

محل عقد تداول الأسهم  
**SUBJECT MATTER OF  
STOCKS TRADING CONTRACT**

إعداد الطالب  
رياض منصور الخليفي  
( 401120123 )

إشراف  
أ.د. جمال الدين عبدالله مكناس  
رسالة ماجستير مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على  
درجة الماجستير في القانون الخاص

قسم القانون الخاص

كلية الحقوق

جامعة الشرق الأوسط

كانون ثاني / 2014م

## تفويض

أنا الموقع أدناه (رياض منصور الخلفي) أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات الجامعية أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الاسم : رياض منصور الخلفي

التاريخ : 2014 / 1 / 21 م

التوقيع : 

## قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها "محل عقد تداول الأسهم"  
وأجيزت بتاريخ ٢١ / ١ / ٢٠١٤ م.

التوقيع	أعضاء لجنة المناقشة	
	أ.د. جمال الدين عبدالله مكناس مشرفاً ورئيساً	١
	أ.د. فائق محمود الشماع - عضواً	٢
	د. عبدالسلام محمد عوض رجوب - عضواً من خارج الجامعة - جامعة الإسراء	٣

## فهرس الموضوعات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	العنوان
ب	التفويض
ج	قرار لجنة المناقشة
د	فهرس الموضوعات
ح	الملخص باللغة العربية
ي	الملخص باللغة الانجليزية
1	المقدمة
3	<b>الفصل الأول : التمهيد</b>
4	المطلب الأول : مقدمات منهجية
4	أولا : مشكلة الدراسة
5	ثانيا : أهداف الدراسة ومحدداتها
6	ثالثا : أهمية الدراسة
8	رابعا : أسئلة الدراسة
9	خامسا : فرضيات الدراسة
9	سادسا : المصطلحات الإجرائية
10	سابعا : الإطار النظري والدراسات السابقة
11	ثامنا : منهج البحث المستخدم
13	تاسعا : عينة الدراسة
13	عاشرا : إجراءات الدراسة
14	المطلب الثاني : خطة الدراسة
18	<b>الفصل الثاني : مفهوم تداول الأسهم</b>
20	المبحث الأول : تعريف مصطلح " تداول الأسهم "
21	المطلب الأول : مصطلح التداول لغة واصطلاحا
21	أولا : مصطلح التداول في اللغة العربية
22	ثانيا : المفهوم المالي لمصطلح " التداول "
26	ثالثا : مصطلح التداول في قوانين الشركات وأسواق المال
29	رابعا : هل " عقد تداول الأسهم " من العقود المسماة في القانون

31	المطلب الثاني : مفهوم السهم لغة واصطلاحا
31	أولا : مصطلح السهم في اللغة العربية
32	ثانيا : التعريف المالي للسهم
33	ثالثا : موقف القوانين من تعريف السهم
35	المطلب الثالث : التعريف المختار لمصطلح " تداول الأسهم "
39	المبحث الثاني : الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها
40	المطلب الأول : القيمة الإسمية
41	المطلب الثاني : القيمة الدفترية
43	المطلب الثالث : القيمة السوقية
45	المبحث الثالث : تقويم الأسهم طبقا لأصولها
46	المطلب الأول : مصدر تقويم القيمة الإسمية للسهم
48	المطلب الثاني : مصدر تقويم القيمة الدفترية للسهم
52	المطلب الثالث : مصدر تقويم القيمة السوقية للسهم
54	الفصل الثالث : خصائص محل عقد تداول الأسهم
56	المبحث الأول : أهمية تحديد الخصائص في العقود المالية
57	المطلب الأول : العقود قوالب المعاملات
59	المطلب الثاني : ثمرات تمييز خصائص العقود
60	المبحث الثاني : خاصية القابلية للتداول
61	المطلب الأول : مفهوم خاصية القابلية للتداول
64	المطلب الثاني : المقتضيات القانونية لخاصية القابلية للتداول
68	المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية التداول
73	المبحث الثالث : خاصية الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني
74	المطلب الأول : مفهوم خاصية الانفكاك
76	المطلب الثاني : الأدلة العملية على خاصية الانفكاك
81	المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية الانفكاك
84	المطلب الرابع : درجة الانفكاك
88	المطلب الخامس : علاقة خاصية الانفكاك بالحق المجرد في الفقه الإسلامي
89	أولا : مفهوم الحق المجرد في الفقه الإسلامي
92	ثانيا : موقف الفقه الإسلامي من " بيع الحق المجرد "
95	ثالثا : علاقة " الحق المجرد " بخاصية " الانفكاك " في " عقد تداول الأسهم "

