



## مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: آلية شراء الشركة المساهمة لأسهمها في سوق الأوراق المالية

اسم الكاتب: د. هيثم الطّاس

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/index.php/library/626>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/14 09:08 +03

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.

لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على [info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام

<https://political-encyclopedia.org/terms-of-use>

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية  
مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المنشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتتها.



## آلية شراء الشركة المساهمة لأسهمها

### في سوق الأوراق المالية

د. هيتم الطاس\*

#### الملخص:

بعد أن كان يُنظر إلى قرار الشركة المساهمة شراء جزء من أسهمها بوصفه أحد القرارات التي تحيطه الريبة لجهة ابتعاده من الناحية النظرية عن أغراض الشركة الأساسية، ناهيك عن احتمالات مساسه برأس مالها، أصبح اليوم جزءاً لا يتجزأ من سياسة كبريات الشركات العالمية، وذلك لما تحققه عملية الشراء هذه من امتيازات تُمكّن الشركات المساهمة من مواجهة تقلبات السوق، وأدوات السيطرة الخارجية التي قد تلجأ إليها شركات منافسة لها بقصد الاستحواذ عليها، فضلاً عن إمكانية استخدامها في إطار سياساتها الاستثمارية وفي إطار تعديل أنظمة الإثابة والتحفيز للعاملين فيها، الأمر الذي جعل من دراسة آلية قيامها وتنفيذها في سوق الأوراق المالية ضرورة ملحة بوصفها قد تسمم في إزالة ما يعتريها من غموض سواء لدى الشركات أو المستثمرين، ومن ثم التخفيف من إمكانية تحولها إلى أداة احتيالية.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، شراء الأسهم، أسهم الخزينة، إلغاء الأسهم المشتراء، الإفصاح.

\* أستاذ في قسم القانون التجاري- كلية الحقوق- جامعة دمشق.

## The mechanism of buying the shareholding company for its shares in the stock market

\*Dr. Haitham Altass

### Abstract

After considering the decision of the shareholding company to buy part of its shares as one of the decisions surrounded by distrust in terms of its theoretical departure from the basic purposes of the company, not to mention the possibility of prejudice to its capital, is now an integral part of the policy of the major international companies, because of the acquisition of these privileges to enable the shareholding companies to cope with market fluctuations and external control tools that may resort to competitors for the purpose of acquisition, as well as the possibility of using them in the context of their investment policies and in the framework of activating the reward and incentive systems for their employees, which made the study of the mechanism of implementation in the stock market an urgent need as it may contribute to removing the ambiguity of both companies or investors and thus reduce the possibility of transformation to a fraudulent tool.

**Keywords:** stock market, stock purchase, treasury stock, cancellation of purchased shares, disclosure.

\* Professor at the Department of Commercial Law, Faculty of Law, Damascus University

### المقدمة:

غالباً ما تؤسس الشركات المساهمة<sup>1</sup> الموكل إليها النهوض بالمشاريع الضخمة واسعة النطاق لتعيش مدة طويلة، ومن ثم فإن مواجهتها للمتغيرات والظروف الاستثنائية التي تطرأ خلال مسيرة حياتها باللجوء إلى أدواتها التقليدية المتعارف عليها، كتحسين خدماتها، أو تحفيز العاملين فيها أصبح شبه مستحيل<sup>2</sup>، ما استدعى وجود أدوات وعمليات خاصة على درجة من التطور والمرونة تستخدمها عند الضرورة.

وتظهر في هذا السياق عملية شراء الشركة لأسهمها بوصفها إحدى هذه الأدوات المتميزة، ففي الوقت الذي تتطوّي فيه على عدد من المخاطر إذا ما استُغلَت بطريقة مغلوطة فيها، فإن تنفيذها بالشكل الصحيح والمعتبر قانوناً يعود بفوائد كثيرة<sup>3</sup> سواء على المستوى القانوني والاقتصادي، وحتى الاجتماعي أيضاً، ذلك كله انعكس تفاوتاً في لحظ هذه العملية على المستوى التشريعي، من حيث حظرها وإباحتها، فنجد أنَّ المشرع المصري نصَّ في المادة /48/ لقانون الشركات<sup>4</sup> والمعدلة بالقانون رقم /3/ لعام 1998 على أنه "إذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانبٍ من أسهمها تعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بإيقاص رأس مالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم وباتباع الإجراءات المقررة لذلك، ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح".

<sup>1</sup> نظراً إلى أنَّ الدراسة في هذا البحث تتضمن الإشارة إلى عدة تشريعات على المستوى المقارن، ولما كان تقسيم الشركات المساهمة بين عامة وخاصة ليس شأنياً في بعض التشريعات المقارنة محل الدراسة، كما هو الحال في التشريع المصري، فإنَّ عنوان هذا البحث لم يقتصر على الشركات المساهمة العامة، بل جاء عمومياً بحيث يمكن دراسة عملية شراء الشركة لأسهمها في إطار هذه التشريعات.

<sup>2</sup> Rajankishen, "Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples from East Asia", Journal of Economic Education, 2007, Vol. 38, No. 1.

<sup>3</sup> Theo Vermaelen, Share repurchases can be a good deal, Financial time Journals, 19/12/2006.

<sup>4</sup> قانون الشركات المصري رقم /159/ لعام 1981.

وقد عدّ بعضهم<sup>5</sup> أنّ هذا النصّ أجاز عملية الشراء مطلقاً، واستندوا في هذا إلى تفسيرهم لعبارة "بأيّة طريقة" الواردة فيه، على أنها بأيّة حالة، ولأيّ سبب، في حين أنّ رأياً آخر<sup>6</sup> انتقد هذا التوجّه السابق وأكد أنّ الحظر لا يزال هو الأصل في التشريع المصري.

والراجح في هذا المجال، أنّ الأصل في التشريع المصري هو حظر عملية شراء الشركة لأسهمها، مع تأكيد وجود بعض الاستثناءات التي نصّت عليها المادة 149/ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات، ومنها حالة تخفيض رأس المال.

في حين أنّ المشرع السوري نصّ في الفقرة الأولى من المادة 97/ لقانون الشركات<sup>7</sup> الصادر بالمرسوم رقم 29/ لعام 2011 على أنه "يجوز للشركة المساهمة المغفلة العامة شراء أسهمها وبيعها وفقاً للقواعد والأحكام الصادرة عن هيئة الأوراق بهذا الخصوص".

ومن ثمّ فإنّه أجاز صراحة شراء الشركة المساهمة المغفلة العامة لأسهمها وبيعها، وأحال البحث في تنظيمها إلى القواعد والأحكام الصادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية، دون أن يشير إلى إمكانية قيام الشركة المساهمة المغفلة الخاصة<sup>8</sup> بمثل هذا الشراء، في حين أنّ قانون الشركات الأردني نصّ<sup>9</sup> على حق هذا النوع من الشركات المساهمة في شراء أسهمها التي سبق وأصدرتها فضلاً عن إعادة بيعها

<sup>5</sup> د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، لعام 2002، ص 280؛ مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار المطبوعات العربية، سنة 2000، بند رقم 245.

<sup>6</sup> د. محمد محب الدين قرباش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة كلية الحقوق، لعام 2004، ص 38 وما بعدها.

<sup>7</sup> أثير إلى لاحقاً بقانون الشركات.

<sup>8</sup> عرف قانون الشركات السوري الشركة المساهمة المغفلة الخاصة في المادة 86\_ف(2) بأنّها: شركة تتألف من عدد من المساهمين لا يقل عن ثلاثة، ويكون رأسملها مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة، وتكون مسؤولية المساهم فيها محدودة بالقيمة الاسمية للأسهم التي يملكها في الشركة.

<sup>9</sup> المادة (68ـالفقرة هـ) من قانون الشركات الأردني، رقم 22/ لعام 1997 وتعديلاته.

وفي هذا المجال أصدرت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية القرار 56/م<sup>10</sup>، الذي تضمن وعلى وجه التفصيل تعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها "أسهم خزينة"، دون أن يتبع ذلك صدور أي قرار ينظم عملية الشراء عندما يكون الغرض منها إلغاء الأسهم المشتراء.

وأمام هذا القاوت التشريعي في لحظة عملية الشراء، والغموض المحيط بها، فضلاً عن الأسئلة الكبيرة التي تطرحها، يُصبح لتعريف هذه العملية أهمية كبيرة، وفي هذا السياق عرَّف المشرع السوري في القرار رقم 56/م<sup>11</sup> عملية الشراء بأنها "شراء الشركة للأسهم الخزينة الخاصة بها"، إلا أنَّ هذا التعريف لم يوضح الإطار العام لهذه العملية، وبشكل عام فإن الشركات تكون أمام إحدى حالتين عند شرائها للأسهم، الأولى تتمثل بإمكانية احتفاظها بها خلال مدة محددة حيث تسمى هذه الأسهم بأسهم الخزينة ويكون لها الحق بعد ذلك ببيعها، غالباً ما تلجأ الشركات لهذا الأسلوب عند ما يكون الغرض من عملية الشراء هو الاستثمار، أو التحكم بأسعار أسهمها، في حين أن الحالة الثانية تتمثل بإمكانية إغاثتها للأسهم التي اشتراها ون تكون الشركة ملزمة بمثل هذا الإجراء عندما يكون الهدف من الشراء هو التصفية، أو تخفيض رأس مالها<sup>12</sup>، وفي هذه الحالة الأخيرة غالباً ما تتشابه عملية الشراء بعملية أخرى؛ وهي استهلاك الشركة للأسهمها<sup>13</sup>، على اعتبار أن كلاً منها يشكل إجراء استثنائياً ترد الشركة بموجبه إلى مساهميها قيمة أسهمهم قبل انتهاء أجلها، إلا أنَّ فارقاً جوهرياً بين العملتين يظهر عندما يُمنح المساهم

<sup>10</sup> القرار رقم (56/م) المتضمن تعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها "أسهم خزينة"، لعام 2011، أشير إليه لاحقاً بالقرار 56/م.

