الأوراق المالية أو من خلال الشراء المباشر من المساهمين⁽⁶⁾.

ومن التعريفات الموضوعية، ومن مراجعة النصوص القانونية للتشريعات المقارنة يمكن أن نورد الملاحظات الآتية:-

1 - حسمت التشريعات المقارنة مسألة حظر شراء الشركة لأسهمها⁽⁷⁾، فالمشرع الأمريكي وفي أكثر من تشريع قرر السماح للشركات المساهمة شراء أسهمها أو ما تسمى بعملية إعادة الشراء (Repurchases)، وذلك في التشريعات المنظمة للأعمال والشركات، فضلاً عن سنه تشريع خاص بشروط تنفيذ شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية.

فعلى صعيد قوانين الشركات، نجد أن القانون النموذجي للأعمال والشركات لسنة 1971 (The Model Business Corporation Act 1971- MBCA) قرر في القسم 6 (sec:6) السماح

للشركات المساهمة بشراء أسهمها، حيث نص على أنه (للشركة الحق في شراء أسهمها...)⁽⁸⁾.

أما على صعيد تشريع الولايات الأمريكية، فقد اجاز قانون ولاية نيويورك للأعمال والشركات (The New York Business Corporation Law - N.Y. Bus Corp. Law) في القسم 513/ (sec:513) منه على شراء الشركة المساهمة لأسهمها في أربع فقرات نبيها لاحقاً⁽⁹⁾.

وفي الكويت نظمت اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل - في الكتاب الحادي عشر- التعامل في الأوراق المالية- في الفصل الرابع عشر منها، بعنوان (أسهم الخزينة)، من خلال السماح للشركات المساهمة بشراء أسهمها و الاحتفاظ بها بصورة أسهم خزينة. أما في الأردن، فنجد أن المشرع قد سمح للشركات العامة بشراء أسهمها في قانون الشركات، فقد نص على أن (يكون للشركة المساهمة العامة شراء الأسهم الصادرة عنها وبيعها وفقاً لأحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه)⁽¹⁰⁾.

وبناءً على ذلك صدرت (تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 المعدلة).

ولم ينظم المشرع العراقي شراء الشركة لأسهمها في قانون الشركات المعدل رقم 21 لسنة 1997، ولا في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004 ولا في التعليمات الصادرة عنه، في حين نجد أن قانون المصارف العراقي رقم 94 لسنة 2004 قد اجاز للمصرف شراء أسهمه، فقد نص في المادة/ 36 منه على (... لا يجوز لأي مصرف أن يشتري أسهمه هو إلا بموافقة البنك المركزي)، بمعنى أنه قد اشار إلى عملية شراء الشركة المُصدرة لأسهمها إلا أن اشارته كانت قاصرة على المصارف دون سواها هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى، لم يورد المشرع العراقي أية إشارة حول شروط أو إجراءات عملية الشراء، باستثناء شرط استحصال موافقة البنك المركزي المسبقة، وهذا بتصورنا امر محل نظر إذ من المفترض عند السماح للمصارف بشراء أسهمها، أن يتم وضع تعليمات خاصة تبين شروط وإجراءات معينة على غرار التشريعات المقارنة، ومن ناحية أخرى ندعو المشرع العراقي أن ينظم تشريع يسمح للشركات المساهمة بشراء اسهمها سواء اكانت مصارف أم لا.

2 - قررت التشريعات المقارنة أن تكون عملية الشراء من قبل الشركة المساهمة و المدرجة دون سواها من الشركات، فالمشرع الأمريكي وعلى ما يبدو لم يشترط أن تكون تلك الشركة المساهمة عامة أو خاصة [300-7,239]، في حين قرر المشرع الكويتي أن تكون الشركة مساهمة عامة⁽¹¹⁾، والمقفلة⁽¹²⁾، واستثنى من عملية الشراء الوحدات الخاضعة لرقابة البنك المركزي كالمصارف التي تخضع الى تعليمات خاصة لشراء أسهمها⁽¹³⁾، أما المشرع الأردني فقد قرر هو الآخر أن تكون الشركة مساهمة عامة⁽¹⁴⁾، ومدرجة في سوق الأوراق المالية⁽¹⁵⁾، وفي التشريع العراقي يتم إدراج الشركات المساهمة في سوق الأوراق المالية فقط دون غيرها من الشركات⁽¹⁶⁾، وعليه فإن شراء الشركة لأسهمها سيكون مقتصرًا على الشركات المساهمة عند تنظيم تشريع يسمح للشركات بشراء اسهمها.

3 - محل عقد شراء الشركة المُصدرة هي الأسهم فقد دون غيرها من الأوراق المالية، ففي التشريع الأمريكي القاعدة (Rule: 10 b- 18) المتعلقة بتنظيم شراء الشركة المساهمة في سوق الأوراق المالية لأسهمها، تطبق فقط على الاسهم العادية (common stock) فقد نصت الفقرة 13/ منها على أنه (يقصد بها...شراء الأسهم العادية....)⁽¹⁷⁾، وبذلك تستبعد ما سواها من الأوراق المالية⁽¹⁸⁾

كعقد الخيار (option)⁽¹⁹⁾، والأسهم المستقبلية المفردة (single stock futures)⁽²⁰⁾، وأوامر الشراء (warrants)⁽²¹⁾، أما التشريع الكويتي فقد ورد فيه أكثر من نص يشير الى أن الورقة المالية محل

شراء عقد شراء الشركة المُصدّرة هي الأسهم. فمثلاً نص على أن (يجب أن ينص عقد الشركة على جواز شراء الشركة لأسهمها...) (22)، ونص أيضاً على أن (تلتزم الشركة الإفصاح في إيضاحات البيانات المالية...- عدد الأسهم المشتراة). (23). وقد سمى المشرع الأردني التعليمات المنظمة لشراء الشركة المُصدرة لأسهمها (تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها)، وعليه فإن الأسهم الصادرة عن الشركات العامة هي التي تخضع إلى هذه التعليمات.

4 - إن الأسهم التي يتم شراؤها من سوق الأوراق المالية تحتفظ بها الشركة بوصفها أسهم خزينة، لحين تحقيق الغرض المقصود من عملية الشراء لمدة حددها المشرع وبذلك فإن استرداد الأسهم لا يكون لغرض استهلاكه أي اعدامه بل لغرض الاحتفاظ به لمدة محددة ومن ثم إعادة التعامل به، على وفق شروط وإجراءات محددة لشراء تلك الأسهم كما سنرى لاحقاً.

ومما سبق يمكن أن نعرّف شراء الشركة المساهمة لأسهمها بأنه (قيام الشركة المُصدرة والمدرجة بشراء أسهمها من سوق الأوراق المالية، والاحتفاظ بها بوصفها أسهم خزينة لمدة حددها القانون، لتحقيق الغرض من الشراء، ويتم كل هذا على وفق شروط وإجراءات نص عليها التشريع).

المطلب الثاني / علاقة شراء الشركة لأسهمها بأسهم الخزينة - Treasury shares -

لم تتعرض قوانين الأوراق المالية (24)، لتعريف أسهم الخزينة (Treasury shares)، إلا أن قانون ولاية نيويورك للأعمال والشركات (New York Business Corporation Law) عرفها فنص في القسم 101 منه على أنه (أسهم الخزينة: يقصد بها الأسهم المُصدّرة وتم تملكها فيما بعد، والتي تحتفظ بها الشركة كأسهم غير ملغاة. أسهم الخزينة هي أسهم مُصدّرة، لكنها لا تعد أسهم قائمة وليست من أصول الشركة). (25)، ومن التعريف السابق حاول المشرع الأمريكي التركيز على ثلاث مسائل تتعلق بأسهم الخزينة، الأولى؛ أن أسهم الخزينة في الأصل هي الأسهم التي قامت الشركة بإصدارها مسبقاً وتم الاكتتاب بها من مساهمي الشركة، ومن ثم قامت الشركة بالاحتفاظ بها وذلك بشرائها من المساهمين، وبسبب احتفاظ الشركة بها سميت أسهم الخزينة بهذا الاسم، أما الثانية؛ فإن أسهم الخزينة لا تعد أسهماً ملغاة، في إشارة من المشرع إلى أن الشركة تظل محتفظة بها طوال المدة المحددة على وفق القانون، وبذلك استبعد فكرة أن يكون الشراء لغرض استهلاك الأسهم، و المسألة الثالثة والأخيرة، أن أسهم الخزينة طوال احتفاظ الشركة المُصدّرة لها سيُفيد بصورة مؤقتة فيها حق الحصول على الأرباح وحق التصويت في اجتماعات الهيئة العامة، التي يتمتع بها حامل الاسم القائمة -أي الأسهم المُصدّرة- قانوناً.

في حين عرفها المشرع الكويتي بأنها (هي الأسهم التي تقوم الشركة بشرائها وإعادة بيعها، أو استخدامها، من أسهمها المُصدّرة). (26)، وعلى وفق التعريف الموضوع نجد أن الأسهم التي تم إصدارها من الشركة المُصدّرة، والتي تم إعادة شرائها من الشركة تسمى أسهم خزينة، والتي يتم إعادة بيعها لاحقاً في سوق الأوراق المالية، أو يتم استخدامها لأغراض حددها القانون (27)، وعلى الرغم من أن التعريف الموضوع لم يبين فيما لو تظل أسهم الخزينة محتفظة بالحقوك التي يتمتع بها حامل الأسهم المُصدّرة، والمتمثلة بحق استحقاق الأرباح وحق التصويت أولاً، إلا أن نصوص اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل نصت أيضاً على التقييد المؤقت لأسهم الخزينة لهذين الحقيين، حيث نصت على أنه (تقيد أسهم الخزينة في البيانات المالية.... ولا تستحق اسهم الخزينة ارباحاً نقدية....) (28)، ونصت على أنه (لا تدخل اسهم الخزينة في احتساب النصاب اللازم لصحة اجتماع الجمعية العامة، والتصويت على القرارات بالجمعية العامة، ويسري هذا الحكم على اسهم الشركة المملوكة لشركاتها التابعة). (29).

والمشرع الأردني هو الآخر عرّف أسهم الخزينة على أنها (الأسهم الصادرة عن الشركة والمعاد شرائها من خلال السوق من قبل الشركة).⁽³⁰⁾، وقد اضاف المشرع الأردني على ما سبق من تعريفات، إن شراء الأسهم يتم داخل سوق الأوراق المالية.

ونصت التعليمات ذاتها أيضا في المادة/ 8 على أنه (لا تتمتع أسهم الخزينة بأي حقوق في الأرباح التي توزعها الشركة على المساهمين، وتستثنى من المشاركة والتصويت في اجتماعات الهيئة العامة والتمثيل في مجلس الإدارة.)، وعليه فقد تبني المشرع الأردني الحكم ذاته القائم على حرمان أسهم الخزينة من الحقوق التي تمتاز بها الأسهم المصدرة.

وبالنسبة إلى التشريعات العراقية، فلم نجد تعريفاً لأسهم الخزينة لا في قانون الشركات العراقي المعدل رقم 21 لسنة 1997، ولا في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية لسنة 2004 والتعليمات الصادرة عنه، وعليه يمكن أن نعرف أسهم الخزينة بأنها (أسهم الشركة المصدرة والمشتراة من قبلها من سوق الأوراق المالية، والتي تحتفظ بهامدة محددة كأسهم مجمدة مقيدة الحقوق لتحقيق الغرض من عملية الشراء.)، وندعو المشرع العراقي أن ينص على التقييد المؤقت لأسهم الخزينة من حق استحقاق الأرباح وحق التصويت في الهيئة العامة على غرار التشريعات المقارنة.

ولكن لماذا قررت التشريعات المقارنة هذا التقييد المؤقت لحق استحقاق الأرباح وحق التصويت في الهيئة العامة لأسهم الخزينة؟ قبل الإجابة عن هذا التساؤل، لابد من التذكير بأن للشركة المساهمة ذمة مالية مستقلة عن ذمة المساهمين، وأن لها أهلية قانونية تمكنها من القيام بالتصرفات القانونية كالشراء⁽³¹⁾، وعليه فمن الطبيعي بوصفها الحامل القانوني للاسم المشتراة بعد الشراء حق الحصول على الأرباح وحق التصويت شأنها في ذلك شأن أي حامل للأسهم، إلا أن التشريعات المقارنة قيدت هذين الحقين الشركة تقيداً مؤقتاً، وبتصورنا أن ذلك التقييد المؤقت طوال احتفاظ الشركة بأسهم الخزينة له ما يبرره، بخاصة وأن مصدر شراء الأسهم هو من الاحتياطي الاختياري - كما سنبينه لاحقاً - الذي يتم استقطاعه من الأرباح لأغراض محددة منها مواجهة الظروف غير المتوقعة التي قد تمر بها الشركة لاحقاً، أو مقابل استهلاك موجودات الشركة أو يتم توزيعه بوصفها أرباحاً على المساهمين⁽³²⁾.