99	خاتمة : الفروق بين خاصيتي " التداول " و " الانفكاك "
101	الفصل الرابع: الموقف القانوني من ماهية السهم
103	المبحث الأول : الطبيعة القانونية للحق في السهم
104	المطلب الأول : أقسام الحقوق في القانون المدني
106	المطلب الثاني : إثبات أن الحق في السهم من الحقوق الشخصية
108	المبحث الثاني : آراء فقهاء القانون حول ماهية السهم
109	المطلب الأول : السهم وثيقة تمثل حصة عينية شائعة في الأصول الحقيقية للشركة
112	المطلب الثاني : السهم وثيقة تمثل حصة شائعة في الشخصية المعنوية للشركة
115	المطلب الثالث : السهم عين مجردة بذاتها يتم تداولها والمتاجرة بها في سوقها
119	المطلب الرابع : السهم وثيقة تثبت حق دائنية مالكة
128	المطلب الخامس : السهم حق من نوع خاص
131	المبحث الثالث : تقييم خلاف فقهاء القانون مع الترجيح
132	المطلب الأول : تحرير محل النزاع
132	القسم الأول : تحرير نقاط الوفاق
133	القسم الثاني : تحرير نقطة الخلاف
134	المطلب الثاني : التقييم الإجمالي للخلاف
137	المطلب الثالث : التقييم التفصيلي للخلاف
137	أولا : الخلط بين الأصول الثلاثة للأسهم
138	ثانيا : التناقض بين التأصيل والتفريع في طبيعة الحق بالسهم
138	ثالثا : فقدان السهم لبعض الأركان الشكلية في الشركات
139	رابعا : فقدان السهم لشروط الحوالة في القانون المدني
140	خامسا : الغفلة عن فكرة " الحق المجرد "
141	المطلب الرابع : الترجيح
141	أولا : الترجيح وفق مقتضيات الصناعة القانونية
142	ثانيا : الترجيح وفق مقتضيات الصناعة المالية ( الفنية )
148	الفصل الخامس : الخاتمة
150	المطلب الأول : القيمة العلمية المضافة
153	المطلب الثاني : التوصيات
154	قائمة المراجع



## ملخص الدراسة

تناولت هذه الدراسة موضوع { محل عقد تداول الأسهم } من منظور الفقه القانوني ، وتتمثل أهمية الدراسة في أنها تؤسس لتأصيل علمي جديد يساعد في فهم ماهية السهم في ضوء فقه التشريعات التجارية ، وطبقاً لحديثيات " تداوله " في واقع الأسواق المالية المعاصرة .

وتكمن مشكلة الدراسة في أنه على الرغم من الأهمية التجارية الكبيرة لهذا العقد واتساع تطبيقاته في واقع الأسواق المالية في العالم إلا أنه لم يحظ بدراسة تأصيلية مستقلة حول ماهية السهم ومحل العقد الذي يقع عليه التداول في سوق الأوراق المالية .

وقد جعلت الدراسة في مقدمة وخمسة فصول ، عقدت الأول منها للمقدمات التمهيديّة ، وجاءت الفصول الموضوعية الثلاثة - الثاني والثالث والرابع - لتتناول : مفهوم محل عقد تداول الأسهم ، وخصائصه ، إضافة إلى الخلاف بين فقهاء التشريعات التجارية حول ماهية السهم وحقيقته ؛ مع المناقشة والترجيح .