<sup>11</sup> المادة (1) من القرار رقم 56/م المتضمن تعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لعام 2011.

د. محمد محب الدين قرياش، مرجع سابق، ص 16 وما بعدها.

<sup>13</sup> ويعَرَف الاستهلاك في هذا المجال بأنه: رد معلم للقيمة الاسمية للأسهم المساهم في أثناء حياة الشركة، دون الانتظار لانتهاء أجلها، وتتصفيتها.

الذي استهلكت أسهمه وأسهمًا يطلق عليها أسهم تمت<sup>14</sup> من شأنها أن تبقيه على اتصال بالشركة من خلال عدد من الحقوق التي يستمر محافظاً عليها<sup>15</sup>، في حين أن المساهم الذي اشترى الشركة أسهمه يصبح غريباً عنها.

وبناءً على ما سبق فإن هذا الغموض في مفهوم عملية الشراء فضلاً عن تشابهها مع عمليات أخرى، واختلاف مصير الأسهم المشتراء تبعاً لغرض الشركة منها خلف بمحمله صعوبات عدّة على مستوى تنفيذها في سوق الأوراق المالية، ما استدعى دراستها دراسة مفصلة يتم فيها تعرف مختلف الإجراءات السابقة والمرافق لدخول الشركة المساهمة في سوق الأوراق المالية وشرائها جزءاً من أسهمها.

#### أهداف البحث وطريقته:

تبعد أهمية هذا البحث من أهمية عملية الشراء نفسها، بوصفها أداة منزنة تمكّن الشركات من تنفيذ عمليات نوعية كالتحول والتصفية بمرونة أكبر، أو في حال مواجهتها لعرض عام معادٍ بالشراء (OPA)، إلا أنّ أيّاً من هذه الأغراض قد لا يتحقق في حال نُفِّذت هذه العملية خلافاً للقوانين والنظام المرعية في هذا الإطار، ما يستتبع البحث بحثاً دقيقاً في مراحل وخطوات قيامها بشكلها الصحيح والمعتبر قانوناً ضمن سوق الأوراق المالية.

وقد جرىتناول موضوع هذه الدراسة عن طريق تقسيميها إلى مطلبين أساسيين:

- الإجراءات السابقة على الدخول في سوق الأوراق المالية.
- تنفيذ أوامر الشراء داخل سوق الأوراق المالية والإفصاح المرافق.

<sup>14</sup> د. حسين عطا حسين سالم، مقالة علمية بعنوان "أنواع الأسهم"، منشورة في مجلة القانون والاقتصاد الصادرة عن جامعة القاهرة كلية الحقوق، العدد السابع والسبعين، لعام 2007، ص 27-28.

<sup>15</sup> د. سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات "القانون التجاري العام - الشركات والمؤسسات التجارية-الحساب الجاري والسنادات القابلة للتداول"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لعام 2004، ص 434.

### **المطلب الأول: الإجراءات السابقة على الدخول في سوق الأوراق المالية**

يقصد بالإجراءات السابقة على الدخول في سوق الأوراق المالية تلك الخطوات الأولى والأساسية التي يجب على الشركة القيام بها تمهيداً للبدء بالشراء في السوق، ويمكن اختصارها بخطوات ثلاث، الأولى تتمثل بقرار الشركة شراء جزء من أسهمها، والثانية تتلخص بالحصول على موافقة الجهة الرقابية في السوق وترخيصها بالشراء، وأخيراً الإعلان عن عملية الشراء؛ وهذا ما درسناه دراسته تباعاً.

#### **الفرع الأول: قرار الشركة شراء أسهمها:**

قد تلجأ الشركات إلى شراء أسهمها بشكل عرضي دون تخطيط مسبق؛ وذلك لخطي ظروف معينة تُلزم بها كالازمات العابرة، كما أنّ حفّها بالشراء قد يكون مؤسساً بموجب نصوص صريحة في نظامها الأساسي<sup>16</sup>، إلا أنّ الثابت في هذا المجال أنّ قراراً داخلياً على مستوى الشركة يصدر عن إحدى جهاتها المخولة إصداره، هو أول ما يُظهر عملية الشراء للوجود.

وفي هذا السياق أشار القرار رقم 56/م في الفقرة(أ) من المادة /2/ إلى أن مجلس إدارة الشركة الراغبة في الشراء هو الجهة المخولة إصدار مثل هذا القرار؛ وذلك من خلال النصّ على أنه "على الشركة الراغبة في شراء الأسهم الصادرة عنها أن تقوم فوراً بإبلاغ الهيئة بذلك لأخذ موافقتها وفي موعد أقصاه يوم العمل التالي لقرار مجلس الإدارة القاضي بشراء أسهمها"، وفي السياق نفسه كانت قد تبنت تشريعات<sup>17</sup> أخرى توجهاً مشابهاً.

ومع المرونة الكبيرة التي يمنحها تخييل مجلس إدارة الشركة المساهمة مثل هذه الصلاحية، سواء لجهة سرعة إصدار قرار الشراء أم لجهة سهولة اتخاذه، إلا أنه يُغفل

<sup>16</sup>. جاك الحكيم، الشركات التجارية، منشورات جامعة دمشق، الطبعة الرابعة، لعام 2006، ص.353.

<sup>17</sup> المادة (2-ف1) من الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها القطرية؛ المادة (1-ف1) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع، رقم (113/ر) لسنة 2006.

جانباً على درجة من الأهمية، يتمثل في وجوب مراعاة مصالح أكبر شريحة من المساهمين، ومن ثم ضرورة تصدّي الهيئات العامة للشركة لمثل هذا القرار.

الأمر الذي دفع عدداً من القرارات الناظمة لهذه العملية<sup>18</sup> إلى تبني توجهات أخرى تعد أكثر انسجاماً مع مصالح الشركة ككيان مستقل والمساهمين فيها، ومنها ضرورة صدور قرار الشراء عن الهيئة العامة للشركة؛ وذلك بناءً على توصية من مجلس إدارتها، أو أن يصدر هذا القرار عن مجلس الإدارة، لكن بناءً على تقويض من قبل هيئتها العامة، ومن ثم توفير الحد الأدنى من الحماية لهم.

وفي هذا السياق فإن قرار الشركة شراء أسهمها يصدر متضمناً نسبة الأسهم التي ترغب بشرائها، على اعتبار أن أغلب التشريعات والقرارات الناظمة لعملية الشراء<sup>19</sup> كانت قد حصرت عدد الأسهم الممكن للشركة شراءها لهذه الغاية بنسبة محددة قد تزيد أو تنقص تبعاً لضخامة السوق وخبرة شركاته وقد نصت الفقرة (أ) من المادة /4/ للقرار /56 م على "لأنه يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها 5% من أسهم الشركة"، ومع صراحة هذا النص وأهميته، إلا أن شأنه أن يقلل من هامش مرونة هذه العملية، نظراً إلى النسبة الجامدة التي حددها، بعكس الآلية المرنة التي جاءت بها التعليمات الناظمة لعملية الشراء الأردنية إذ نصت في الفقرة (أ) من المادة /5/ على "لأنه يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها (5%) من عدد الأسهم المكتتب بها للشركة، إلا أنه يجوز وبموافقة الهيئة أن تبلغ هذه النسبة ما لا يتجاوز (10%)."

<sup>18</sup> المادة (3) من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة"، الأردني؛ المادة (4) من قرار مدير السوق الكويتي رقم /1/ لسنة 2009 بخصوص إجراءات شراء وبيع شركات المساهمة لأسهمها في السوق.

<sup>19</sup> Section (725) Treasury shares: maximum holdings, British, companies Act 2006.

المادة (1) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية الإماراتية رقم (113/بر) لسنة 2006؛ المادة (2-ف) من الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها القطري.

ومن جهة ثانية فإنَّ الوضع يختلف تماماً عندما يكون الغرض من شراء الشركة لأسهامها هو إلغاء الأسهم المشتراء وتخفيض رأس المال<sup>20</sup>، سواء على صعيد الجهة المخولة اتخاذ القرار بالشراء في الشركة أم من حيث نسبة الأسهم الممكن شراؤها. إذ تعمد الشركة في هذه الحالة إلى شراء عدد من أسهامها المتداولة في السوق بقيمة مماثلة لمقادير التخفيض المطلوب ومن ثم تلغيها<sup>21</sup>، وتكون صلاحية اتخاذ هذا القرار بالشراء من اختصاص الهيئة العامة غير العادية<sup>22</sup> للشركة بوصفها الجهة المخولة تعديل النظام الأساسي لها، وهذا ما يمكن الأخذ به في حال ظُلمَتْ هذه الصورة من صور الشراء في ظلّ قانون الشركات السوري<sup>23</sup>.