ومن ثم فليس من العدل أن تحصل على أرباح تلك الأسهم هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى أن توزيع الأرباح يقتصر على الأسهم القائمة وقت توزيع الأرباح، وبما أن أسهم الخزينة لا تعد من الأسهم القائمة فلا يكون لها الحق في الحصول على الأرباح أما منعها من حق التصويت فيعود للحيلولة دون استئثار الشركة بهذا الحق وتحواله الى وسيلة للدفاع عن مصالح الاغلبية بالشركة⁽³³⁾، وعليه سيكون منفذاً لتميرر قرارات معينة لمحابة مصالحها على مصالح المساهمين.

واخيراً لابد من الإشارة الى انه إذا كانت ملكية اسهم الخزينة للشركة طوال مدة احتفاظها بها، ففي أي بند يتم ادراجها؟

بالنسبة إلى المشرع الأمريكي فعند تعريفه لأسهم الخزينة قرر على عدم اعتبار هذه الأسهم من أصول الشركة، حيث نص في قانون نيويورك للأعمال والشركات (New York Business Corporation Law) في القسم/101 منه على أن(....أسهم الخزينة هي أسهم مُصدرة، لكنها لا تعد أسهم قائمة وليست من أصول الشركة.)، بمعنى أنها لا تدرج ضمن بند رأس مال الشركة أو بند موجوداتها ولا في بند التزاماتها، بمعنى أنها تُدرج في بند مستقل.

في حين قرر المشرع الكويتي تقييد أسهم الخزينة ضمن بند مستقل هو بند حقوق المساهمين، حيث نصت الفقرة 13- المادة 14 من اللائحة على أن (تقيد أسهم الخزينة في البيانات المالية للشركة ضمن بند حقوق المساهمين...).

أما بالنسبة للتشريع الأردني، فإنه قد جاء خالياً من نص يشير الى الجهة التي تقيد ضمنها أسهم الخزينة.

ونحن ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه تشريع لشراء الشركة المساهمة لأسهمها، إلى أن ينص على قيد أسهم الخزينة في بند مستقل هو بند أسهم الخزينة، وأن ينص على أنه في حالة بيع تلك الأسهم فإن الأرباح تكون للمساهمين اذا كان الغرض من الشراء هو البيع، وبذلك ستمكن الشركة من احتواء باقي اسباب شراء الشركة لأسهمها التي سنبينها لاحقاً.

المبحث الثاني/ تقييم عملية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية

بعد الاطلاع على التنظيم التشريعي والواقع العملي لعملية شراء الشركة المساهمة لأسهمها، يظهر أن لهذه العملية أهمية وفي الوقت ذاته يكشف الواقع العملي مخاطرًا بسبب ممارسات بعض الشركات غير المشروعة، وهو ما سنحاول أن نبينه في المطلبين الآتيين:-

المطلب الاول/أهمية شراء الشركة لأسهمها.

لابد من الإشارة إلى أن بعض التشريعات تشير وبنص صريح إلى أن شراء الشركة لأسهمها يكون لغرض استثمار أسهم الخزينة من خلال إعادة بيعها كالتشريع الاماراتي الذي أصدر قرار شراء الشركة لأسهمها لغرض البيع لسنة 2005، في حين نجد أن المشرع الأردني الاصل فيه أن يكون الشراء لغرض البيع وهو ما يمكن ان نستنتج من نصوص التشريع، في حين نجد أن البعض الآخر قد بين بنقاط استخدامات أسهم الخزينة كالمشرع الكويتي، وترك لهيأة الأوراق المالية تقرير استخدامات اخرى⁽³⁴⁾ - كما سنرى- وعلى العموم يمكن إجمال أهمية شراء الشركة لأسهمها من خلال التعرض إلى استخدامها وكالاتي:

1 - الاستثمار هو غاية كل مشروع اقتصادي ومبتغاه، والشركة احدى أهم المشاريع التي تهدف الى استثمار اموالها، والاستثمار يتم من عدة أوجه منها قيامها بشراء أسهمها عند وجود أموال فائضة عن حاجتها فتعتمد إلى استثمارها، وذلك بشرائها أسهمها من سوق الأوراق المالية بثمن محدد، ثم تعمد إلى بيعها في وقت لاحق بثمن أعلى والفرق بين الثمنين يمثل ربح تحققه الشركة، وما يجدر ملاحظته أن التشريعات محل المقارنة لم تبين الاجراء الذي يجب ان تتخذه الشركة في حالة فشلها ببيع تلك الاسهم- على الرغم من اهميته- باستثناء التشريع الاردني الذي قرر استخدام أسهم الخزينة لتخفيض رأس مال الشركة او توزيعها على مساهمي الشركة بشروط⁽³⁵⁾، بمعنى ان المشرع الأردني وإن لم ينص صراحةً على استخدامات أسهم الخزينة، إلا أنه من الممكن أن نستنتج أن الأصل هو بيع الأسهم المشتراة والاستثناء هو تخفيض رأس مال الشركة او توزيعها على المساهمين، اذ ان أسهم الخزينة مدة احتفاظ الشركة بها يكون محدداً، وعليه ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه لشراء الشركة لأسهمها ان تقرر تخفيض رأس مال الشركة بمقدار أسهم الخزينة التي فشلت ببيعها أو منحها إلى مساهمي الشركة المسجلين في سجل الشركة.

2 - إيجاد طلب لأسهم الشركة المصدرة في سوق الأوراق المالية، ويتم ذلك في الوقت الذي تشهد به الشركة انخفاضاً في قيمة الأسهم، فتعتمد الى شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية، وبذلك ستوجد طلب على أسهمها، الأمر الذي يوحى للمستثمرين بوجود طلب على أسهم معينة، الامر الذي يزيد الطلب على أسهمها

فيرفع قيمتها⁽³⁶⁾، إلا أننا نرى وكما سنوضح لاحقاً أنه سيؤدي الى اعطاء اشارات غير صحيحة عن الشركة في سوق الأوراق المالية.

3 - دفع ديون الشركة، في الوقت الذي تكون فيه الشركة مدينة لشخص او أكثر، من الممكن أن تكون أسهم الخزينة المقابل لإطفاء تلك الديون، فبدلاً من دفع الدين نقداً، من الممكن ان يُدفع بصورة أسهم الى الدائن. وبتصورنا أن إطفاء ديون الشركة بهذه الطريقة لا يتم إلا من أسهم خزينة محفوظة لدى الشركة، بمعنى أنه ليس من المعقول أن تقوم الشركة بشراء أسهمها من السوق وتحمل تكاليف هذه العملية لإطفاء ديونها، فالأوفر لها أن تدفع ديونها مباشرة .

4 - تخفيض رأس مال الشركة، شراء الشركة لأسهمها يكون في بعض الحالات من أجل تخفيض رأس مال الشركة، وما يجدر ذكره ان المشرع الكويتي عندما اشار إلى استخدام أسهم الخزينة لتخفيض رأس مال الشركة في م/12 من الكتاب الحادي عشر للاتحة التنفيذية لقانون هيئة سوق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل، قد وقع في خلط بين الشراء لغرض الاسترداد والشراء لغرض الاحتفاظ بتلك الأسهم بوصفها أسهم خزينة، حيث نصت على (في حالة استخدام أسهم الخزينة لتخفيض رأسال المال، يجوز للشركة - بعد الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية رد القيمة الاسمية لبعض أسهمها للمساهمين، وتؤخذ هذه القيمة من الأرباح غير الموزعة والاحتياطي الاختياري للشركة. ويجوز في هذه الحالة منح أصحاب الأسهم المستهلكة أسهم تمتعي كون لها كافة الحقوق المقررة للأسهم العادية في ما عدا استرداد القيمة الاسمية عند تصفية الشركة).⁽³⁷⁾، حيث تشير هذه المادة إلى إمكانية منح المساهمين أصحاب الأسهم المستهلكة أسهم تمتع، وهو أمر محل نظر بخاصة وان أسهم الخزينة المستخدمة لتخفيض رأس مال الشركة قد تم شراؤها مسبقاً من مساهمي الشركة، فكيف يتم منح أسهم تمتع لأصحاب الأسهم المستهلكة .

5 - إثابة العاملين في الشركة، فبدلاً من إجراء توزيعات نقدية للعاملين في الشركة بوصفه صورة من صور الاتابة، فإنها تعتمد إلى منحهم أسهم خزينة، ومن ثم سيحصلون على توزيعات عينية بدلاً من النقدية، مع العلم أن المشرع الكويتي سمح للشركة أن تستخدم أسهم الخزينة لإثابة العاملين، اما التشريع الأردني فان توزيع الأسهم على العاملين في الشركة يتم في حالة فشل الشركة بيع أسهم الخزينة خلال مدة بيع تلك الأسهم .

6-استخدامها في عقود مبادلة الاسهم، يمكن للشركة المُصدرة والتي قامت بشراء أسهمها أن تستخدم هذه الأسهم -اي أسهم الخزينة- في عقود مبادلة الأسهم، فهذه العقود تقوم على فكرة اتفاق بين شركتين تملك احدهما أسهماً في شركة معينة بمبادلتها بأسهم شركة اخرى، بمعنى آخر مبادلة المراكز القانونية بين طرفي عقد المبادلة ⁽³⁸⁾.

7 - لزيادة أرباح المساهمين، شراء الشركة لأسهمها يؤدي الى تقليل عدد المساهمين، الأمر الذي سيؤدي الى حصولهم على أرباح اكثر، بخاصة وأن أسهم الخزينة هي أسهم جُردت من حق الحصول على الأرباح طيلة فترة الاحتفاظ بها.

8 - استيفاء ديون الشركة، في حالة عدم إستيفاء الشركة قيمة أسهمها من المساهمين بالكامل في مرحلة الاكتتاب، فإنها ستقوم بشراء اسهمها من هؤلاء المساهمين المدينين بقيمة الاسهم.

9 - واذا كان كل ما سبق يُظهر اهمية شراء الشركة لأسهمها للشركة والمساهمين والغير، فإن هذه العملية لها أهمية بالنسبة للسوق بسبب العرض و الطلب للأسهم .

وعليه نجد ان شراء الشركة لأسهما يترتب عليه أن يكون لدى الشركة أسهم خزينة ومن ثم يكون استخدام تلك الأسهم على سبيل الحصر كالمشروع الأردني وهو لغرض بيعها، او تتعدد تلك الاستخدامات كما في التشريع الكويتي، لذلك ندعو المشروع العراقي عند تنظيمه عملية شراء الشركة لأسهمها ان يحذو حذو المشروع الكويتي في فسح المجال امام الشركة لاستخدام أسهم الخزينة وان لا يقتصر على ان يكون الغرض هو بيعها لغرض الاستثمار.

المطلب الثاني/ مخاطر شراء الشركة المساهمة لأسهمها

على الرغم من دور شراء الشركة لأسهمها وأهميته، الا أن ثمة مخاطر تنتج عنه افرزها الواقع العملي عند شراء الشركة لأسهمها، وعليه سنحاول أن نبين تلك المخاطر وسنحاول أن نبين المعالجة التشريعية لها كالآتي:-

1- **مخاطر استغلال المعلومات الداخلية:-** من المعروف أن هناك فئة معينة في الشركة يكون بحكم وظيفتهم ومهامهم حق الإطلاع على المعلومات الداخلية للشركة، والتي تتعلق بالوضع الإداري والمالي في الوقت الآتي والمستقبلي للشركة، وعليه فقد يستغل **المطلعون** هذه المعلومات لصالحهم⁽³⁹⁾. فيعمدون إلى بيع أسهمهم إلى الشركة حينما تقوم بتقديم عرض لشراء أسهمها في سوق الأوراق المالية بسعر السوق، على الرغم من علمهم بأن سعر الأسهم سينخفض مستقبلاً بسبب وضاع مستقبلية ستمر بها الشركة، وبذلك سيتجنبون دون سواهم من مساهمي الشركة الذين لا تتوفر لديهم هذه المعلومات، حالة انخفاض قيمة الأسهم المستقبلية، وقد يستفيدون شخصياً من هذه المعلومات أو يسمحوا للغير بالإفادة منها عند تسريب هذه المعلومات الى الغير.