ففي الفصل الثاني " مفهوم محل تداول الأسهم " عرفت ابتداء " مصطلح تداول الأسهم " ؛ في اللغة العربية وفي العرفين المالي والقانوني ، وانتهت الدراسة إلى تقديم تعريف علمي لهذا المصطلح ؛ وهو : " المتاجرة في سوق الأوراق المالية بحقوق مجردة لشركة مساهمة بقصد تحقيق الربح من فروقات الأسعار في الأجل القصير " ، كما تطلب بيان مفهوم العقد في المبحث الثاني دراسة " الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها " ، وهي : الإسمية والدفترية والسوقية ، وفي المبحث الثالث تناولت مصدر " تقويم الأسهم طبقاً لأصولها الثلاثة " المذكورة ، وذلك على اعتبار أنه يصعب فهم طبيعة الأسهم من الناحية القانونية إلا على أساس فهم الأساس الفني للأصول الثلاثة المذكورة ، وإنما صدرنا الدراسة بالأساس الفني لعملية تداول الأسهم بأصولها الثلاثة ؛ لأن الحكم على الشيء فرع عن تصوره .

ثم اتجهت الدراسة في فصلها الثالث لتحديد " خصائص محل عقد تداول الأسهم " ، حيث شرّعت ببيان " أهمية تحديد الخصائص في العقود المالية " ، واستخلصت خاصيتين رئيسيتين لمحل عقد الأسهم ؛ أولهما " القابلية للتداول " ؛ ومصدرها فقه التشريعات التجارية والمالية ، والثانية " الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني " ؛ ومصدرها الفقه



المالي ، وبهاتين الخاصيتين تثبت وجهة أفراد "عقد تداول الأسهم" استقلالاً كعقد مسمى جديد ، وعدم صحة إدراجه ضمن العقود المسماة .  
 وفي الفصل الرابع تناولتُ " موقف فقهاء القانون من ماهية السهم " ، حيث تطلّب ذلك بيان " الطبيعة القانونية للسهم " ، وإثبات أن الحق في السهم من قبيل الحقوق الشخصية ؛ طبقاً لفقهاء أقسام الحقوق في القانون المدني ، وفي المبحث الثاني تم استقصاء " الآراء الفقهية حول ماهية السهم " ، كما تم تصنيفها إلى خمسة مذاهب رئيسة ، حيث بيّنت الدراسة مفهوم كل مذهب منها؛ مَقرونًا بأدلّته ؛ والتعريفات المُخرَجة عليه ، ولذلك جاء المبحث الثالث لبيان " تقييم الخلاف مع الترجيح " ، حيث تم تحرير محل النزاع ، كما تم تقييم الخلاف وإثبات أن من أبرز أسبابه : الخلط وعدم التمييز بين الأصول الثلاثة للأسهم ، إلى جانب غياب فكرة " الحق المجرد " التي طرحها الفقه الإسلامي قديماً .

وقد خلّصت الدراسة إلى بيان الراجح بشأن ماهية " محل عقد تداول الأسهم " ، وأن الترجيح يظهر باعتبارين ؛ فمن حيث اعتبار الصناعة القانونية رجحت الدراسة المذهب الرابع ؛ وحاصله : أن " السهم وثيقة تثبت حق دائنية لمالكة " ، وذلك لقوة أدلته واتساقها مع الأصول القانونية ولضعف أدلة المذاهب الأخرى ، وأما الترجيح باعتبار الصناعة المالية فقد رجحت الدراسة وجوب أفراد تعريف مُستقلّ للسهم في حالتيه الحقيقيّة ( الدفترية ) ، والحقوقية المضاربية ( السوقية ) ، وقد انتهت الدراسة إلى ضبط محل العقد في السهم السوقي وفق حالته الحقوقية المضاربية ، حيث عرّفت السهم بأنه : " حقوقٌ مُجرّدة في شخصيّة الشَّرْكَةِ المُساهمةِ قابلةٌ للتداول في سوقها " .

وفي الفصل الخامس تناولت الخاتمة وضمنتها أبرز عناصر القيمة العلمية ( النتائج ) التي تضيفها هذه الدراسة إلى مفهوم الأسهم في فقه التشريعات التجارية ، إضافة إلى بيان أبرز التوصيات العلمية .

# **Subject matter of Stocks Trading Contract**

## **Prepared by**

Riyad Mansour al-Khlaifi

## **Supervisor**

Prof. Dr. Jamal al-Din Abdullah Meknas

## **ABSTRACT**

This study, through research and analysis, addressed the topic of **{Subject matter of Stocks Trading Contract}** in terms of legal jurisprudence perspective, where the partial deep research specialty is represented in the "nature of the stock from a legal perspective". the problem of the study lies in that in spite of the great commercial importance of this contract and its large applications in the reality of the financial markets in the world, it has not been studied by a mainstreaming thorough research study about the nature of the stock and the subject of the contract, upon which the trading in the stock market takes place. Accordingly, this study is titled as **{Subject matter of Stocks Trading Contract}** to offer a scientific mainstreaming of the nature of this unnamed contract, and contribute to the rationalization of its provisions in its scientific theoretical framework , and supports the Justice and the judiciary efforts in showing the effects of dealing in stocks ; based on the precise perception of the exact nature of the "stock" and according to the

rationale of "stock trading " in the reality of contemporary financial markets .