ومن ثُمَّ فإنَّ أيَّ قرار بالشراء بهدف تخفيض رأس المال يصدر عن مجلس الإدارة يكون مشوباً بالبطلان<sup>24</sup> لصدوره عن سلطة غير مختصة، وممَّا لا شكَّ فيه أنَّ بطلان قرار الشراء يؤدي إلى بطلان عملية الشراء كلَّها، وبالمقابل فإنَّ نسبة الأسهم التي من الممكن للشركة شراؤها بقصد تخفيض رأس مالها، تختلف عن تلك المحددة لغايات الاحتفاظ نظراً إلى ضالتَّة هذه الأخيرة، الأمر الذي شكَّلَ دافعاً لتضمين تعليمات الشراء لأغراض تخفيض رأس المال الأردنية نصاً يحدد نسبة أعلى للأسهم الممكن شراؤها في هذه الحالة، وقد جاء في الفقرة الثانية من مادتها الثانية ما يأتي: تكون نسبة عدد الأسهم المراد شراؤها أقل من نسبة 40% من عدد الأسهم المكتتب بها، وفي حال بلوغ النسبة 40%， أو أكثر؛ على الشركة أن تلتزم بإجراءات عرض التملُّك العام.

<sup>20</sup> ويجري تخفيض رأس مال الشركة عن طريق شراء الشركة لأسهامها عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهامها مساوٍ لمقادير الجزء المراد تخفيضه من رأس المال وتعمد إلى إلغاء هذه الأسهم.

<sup>21</sup> د. محمد فريد العريني & د. محمد السيد الفقي، القانون التجاري: الأعمال التجارية والشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لعام 2002، ص 665.

<sup>22</sup> المادة (68) قانون الشركات المصري؛ المادة (168) قانون الشركات الكويتي.

<sup>23</sup> المادة (171-ف/2) من قانون الشركات السوري.

<sup>24</sup> د. محمد محب الدين قرياش، مرجع سابق، ص 245.

وتلي مرحلة صدور قرار الشركة شراء جزء من أسهمها ضرورة الحصول على ترخيص بالعملية من الجهات الرقابية على السوق.

**الفرع الثاني: إبلاغ الجهات الرقابية بالعملية والحصول على موافقتها:**

يعقب صدور قرار الشركة القاضي بشراء أسهمها، إجراء على درجة من الأهمية يتمثل بضرورة الحصول على موافقة الجهة المولجة الرقابة على الأسواق المالية والمخولة هذه الصلاحية، وتعد هيئة الأوراق والأسواق المالية الجهة<sup>25</sup> المخولة منح مثل هذا الترخيص أو الموافقة على الشراء في ظل التشريع السوري.

وقد حدد القرار 56/م في الفقرة(أ) من مادته الثانية موعداً لهذا الإجراء أقصاه يوم العمل التالي لتاريخ صدور قرار مجلس الإدارة، إذ يُقتَّم طلب الحصول على موافقة هيئة الأوراق بموجب استئنارة تتضمن عدداً من البنود الأساسية<sup>26</sup>، كعدد الأسهم التي ترغب الشركة بشرائها، وأسباب الشراء فضلاً عن مصادر التمويل، ولهذا البند الأخير أهمية خاصة على اعتبار أن القرار 56/م كان قد اشترط في الفقرة (ب) من مادته الرابعة على أن "يتم تمويل الشراء عن طريق الأرباح المدورة والاحتياطيات الاختيارية للشركة"، وذلك في محاولة منه لضمان عدم المساس بمبدأ ثبات رأس المال، بوصفه يشكل الحد الأدنى لضمانة الدائنين، ولاسيما وأن هذا القرار يعني فقط بحالة الشراء مع احتفاظ الشركة بأسهمها المشتراء، ما يجعل جزءاً من رأس المال وهمياً في حال تم تمويل هذه العملية بأموال مقطعة منه، إلا أن القرار 56/م بالمقابل لم يلزم الهيئة بحد أقصى للمدة التي يجب خلالها أن تعطي جوابها بالموافقة أو الرفض على الشراء، ما قد يقلل من مرونة هذه العملية وسرعتها، في حين أن المشرع القطري نص في الفقرة الثالثة من المادة 2/2 للضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها؛ على أن تقوم

<sup>25</sup> المادة (2-الفقرة أ) من القرار 56/م.

<sup>26</sup> موقع هيئة الأوراق والأسواق السورية: <http://www.scfms.sy>، تم النظر بتاريخ 16/11/2014، pm9:20.

الهيئة بإصدار قرارها بالموافقة أو الرفض خلال مدة أقصاها عشرة أيام عمل من تاريخ تقديم الطلب المستوفي للشروط والمتطلبات.

ومن جهة ثانية فإن هذه الاستماراة المذكورة آنفًا لا تعد كافية بحد ذاتها لتشكيل قناعة الهيئة من حيث الموافقة على الشراء أو رفضه، ما دفع القرار 56/م إلى النص في الفقرة (أ) من المادة /2/ لضرورة إرفاق عدد من الوثائق بها، حيث لا غنى عنها عند دراسة الهيئة لطلب الموافقة على الشراء، وهي قرار مجلس إدارة الشركة القاضي بشراء جزء من أسهمها، وبيان بعد الأسماء التي تنتوي الشركة شراءها، فضلاً عن بيان يوضح تاريخ بدء عملية الشراء، ومدة الاحتفاظ بأسهم الخزينة، وأخيراً شهادة من مدقق حسابات الشركة يتضمن رأيه في عملية الشراء، وأثر ذلك في السيولة والنشاط الأساسي للشركة.

وفي السياق نفسه فإن عدداً من القرارات والتعليمات الناظمة لعملية الشراء<sup>27</sup> على المستوى المقارن ألزمت الشركات بضرورة إبلاغ الجهة المشرفة على سوق المال فيها بعملية الشراء والحصول على موافقتها.

ويعد هذا الترخيص بالشراء نوعاً من الرقابة السابقة على العملية<sup>28</sup>، إلا أنه لا يعد كافياً بذاته لضمان قيام هذه العملية بالشكل الأمثل، ما دفع باتجاه النص على ضرورة إعلام سوق الأوراق المالية بقرار الشراء بوصفه الوسط أو الهيئة التي تتم فيه هذه العملية.

وفي هذا الإطار أكد القرار 56/م ضرورة إبلاغ سوق الأوراق المالية بكل من قرار الشراء وموافقة هيئة الأوراق المالية عليه، بوصفه معنياً مباشراً بالعملية وبالتفاصيل اليومية لتنفيذها، وذلك من خلال نص الفقرة (أ) من المادة /2/ التي جاء فيها أن "على

<sup>27</sup> المادة (2) من القرار الإداري رقم 6/2005 م المتعلق بقواعد إعادة شراء الشركة المساهمة العامة لأسهمها العماني، لعام 2005؛

المادة (3) تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسماء الصادرة عنها "أسهم الخزينة"، الأردني؛ المادة (1-ف/ب) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارانية رقم (113/ر) لسنة 2006.

<sup>28</sup> An introduction to Broker- dealers for state and local Governments, Second Edition, Sofia Ana Anastopoulos GFOA, p 42, 2008.

الشركة إبلاغ السوق خطياً بقرار مجلس الإدارة المتعلقة بالشراء فور صدوره، وكذلك موافقة الهيئة فور صدورها".

كما أنه لم يُغفل الحالات التي يجب فيها على الشركات التي تنشط في مجالات معينة، كالقطاع المصرفي والتأميني من الحصول على موافقة من الجهة المشرفة عليها مباشرة، وقد نصّ في المادة 16/1 على أنه "1- يجب على شركات المصارف الحصول على موافقة المصرف المركزي قبل التعامل لحسابها بأسمهم الخزينة، 2- يتوجب على شركات التأمين الحصول على موافقة هيئة الإشراف على التأمين قبل التعامل لحسابها بأسمهم الخزينة".

ولا يخفى على أحد مدى أهمية هذين القطاعين ودورهما الكبير في قيادة الاقتصاد على مستوى الدولة، وهذا ما يستتبع ضرورة الحصول على موافقة من الجهات المشرفة عليها مباشرة، بوصفها الأقدر في هذا المجال على تحديد وضعها المالي وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

وفي السياق نفسه تبنت عدداً من القرارات الناظمة لعملية الشراء<sup>29</sup> توجهاً مشابهاً لما جاء في القرار 56/م لجهة إبلاغ السوق والحصول على موافقة الجهة المشرفة على القطاع الذي تنشط فيه، في حين أنَّ قرار الشراء الكويتي ذهب أبعد من ذلك عندما لم يقف عند حد إبلاغ سوق الأوراق المالية، بل أكد ضرورة الحصول على موافقته أيضاً باعتبار الجهة الأكثر اطلاعاً على أحوال الشركة، وذلك من خلال النص<sup>30</sup> على أنه "يتعنين على الشركة أن تحصل على موافقة مسبقة من السوق قبل قيامها بشراء أسهمها أو بيعها"، وبالتالي فإنه ضاعف من عملية الرقابة السابقة على تنفيذ عملية الشراء.

<sup>29</sup> المادة (2-ف2، هـ) الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها القطرية؛ المادة (6) من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسماء الصادرة عنها "أسهم الخزينة"، الأردني؛ المادة (2) من القرار الإداري العماني رقم 2005/6.

<sup>30</sup> المادة (4) من قرار مدير السوق الكويتي رقم 1/1 لسنة 2009 بخصوص إجراءات شراء وبيع الشركات المساهمة لأسهمها في السوق.