وبتصورنا أن خطر استغلال المعلومات الداخلية من المطلعين، يعد من المخاطر المحتمل وقوعها عند شراء الشركة لأسهمها، إلا أن هذا الخطر لا يقتصر فقط على هذه العملية فحسب، بل أن كل العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية، تعاني من احتمالية تحقق هذا الخطر، ومن جانب آخر نجد أن التشريعات المقارنة قد حظرت تعامل المطلعين رغبةً منها في إيجاد معالجة تشريعية لهذه الحالة لكل العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية دون استثناء، فالمشروع الأمريكي حظر التعامل بالمعلومة الداخلية لكل العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية، ومنها شراء الشركة لأسهمها وفق القسم (10/ب) من قانون تداول الأوراق المالية لسنة 1934 (Securities Exchange Act 1934)، والقسم (10-ب-5) من لائحة هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC - Securities Exchange Commission)، ومن ثم صدر قانون التعاملات الداخلية لسنة 1984 (Insider Trading Act 1984)، وبعده صدر قانون التعامل الداخلي والاحتيايل في معاملات الأوراق المالية لسنة 1988 (The Insider Trading and Securities Enforcement Act 1988).

والمشروع الكويتي حظر هو الآخر التعامل بالمعلومات الداخلية بالنسبة الى كل العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية وفرض عقوبات على هذا التعامل حيث نص على أن (يعاقب بالحبس ... أو بالغرامة... أو بإحدى هاتين العقوبتين... كل مطلع قام بشراء أو بيع ورقة مالية، اثناء حيازته لمعلومات داخلية...)⁽⁴⁰⁾.

أما المشروع الأردني حظر التعامل بالمعلومات الداخلية من المطلعين⁽⁴¹⁾ في تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" الاردنية لسنة 2014 المعدل، حيث نص على أنه (يحظر على الأشخاص المطلعين في الشركة وفي الشركات المملوكة و/أو المسيطر عليها من قبلهم واقربائهم التعامل بأسهم الخزينة).⁽⁴²⁾

والمشروع العراقي هو الآخر فقد حظرت تعامل المطلعين⁽⁴³⁾، بالمعلومات الداخلية أو الكشف عنها، فقد نص على أنه (يعاقب المخالفين للتعليمات أعلاه بالعقوبات المنصوص عليها في قانون الأوراق المالية)⁽⁴⁴⁾، وعليه فعند تنظيم تشريع يسمح بشراء الشركة المساهمة لأسهمها من الطبيعي سينطبق على هذه العملية.

2 - مخاطر إعطاء إشارات غير حقيقية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية: - من الطبيعي أن زيادة الطلب على أسهم الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، يعطي تصور للمستثمرين بأن الشركة المُصدرة لهذه الأسهم من الشركات الناجحة والمزدهرة، الأمر الذي يجعل من زيادة الطلب دافع للمستثمرين لشراء أسهمها بناءً على هذا التصور ومن ثم رفع سعر أسهمها، وعليه فمن المحتمل أن يؤدي شراء الشركة لأسهمها إلى إعطاء إشارات غير حقيقية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، ورفع سعر أسهمها بسبب زيادة الطلب⁽⁴⁵⁾. إلا أننا نرى أن هذا الخطر لن يكون له وجود في حالة لو اشترطت الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية أن يكون هناك إعلان من الشركة المُصدرة عند شرائها لأسهمها، ومن الطبيعي أن هذا الإعلان سيكون وسيلة لإعلام الكافة، حتى غير المحترفين منهم لأن قوانين السوق تنص على أن يكون التعامل بالأوراق المالية من خلال وسيط، الذي يكون على صلة مباشرة بحكم عمله بسوق الأوراق المالية، ومن ثم معرفته بما تصدره الشركة من إعلانات في عمد إلى إعلام المستثمر الراغب بشراء الأسهم المُصدرة.

3 - مخاطر ضياع حقوق دائني الشركة: - هناك من يرى أن شراء الشركة لأسهمها قد يكون سبباً لضياع حقوق دائني الشركة، فبدلاً من قيام الشركة بتسديد ديونها، تعتمد إلى شراء أسهمها، الأمر الذي يؤدي إلى تصفية الشركة بصورة غير قانونية⁽⁴⁶⁾، إلا أننا لا نرى دقة هذا الرأي، خاصة أن مصدر شراء الأسهم يكون من الاحتياطي الاختياري وليس من رأس مال الشركة الذي يعد الضمان العام للدائنين هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى أن التشريعات المقارنة اشترطت - وكما سنبين لاحقاً - أن لا تكون الشركة المُصدرة مدينة عند شرائها لأسهمها.

المبحث الثالث / تمييز شراء الشركة المساهمة لأسهمها عن غيره

سنحاول في هذا المبحث التمييز بين شراء الشركة لأسهمها عن اتفاقية إعادة الشراء - الريبو (Repurchase Agreement - Repo)، من حيث كونها يقومان على فكرة إعادة شراء أسهم سبق أن قامت الشركة ببيعها من ناحية، وبين شراء الشركة لأسهمها عن عرض الشراء (Tender Offer) من حيث كونها يقومان على فكرة تقديم عرض إلى مساهمي الشركة المُصدرة لشراء أسهمهم من خلال سوق الأوراق المالية من ناحية أخرى، وكالاتي:

المطلب الأول / تمييزه عن اتفاقية إعادة الشراء - الريبو (Repurchase Agreement- Repo):

اتفاقية إعادة الشراء والتي يُرمز لها بالريبو (Repo)⁽⁴⁷⁾، هي (بيع أوراق مالية مع الاتفاق في الوقت نفسه على إعادة شرائها بسعر أعلى وبوقت محدد).⁽⁴⁸⁾

فاتفاقية إعادة الشراء تقوم على أساس قيام البائع ببيع أوراق مالية إلى المشتري على أن يتعهد بشراء تلك الأوراق المالية بعد مدة محددة وبثمن أعلى من ثمن الشراء. في البدء تم استخدام هذه العملية من قبل القطاع المصرفي⁽⁴⁹⁾، إذ تلجأ المصارف إلى إبرام عقد الريبو مع البنك المركزي غالباً عندما تكون بحاجة إلى سيولة نقدية فتقوم ببيع أوراق مالية تمتلكها بثمن محدد له مع تعهدها بإعادة شرائها بعد مدة محددة قد تكون

ليوم واحد وهو ما يعرف بالريبو قصير الآجل، أو لمدة أطول وهو ما يعرف بالريبو طويل الآجل، وبشمن أقل من ثمن البيع والفرق بين الثمنين هو في الواقع يمثل عائد للبنك المركزي⁽⁵⁰⁾.

ولخطورة وأهمية اتفاقية إعادة الشراء، نجد أن اتحاد أسواق المال الدولي الريبو (International Capital Market Association Market- ICMA)⁽⁵¹⁾، قد وضع أنموذج لهذه الاتفاقية سميت باتفاقية إعادة الشراء العالمية الأساسية في سنة (-Global Master Repurchase Agreement- GMRA) وعلى صعيد التشريعات المقارنة وتنظيمها لاتفاقية إعادة الشراء في سوق الأوراق المالية، نجد أنهية الأوراق المالية الأمريكية (-The Securities and Exchange Commission- SEC) تبنت القاعدة (Rule 5b-3) التي نظمت من خلالها اتفاقية إعادة الشراء بالنسبة للشركات المدرجة (المسجلة) في سوق الأوراق المالية⁽⁵³⁾.

أما بالنسبة الى التشريع الكويتي فقد نظم اتفاقية إعادة الشراء في اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال الكويتي الفقرة 8- المادة/12 من الفصل الثامن من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال رقم 7 لسنة 2010 المعدل.

أما التشريع الاردني فقد نظم إجراءات اتفاقية إعادة الشراء في المادة/ ثالثاً من تعليمات إصدار البنك المركزي شهادات ايداع / مذكرة رقم (93/99) بتاريخ 1993/8/24⁽⁵⁴⁾.

والمشروع العراقي هو الآخر أشار إلى اتفاقية إعادة الشراء لكن في سوق النقد في الفقرة/ ع- أولاً - المادة/73 من تعليمات تسهيل تنفيذ قانون المصارف رقم 94 لسنة 2004 والتي نصت على أن(عند بيع اصول مالية الريبو "اعادة البيع او اعادة الشراء" على المصرف الإفصاح في هذه الحالة....)، دون أن يبين إجراءات و شروط هذه الاتفاقية .

ويبدو موضع التشابه بين شراء الشركة لأسهمها أو ما يُعرف بإعادة شراء الأسهم (Repurchase Share)⁽⁵⁵⁾، وبين اتفاقية إعادة الشراء (Repurchase Agreement)، فكلاهما يقومان على فكرة بيع الشركة لأوراقها المالية تليها عملية شراء للأوراق المالية ذاتها التي كانت تمتلكها، إلا أن هناك نقاط اختلاف بين العمليتين يمكن تلخيصها بالاتي:

- 1- عندما تقوم الشركة المساهمة ببيع اسهمها الى الجمهور في الاكتتاب العام، فإنها لا تتعهد بإعادة شراء تلك الأسهم منهم مرة أخرى، إذ أن عملية إعادة شراء تلك الأسهم من المساهمين تتم وفق مستجدات تطرأ لأسباب معينة خلال حياة الشركة، في حين يكون في اتفاقية إعادة الشراء -الريبو - تعهد من الشركة البائعة بإعادة شراء الأوراق المالية المباعة من المشتري خلال مدة محددة.
- 2- تقوم الشركة المساهمة بإعادة شراء أسهمها من المساهمين بسعرها المتداول في سوق الأوراق المالية في يوم الشراء، في حين تلتزم الشركة بدفع ثمن محدد للمشتري يتم الاتفاق عليه مسبقاً.
- 3- تتم عملية شراء الشركة لأسهمها على وفق تشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية والتي سبقت الإشارة إليها، في حين تتم عملية اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) على وفق تشريعات منظمة لهذه العملية.

المطلب الثاني/ تميزه عن عرض الشراء (Tender Offer)

هناك من عرّف عرض الشراء (Tender Offer)⁽⁵⁶⁾، على أنه (الإفصاح الموجه إلى المساهمين في الشركة المعنية، يتقدم به شخص بشراء نسبة معينة من أسهمهم بشكل علني، والذي يكون أما نقدياً أو مبادلة أسهم بأسهم، أو بشكل مختلط، على أن يلاقي قبولاً من لدن المساهمين لإتمام عرض الشراء).⁽⁵⁷⁾، وعليه فإن عروض الشراء هي طلب لشراء اسهم احدى الشركات المساهمة بنسبة معينة.

في حين عرفه آخر (طلب شراء عدد من الأوراق المالية " أسهم - سندات قابلة للتحويل الى أسهم - شهادات إيداع " المتداولة في البورصة وتمثل نسبة من رأس مال إحدى الشركات، فإذا كانت النسبة أكثر من الثلث كان العرض إجبارياً وقد يكون مقابل الشراء نقدي أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو مختلطاً بينهما، وقد يكون مقابل الشراء اتفاقاً أو بدونه وذلك وفق للإجراءات التي تحددها هيئة الرقابة المالية⁽⁵⁸⁾، وعلى وفق هذا التعريف فإن طلب الشراء المعروض على مساهمي الشركة إما أن يكون اختياريًا⁽⁵⁹⁾، وإما أن يكون إجبارياً⁽⁶⁰⁾، ومما يؤخذ على التعريفيين السابقين، أنهما لم يبيّنا الغرض من عرض الشراء.

وعليه يمكن أن نعرف عروض الشراء العام (بأنها قيام شخص طبيعي أو معنوي بتقديم عرض لمساهمي إحدى الشركات لشراء أسهمهم من خلال سوق الأوراق المالية إما جبراً أو اختياراً لغرض الاستحواذ على الشركة المعنية)، فالغرض الاساس من تقديم العرض العام هو الاستحواذ على إحدى الشركات، وتتم عملية الشراء هذه بأن يقوم أحد الأشخاص بغض النظر عن كونه طبيعياً أم معنوياً بتقديم عرض لمساهمي الشركة المساهمة بشراء أسهمهم في سوق الأوراق المالية.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية نظم المشرع الأمريكي عرض الشراء في قانون ويليمز (Williams Act)، إذ يتم تقديم عرض الشراء (Tender Offer) من احد المستثمرين لشراء الأسهم القائمة (Outstanding Securities) لأحدى الشركات المساهمة المستهدفة بالعرض من مساهميتها⁽⁶¹⁾. أما المشرع الكويتي فقد نظم احكام عرض الشراء لغرض الاستحواذ في قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل في الفصل السابع بعنوان " عمليات الاستحواذ وحماية حقوق الأقلية". والمشرع الأردني هو الآخر نظم العرض العام بإصداره "تعليمات اجراءات عرض التملك العام لسنة 2007"⁽⁶²⁾.