أمّا في الأحوال التي يكون الغرض من عملية الشراء هو تخفيض رأس مال الشركة عن طريق شراء أسهمها وإلغائها، فإنّ مجرد القيام بالإجراءات السابقة سواء من حيث ضرورة إبلاغ الجهة الرقابية على السوق وأخذ موافقتها، وموافقة الجهة المشرفة مباشرةً على الشركة فضلاً عن إبلاغ السوق نفسه، لا تعدُّ كافية إذ إنّ موافقة الوزارة على التخفيض مطلوبة وفق ما أكده المشرع الكويتي في معرض تنظيمه لعملية الشراء كطريقة لتخفيض رأس المال إذ نصّ<sup>31</sup> على أنه "لا يجوز تخفيض رأس مال الشركة إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على قرار مسبب من مجلس الإدارة، وبعد موافقة الهيئة والوزارة".

أمّا وأنّ الشركة كانت قد اتخذت قرارها بشراء جزء من أسهمها، وحصلت على التخفيض المطلوب لذلك، وأحاطت السوق علمًا بذلك كلّه، فإنّ إجراءً جديداً يجب أن يتم ويتمثل بضرورة إظهار هذا القرار إلى العلن من خلال النشر في الصحف.

#### **الفرع الثالث: الإعلان عن عملية الشراء:**

إنّ مجرد إبلاغ الجهات الرقابية بقرار الشراء لا يعُد كافيًا بحد ذاته لإعلام جميع الأطراف المتوقع تأثرهم به، ومن ثمّ كان من المهم في هذا الإطار أن يتمّ إيجاد وسيلة من شأنها تأمين إعلام كلّ من المستثمرين في السوق، سواء المساهمين في الشركة الراغبة بالشراء أم غير المساهمين، فضلاً عن دائنيها الذين يعدون الفئة المستهدفة حقيقةً من هذا الإعلان، نظراً إلى عدم امتلاكهم القنوات الخاصة التي تمكّنهم من العلم بقرار على درجة من الأهميّة كقرار الشراء هذا، كما هو الحال بالنسبة إلى بقية أطراف العملية.

وفي هذا المجال نصّ القرار 56/م<sup>32</sup> على لزوم إعلان الشركة عن موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية على قرارها بالشراء، وذلك في صحفتين يوميتين قبل عشرة أيام

<sup>31</sup> المادة (75) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي رقم 25/2012.

<sup>32</sup> المادة (3) من القرار 56/م.

على بدء عملية الشراء، وضرورة تضمين هذا الإعلان قرار مجلس الإدارة القاضي بالشراء، وعدد الأسهم التي تنتوي الشركة شراءها، فضلاً عن تاريخ بدء عملية الشراء، ومدة الاحتفاظ بالأسهم المشترأة على هذا الوجه، وأخيراً منح الهيئة الحق بإلزام الشركة تضمين الإعلان أيّة معلومة أخرى تراها ضرورية.

ومن ثم فقد سعى وحرصاً منه على حماية حقوق المساهمين والغير معًا إلى إخاطتهم علمًا بأهم المعلومات المتعلقة بعملية الشراء، وذلك قبل البدء بمرحلة التنفيذ ضمن السوق، إلا أنه وبال مقابل لم ينص على أي جزاء مترب على عدم قيام الشركة بمثل هذا الإجراء ما يجعل هذه الحماية ناقصة.

ولم يختلف الوضع كثيراً بالنسبة إلى المساهمين في إطار عملية الشراء عندما يكون الغرض منها تخفيض رأس المال، وقد نصّ المشرع الكويتي<sup>33</sup> في هذا المجال على أنه "يتم تخفيض رأس المال بإحدى الطرق الآتية: 3/ شراء الشركة لعدد من أسهمها بقيمة المبلغ الذي تزيد تخفيضه، ويجب على الشركة في هذه الحالة أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار باللغة العربية، وعلى موقع الشركة الإلكتروني"، ومن ثم فإنه لم يشر أيضاً إلى الحالة التي لا يتم فيها القيام بمثل هذا الإعلان.

أما بالنسبة إلى دائني الشركة فإن للإعلان<sup>34</sup> عن قرارها تخفيض رأس مالها أهمية كبيرة في إطار عملية الشراء، لما يترب عليه من تأكيد لحقهم في الاعتراض على قرار التخفيض هذا في حال إضراره بمصالحهم نظراً إلى إمكانية تمويله بأموال مقطعة من رأس مال الشركة نفسه، وقد نصّ المشرع المصري<sup>35</sup> في هذا السياق على أنه "يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم قبل نشر قرار تخفيض رأس المال على الوجه المبين بالمادة

<sup>33</sup> المادة (77-ف) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي رقم 25/لعام 2012.

<sup>34</sup> المادة (112-ف) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري: ويشير التعديل في صحيفة الشركات على نفقة الشركة؛ المادة (76) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي.

<sup>35</sup> المادة (113) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري.

السابقة، والممثل القانوني لجماعة حملة السندات التي أصدرتها الشركة قبل ذلك التاريخ، الاعتراف على قرار تخفيض رأس مال الشركة ما لم يكن التخفيض مترباً على خسارة منيت بها الشركة.

ويجوز للشركة أن ترد إلى الدائنين المعترضين حقوقهم، أو أن تقدم لهم الضمانات اللازمة لأداء حقوقهم في مواعيدها، ويكون للدائن المعترض إذا لم يقبل ما تعرضه عليه الشركة أن يلجأ إلى القضاء للحكم له بما يحفظ حقوقه، وفي الأحوال جميعها لا يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم بعد نشر قرار التخفيض الاعتراف على تخفيض رأس مال الشركة.

ومن ثم فإنّ المشرع المصري لم يقرر حماية دائي الشركة في حالات تخفيض رأس المال جميعها، بل حصرها فقط في الحالات التي تخص فيها الشركة رأس مالها بسبب آخر غير الخسارة، على اعتبار أنه في هذه الحالة الأخيرة<sup>36</sup> فإنّ الخسارة نفسها هي التي تضرّ بمصالحهم وليس تخفيض رأس المال، ومن ثم فإنّ هذا التخفيض لا يعدو أن يكون إجراءً إصلاحياً يستفيد منه الدائنين أيضاً.

كما أنه ميّز بين فئتين من الدائنين بالنسبة إلى الحق بالاعتراض على قرار التخفيض، الفئة الأولى وهي التي نشأت حقوقها بعد إجراء التخفيض، هؤلاء لا يجوز لهم الاعتراف، على اعتبار أنّهم تعاملوا مع الشركة وهم على علم بالتخفيض، أمّا الفئة الثانية فتتألف من أولئك الدائنين الذين نشأت حقوقهم في وقت سابق على نشر قرار التخفيض، هؤلاء وحدهم من يحق لهم الاعتراف<sup>37</sup>، ومتى قدم هذا الاعتراف فإنّ الشركة أن تختار أحد حلّين، الأول يتمثل بوجوب أدائها لحقوق الدائنين المعترضين فوراً، أمّا الثاني فيلزمها بتقديم ضمانات تكفل أداءها لحقوقهم في مواعيدها، ويكون للدائن الحق باللجوء إلى القضاء في حال لم يقبل ما تعرضه عليه الشركة<sup>38</sup>.

<sup>36</sup>. محمد محب الدين قرياش، مرجع سابق، ص.82.

<sup>37</sup>. أميرة صدقى، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص.228.

<sup>38</sup>. المادة (113-ف) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري.

أمّا في ظل التشريع السوري وفي حال إجازة عملية الشراء بوصفها إحدى طرائق تخفيف رأس المال فإن قانون الشركات منح دائني الشركة حماية أكبر عندما نص في الفقرة الأولى من المادة /105/ على ضرورة أن يرفق بطلب التصديق على تعديل النظام الأساسي للشركة المتضمن تخفيف رأس المالها شهادة صادرة عن مدقق حساباتها تفيد بأن التخفيف لا يمس حقوق الدائنين، لكنه لم يكتفي بهذا النص بل أكد في الفقرة الثالثة من المادة ذاتها حق الدائنين الذين يبلغ مجموع دينهم ما لا يقل عن 10% من ديون الشركة، وفق ما هو وارد في تقرير مدقق الحسابات، في إقامة الدعوى أمام المحكمة المختصة<sup>39</sup> في مركز الشركة، أو موطنها المختار خلال ثلاثة أيام من تاريخ الإعلان عن التخفيف في الصحف لآخر مرة، وذلك لإبطال قرار التخفيف الذي من شأنه الإضرار بمصالحهم، ولا تسري مهلة الشهر بحق الدائنين الذين لا يرد اسمهم في الإعلان، ونظراً إلى أن الإجراءات القضائية قد تطول في هذا المجال، وحرصاً منه على عدم تمكين الشركة من تنفيذ هذا التخفيف قبل صدور الحكم القضائي، فإنه أجاز في الفقرات /4\_5\_6/ من هذه المادة للمحكمة أن تقرر وقف تنفيذ قرار التخفيف إلى حين البت بالدعوى؛ وذلك بقرار تتخذه في غرفة المذاكرة يتصف بالنفذ المعدل، ويجب أن تتظر بهذه الدعوى على وجه السرعة، بحيث تعقد جلساتها كل 72 ساعة على الأكثـر، وجعل قرارها في هذا السياق مبرماً.

وبناءً على ما سبق فإن للإعلان عن عملية شراء الشركة لأسهمها في إطار تخفيف رأس المال آثاراً تختلف اختلافاً جوهرياً عن تلك المشار إليها في عملية الشراء التي ينتج عنها أسهم خزينة، وبعد هذا الإعلان الخطوة الأخيرة التي تسبق الدخول في السوق لتنفيذ العملية ضمنه.

<sup>39</sup> وهي محكمة البداية المدنية التي يقع مركز الشركة ضمن اختصاصها المكاني.

**المطلب الثاني: تنفيذ أوامر الشراء داخل سوق الأوراق المالية والإفصاح المرافق**  
 مع أهمية الإجراءات السابقة بوصفها مراحل أساسية لابد منها لقيام عملية الشراء بشكلها الصحيح والمعتبر قانوناً، إلا أنَّ ما يُرتب الآثار الحقيقة لهذه عملية ويعطيها شكلها النهائي هو تنفيذها داخل سوق الأوراق المالية، غالباً ما يبدأ هذا الإجراء بعد إعلان الشركة عن العملية وفق ما ذكرنا سابقاً، إذ تبدأ السوق بتقديم أوامر الشراء المقابلة والإفصاحات المرافقة واللاحقة لها.

#### **الفرع الأول: إجراءات تنفيذ أوامر الشراء في سوق الأوراق المالية**

تحت ضرورات تشجيع الاستثمار من جهة، وتسهيل انتقال رؤوس المال بين البورصات المختلفة من جهة ثانية، اتجهت أغلب أسواق الأوراق المالية<sup>40</sup> إلى توحيد الإجراءات العملية للتداول وتنفيذ الأوامر ضمنها، أو على أقل تقدير إيجاد نوع من التشابه فيما بينها في هذا الخصوص، سواء من حيث اعتماد وسطاء<sup>41</sup> ماليين يسهم عملهم في السوق إلى التقليل من درجة المخاطر<sup>42</sup>، وذلك بالاستناد إلى الخبرة والمعلومات التي تتوافر لديهم، فضلاً عن استخدام نظام التداول الإلكتروني، وما يضمنه تنفيذ فوري للأوامر حال تلقيها، والعديد من الإجراءات الأخرى المتشابهة.

وفي هذا المجال نصّ قانون سوق دمشق للأوراق المالية<sup>44</sup> على أنَّ "التداول بالأوراق المالية في السوق يتم بموجب عقود تداول تبرم بين الوسطاء الأعضاء، تدوّن في سجلات السوق وتتم لحساب هؤلاء الوسطاء أو لحساب عملائهم وفقاً لأنظمة السوق

<sup>40</sup> د. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشآت المعارف، الإسكندرية، 2006، ص.15.

<sup>41</sup> المادة (3-الفقرة أ) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، لعام 2006؛ المادة (69-الفقرة ب) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم /76/ لعام 2002؛ المادة (88) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم /135/ لسنة 1993 وتعديلاته.

<sup>42</sup> Hugh Collins, The Law of contract, 4 edition, Member of Lexis Nexis Group, U.K, 2003, p 199.

<sup>43</sup> دليل استخدام نظام التداول الإلكتروني لدى سوق أبو ظبي للأوراق المالية، لعام 2006؛ المادة (86) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم /135/ لسنة 1993 وتعديلاته؛ المادة (1) من القرار رقم /324/ المتضمن نظام التداول وقواعد في سوق دمشق للأوراق المالية، لعام 2009 وتعديلاته.

<sup>44</sup> المادة (7-الفقرة أ) من قانون سوق دمشق للأوراق المالية رقم /55/ لعام 2006.

الداخلية وتعليماتها" ، وبقصد بال وسيط في هذا الإطار الشخص الاعتباري المرخص له من قبل الهيئة لممارسة أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه، ويتمتع بالجنسية العربية السورية، ولماً عملية الشراء تتم في هذا المجال ضمن سوق الأوراق المالية فإنها تدخل في مفهوم التداول<sup>45</sup> ، وتجرد الإشارة إلى أنَّ القرار 56/م لم يحدد هل كان دخول الشركة إلى السوق لشراء أسهمها يجري عن طريق وسيط واحد أو أكثر، في حين أنَّ قرار الشراء العماني<sup>46</sup> ألزم الشركات بالدخول في السوق لشراء أسهمها من خلال أكثر من وسيط، وقد نصَّ على الله "أ\_ يجب أن تتم عملية إعادة الشراء من خلال أكثر من وسيط" ، وقد يكون السبب في ذلك محاولته الحيلولة دون حصر التنفيذ ب وسيط واحد، ومن ثمَّ إمكانية تواطئه مع الشركة بقصد التلاعب، وكذلك الأمر بالنسبة إلى أسلوب الشراء؛ إذ تركت الشركات لاختيار الأسلوب الذي يتاسب وظروفها، ومن ثمَّ تكون مخيرة بين الشراء بطريق العرض العام<sup>47</sup> أو بطريق المناقصة، أو المزاد الهولندي<sup>48</sup> الذي لا يزال متبعاً من قبل الشركات الأمريكية<sup>49</sup>.

<sup>45</sup> المادة (6) من قرار مدير السوق الكويتي رقم /1/ لسنة 2009 بخصوص إجراءات شراء شركات المساهمة لأسهمها وبيعها في السوق.

<sup>46</sup> المادة (13) من القرار الإداري رقم 6/2005 م المتعلق بقواعد إعادة شراء الشركة المساهمة العامة لأسهمها العماني، لعام 2005.

<sup>47</sup> See Gustavo Grullon and David L. Ikenberry, "what do we know about stock repurchases", rice university published by journal of Applied corporate finance, p33-34, spring 2000.

<sup>48</sup> وقد سميت هذه الطريقة بالمزاد الهولندي للإشارة إلى شأنه من جهة، ولتمييزه عن المزاد العادي إذا أمكن القول، على اعتبار أنَّ الشركة في هذه الحالة تقوم بجمع عروض البيع من المساهمين، المتفقة مع المجال السعري الذي حدته، وتقسمها بحسب الشرائح السعرية، ثم تعدد إلى شراء الأسماء ذات السعر الأقل، فإذا ما وصلت إلى الكمية التي تزيد عنها فإنها تتوقف عن الشراء عند هذه الشريحة، وألا فائتها تستثمر بالشراء حتى تتغير أسهم هذه الشريحة، فتنتقل إلى الشريحة السعرية فتنتقل إلى الشريحة السعرية الأعلى، وهكذا حتى يتحقق مبتغاها، لكن ما سبق كلُّه يبقى ضمن الحدود السعرية التي وضعتها مسبقاً.

<sup>49</sup> Ellisa Opstbaum Habbart & Samuel A Nolen & Steven A Cohen, United States Treasury Shares Guide IBA Corporate and M&A Law Committee 2014. P7

وفي الأحوال جميعها فإن على الشركة الراغبة بالشراء أن تعقد اتفاقية تتعامل<sup>50</sup> مع الوسيط تحدد شكل العلاقة بينهما، وبعد إبرامها تصبح الشركة قادرة على إرسال أوامر الشراء إلى الشخص المخول استلام التفاويض<sup>51</sup> لدى الوسيط، وقد حظر القرار رقم 68/م الصادر عن رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية المتضمن نظام التعامل بين الوسطاء وعملائهم في الفقرة (ج) من المادة 12/ على أي موظف لدى الوسيط أن يستلم هذه التفاويض ما لم يكن مخولاً بذلك، ويقوم الوسيط بالتأكد من أن السعر المحدد في الأمر<sup>52</sup> ضمن الحد الأعلى والأدنى<sup>53</sup> لارتفاع الورقة المالية وانخفاضها، كما ألزم القرار 68/م في الفقرة (ط) من المادة 12/ الوسيط بضرورة تثبيت تاريخ ووقت استلام الأوامر عند استلامها من العملاء، وذلك لمراقبة التسلسل عند إدخال الأوامر إلى نظام التداول بما في ذلك التفاويض لصالح محفظته، إذ يقوم وسيط التداول عن طريق المعتمد<sup>54</sup> بإدخال أوامر الشراء على نظام التداول الإلكتروني فور تلقيه التفويض بذلك، وغالباً ما يتضمن هذا التفويض تحديداً لطريقة الشراء، وعدد الأسهم التي ترغب الشركة بشرائها، والسعر الذي ستشتري على أساسه والحد الأقصى اليومي للشراء، وأية معلومات أخرى تقضي الأنظمة النافذة بضرورة تضمينها، ويتم التنفيذ فور تلقي أمر شراء مع أمر بيع وفقاً لقواعد نظام التداول

<sup>50</sup> المادة (34) من القرار رقم 325/3، المتضمن تعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، لعام 2009 وتعديلاته؛ المادة (الفقرة أ) من قانون الأوراق المالية الأردني، رقم 76/ لعام 2002، وتعديلاته.

<sup>51</sup> عرف القرار 68/م التفويض في المادة (2)-الفقرة أ بأنه: الطلب الذي يقدمه العميل للوسيط طالباً منه ومفوضاً إياه تنفيذ عملية شراء ورقة مالية أو بيعها بناء على شروط محددة من قبل العميل.

<sup>52</sup> عرفت تعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية الصادرة بالقرار رقم 325/ وتعديلاته أمر التداول في المادة (1) بأنه: الأمر المرسل إلى نظام التداول ممثلاً رغبة في البيع أو الشراء.

<sup>53</sup> المادة (10\_الفقرة أ) من قانون سوق الأوراق المالية السوري، والمعدلة بموجب المرسوم التشريعي رقم 53/ لعام 2009، بحيث تصبح "الاقتراح على مجلس المفوضين الحد الأعلى لارتفاع قيمة الورقة المالية والحد الأدنى لانخفاضها في اليوم الواحد"

<sup>54</sup> عرف المادة (1) من القرار رقم 325/، المتضمن تعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، لعام 2009 وتعديلاته المعتمد بأنه: هو الشخص الطبيعي العامل لدى الوسيط الذي تعتمده الهيئة إدارياً وفتياً لممارسة الأعمال المرخص بها للوسيط.