أما المشرع العراقي فلم ينظم عرض الشراء في قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 المعدل، على الرغم من أنه أشار الى مسألة إمكانية وجود فئة تمتلك أغلبية الأسهم في الفقرة/ 3 - المادة/ 1 فقد نص على أن (حماية حاملي الاسهم ... ومالكي اغلبية الاسهم فيها.)، إلا أنه لم ينص فيما لو كان بالإمكان ان يتم التملك من خلال تقديم عرض لشراء أسهم إحدى الشركات لغرض السيطرة والاستحواذ عليها، والقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004 هو الآخر لم ينظم عرض الشراء، وعليه ندعو المشرع العراقي إلى وضع تشريع ينظم عملية عرض الشراء لغرض السيطرة والاستحواذ، خاصة وأنه سمح بالسيطرة والاستحواذ، او كما عبر عنه (بالحيازة المؤهلة)⁽⁶³⁾، في قانون المصارف رقم 94 لسنة 2004 فقد نص في الفقرة/ 1- المادة/ 22 على أن (أي شخص يعتزم اكتساب حيازة مؤهلة في مصر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة 00).

ويبدو أن ثمة شبه بين شراء الشركة لأسهمها، وعرض الشراء، وبخاصة وأن الشراء يتم بصورة عرض الى مساهمي الشركة المصدرة لشراء اسهمهم القائمة و المدرجة وذلك من خلال سوق الاوراق المالية، مع ملاحظة أن عرض الشراء في كليهما يتم بصورة عرض شراء ولعدد محدد من الاسهم لتحقيق الغرض الذي من أجله تم تقديم العرض، اي يختلف عن عرض الشراء العادي (أمر الشراء) الذي يتقدم به المستثمرون لشراء الاسهم، إذ أن هناك شروطاً وإجراءات خاصة بكل منهما تختلف عن عرض الشراء العادي، وأخيراً تتطلب عملية الشراء في كليهما موافقة خاصة من هيئة الأوراق المالية.

وعلى الرغم من اوجه الشبه تلك، إلا أن ثمة اختلافات بين الاثنين، نجملها بالآتي:

- 1- شراء الشركة لأسهمها يتم عرض الشراء من الشركة المُصدرة نفسها لشراء أسهمها القائمة في سوق الأوراق المالية، في حين يكون العرض في عملية عرض الشراء من الغير.
- 2- تتعدد وتختلف الأغراض في شراء الشركة المساهمة لأسهمها، كما بينا في موضع سابق، في حين الغرض الأساس من عرض الشراء هو الاستحواذ (Acquirer) على الشركة المستهدفة (Target Corporation)، الذي لا يعد أحد أغراض شراء الشركة لأسهمها، فلا يمكن أن تستحوذ الشركة على نفسها.

3- لا يمكن أن يكون الشراء في عملية شراء الشركة لأسهمها ألا اختياريًا، في حين يمكن أن يكون اختياريًا وإجباريًا في عرض الشراء .

وأخيراً لابد من الإشارة إلى أن هناك ثمة صلة تربط بينهما، وتظهر هذه الصلة في حالة قيام أحد الأشخاص بتقديم عرض إجباري لشراء أسهم شركة معينة لغرض الاستحواذ على إدارتها، فتعتمد الشركة المساهمة المستهدفة بالعرض إلى شراء أسهمها من المساهمين، لتجنب الاستحواذ عليها من الشخص مُقدم العرض⁽⁶⁴⁾.

المبحث الرابع / متطلبات شراء الشركة لأسهمها

لا يمكن أن تتم عملية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية دون متطلبات معينة نصت عليها التشريعات محل المقارنة، الغرض منها تنظيم هذه العملية بطريقة مشروعة للحفاظ على حقوق المساهمين ودائني الشركة وسلامة التعاملات في سوق الأوراق المالية، وعليه سنحاول أن نبين هذه المتطلبات في المطلبين الآتيين، الأول سنخصصه لبيان شروط شراء الشركة المساهمة لأسهمها في حين سنخصص المطلب الثاني للإجراءات الواجب اتباعها وكالاتي:

المطلب الأول / شروط شراء الشركة المساهمة لأسهمها

لا يُسمح للشركة المُصدرة بشراء أسهمها في سوق الأوراق المالية، ما لم تتوفر جملة شروط نصت عليها التشريعات المقارنة، التي سنحاول أن نبينها على وفق كل تشريع وكالاتي:-

أولاً - في التشريع الأمريكي:- في عام 1982 تبنت هيئة الأوراق المالية الأمريكية (The Securities Commission" or "SEC - "Commission and Exchange Commission) القاعدة 10ب-18 (Rule 10b-18) والتي يطلق عليها (الملاذ آمن - safe harbor) حددت شروط شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية والمتعلقة بطريقة ووقت وثمان وعدد الأسهم التي يتم شراؤها، وذلك للحد من وقوع حالات التلاعب والاحتيايل التي نص عليها القسم (2)(a)9 (Sec: 9(a)(2)) والقسم (10(b)) من قانون اسواق الأوراق المالية لسنة 1934 (Securities Exchange Act of 1934)، إذ إن تنفيذ الشركة المُصدرة لهذه الشروط سيحول دون تحقق مسؤوليتها عن حالات التلاعب والاحتيايل، وقد تم تعديل هذه القاعدة في شهر تشرين الأول (نوفمبر) سنة 2003⁽⁶⁵⁾. ومما يجدر ذكره أن هذه القاعدة لا تطبق على جميع عمليات شراء الشركة لأسهمها، ومن تلك العمليات على سبيل المثال، الشراء الذي يتم بوساطة وكيل مستقل للشركة المُصدرة - أي ليس من خلال وسيط - والشراء الذي يتم خارج الولايات المتحدة، والشراء الذي لا يكون محله الأسهم العادية (common stock)⁽⁶⁶⁾. وعلى العموم وبعد الاطلاع على التشريعات الأمريكية، نجد أن هناك نوعين من الشروط؛ شروط للسماح للشركة المُصدرة لاتخاذها قرار شراء أسهمها، وشروط تتعلق بتنفيذ عملية شراء أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويمكن أجمال تلك الشروط بالآتي:-

- أن لا تكون الشركة المُصدرة التي تخطط لشراء أسهمها مفلسة (insolvent)، أو تؤدي عملية الشراء إلى إفلاسها، وهو ما أشرطه قانون ولاية نيويورك للأعمال والشركات (The New York Business Corporation Law) الذي نص في القسم 513/ منه على أنه (بغض النظر عن ما أورده الهيئة العامة في شهادة تأسيسها، لا يجوز للشركة شراء أسهمها.... إذا كانت مفلسة أو يؤدي إلى إفلاسها...)⁽⁶⁷⁾.
- أن يكون مصدر شراء تلك الأسهم من الربح الفائض (Surplus) الذي يُعرف على أنه (يعني الزيادة في صافي الأصول على رأسمال الشركة الاسمي المُسجل).⁽⁶⁸⁾، أي لا يجوز شراؤها من رأس المال الاسمي المُسجل، حيث نص القسم/ 513 من قانون ولاية نيويورك كل لأعمال والشركات (The New York Business Corporation Law) ("the N.Y. Bus. Corp. Law") على أنه (...الاسهم التي يتم شراؤها أو استردادها... فقط من الربح الفائض).⁽⁶⁹⁾.
- أما بالنسبة لشروط تنفيذ شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية على وفق القاعدة (Rule 10b-18)، فتتمثل بالآتي: -
- شروط تتعلق بطريقة الشراء (Manner).
في كل يوم تداول لابد ان تتم عملية العرض لشراء الأسهم من الشركة المُصدرة قبل وسيط واحد، حيث نصت القاعدة (Rule 10b-18-1) على أنه (يجب أن تنفذ عملية الشراء من قبل وسيط أو تاجر واحد في اليوم الواحد).⁽⁷⁰⁾، ويبدو أن المشرع الأمريكي قد قرر هذا الشرط، للحيلولة دون إيجاد حالة قد توحى للمستثمرين بوجود طلبات عرض لشراء أسهم الشركة المُصدرة من أكثر من وسيط بسبب وضع الشركة المالي، لا لان الشركة المُصدرة تقوم بإعادة شراء أسهمها.
- شروط تتعلق بوقت الشراء (Timing):
يجب أن تتم عملية الشراء في وقت محدد، فعلى سبيل المثال نصت القاعدة (Rule 10b-18-2) على أنه (أن لا تتم عملية الشراء في أول صفقة تداول في الجلسة، ولا أن يتم الشراء في آخر عشر دقائق).⁽⁷¹⁾.
- شروط تتعلق بثمن الشراء (Price).
يجب أن تتم عملية الشراء بثمن محدد، فمثلاً نصت القاعدة (Rule 10b-18-3) على أنه (يجب أن لا يكون ثمن الشراء أعلى من أعلى ثمن شراء معروض في الجلسة، أو أعلى من أعلى ثمن معروض في آخر جلسة التداول).⁽⁷²⁾.
- شروط تتعلق بعدد الأسهم المراد شراؤها (Volume).
يجب أن تتم عملية الشراء في اليوم الواحد لعدد محدد من الأسهم، فمثلاً نصت القاعدة (Rule 10b-18-4) على أنه (يجب أن لا يتجاوز حجم الشراء اليومي ربع معدل التداول اليومي للأسابيع الأربعة الماضية).⁽⁷³⁾.
- وفي حالة تخلف أي شرط من شروط تنفيذ شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية، فلا بد من إخراج عملية الشراء تلك من الحماية التي توفرها قاعدة الملاذ آمن (Safe Harbor)، حيث نصت القاعدة (Rule 10b-18-1) على أن (الفشل في توفر أي من شروط شراء الشركة لأسهمها، سوف يؤدي إلى إخراجها من الملاذ آمن في ذلك اليوم).⁽⁷⁴⁾.

وأخيراً لا بد من الإشارة إلى مسألتين، الأولى أن الخضوع إلى تلك الشروط طوعي وليس اجبارياً، فمن حق الشركة المُصدرة تطبيق هذه الشروط وتتمتع بملأ آمن للحيلولة دون تحقق مسؤوليتها من واقعة الاحتيال والتلاعب عند شرائها لأسهمها في سوق الأوراق المالية، فقد نصت (Rule 10b-18) على أن (الخضوع إلى القسم: 240-10 - ب - 18 يكون طوعياً).⁽⁷⁵⁾

أما الثانية، فإنه إذا كان من الصحيح أن الخضوع إلى الشروط التي نصت عليها القاعدة (Rule 10b-18) يوفر ملاذاً آمناً للشركات المُصدرة عند شرائها لأسهمها ويحول دون تحقق مسؤوليتها من حالة التلاعب والاحتيال، إلا أن هذه الحماية لا تتوفر للشركات المُصدرة إذا خرقت بقية القوانين الفدرالية للولايات المتحدة، حيث نصت على أنه (علاوة على ذلك، فإن الملاك آمن لا يتحقق لعملية إعادة الشراء على الرغم من امتثالها عملياً لهذا القسم، إذا كانت جزءاً من خطة أو مخطط للتهرب من قوانين الأوراق المالية الفدرالية للولايات المتحدة الأمريكية).⁽⁷⁶⁾

ثانياً - في التشريع الكويتي:- بالنسبة للتشريع الكويتي فقد نص على أنه (يجب أن ينص عقد الشركة على جواز شراء الشركة لأسهمها، وبما لا يتجاوز نسبة 10% من عدد أسهمها المصدرة بقيمتها السوقية....)⁽⁷⁷⁾، ونص أيضاً على أنه (لا يجوز استخدام رأس مال الشركة كمصدر لتمويل عملية شراء الشركة لأسهمها).⁽⁷⁸⁾، ومن هذين النصين نجد أن المشرع الكويتي اشترط الآتي:

- أن ينص عقد الشركة المُصدرة على إمكانية شرائها لأسهمها، بمعنى إن لم يوجد بند يسمح لها بالشراء، فإنها لن تتمكن من شراء أسهمها، على الرغم من وجود تنظيم له في الفصل الرابع عشر من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل.
 - اشترط المشرع الكويتي أن لا تتجاوز نسبة عدد الأسهم المخطط لشرائها من سوق الأوراق المالية نسبة 10 % من الأسهم التي أصدرتها الشركة.
 - والشرط الثالث يتمثل بأن يكون الشراء بقيمة الأسهم السوقية، أي ثمنها في سوق الأوراق المالية، لا بقيمتها الإسمية، وهو أمر طبيعي لأن الشراء يتم من خلال السوق والسعر السائد للأسهم في يوم الشراء.
 - وأخيراً اشترط أن لا يكون رأس مال الشركة المُصدرة، هو مصدر تمويل شراء الأسهم من سوق الأوراق المالية، وكما ذكرنا في موضع سابق لا بد أن يكون مصدر الشراء من الاحتياطي الاختياري.
- ويبدو أن المشرع الكويتي لم يُشر إلى شروط تنفيذ شراء الشركة المساهمة في سوق الأوراق المالية على غرار التشريع الأمريكي الذي نص على تلك الشروط التي بينهاها، وهو أمر محل نظر بتصورنا، بخاصة وأن هذه الشروط ضرورية لتنظيم عملية الشراء في سوق الأوراق المالية لتجنب حالة التلاعب والاحتيال التي من الممكن أن تقع أثناء عملية الشراء.
- ثالثاً - في التشريع الأردني:- قررت التعليمات الأردنية شروطاً لشراء الشركة المُصدرة لأسهمها، حيث نصت على أنه (يشترط في عملية شراء الشركة لأسهمها ما يلي:....)⁽⁷⁹⁾، ويمكن إجمال هذه الشروط بالآتي:

- أن لا تتجاوز عدد الأسهم المراد شرائها عدداً معيناً حيث نصت المادة 4/ على (أ - أن لا تتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها عن 10% من عدد الاسهم المكتتب بها للشركة).
- أن يكون مصدر شراء الأسهم المُصدرة من الأرباح المدورة والاحتياطي عدا الاحتياطي الإجباري، فقد نص على أنه (ب- أن لا يزيد المبلغ المخصص لشراء الشركة لأسهمها عن الأرباح المدورة المتحققة والاحتياطيات الأخرى عدا الاحتياطي الإجباري ..).

- أن لا تؤدي عملية الشراء إلى جعل الشركة المُصدرة مدينة، وذلك باقتراض مبلغ لتمويل عملية شراء الأسهم، أو كانت الشركة في وقت سابق قد قامت بإصدار إسناد (سندات) قرض لا زالت قائمة لم تطفأ، ويبدو واضحاً أن مراعاة الوضع المالي للشركة المُصدرة من الشروط الأساسية لإمكانية تمويل عملية الشراء وعدم تحميل الشركة أعباء مالية أخرى، حيث نصت على أن (ج- أن لا يتم تمويل شراء أسهم الخزينة عن طريق الاقتراض وأن لا يكون لدى الشركة اسناد قرض قائمة).
- أن لا تقوم الشركة المُصدرة بشراء أسهمها ما لم تمر مدة سنة من تاريخ تسجيل أسهم الزيادة لدى مركز إيداع الأوراق المالية، وحسناً فعل المشرع الأردني عند تقريره هذا الشرط، وبخاصة وأن زيادة رأس مال الشركة عن طريق إصدار أسهم جديدة، يكون الغرض منه زيادة رأس مال الشركة، وذلك من خلال عرض أسهم الزيادة على الجمهور للاكتتاب بها لزيادة رأس مالها، بمعنى أن شراء الشركة لأسهمها يتعارض مع عرض أسهم زيادة رأس مال الشركة المُصدرة لغرض بيعها، وقد استثنى المشرع زيادة رأس مال الشركة عن طريق منح أسهم مجانية، حيث نص على أن (د- لا يجوز للشركة التي قامت بزيادة رأسمالها شراء أسهم خزينة قبل مرور سنة من تاريخ تسجيل أسهم الزيادة لدى مركز إيداع الأوراق المالية ويستثنى من ذلك زيادة رأس المال عن طريق منح أسهم مجانية "رسملة الأرباح والاحتياجات وعلاوة الإصدار"، ومن الطبيعي أن زيادة رأس مال الشركة المساهمة من خلال منح اسهم منحة لن يترتب عليها إصدار اسهم تُعرض على الجمهور للاكتتاب بها، وعليه فلن تؤثر هذه الطريقة من طرق زيادة رأس المال على شراء الشركة لأسهمها.
- أن تتم عملية الشراء من خلال سوق الأوراق المالية، مع مراعاة شروط ضرورية تتعلق بتنفيذ عملية الشراء من خلال السوق، التي اشارت إليها المادة/6 التي نصت على (أ- أن لا يتجاوز الطلب اليومي في جلسة التداول الواحدة ما نسبته "25 % من معدل التداول اليومي للسهم. ب- يجوز للشركة تجاوز النسبة المشار إليها في البند "أ" أعلاه في حال كان معدل التداول اليومي للسهم منخفضاً على أن لا تتجاوز هذه النسبة في أي حال من الأحوال "50 % من معدل التداول اليومي للسهم شريطة الحصول على موافقة المجلس المسبقة على ذلك و الإعلان عن ذلك للجمهور- أن تقوم الشركة بتنفيذ عملية الشراء خلال مدة لا تتجاوز سنة واحدة من تاريخ أول عملية شراء. د- يمنع شراء أسهم الخزينة عن طريق الصفقات. هـ- يحظر على الشركة تنفيذ عمليات الشراء لأسهمها بسعر أعلى من سعر آخر عملية تم تنفيذها اثناء جلسة التداول)، ومما يجدر ذكره، أن هذه الشروط الزامية وليست اختيارية - كما في التشريع الأمريكي - .

وعليه ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه لتشريع يسمح للشركات المساهمة بشراء أسهمها في سوق الأوراق المالية، أن يضع شروطاً منظمة لهذه العملية على غرار التشريعات المقارنة، يتعلق البعض منها بالشركة المُصدرة للسماح لها بشراء أسهمها، والبعض الآخر يتعلق بشروط تنفيذ هذه العملية في سوق الأوراق المالية، وأن يجعل منهما شروطاً الزامية لا اختيارية.

المطلب الثاني / إجراءات شراء الشركة المساهمة لأسهمها

يجب على الشركة المساهمة التي ترغب في شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية، أن تتبع إجراءات معينة حددها المشرع، التي تعد بتصورها، الضمانة الحقيقية لإتمام عملية الشراء في سوق الأوراق المالية دون حدوث حالات التلاعب والاحتيال، من خلال إطلاع هيئة الأوراق المالية على عملية الشراء، والتي تعد

الجهة الرقابية في سوق الأوراق المالية على جميع العمليات التي تتم داخله، وعلى العموم نجد أن تلك الإجراءات تتمثل بالآتي:-

أولاً- تقديم طلب لشراء الشركة لأسهمها:-

على الشركة المُصدرة التي ترغب في شراء أسهمها، أن تقوم بتقديم طلب الى الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية، يتضمن رغبته في شراء أسهمها، وعلى الرغم من عدم نص المشرع الأمريكي على ضرورة تقديم طلب الى هيئة الأوراق المالية الأمريكية (The Securities and Exchange Commission - SEC)، فإننا نتصور أن الشركة المُصدرة لن تتمكن من اجراء هذه العملية دون تقديم مثل هذا الطلب، وبخاصة وأنها ملزمة وكما سنرى بتقديم بيانات معينة تتعلق بعملية الشراء والتي من المُستبعد أن تكون شفوية.

في حين قرر المشرع الكويتي على ضرورة تقديم مثل هذا الطلب الى هيئة أسواق المال، حيث نص على أن(....) ولا يجوز للشركة شراء أو بيع أسهمها إلا بعد الحصول على موافقة مكتوبة من الهيئة بهذا الشأن. وذلك بناء على طلب يقدم من الشركة الى الهيئة متضمناً البيانات التالية:(⁸⁰).

وهو ما قرره المشرع الأردني، الذي نص على ما يأتي (على الشركة التي ترغب بشراء أسهم الخزينة التقدم بطلب خطي للحصول على موافقة الهيئة وفقاً للنموذج المعد لذلك...)(⁸¹).

ولكن هل هناك ثمة بيانات لابد أن تقدم مع الطلب المُقدم الى هيئة الأوراق المالية؟

من خلال الجمع بين موقف التشريعات المقارنة، نجد أن هناك جملة من البيانات لابد أن تقوم الشركة المُصدرة بتقديمها مع الطلب و تتمثل بالآتي:

• ما يؤيد قرار الهيئة العامة للشركة المُصدرة المتضمن موافقتها على شراء أسهمها، ولم يُشر المشرع الأمريكي الى هذا البيان، في حين نص المشرع الكويتي على أن(..طلب يقدم من الشركة الى الهيئة متضمناً البيانات التالية: 2- نسخة من محضر اجتماع الجمعية العمومية العادية والذي يفوض مجلس الادارة بشراء أو بيع نسبة لا تتجاوز..)(⁸²)، وهو ما قرره المشرع الاردني، الذي نص على ما يأتي(1- قرار هيئتها العامة في اجتماعها غير العادي المتضمن الموافقة على شراء و بيع أسهم الخزينة..)(⁸³). وعليه ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه تشريع لشراء الشركة لأسهمها، أن يشترط موافقة الهيئة العامة في اجتماعاتها غير العادية، وذلك لخطورة هذا النوع من القرارات، بخاصة أنه يمس بحقوق المساهمين وبالوضع المالي للشركة.

• بيان بعدد الأسهم التي تخطط الشركة المُصدرة لشراؤها.

• المبالغ المحددة لشراء الأسهم ومصدرها.

• دراسة مالية تبين الأسباب التي من اجلها خططت الشركة المُصدرة لشراء أسهمها.

• بيانات مالية تبين الوضع المالي للشركة.

• موافقة الجهات الرسمية التي تخضع الشركة المُصدرة لرقابتها(⁸⁴).

وعليه ندعو هيئة الأوراق المالية العراقية الى وضع أنموذج مكتوب لطلب شراء الشركة لأسهمها، لتجنب أي نقص في البيانات التي يجب أن يتضمنها الطلب المُقدم منها، عند السماح للشركات المساهمة بشراء أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية.

ثانياً - موافقة هيئة الأوراق المالية.

لا يكفي الطلب المقدم من الشركة المُصدرة السماح لها بشراء أسهمها من سوق الأوراق المالية، ما لم تصدر موافقة من هيئة الأوراق المالية، فالموافقة دليل على استكمال الشركة لكل الشروط التي قررها التشريع المنظم لشراء الشركة لأسهمها.

ولم ينص التشريع الأمريكي على هذا الاجراء، في حين نص المشرع الكويتي على أنه (.. ولا يجوز للشركة شراء أو بيع أسهمها إلا بعد الحصول على موافقة مكتوبة من الهيئة بهذا الشأن).⁽⁸⁵⁾ أما التشريع الأردني فقد منح صلاحية منح الموافقة أو الرفض الى مجلس مفوضي الهيئة⁽⁸⁶⁾، حيث نص على أن (يصدر مجلس المفوضين قراره بالموافقة أو الرفض..)⁽⁸⁷⁾. وعليه ندعو المشرع العراقي الى منح صلاحية الموافقة أو الرفض الى هيئة الأوراق المالية.

وإذا كانت هيئة الأوراق المالية تملك صلاحية الرفض أو الموافقة على شراء الشركة لأسهمها، فهل توجد مدة محددة تلتزم بمقتضاها الهيئة بإعلان قرارها؟ وهل يمكن الاعتراض على هذا القرار؟ ومن هي الجهة التي يتم الاعتراض أمامها؟

بعد الاطلاع على موقف التشريعات محل المقارنة، لم نجد نصاً يحدد مدة دراسة طلب الشركة المصدرة لأسهمها، فلم يبين التشريع الأمريكي أو الكويتي مدة محددة لإعلان موافقة هيئة الأوراق المالية أو رفضها للطلب المقدم لها، في حين حدد المشرع الأردني تلك المدة حيث نص على أن (يصدر مجلس المفوضين قراره بالموافقة أو الرفض خلال (21) يوم عمل من تاريخ تقديم الطلب مستكملاً الشروط والمتطلبات ويتم الإفصاح عنه).⁽⁸⁸⁾، أما فيما يتعلق بالشق الثاني من السؤال، فلم تبين التشريعات محل المقارنة فيما لو كان باستطاعة الشركة المصدرة الاعتراض على قرار الهيئة أم لا، وهو بتصورنا أمر محل نظر، إذ من حق الشركة الاعتراض على قرار الهيئة لدى جهة معينة و التي تتمثل بالقضاء.