المعمول بها في السوق، وبموجب عقود تبرم بين الوسطاء أنفسهم<sup>55</sup>، وتدون هذه التعاملات في سجلات السوق، حيث يتولى مركز المقاصلة والحفظ المركزي<sup>56</sup> عملية نقل ملكية هذه الأسهم مقاصتها وتسويتها<sup>57</sup>، بموجب قيود توقي<sup>58</sup> في سجلات المركز وحساباته، وتعدُّ هذه القيود سواء كانت خطية أم إلكترونية، وأية وثائق صادرة عنه، دليلاً قانونياً<sup>59</sup> على ملكية الأوراق المالية المبينة فيها، وعلى تسجيل ونقل ملكية تلك الأوراق المالية وتسويتها أثمانها؛ وذلك وفق الأسعار وبالتالي تاريخ المبينة في تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق، ما لم يثبت عكس ذلك، ويصبح نقل ملكية هذه الأسهم نافذاً بموجب الفقرة (ج) من المادة /26/ لقانون سوق دمشق للأوراق المالية من الوقت الذي يتحقق فيه هذا المركز بصفة نهائية من صحة وثائق الملكية.

ومع بساطة هذه الإجراءات من الناحية النظرية، إلا أنها تثير العديد من التساؤلات على الصعيد العملي، أهمها: هل يجوز للشركة أن تشتري كامل الكمية المقرر شراؤها في أول يوم تداول؟ وهل يجوز أيضاً أن يستمر تنفيذ عملية الشراء مدة غير محددة؟ يمكن الإجابة عن هذه التساؤلات من خلال دراسة بعض القيود التي فرضت على الشركات الراغبة بالشراء في هذا الإطار، ومنها وضع حد أقصى لنسبة الأسهم التي يمكن للشركة شراؤها في يوم التداول الواحد، على اعتبار أن قدرة الشركة على شراء كامل الكمية المعلن عن شرائها في أول يوم تداول يشكل عاملاً مهماً في التأثير في

<sup>55</sup> المادة (4) من القرار رقم /324/ المتضمن نظام وقواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية السوري، لعام 2009 وتعديلاته.

<sup>56</sup> المادة (17) من قانون سوق دمشق للأوراق المالية رقم /55/ لعام 2006 وتعديلاته.

<sup>57</sup> يقصد بالتسويات المالية قبض أثمان الأوراق المالية الناتجة عن عقود التداول المنفذة في السوق ودفعها.

<sup>58</sup> المادة (4) من القرار /165/ لعام 2008، المتضمن نظام تسجيل الأوراق المالية وإيداعها لدى مركز المقاصلة والحفظ المركزي.

<sup>59</sup> المادة (69-الفقرة ج) من قانون الأوراق المالية الأردني؛ المادة (3-الفقرة ب) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، لعام 2006؛ المادة (26-الفقرة ب) من قانون سوق دمشق للأوراق المالية رقم /55/ لعام 2006 وتعديلاته.

أسعار أسهمها المتداولة في السوق، الأمر الذي دفع عدداً من القرارات الناظمة لعملية الشراء إلى حظر مثل هذه الممارسات<sup>60</sup>.

وفي هذا المجال نص القرار 56/م<sup>61</sup> على أنه "لا يجوز للشركة أن تشتري في يوم التداول الواحد ما يزيد على 5% من الكمية المعلن عن شرائها خلال جلسة التداول الواحدة"، ومن ثم فإنه سعى من خلال هذا النص إلى الحيلولة دون تمكين الشركات من استخدام هذه العملية كأداة لخلق حالة من الطلب الكبير على السهم في الجلسة الواحدة، ومن ثم حدوث تقلبات سعرية كبيرة عليه، نتيجة لتأثيره بقانون العرض والطلب في السوق، وقد استتبع هذا القيد بأخر مكمل له، منع من خلاله الشركات من اللجوء إلى الصفقات الضخمة كآلية لشراء أسهمها داخل السوق، وقد أطلقت هذه التسمية على هذا النوع من الصفقات نظراً إلى القيمة الكبيرة التي تتضمنها<sup>62</sup>، ومع من استثناء المادة 4/393 من القرار رقم /393/ المتضمن دليل الصفقات الضخمة أسعار هذه الصفقات عند حساب السعر الوسطي اليومي للورقة المالية، إلا أن ضخامتها وقيمتها الكبيرة التي لا تقل عن حد معين، فضلاً عن وجود اتفاق مسبق بين البائع والشاري<sup>63</sup>، جعل من قدرتها على التأثير في السوق وفي الورقة المالية التي تمت عليها كبيرة جداً، وللغاية نفسها اشترط القرار 56/م في الفقرة (ت) من مادته الرابعة على "الا يكون الشراء خلال مدة الخمسة عشر يوماً التي تسبق الإعلان عن البيانات المالية، أو أية معلومات جوهرية من شأنها التأثير في سعر السهم، أو خلال الأيام الثلاثة التي تلي هذا الإعلان"، وقد حرص القرار من خلال هذا النص على عدم تحول هذه العملية إلى أداة احتيالية بيد

<sup>60</sup> المادة (1) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية الإماراتية رقم (113/ر) لسنة 2006؛ المادة (2-ف) من الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها الطارئ؛

Section (725) Treasury shares: maximum holdings, British, companies Act 2006.

<sup>61</sup> المادة (6) من القرار رقم 56/م.

<sup>62</sup> المادة (22-الفقرة (أ) من القرار رقم /325/، المتضمن تعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، لعام 2009 وتعديلاته؛

المادة (1-الفقرة (أ) من القرار رقم /393/، المتضمن دليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات، لعام 2009

<sup>63</sup> المادة (3-الفقرة (3) من القرار رقم /393/، المتضمن دليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات، لعام 2009.

الشركات، ولا سيما وأنّ مدد الإعلان عن البيانات المالية<sup>64</sup> التي تلتزم الشركة بنشرها تعدّ من أخطر المراحل التي يمر بها سهم الشركة في سوق الأوراق المالية، نظراً إلى ما قد تتضمنه من تحديد لأرباح الشركة وخصائصها، فضلاً عن موجوداتها ومطالبيها وعدد من المعلومات الأخرى، وكذلك الأمر بالنسبة إلى المعلومات الجوهرية<sup>65</sup> التي تعلن عنها الشركة.

ومن جهة ثانية فإن طول مدد تنفيذ عملية الشراء قد يدفع ببعض الشركات إلى إبقاء سيطرتها على أسهمها في السوق من خلال التحكم الدائم بالكميات المعروضة من أسهمها<sup>66</sup>، الأمر الذي جعل من حدّها ضرورةً ملحة، وفي هذا السياق نص القرار 56/م في المادة /5 منه على وجوب "لا تتجاوز مدة تنفيذ الشراء 45 يوم تداول من تاريخ بدء أول عملية شراء، وفي حال لم يتم شراء كامل الكمية يجوز تمديدها بقرار من الهيئة"، ويدراسة هذا النص يلاحظ أن المدة المذكورة لم يقصد بها حصر عملية الشراء بمدة 45 يوماً متتالية، وإنما 45 يوم تداول<sup>67</sup>، على اعتبار أن أيام التداول في سوق دمشق للأوراق المالية تمت من الأحد إلى الخميس<sup>68</sup>، ومع أهمية هذا النص إلا أنه قد يؤدي إلى إطالة مدة تنفيذ العملية، خاصةً مع إمكانية تمديد هذه المدة بقرار من الهيئة، ومن ثم إمكانية انغمس الشركات في حالات مضاربة على أسهمها التي سبق واحتفظت بها، وذلك من خلال بيعها مباشرة بعد انتهاء مدة الاحتفاظ بها، كما أنه نص<sup>69</sup> في هذا المجال على وجوب "لا نقل مدة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر من تاريخ أول

<sup>64</sup> المادة (7-الفقرة ب) من القرار رقم /3943/ المتضمن نظام وتعليمات الإقصاص للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية.

<sup>65</sup> المعلومات الجوهرية: هي واقعة أو معلومة قد توفر في قرار الشخص لشراء ورقة مالية، أو الاحتفاظ بها، أو بيعها، أو التصرف بها.

<sup>66</sup> Candace S. Gulko, Accounting, Business, and Finance, New York, 2010.

<sup>67</sup> يقصد ب يوم التداول: يوم العمل الرسمي المعتمد في السوق الذي يجري فيه تداول الأوراق المالية.

<sup>68</sup> قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية رقم /639/، المتخد بجلسته رقم /137/، المنعقدة بتاريخ 2011/01/17.

<sup>69</sup> المادة (11) من القرار رقم 56/م.

عملية شراء وألا تزيد على ثمانية عشر شهراً من ذلك التاريخ" ما يجعل سريان هذه المدة يبدأ من تاريخ أول عملية شراء، وليس من نهاية تنفيذ كامل العملية، أو كامل الكمية المعلن عنها، ومن ثم زيادة إمكانية حالات التلاعب من قبل الشركات في هذا المجال.

في حين أن الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها القطرية كانت قد نصت<sup>70</sup> على أنه "يحظر على الشركة بيع الأسهم المشترأة قبل انتهاء ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء".