وعليه ندعو المشرع العراقي إلى تعيين مدة محددة للبت بطلب الشركة المُصدرة بالرفض أو الموافقة، وندعوه إلى ضرورة أن يكون القرار الصادر منها مسبباً، ليتسنى للشركة المصدرة الوقوف على أسباب الرفض، واخيراً ندعوه إلى السماح بالاعتراض على قرارات الهيئة في حالة الرفض أمام القضاء.

ثالثاً- اتفاق الشركة المُصدرة مع وسيط مرخص لشراء أسهمها في سوق الأوراق المالية: وكما بينا في موضع سابق أن المشرع الأمريكي اشترط أن تتم عملية الشراء في سوق الأوراق المالية من وسيط أو تاجر واحد، في حين لم يتطرق المشرع الكويتي أو الأردني الى أن اتمام اجراءات الشراء في سوق الأوراق المالية تتطلب تحديد وسيط واحد دون سواه، إلا أن هذا لا يعني أنه بالإمكان إجراء عملية شراء الأسهم من المساهمين عبر سوق الأوراق المالية دون التعاقد مع وسيط مالي مرخص، بخاصة أن عملية شراء الشركة المساهمة لأسهمها هي إحدى عمليات سوق الأوراق المالية.

وعليه ندعو المشرع العراقي إلى أن تتم عملية شراء الشركة المساهمة لأسهمها من خلال اتفاقها مع شركة وساطة معينة، لأن الاتفاق مع أكثر من وسيط قد يعطي انطباعاً غير حقيقي بأن هناك إقبالاً على أسهم الشركة المُصدرة، ومن ناحية أخرى ندعو المشرع العراقي أن يلزم الشركة المُصدرة بعد موافقة الهيئة العامة على شراء أسهمها في سوق الأوراق المالية أن تعلن عن شرائها لأسهمها في سوق الأوراق المالية وفي النشرة التي يصدرها مسجل الشركات، وأن يتضمن الاعلان اسم شركة الوساطة التي تم الاتفاق معها لشراء أسهمها، كإجراء من اجراءات شراء الشركة لأسهمها لإعلام الغير⁽⁸⁹⁾.

الخاتمة:

مع طي الصفحات الأخيرة من بحثنا الموسوم ب (ماهية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية – دراسة مقارنة)، كان لابد لنا من استعراض أهم الاستنتاجات والتوصيات التي توصلنا لها، وكالاتي:-

أولاً : الاستنتاجات: يمكن إجمال أهم الاستنتاجات بالآتي:

- 1- تقوم الشركة المساهمة بشراء أسهمها من سوق الأوراق المالية اما لاستردادها أي إعدامها أو ما يُعرف باستهلاكها، او ان يكون الشراء لغرض احتفاظ الشركة بأسهمها كأسهم خزينة.
- 2- هناك من التشريعات من نظمت هذه العملية التي تعد إحدى العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية كالتشريع الأمريكي و الكويتي، ومنها من أشارت إليه دون أن تنظمه كالتشريع العراقي، إذ ورد ذكرها في قانون المصارف رقم 94 لسنة 2004.
- 3- يمكن ان نعرّف شراء الشركة المساهمة لأسهمها على أنه (قيام الشركة المُصدرة والمدرجة بشراء أسهمها منسوقاً لأوراق المالية، والاحتفاظ بها كأسهم خزينة لمدة حددها القانون، لتحقيق الغرض من الشراء، ويتم كل هذا على وفق شروط وإجراءات نص عليها التشريع).
- 4- إن الشراء يكون للأسهم العادية دون سواها من الأسهم، ويكون الشراء من سوق الأوراق المالية بمعنى أنه يُشترط بالشركة التي تقوم بالشراء من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإن الشراء الذي يتم بعقد خارجي بين المساهم مالك الأسهم و الشركة المُصدرة للأسهم يكون لغرض استردادها اي إعدامها لغرض تخفيض رأس مالها .
- 5- ليس كل عرض لشراء للأسهم من المساهمين يكون الغرض منه احتفاظها بالأسهم المُشتراة بوصفها أسهم خزينة، إذ إن الشراء قد يكون لغرض الاسترداد أي إعدام تلك الأسهم لغرض تخفيض رأس مالها.
- 6- قد يبدو للوهلة الأولى أن هناك تشابهاً بين عملية شراء الشركة لأسهمها عن بعض العمليات التي تقوم بتقديم عرض للمساهمين لغرض شراء أسهمهم كعروض الشراء وعقد الريبو.
- 7- إجراءات وشروط محددة على وفق التشريعات المقارنة لا بد من اتباعها لغرض شراء الشركة المساهمة لأسهمها من سوق الأوراق المالية، يترتب على عدم مراعاتها عدم صحة تلك العملية، إذ إن الغرض من تقريرها هو لتنظيم تلك العملية بطريقة تحفظ فيها حقوق مساهمي الشركة و استقرار التعامل في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: التوصيات:- يمكن إجمال أهم التوصيات بالآتي:-

- 1- نوصي المشرع العراقي إلى تنظيم عملية شراء الشركة لأسهمها على غرار التشريعات المقارنة الاخرى، بخاصة وان هناك اساساً قانونياً لها في قانون المصادر فالعراقي كما أشرنا مسبقاً خلال البحث.
- 2- ندعو المشرع العراقي إلى أن يكون قرار شراء الشركة لأسهمها من القرارات التي يتم اتخاذها بالاجتماع غير العادي للهيئة العامة للشركة وباقتراح من مجلس إدارة الشركة معززاً بدراسة معمقة للمنافع التي يمكن ان تحصل عليها الشركة عن شرائها لأسهمها.
- 3- وندعو المشرع العراقي إلى أن ينص على التقييد المؤقت لاسهم الخزينة من حق استحقاق الأرباح وحق التصويت في الهيئة العامة على غرار التشريعات المقارنة.

- 4- ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه تشريع لشراء الشركة المساهمة لأسهمها، أن ينص على قيد أسهم الخزينة في بند مستقله وبند أسهم الخزينة.
- 5- ندعو المشرع العراقي إلى أن يحذو حذو المشرع الكويتي في فسح المجال امام الشركة لاستخدام أسهم الخزينة وأن لا يقتصر على أن يكون الغرض هو بيعها لغرض الاستثمار.
- 6- ندعو المشرع العراقي أن يحذو حذو المشرع الأمريكي الذي قرر وضع شروط لشراء الشركة لأسهمها وشروط أخرى خاصة بتنفيذ عملية الشراء، وفي الوقت ذاته ندعوه إلى أن تكون الشركة ملزمة وغير مخيرة بتنفيذ تلك الشروط للحيلولة دون وقوع حالات التلاعب.
- 7- ندعو المشرع العراقي عند تنظيمه لعملية شراء الشركة لأسهمها أن يولي اهتماماً للإجراءات الواجب اتباعها للحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية ، من تقديم الطلب ودراسته على أن تكون هناك مدة معينة يحددها التشريع لدراسة الطلب على غرار المشرع الأردني ، ومن ثم ابلاغ الشركة بالموافقة او الرفض على أن يكون قرار الرفض مسبباً ، حتى تتمكن الشركة مقدمة الطلب معالجة السبب الذي حال دون موافقة هيئة الأوراق المالية .
- 8- الاعتراض على قرار هيئة الأوراق المالية من الحقوق المشروعة للشركة التي تم رفض طلبها، وعليه ندعو المشرع العراقي ببيان الجهة التي يتم الاعتراض لديها والمواعيد الخاصة بتقديم الاعتراض وحسمه.
- 9- ندعو هيئة الأوراق المالية عند تنظيمها لشراء الشركة لأسهمها، إعداد أنموذج من قبل المختصين بالهيئة وبسوق العراق للأوراق المالية، يتضمن كل ما يتعلق بمتطلبات شراء الشركة لأسهمها للمحافظة على سلامة السوق من جهة، ومن جهة أخرى المحافظة على حقوق المساهمين والغير.

الهوامش

- (1)Petter Moles, Robert Parrino, and David Kidweir :Corporate Finance :European Edition, wiley, Ajohn Wiley and Sons, chapter 17,Dividens and Policy, 2011, p:679.
- (2) د. محمد بن براك الفوزان، الاحكام العامة للشركات (دراسة مقارنة)، الطبعة الاولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014، ص 216.
- (3)د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1984، ص 227 .د.حسين المياحي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، 2010-2011، ص 212.
- (4)موقع المستثمر: متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/7/20.
- (5)يُقصد بالبرنامج مجموعة الاجراءات التي يجب أن تتبعها الشركة المُصدرة لشراء أسهمها والتي سنحاول أن بينها لاحقاً بالتفصيل.
- (6)لابد من الإشارة الى أن بحثنا سيخص لشراء الاسهم من سوق الاوراق المالية، لا الشراء الذي يتم مباشرة بين الشركة والمساهمين.
- (7) في حين ان فقهاً نجد ان هناك من يرى أن الاصل حظر شراء الشركة لأسهمها، وقد بُرر هذا الرأي لأن الشراء سيؤدي إلى المساس بمبدأ ثبات رأس مال الشركة، أو يسمح بحدوث حالات التلاعب والاحتيال في سوق الأوراق المالية بخاصة أنها تؤدي إلى رفع قيمة الأسهم بسبب الشراء.

(8) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Sec:d-6 –MBCA Act -(A corporation shall have the right to purchase .. its own shares

(9) قانون نيويورك للأعمال والشركات. متاح على الموقع الإلكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 30/2018/9

<http://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/bsc-sect-513.html#sthash.TgT7tNVm.dpuf>

(10) الفقرة/ هـ - المادة/ 98 من قانون الشركات الاردني رقم 22 لسنة 1997 المعدل.

(11) (الشركة المساهمة العامة هي شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة تقبل التداول على الوجه المبين من هذا القانون وتقتصر مسؤولية المساهم على اداء قيمة الاسهم التي اكتتب فيها، ولا يُسأل عن التزامات الشركة الا في حدود القيمة الاسمية لما اكتتب فيه من أسهم.) المادة/119- الفصل الاول - الباب التاسع من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2018 المعدل. متاح على الموقع الإلكتروني الآتي، آخر زيارة للموقع في 2018/7/20:

http://www.moci.gov.kw/uploads/1273m.pdf_635902113000215595.pdf

(12) (يقتصر الاكتتاب في أسهم رأس مال الشركة المساهمة المقفلة عند التأسيس على المؤسسين.) المادة/

234 - الباب العاشر من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2018 المعدل .

(13) نصت المادة/1- الفصل /14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 الكويتي المعدل- الكتاب الحادي عشر- التعامل في الأوراق المالية على أنه (تسري احكام هذا الفصل على جميع شركات المساهمة العامة والمقفلة، باستثناء الوحدات الخاضعة لرقابة البنك المركزي). وفي وقت سابق أصدر المشرع الكويتي تعليماً ترقم (2/ رباء، رت/ رتاً، رص، 2014/340 بشأن الشركات الخاضعة لرقابة البنك المركزي عند شرائها أسهمها أو بيعها أو التصرف فيها. والتي نصت في المادة/ أولاً على (الجهات الخاضعة للرقابة: الشركات المساهمة المدرجة في البورصة والخاضعة لرقابة بنك الكويت المركزي من بنوك وشركات تمويل وشركات صرافة)، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي: آخر زيارة للموقع في 2018/8/12:

<http://downloads.kuwaitse.com/portal/ksereports/cmareg06.pdf>

(14) تتألف الشركة المساهمة العامة من عدد من المؤسسين لا يقل عن اثنين يكتتبون فيها بأسهم قابلة للإدراج في اسواق للأوراق المالية وللتداول وفقاً لأحكام هذا القانون وأي تشريعات أخرى معمول بها.) الفقرة /أ- المادة/ 90 - الباب السادس من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته لغاية القانون رقم 97 لسنة 2006 بتاريخ 2006/11/1، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي: اخر زيارة للموقع في 2016/8/1:

https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/companies_jordan.pdf

(15) الفقرة /أ- المادة/ 2 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين الأردني رقم (2015/218) بتاريخ 2015/11/3 على أن (الشركة: الشركة المساهمة العامة المدرجة والمندولة أسهمها في السوق). متاح على الموقع الإلكتروني الآتي: اخر زيارة للموقع في 2018/5/6:

<http://www.jsc.gov.jo/library/635829077736194570.pdf>

(16) وهو ما نستشفه من تعليماً ترقيم 6 المحدثه لسنة 2014 " شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الأوراق المالية" التي نصت في المادة/ 1 على أن (تقدم الشركة طلب إدراج الى سوق الأوراق المالية موقع من رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض...). والشركة المساهمة هي الشركة الوحيدة على وفق قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 المعدل التي تضم مجلس الإدارة إذ تضم القانون في الفصل الثاني منه احكام مجلس الإدارة في الشركة المساهمة في المواد (103-120).

(17) ورد النص كالآتي:

Rule 10 b -18-13 means a purchase.....of an issuer's common stock...
(18)U.S Securities and Exchange Commission, Division Of Market Regulation:
Answers to Frequently Asked Questions Concerning Rule 10-18 ("Safe Harbod"
for Issuer Repurchases),p:2.

متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/5/20
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504>

(19) عقد الخيار (اتفاق يمنح الحامل الحق بشراء مال معين بسعر متفق عليه في تاريخ معين أو خلال مدة محددة، لقاء مقابل لذلك الحق - الخيار - يُدفع لمحرر العقد، ويكون قابلاً للتداول في سوق الأوراق المالية). سماح حسين علي، التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة- ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية القانون - جامعة كربلاء، 2014، ص 18.

(20) هو نوع من العقود الآجلة بين طرفين لتبادل عدد معين من الأسهم في شركة للحصول على السعر المتفق عليه في اليوم (سعر العقود الآجلة أو سعر الإضراب) مع تسليم يحدث في تاريخ مستقبلي محدد.))، موقع وكيببديا، متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع بتاريخ 2018/7/3:
https://en.wikipedia.org/wiki/Single-stock_futures

(21)وامر الشراء (هي احدى الاوراق المالية التي تعطي حاملها الحق دون الالتزام بشراء عدد معين من الاوراق المالية (الاسهم العادية غالباً) بسعر معين مستقبلاً .)، د. منير ابراهيم هندي، إدارة الاسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف للتوزيع و النشر، الاسكندرية، 2002، ص 233.

(22)الفقرة/ 3 - المادة/ 14 - الفصل الرابع عشر من اللائحة التنفيذية من قانون سوق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل.

(23)الفقرة/ 15 - المادة/ 14 - الفصل الرابع عشر من اللائحة التنفيذية من قانون سوق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل.

(24)نقصد بقوانين الأوراق المالية كلاً من قانون الأوراق المالية لسنة 1933 () Securities Act of Exchange Act of 1934)، وقانون أسواق الأوراق المالية لسنة 1934 () Securities Act 1934 - Exchange Act).
(25)النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Sec:101/short title-a/14 - New York Business Corporation Law (- Treasury shares” means shares which have been issued, have been subsequently acquired, and are retained un cancelled by the corporation. Treasury shares are issued shares, but not outstanding shares, and are not assets).

متاح على الموقع الإلكتروني الآتي: آخر زيارة للموقع في 2018/9/30
<http://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/bsc-sect-101.html#sthash.6LCVEbv7.dpuf>

(26) اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل - الكتاب الأول/ التعريفات.

(27) حددت الفقرة/ 2- المادة/ 14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل - التعامل في الأوراق المالية استخدامات أسهم الخزينة و التي سنحاول بيانها في موضع لاحق.

(28) الفقرة/ 13- المادة/ 14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل.

(29) الفقرة/ 14- المادة/ 14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل.

(30) المادة/ 2 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الاردنية المعدلة.

(31) د. لطيف جبر كومان، الشركات التجارية- دراسة قانونية مقارنة- دون ذكر مكان الطبع، 2006، ص 56.

(32) د. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، شركات الاشخاص و الاموال و الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، دون ذكر سنة الطبع، ص 605

(33) د. عماد محمد امين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة - دار الكتب القانونية، 2008، 654.

(34) لا بد من الاشارة الى أن المشرع الكويتي قد تفرد عن التشريعات المقارنة بالنص على هذه الاستخدامات حيث نص في الفقرة/ 2- المادة/ 14 - الفصل الرابع عشر من اللائحة التنفيذية - الكتاب الحادي عشر - التعامل في الاوراق المالية على انه (لا يجوز استخدام اسهم الخزينة الا في الحالات التالية: 1- الحفاظ على استقرار سعر سهم الخزينة 2- تخفيض رأس مال المدفوع للشركة. 3- استيفاء الشركة لدين مقابل هذه الاسهم. 4- سداد دين قائم على الشركة لصالحا لغير. 5- توزيعها على مساهمي الشركة كأسهم منحة دون أن يترتب على ذلك زيادة في رأس المال أو زيادة في عدد الاسهم المصدرة. 6- عمليات المبادلة في حالات الاندماج والاستحواذ على شركات اخرى. 7- توزيعها كلها أو بعضها على العاملين في الشركة وذلك ضمن خيار الاسهم للموظفين، بشرط موافقة الجمعية العامة، ووفقاً للقواعد المنظمة لذلك والمعتمدة من قبل الجمعية العامة للشركة. 8- اية حالات اخرى تحددها الهيئة. ولا يجوز للشركات غير المدرجة أن تنصرف في اسهمها في الحالات المنصوص عليها في البنود (1)(3)(4) من هذه المادة).

(35) م/ 12 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الاردنية.

(36) تنظيم تعاملات الشركات على اسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة"، أ. ب. .. استثمار، الركن التعليمي لبورصة مصر، 2016، ص 3، متاح على الموقع الالكتروني الاتي، اخر زيارة للموقع في 2018/5/23:

<http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/elearning/investprof/investpr>

(37) الفقرة/ 5- المادة/ 14 من الكتاب الحادي عشر الكويتي.

(38) آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2004، ص 34.

(39) يقصد بالشخص المطلع (انه أي شخص اطلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات اثر جوهري عن شركة مدرجة لم تكن متاحة للجمهور، ويعد مطلعاً من تصل اليه بحكم وظيفته أو مهنته)، د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، الطبعة الثانية، 2012، ص 957.

(40) الفقرة 1- المادة 2 من الفصل الثاني من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 10 لسنة 2010 المعدل- التداول اثناء حيازة معلومات داخلية أو استغلالها.

(41) بيئت المادة / 2 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" الأردنية لسنة 2014 المعدل الاشخاص الذين يعدون مطلعين على المعلومات الداخلية حيث نصت على أنه (الاشخاص المطلعين: 1 - يعتبر الاشخاص الذين يشغلون المناصب التالية في الشركة المصدرة مطلعين حكما و ليس حصراً(أ) رئيس مجلس الادارة.(ب) اعضاء مجلس الادارة.(ج) امين سر مجلس الادارة.(د) المدير العام/ المدير التنفيذي و نوابه.(هـ) المدير المالي.(و) المدقق الداخلي.(ز) الشخص الطبيعي المفوض بإدارة حساب أسهم الخزينة.(ح) اقرباء الاطراف المبينة اعلاه. (ط) الشركات المملوكة و/ أو المسيطر عليها من قبل اعضاء مجلس ادارة الشركة مالياً و/ أو ادارياً و ممثلهم.

(42) الفقرة أ- المادة 14 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" الاردنية لسنة 2014 المعدلة.

(43) يقصد بالمطلعين أو كما عبر عنهم المشرع العراقي بالأشخاص المطلعين (الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم و وظائفهم أو ملكياتهم أو علاقاتهم بشكل مباشر أو غير مباشر بمن يحوز المعلومات الداخلية ويشمل (أعضاء مجلس الإدارة ومستشاريهم، المدير المفوض، المدير المالي، المدقق الداخلي والخارجي وأي شخص آخر يحصل على تلك المعلومات)) المادة 1 من تعليمات رقم (16) لسنة 2011 تداولات الأشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية.

(44) المادة 8/ من تعليمات رقم (16) لسنة 2011 تداولات الأشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية.

(45) الدكتور باسم علوان طعمة، الاقصاد عن المعلومات في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة في الابعاد الفلسفية للالتزام - مجلة رسالة الحقوق في كلية القانون - جامعة كربلاء، السنة الخامسة، العدد الاول، 2013، ص 92. تنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق " أسهم الخزينة"، أ. ب .. استثمار، الركن التعليمي لبورصة مصر، ص 5، 2016. متاح على الموقع الالكتروني الاتي، اخر زيارة للموقع في 2018/5/23:

<http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/earning/investprof/investpr>

(46) عبد الباقي محمد الفكي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية و القانونية، العدد 2، المجلد 12 ، 2015، ص 167.

(47) يرى د. سمير عبد الحميد رضوان حسن بأن اصل مصطلح (Repo) هو مختصر لكلمة (Repossession) اي اعادة الحيازة او الملكية ومن ثم هي ليست مختصر (Repurchase

Agreement)، إلا أننا لا نتفق معه بخاصةً إن إعادة الحيازة أو الملكية، ما هي إلا الأثر المترتب على اتفاقية إعادة الشراء، ومن ناحية أخرى أن التسمية الأكثر شيوعاً لعملية إعادة الشراء هي (Repurchase Agreement). د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 232.

(48) The Repurchase Agreement Refined: GCF Repo, Volume 9, Number 6 June 2003, p:1..

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current_issues/ci9-6.pdf

يوسف بن عبد الله الشبيلي: اتفاقية إعادة الشراء (الريبو و الريبو العكسي)، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية و بدائلها الشرعية، العدد 2، المجلد 10، 2013، ص 163.

(49) Dr .Ahmad Al-Rushoud & Dr .Mansour Al-Saeed ,Repurchase Agreements in Financial Markets: Legal And Financial Prospective, Journal Of Law, No.4.Vol.33.December,2009.p54,

(50) يوسف بن عبد الله الشبيلي، مصدر سابق ، 164.

(51) اتحاد سوق المال الدولي الريبو (International Capital Market Association Market- ICMA)

ICMA): هو اتحاد ذاتي التنظيم، مهمته تعزيز اسواق راس المال الدولي بطريقة مرنة من اجل العمل بشكل جيد و تعزيز المعايير المهنية المالية للمشاركين في السوق، اعضاء هذا الاتحاد مصدري الاوراق المالية ووسطاء سوق الاوراق المالية الاولى والثانوية والبنوك المركزية ومديري الاصول والمستثمرين ووكالات التصنيف وشركات المحاماة. اتحاد سوق المال الدولي الريبو (International Capital Market Association Market- ICMA):، متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/9 /15
<http://www.icmagroup.org/About-ICMA>

(52) - موقع اتحاد سوق المال الدولي الريبو، متاح على الموقع الالكتروني التالي : اخر زيارة للموقع في 2018/9/15

<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/repo-and-collateral-markets/global-master-repurchase-agreement-gmra>

(53) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Treatment of Repurchase Agreements and Refunded Securities as an Acquisition of the Underlying Securities, August 15, 2001.

https://www.sec.gov/rules/final/ic-25058.htm#P48_4201

(54) تعليمات اصدار البنك المركزي شهادات ايداع / مذكرة رقم (99/93) بتاريخ 24/8/1993.

متاح على الموقع الالكتروني التالي: 2018/9/25
<http://uploads.batelco.jo/cbj/uploads/instruction4.pdf>

(55) التسمية لعملية شراء الشركة لأسهمها في الولايات المتحدة الأمريكية هي "إعادة الشراء - repurchases"، ويستخدم المحامون هذه التسمية للتمييز بين عملية إعادة الشراء محور بحثنا وبين استرداد الاسهم (redemption)، فعلى الرغم من انهما يقومان على اساس قيام الشركة بشراء اسهمها، إلا أن إعادة الشراء يتم من خلال سوق الاوراق المالية وبوساطة وسيط مالي بسعر السوق، في حين الاسترداد يتم على اساس تفاوض مسبق مع المساهمين.

Kun-Young Chang, Regulation of Stock Repurchases in the United States, p:22.