ولا تكتمل عملية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية، وتصبح بشكلها النهائي ما لم تستوف كامل إجراءات الإفصاح المرافق لهذه العملية واللاحقة لها، ومن هنا تأتي أهمية دراسة هذا الإجراء في فرع مفصل وقائم بحد ذاته.

#### **الفرع الثاني: الإفصاح في إطار عملية الشراء**

إن لقانون العرض والطلب تأثيراً كبيراً في تداول الأسهم وأسعارها في السوق، غير أن ما يميز هذا القانون في سوق الأوراق المالية<sup>71</sup> هو أنه عرض وطلب يظاهره معلومات، ومن ثم فإن الشفافية في إتاحة المعلومات من خلال أنظمة الإفصاح في السوق قد تؤدي دوراً حاسماً في توجهات المستثمرين، ونجاح كثير من العمليات التي تتم على الأوراق المالية أو إخفاقها، ومن هنا كانت أهمية الإفصاح الدقيق عن جميع المعلومات المتعلقة بعملية شراء الشركة لأسهمها، سواءً أمن قبل الشركة أم السوق نفسه. وفي هذا المجال فإن أي إفصاح يتعلق بعملية الشراء يفترض أن يتضمن كحد أدنى عدداً من المعلومات، أهمها<sup>72</sup> الهدف من الشراء الذي قد يتتوعد بين الاحتفاظ بالأسهم المشترأة وإمكانية إعادة بيعها، أو إلغاء هذه الأسهم ومن ثم تخفيض رأس المال، فضلاً

<sup>70</sup> المادة (2-ف) من الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها القطرية.

<sup>71</sup> د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 491.

<sup>72</sup> د. حازم يس ود، سامي عبد الباقى وأ. محمد الصياد بإشراف د. أحمد سعيد عبد اللطيف، تنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة"، ص 17.

عن سعر الشراء، والكمية التي ترغب بشرائها، والمدة الزمنية الازمة للشراء؛ أي المدة التي وضعتها الشركة لإنجاز كامل عملية الشراء.

ومن المهم في هذا المجال أن تظهر عمليات الشراء في إفصاحات الشركة جميعها، بما فيها إفصاحها عن نتائجها الأولية والنهاائية فضلاً عن النصفية والإفصاحات الطارئة، إلا أن خطورة عملية الشراء وأثرها المباشر في السوق اقتضى ضرورة تأكيد القرار /3943/ المتضمن نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على لزوم قيام الشركة بإفصاح طارئ في كل مرة تقوم فيها بشراء جزء من أسهمها، وقد نص في الفقرة (و) من المادة /13/ على وجوب إعلام الشركة المصدرة لهيئة الأوراق المالية دون إبطاء، وبأي وسيلة تحقق السرعة المطلوبة، وإصدار بيان علني عند توافر أي معلومة جوهرية وخاصة ما يأتي : 5/ شراء الشركة المصدرة لأسهمها، وأي تصرف بها".

ونظراً إلى أهمية الإفصاح في إطار عملية الشراء فإن أغلب القرارات<sup>73</sup> الناظمة لعملية الشراء كانت قد نصت على ضرورة قيام كل من الشركة والسوق بالإفصاح عن المعلومات كلّها المتعلقة بعمليات الشراء، بما في ذلك القرار /56/ م الذي نص<sup>74</sup> في هذا المجال على أن "1/ تقوم الشركة بالإفصاح عن المعلومات كلّها المتعلقة بأسمهم الخزينة العائدة لها في البيانات المالية الدورية التي تصدرها"، ومن ثم فإن هذه المعلومات يجب أن تظهر في<sup>75</sup> ميزانيتها العامة، وحساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل)، وقائمة التدفقات النقدية فضلاً عن بيان التغيرات في حقوق المساهمين، وأخيراً في الإيضاحات عن بياناتها المالية.

<sup>73</sup> المادة (2-ف) (18) من الضوابط والإجراءات التنظيمية المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها القطرى؛ المادة (1-ف) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارانية رقم (113) لسنة 2006.

<sup>74</sup> المادة (18-الفقرة أ) من القرار رقم /56/ م.

<sup>75</sup> معايير التدقيق الدولية (النقارير)، جمعية المحاسبين القانونيين في سوريا، دمشق، عام 2008، ص90؛ المادة (7) من نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بالقرار /3943/ لعام 2006؛ المادة (196) من قانون الشركات السورية.

أمّا بالنسبة إلى الإفصاح في حالة الشراء مع إلغاء الأسهـم المشترأة وتخفيف رأس المال، فإنـ المـشرع الأرـدني<sup>76</sup> أـلزم الشـركة في هـذه الحالـة: بأنـ على الشـركة الإـفـصاح بـشكل يـومـي لـلـهـيـةـ بعد إـغـلاق جـلـسـةـ التـداول عنـ عـدـدـ الأـسـهـمـ الـتـيـ تمـ شـرـاؤـهـاـ،ـ وـمـتوـسـطـ السـعـرـ،ـ وـعـدـدـ الأـسـهـمـ المـتـبـقـيـةـ وـالـمـنـوـيـ شـرـاؤـهـاـ.

ومـعـ أهمـيـةـ إـفـصـاحـ الشـرـكـةـ عـنـ عمـلـيـاتـ الشـرـاءـ التـيـ تـقـومـ بـهـاـ،ـ إـلـاـ أـنـ إـفـصـاحـهاـ هـذـاـ يـبـقـىـ صـادـراـ عـنـ جـهـةـ لاـ تـعـدـ مـحـايـدـةـ فـيـ هـذـاـ مـجـالـ،ـ وـمـنـ ثـمـ لـاـ يـعـدـ كـافـيـاـ بـذـاتـهـ لـتـحـقـيقـ الشـفـافـيـةـ المـطـلـوـبـةـ،ـ وـمـنـ هـنـاـ كـانـتـ أـهـمـيـةـ إـفـصـاحـ الصـادـرـ عـنـ سـوقـ الأـورـاقـ المـالـيـةـ بـوـصـفـهـ الـبـيـئةـ التـيـ تـمـتـ فـيـهـاـ هـذـهـ الـعـمـلـيـةـ،ـ وـمـنـ ثـمـ فـهـوـ الـجـهـةـ الـأـكـثـرـ اـطـلـاعـاـ عـلـىـ تـفـاصـيلـهـاـ كـلـهـاـ،ـ وـنـظـارـاـ إـلـىـ هـذـهـ الـاعـتـبارـاتـ فـقـدـ نـصـ القرـارـ 56/مـ فـيـ الفـرـقةـ (بـ)ـ مـنـ المـادـةـ 18/ـ عـلـىـ وجـوبـ أـنـ "ـيـقـوـمـ السـوقـ بـإـفـصـاحـ عـنـ عمـلـيـاتـ الشـرـاءـ وـالـبـيـعـ التـيـ تـقـومـ بـهـاـ الشـرـكـاتـ؛ـ وـذـلـكـ حـسـبـ إـلـيـجاـراتـ الـمـتـبـعـةـ لـدـيـهـ،ـ وـبـمـاـ يـتـقـنـ مـعـ التـعـلـيمـاتـ الصـادـرـةـ عـنـ الـبـيـئةـ بـهـذـاـ الـخـصـوصـ،ـ وـبـالـعـودـةـ إـلـىـ هـذـهـ التـعـلـيمـاتـ وـبـشـكـلـ خـاصـ إـلـىـ مـاـ قـدـ يـتـصلـ بـعـمـلـيـةـ الشـرـاءـ،ـ فـإـنـ التـزـاماـ عـامـاـ يـقـعـ عـلـىـ سـوقـ الأـورـاقـ المـالـيـةـ فـرـضـتـهـ الفـرـقةـ (بـ)ـ مـنـ المـادـةـ 20/ـ لـنـظـامـ وـتـعـلـيمـاتـ إـفـصـاحـ لـلـجـهـاتـ الـخـاصـةـ لـإـشـرـافـ هـيـةـ الأـورـاقـ وـالـأـسـوـاقـ المـالـيـةـ السـوـرـيـةـ،ـ الصـادـرـ بـالـقـرـارـ 3943/ـ يـقـضـيـ بـمـوـافـاهـ هـيـةـ الأـورـاقـ وـالـأـسـوـاقـ المـالـيـةـ بـتـقـارـيرـ دـوـرـيـةـ تـتـنـاـولـ حـرـكـةـ تـدـاـولـ الأـورـاقـ المـالـيـةـ الـمـدـرـجـةـ فـيـهـ،ـ وـمـنـهـاـ تـقـرـيرـ يـوـمـيـ عـنـ حـرـكـةـ تـدـاـولـ يـتـضـمـنـ بـيـانـاـ بـأـنـوـاعـ الأـورـاقـ المـالـيـةـ الـتـيـ جـرـىـ التـعـاملـ فـيـهـ،ـ وـسـعـرـ كـلـ مـنـهـاـ،ـ وـكـمـيـةـ الأـورـاقـ الـمـتـداـولـةـ،ـ وـإـجمـالـيـ عـدـدـ الـعـمـلـيـاتـ فـيـ الـيـوـمـ،ـ فـضـلـاـ عـنـ تـقـرـيرـ نـصـفـ شـهـريـ وـآخـرـ شـهـريـ عـنـ حـرـكـةـ تـدـاـولـ يـتـضـمـنـ بـيـانـاـ بـحـجمـ تـدـاـولـ الأـورـاقـ المـالـيـةـ،ـ وـقـيـمـتهاـ إـلـجـمـالـيـةـ،ـ وـعـدـدـ الـعـمـلـيـاتـ،ـ وـآخـرـ سـعـرـ إـقـفالـ،ـ وـآخـيرـاـ تـقـرـيرـاـ سـنـوـيـاـ عـنـ حـرـكـةـ تـدـاـولـ يـتـضـمـنـ بـيـانـاـ بـكـمـيـةـ الأـورـاقـ المـالـيـةـ الـمـتـداـولـةـ،ـ وـقـيـمـتهاـ،ـ وـعـدـدـ الـعـمـلـيـاتـ مـقـارـنـاـ بـالـعـامـ السـابـقـ،ـ وـتـوزـيـعـاـ لـحـرـكـةـ تـدـاـولـ عـلـىـ قـطـاعـاتـ النـشـاطـاتـ الـمـخـتـلـفـةـ،ـ وـأـهـمـ الـظـواـهرـ الـتـيـ

<sup>76</sup> المادة (2-ف) من الأحكام التطبيقية المتعلقة بشراء الشركة للأسهم الصادرة عنها بقصد تخفيف رأس المال الأردني.