- (56) الترجمة الحرفية لمصطلح (Tender Offer) عرض العطاء، وقد استخدم هذا المصطلح في الولايات المتحدة الأمريكية للتدليل على عملية عرض الشراء.
- (57) - د. علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الاسهم والحصص في شركات الاموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012، ص 32.
- (58) - د. طاهر شوقي امين، الاستحواذ على الشركة - دراسة نظرية وتطبيقية - ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002، ص 76.
- (59) العرض الاختياري أو ما يسمى بالعرض الودي يكون في حالة موافقة مجلس ادارة الشركة المساهمة التي قدم العرض لشراء اسهمها، د - سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بقرار وزاري رقم 12 لسنة 2007، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006، ص 73.
- (60) أو يسمى أيضاً بالعرض العدائي، والذي يتم رغم معارضة مجلس ادارة الشركة المساهمة المستهدفة بالعرض، وعليه يقوم مقدم العرض اللجوء الى مساهمي الشركة مباشرة لشراء أسهمهم. د. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكليّة تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، 2008، ص 427.
- (61) موقع المستثمر، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي ، آخر زيارة للموقع في 2018/9/20 :
<http://www.investopedia.com/terms/t/tenderoffer.asp>
- (62) التعليمات متاحة على الموقع الإلكتروني الآتي : آخر زيارة للموقع في 2018/9/20.
<http://www.jsc.gov.jo/library/633570728944946880.pdf>
- (63) يقصد بالحيازة المؤهلة (هو امتلاك رأس المال بقصد السيطرة على الإدارة، أي تملك عدداً من الأسهم التي تمكن الشخص المستحوذ من السيطرة على إدارة المشروع المستحوذ عليه). نوفل عبد الرحمن مغيلط، الجبوري، الاستحواذ على الشركة المساهمة "دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية القانون - جامعة بابل، 2012، ص 10.
- (64) Kun-Young Chang, Regulation of Stock Repurchases in the United States, p:259.
- (65) U.S Securities and Exchange Commission, oct, p:1.
- (66) د. حسين المياحي، مصدر سابق، ص 34.
- (67) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:
- Sec:513 of N.Y.Bus (a) Notwithstanding any authority contained in the certificate of incorporation, the shares of a corporation may not be purchased by the corporation, if the corporation is then insolvent or would thereby be made insolvent....).
- (69) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:
- Sec:101 of N.Y.Bus (13) Surplus” means the excess of net assets over stated capital "
- النص متاح على الموقع الإلكتروني الآتي: اخر زيارة للموقع في 2016/9/30.
<http://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/bsc-sect-01.html#sthash.6LCVEbv7.dpuf>
- (70) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:
- Rule 10b-18-1 (purchases must be effected from or through only one broker or dealer on any single day....)

(71) والنص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Time of purchases. Rule 10b-18 purchases must not be: Rule 10b-18-2

(i) The opening (regular way) purchase reported in the consolidated system

(ii) Effected during the 10 minutes before the scheduled close of the

(72) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Price of purchases. Rule 10b-18 purchases must be effected at a purchase price that:
Rule 10b-18-3

(i) Does not exceed the highest independent bid or the last independent

(73) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Rule 10b-18-4: Volume of purchases. The total volume of Rule 10b-18 purchases effected by or for the issuer on any single day must not exceed 25 percent of the ADTV for that security)

(74) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Rule 10b-18-1(Failure to meet any one of the four conditions will remove all of the issuer's repurchases from the safe harbor for that day.).

(75) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي :

As a safe harbor , compliance with sec: 240.10-b-18 is voluntary.) (Rule 10b-18.

(76) النص ورد باللغة الانكليزية كالآتي:

Rule 10b-18 (The safe harbor, moreover, is not available for repurchases that, although made in technical compliance with the section, are part of a plan or scheme to evade the federal securities laws.)

(77) المادة / 3- المادة/14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010 المعدل - الكتاب الحادي عشر - التعامل في الاوراق المالية.

(78) المادة/ 8 - الفصل/14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010 المعدل - الكتاب الحادي عشر - التعامل في الاوراق المالية.

(79) المادة/ 4 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها "اسهم الخزينة" لسنة 2014 الاردني المعدل.

(80) الفقرة/ 3- المادة /14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال رقم 7 لسنة 2010 الكويتي المعدل - الكتاب الحادي عشر - التعامل في الأوراق المالية.

(81) الفقرة/أ - المادة/ 5 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الأردنية المعدلة

(82) الفقرة/3- المادة / 14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال رقم 7 لسنة 2010 الكويتي المعدل - الكتاب الحادي عشر - التعامل في الاوراق المالية.

(83) الفقرة/أ - المادة/ 5 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الأردنية المعدلة

(84) ألزمت هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC - The Securities and Exchange Commission) بتقديم هذه البيانات على وفق الشكل (Q-10) او (K -10) أو (K -8).

(85) الفقرة/3- المادة / 14 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 الكويتي المعدل - الكتاب الحادي عشر - التعامل في الأوراق المالية.

- (86) مجلس المفوضين الجهة التي تدير هيئة الأوراق المالية والإشراف عليها، على وفق نص الفقرة/أ- المادة/10 من القانون المؤقت الأردني رقم 76 لسنة 2002 التي نصت على أن (يتولى إدارة الهيئة والإشراف علي شؤونها مجلس يسمى ((مجلس مفوضي الهيئة...)).
- (87) الفقرة/ب - المادة/5 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الأردنية المعدلة
- (88) الفقرة/ب - المادة/5 من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الأردنية المعدلة.
- (89) لم تنطبق التشريعات المقارنة إلى الإعلان بوصفه إجراءً من إجراءات شراء الشركة المساهمة لأسهمها في سوق الأوراق المالية، على الرغم من أن المشرع الأردني اشترط هذا الإجراء عند بيع الأسهم المشتراة في تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لسنة 2014 الأردنية المعدلة، فقد نص في المادة/11 على أن (يتعين على الشركة قبل البدء ببيع أسهم الخزينة القيام بما يلي: ج - الإعلان عن رغبة الشركة ببيع تلك الأسهم...)، والمشرع الأردني بين أيضاً شكل الإعلان فقد نص في المادة/2 على أن يكون (- الإعلان: في صحتين يوميتين محليتين مرتين على الأقل.) .

CONFLICT OF INTERESTS

There are no conflicts of interest

المصادر:

اولا : الكتب

- 1- آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2004.
- 2- د. باسم علوان طعمة، الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة في الأبعاد الفلسفية للالتزام - مجلة رسالة الحقوق في كلية القانون - جامعة كربلاء، السنة الخامسة، العدد الاول، 2013.
- 3- د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لأسواق المال، الطبعة الثانية، 2012.
- 4- د. حسين المياحي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، 2010-2011.
- 5- د - سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بقرار وزاري رقم 12 لسنة 2007، دراسة مقارنة، دار النهضة العربي القاهرة، 2006.
- 6- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1984.
- 7- د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 8- د. طاهر شوقي امين، الاستحواذ على الشركة - دراسة نظرية و تطبيقية -، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002.
- 9- د. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، شركات الاشخاص والاموال والاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، دون ذكر سنة الطبع.

- 10-د. عماد محمد امين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة - دار الكتب القانونية، 2008.
- 11-د. علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي وأثره بالنسبة لتأسيس وتداول الاسهم والحصص في شركات الاموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012.
- 12-د. لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية- دراسة قانونية مقارنة- دون ذكر مكان الطبع، 2006.
- 13-د. محمد بن براك الفوزان، الاحكام العامة للشركات (دراسة مقارنة)، الطبعة الاولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014.
- 14-د. منير ابراهيم هندي، إدارة الاسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف للتوزيع والنشر، الاسكندرية، 2002.
- 15-د. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكيلة تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، 2008.
- ثانياً: الرسائل و الاطاريح .
- 1- سماح حسين علي، التنظيم القانوني لعقد الخيار في سوق الاوراق المالية - دراسة مقارنة-، اطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية القانون - جامعة كربلاء، 2014.
- 2- نوفل عبد الرحمن مغيلط، الجبوري، الاستحواذ على الشركة المساهمة "دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية القانون - جامعة بابل، 2012،
ثالثاً: المجلات.
- 1- عبد الباقي محمد الفكي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، العدد 2، المجلد 12 ، 2015.
- 2- يوسف بن عبد الله الشبيلي: اتفاقية إعادة الشراء (الريبو والريبو العكسي)، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية وبدائلها الشرعية، العدد 2، المجلد 10، 2013.
- رابعاً: المنشورات الرسمية .
- تنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق " أسهم الخزينة"، أ. ب. .. استثمار، الركن التعليمي لبورصة مصر، ص 5، 2016. متاح على الموقع الالكتروني الاتي، اخر زيارة للموقع في 2018/5/23:

3- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/elearning/investprof/investpr>

خامساً: المصادر الاجنبية .

- 1-Dr .Ahmad Al-Rushoud & Dr .Mansour Al-Saeed ,Repurchase Agreements in Financial Markets: Legal And Financial Prospective, Journal Of Law, No.4.Vol.33.December,2009, -
- 2 -Answers to Frequently Asked Questions Concerning Rule 10-18 ("Safe Harbod" for Issuer Repurchases).
- 3-Michael J. Fleming and Kenneth D. Garbade: The Repurchase Agreement Refined: GCF Repo, Volume 9, Number 6 June 2003, 4-
- Edition, wiley, Ajohn Wiley and Sons, chapter 17,Dividens and Policy,2011.
- Kun-Young Chang , Regulation of Stock Repurchases in the United States,.
- PetterMoles,RobertParrino,and David Kidweer :Corporate Finance :European U.S Securities and Exchange Commission, Division Of Market Regulation.:p:2.-

-SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Treatment of Repurchase Agreements and Refunded Securities as an Acquisition of the Underlying Securities, August 15, 2001.

https://www.sec.gov/rules/final/ic-25058.htm#P48_4201

Skadden, ShareR epurchases, Corporate Finance Alert, February 2013,-

متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/5/30:

https://www.skadden.com/newsletters/Corporate_Finance_Alert_Share_Repurchases.pdf

-Kun-Young Chang, Regulation of Stock Repurchases in the United States.

متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/5/20

<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/r10b18faq0504>

خامساً- التشريعات:-

أ- التشريعات العراقية.

- قانون الشركات العراقي المعدل رقم 21 لسنة 1997.
- قانون المصارف رقم 94 لسنة 2004.
- تعليمات رقم 6 المحدثه لسنة 2014 " شروط ومتطلبات ادراج الشركات في سوق الاوراق المالية" .
- تعليمات رقم (16) لسنة 2011 تداولات الأشخاص المطلعين في الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية.

ب- التشريعات العربية:-

- قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 . متاح على الموقع الالكتروني الاتي، اخر زيارة للموقع في 2018/7/20:

http://www.moci.gov.kw/uploads/1273m.pdf_635902113000215595.pdf

- قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 10 لسنة 2010 المعدل.
- اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 الكويتي المعدل الحادي
- <http://downloads.kuwaitse.com/portal/ksereports/cmereg06.pdf>
- تعليمات اصدار البنك المركزي شهادات ايداع / مذكرة رقم (99/93) بتاريخ 24/8/1993.
- متاح على الموقع الالكتروني التالي: 2018/9/25

<http://uploads.batelco.jo/cbj/uploads/instruction4.pdf>

- قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته لغاية القانون رقم 97 لسنة 2006 بتاريخ 2006/11/1، متاح على الموقع الالكتروني الاتي: اخر زيارة للموقع في 2016/8/1:
- https://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/companies_jordan.pdf
- تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها " اسهم الخزينة" لسنة 2014 والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين الاردني رقم (2015/218) بتاريخ 2015/11/3
- <http://www.jsc.gov.jo/library/635829077736194570.pdf>

- القانون المؤقت الاردني رقم 76 لسنة 2002.

ج- التشريعات الامريكية :

- قانون ولاية نيويورك للأعمال والشركات (The New York Business Corporation Law - N.Y. Bus

- متاح على الموقع الالكتروني الاتي: اخر زيارة للموقع في 2018/9/30
<http://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/bsc-sect-101.html#sthash.6LCVEbv7.dpuf>
- القانون النموذجي للشركات والاعمال لسنة 1971. The Model Business Corporation Act 1971- MBCA
متاح على الموقع الالكتروني التالي : اخر زيارة للموقع في 2018/9 /30
:<http://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/bsc-sect-513.html#sthash.TgT7tNVm.dpuf>
- قانون هيئة الأوراق والاسواق المالية الامريكية . (The Securities and Exchange Commission SEC)
- قانون الأوراق المالية لسنة 1933. Securities Act of 1933- Securities Act
- قانون اسواق الأوراق المالية لسنة 1934. ("Exchange Act of 1934 - Exchange Act).
- قانون التعاملات الداخلية لسنة 1984 (Insider Trading Act 1984)
- قانون التعامل الداخلي والاحتياطي في معاملات الأوراق المالية لسنة 1988 (The Insider Trading and Securities Enforcement Act 1988).
المواقع الالكترونية:
- 1- موقع وكيبديا، متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع بتاريخ 2018/7/3
https://en.wikipedia.org/wiki/Single-stock_futures
- 2- موقع المستثمر: متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/7/20
<http://www.investopedia.com/terms/s/>
- 3- موقع اتحاد سوق المال الدولي الريبو (International Capital Market Association Market- ICMA): . متاح على الموقع الالكتروني التالي: اخر زيارة للموقع في 2018/9 /15
<http://www.icmagroup.org/About-ICMA>