حدثت خلال العام، ومدى تأثيرها في السوق، ومقترحات مجلس إدارة السوق بشأن علاج الآثار السلبية لتلك الظواهر.

ويعد الإفصاح في إطار عملية الشراء إحدى أهم مراحل تنفيذها، فمن خلاله يمكن للسوق أن يمارس رقابته بالشكل الأمثل، كما يمكن كلاً من جمهور المساهمين، وحتى الغير من متابعة أحوال الشركة، فضلاً عن قدرته على إعطاء لمحَة عن مركز الشركة المالي وخططها المستقبلية.

وباستكمال هذا الإجراء تكون عملية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية قد تمت بشكلها المعتبر قانوناً، ومن ثم إمكانية ترتيب آثارها المختلفة سواء القانونية منها والمالية، وتشير في هذا المجال إلى أن الأسهم التي تكون قد اشتراها الشركة واحتضنت بها تفقد جميع الحقوق المرتبطة<sup>77</sup>، في حين أن الأسهم الملغاة تشطب نهائياً من سجلات السوق والشركة المصدرة لها.

#### الخاتمة:

من شأن هذه الدراسة آلية تنفيذ عملية شراء الشركة المساهمة لأسهمها في سوق الأوراق المالية على المستوى المقارن أن تحقق نتيجتين أساسيتين، الأولى تتمثل في فتح الباب واسعاً أمام الشركات المساهمة السورية للنهوض بأسعار أسهمها، ومن ثم إعادة تحريك سوق الأوراق المالية، فضلاً عن تحقيق فهم أوسع لدى المستثمرين لهذه العملية، ومن ثم إزالة بعض الشك والريبة التي تتولد لدى المستثمرين عند اتخاذ الشركة قرارها بشراء جزء من أسهمها، ومن جهة ثانية فإن هذه الدراسة تمكنا من وضع اليد على إيجابيات القرارات والنصوص القانونية الناظمة لهذه العملية وسلبياتها لدى المشرع السوري؛ وذلك من خلال النتائج والتوصيات الآتية:

<sup>77</sup> المادة (10) من القرار رقم 56/م، المشار إليه سابقاً، المادة (9) من القرار الإداري رقم 6/2005 م المتعلقة بقواعد إعادة شراء الشركة المساهمة العامة لأسهمها الغامني، المشار إليه مسبقاً، المادة (7) من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسماء الصادرة عنها "أسم الخزينة الأردني"، المشار إليها سابقاً.

**النتائج:**

- 1- تعد إجازة المشرع السوري لعملية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية، وتمكين الشركات من الاحتفاظ بالأسهم المشتراء، وإمكانية إعادة بيعها لاحقاً خطوة مقدمة على طريق النهوض بواقع سوق الأوراق المالية والشركات المساهمة.
- 2- لتحديد مصادر تمويل عملية الشراء وحصرها بالأرباح المدورة والاحتياطيات الاختيارية أهمية كبيرة على صعيد حماية دائني الشركة من خلال عدم مساس عملية الشراء برأس مال الشركة.
- 3- ضرورة الحصول على موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية قبل عملية الشراء تعد من قبيل الرقابة السابقة على العملية، ومن شأنها أن تمنع تحولها إلى أداة للمضاربة على الأسهم إلى حد ما.
- 4- الإفصاح المرافق واللاحق لعملية الشراء يحقق أكبر قدر من الشفافية المطلوبة في سوق الأوراق المالية، فضلاً عن تزويده الدائم للسوق بالمعلومات المهمة، ومنها ما يتعلق بشراء الشركات المساهمة لجزء من أسهمها.

**الوصيات:**

- 1- ضرورة صدور نصرين خاص بالشركة لأسهمها عندما يكون الهدف من العملية هو تخفيض رأس مال الشركة.
- 2- أهمية النص على الجزء الواجب في حال لم تقم الشركة بالإعلان عن رغبتها بشراء جزء من أسهمها.
- 3- تأكيد ضرورة إشراك الهيئة العامة للشركة في اتخاذ القرار بشراء جزء من أسهمها بوصفها تضمن إطلاع المساهمين فيها جميعهم على مضمون القرار وموجباته.
- 4- ضرورة أن يحدد مدة قصوى لإجابة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لطلب الشركة الترخيص لها بالشراء، وعدم ترك هذا الأمر دون تحديد، وعدّ صمت الهيئة بعد هذه المدة دون إعطاء الجواب بالموافقة أو الرفض من قبيل الموافقة الضمنية.

### القوانين والقرارات واللوائح:

- قانون الشركات السوري، الصادر بالمرسوم رقم (29)، لعام 2011.
- قانون الشركات التجارية الإمارتي رقم /8/ لعام 1984.
- قانون الشركات المصري رقم /159/ لعام 1981.
- قانون الشركات الأردني، رقم /22/ لعام 1997.
- قانون الشركات البريطاني، لعام 2006.
- القانون رقم /22/ لعام 2005، الناظم لهيئة الأوراق والأسوق المالية السورية.
- قانون الأوراق المالية الأردني، رقم /76/ لعام 2002.
- قانون سوق دمشق للأوراق المالية، رقم /55/ لعام 2006.
- اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم /159/ لعام 1981.
- اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتية رقم /25/ لعام 2012.
- القرار رقم /56/ المتضمن تعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة"، لعام 2011.
- قرار مدير السوق الكويتي رقم /1/ لسنة 2009 بخصوص إجراءات شراء وبيع شركات المساهمة لأسهمها في السوق "شراء الشركة لأسهمها في حدود نسبة العشرة بالمئة المحددة بالقانون رقم /132/، لعام 1986".
- القرار الإداري رقم /2005/6 م المتعلق بقواعد إعادة شراء الشركة المساهمة العامة لأسهمها العماني، لعام 2005.
- القرار رقم /68/ المتضمن نظام التعامل بين الوسطاء وعملائهم، لعام 2009 وال الصادر عن رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسوق المالية السورية.
- القرار رقم /3943/، المتضمن نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسوق المالية السورية، لعام 2006.
- القرار رقم /324/ المتضمن نظام وقواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، لعام 2009 وتعديلاته

**المراجع:****أولاً: باللغة العربية: الكتب ورسائل الدكتوراه والبحوث:**

1. د. سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات / القانون التجاري العام-الشركات-المؤسسات التجارية-الحساب الجاري-السندات القابلة للتداول/، منشورات الحلبي الحقوقية، 2004.
2. د. جاك يوسف الحكيم، الشركات التجارية، الطبعة الرابعة، منشورات جامعة دمشق، 2005-2006.
3. د. حسين عطا حسين سالم، مقالة علمية بعنوان "أنواع الأسهم"، منشورة في مجلة القانون والاقتصاد الصادرة عن جامعة القاهرة كلية الحقوق، العدد السابع والسبعين، لعام 2007.
4. د. أميرة صدقى، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
5. د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000.
6. د. محمد فريد العريني ومحمد السيد الفقي، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002.
7. د. محمد فريد العريني & د. محمد السيد الفقي، القانون التجاري: الأعمال التجارية والشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لعام 2002.
8. د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة كلية الحقوق، لعام 2004.
9. د. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسوق رأس المال، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، لعام 2006.
10. د. حازم يس ود. سامي عبد الباقي و أ. محمد الصياد بإشراف د. أحمد سعيد عبد اللطيف، تنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة"2010.
11. معايير التدقيق الدولية (التقارير)، جمعية المحاسبين القانونيين في سورية، دمشق، لعام 2008.

**ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية: BOOKS & Articles**

- An introduction to Broker-dealers for state and local Governments, Second Edition, Sofia Ana Anastopoulos GFOA, 2008.
- Hugh Collins, The Law of contract, 4 edition, Member of Lexis Nexis Group, U.K, 2003
- Gustavo Grullon and David L. Ikenberry, "what do we know about stock repurchases", rice university published by journal of Applied corporate finance, spring 2000.
- Candace S. Gulko, Accounting, Business, and Finance, New York, 2010
- Ellisa Opstbaum Habbart & Samuel A Nolen & Steven A Cohen, United States Treasury Shares Guide IBA Corporate and M&A Law Committee, 2012.
- Rajankishen, "Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples from East Asia", Journal of Economic Education, 2007, Vol. 38, No. 1.
- Theo Vermaelen, Share repurchases can be a good deal, Financial time Journals, 19/12/2006.

---

تاریخ ورود البحث: 2017/11/13  
تاریخ قبول البحث للنشر: 2018/1/7