This study begins in the first chapter on the concept of **{Subject matter of Stocks Trading Contract}** through three sections: the first section deals with "the **definition of the term stock trading**"; partly through its words; in the Arabic language and in the financial and legal tradition. the study was to provide a scientific definition for this term ; which is : the " **trading in the stock market with abstract rights of a shareholding company with a target to achieve profit from price differences in the short term**" , while the second section was on the concept of the contract through studying " the three stock assets by considering their values " , namely: par value, book value and the market value , and then the study identified in third section the source of "**stock evaluation according to its three assets** " mentioned above, on the grounds that it is difficult to understand the nature of the stock in terms of the legal aspect, but on the basis of understanding the technical basis of the three mentioned assets, thus this study primarily addressed technical basis of stock trading process with its three assets because (judgment is a part of conception).

The second chapter of this study identified the **{Subject matter of Stocks Trading Contract}** where through showing "**the importance of identifying properties in financial contracts** " in the first section of this chapter, also two main properties of this contract were addressed in the second and third section of this chapter, the first is the " **susceptibility to trading** ;" and its source is legal jurisprudence , and the second " disengagement

between the abstract right and its in-kind origin ; " where its source is financial jurisprudence; these two properties characterize this contract from other financial contracts .

In the third chapter the study dealt, through research and analysis, with "the **legal position of the nature of the stock**". This required showing "the legal nature of stock" in the first section, and proved that the right in share shall deem as personal rights; According to the jurisprudence of rights articles in Civil Law. in the second section, "**the jurisprudential views on the nature of the stock**" were drawn and classified into main five doctrines, where the study showed the concept of each doctrine; associated with its evidence ; and relevant definitions. Therefore, the third section addressed "**The evaluation of the controversy along with weighting**" where the subject of controversy was underlined; also controversy was evaluated proving that its main causes are: confusion and lack of distinction between the three assets of the stocks, along with the absence of the idea of "abstract right" posed by Islamic jurisprudence in earlier times.

The study concluded the most likely correct view of the nature of the {**Subject matter of Stocks Trading Contract**} which appears in two considerations; in terms of **legal industry consideration**, the study weighted the fourth doctrine; concluding that " **stock is a document that proves credit right for its owner**" because of its strong evidence and consistent with due legal process, and the weakness of the evidence of the other doctrines. On the other hand, the weighting in terms of the **financial industry consideration**, the study suggested that an independent definition of the stock shall be available in its real

status (the book value) , and its trading rights status ( market value).

Finally, the study ends with adjusting the subject of the contract in the market stock according to its trading rights speculation, where it defines the stock as "abstract rights in the individual shareholding company tradable in its market.

The conclusion of this study includes the most important findings, which represent the scientific value that this thesis may add to the jurisprudence of stocks in the science of law, in addition to the most important scientific recommendations.

## بسم الله الرحمن الرحيم

### المقدمة

تحتل الأسواق المالية ( البورصات ) مكانة كبرى بين الأسواق التجارية في العصر الحديث ، وتعتبر الأسهم المصدرة من قبل الشركات المساهمة ( العامة / المغفلة / مخفية الاسم ) المصدر الرئيس الذي يمد الأسواق المالية بأدواتها اللازمة لإحداث عمليات التداول التجاري في أسواق الأوراق المالية ، فلا قيام لسوق الأوراق المالية بدون أسهم يتم تداولها ، ولا وجود للأسهم إلا من خلال شركات مساهمة تصدرها بأسماء أصحابها ، وقد أخذت هذه الأسهم طبيعة خاصة باتت تشغل مساحات

1- ويطلق بعض قوانين الشركات على " الشركة المساهمة " ألقاباً أخرى ، منها :  
 أ / " الشركة المغفلة " ، أما المغفلة فسميت بذلك بسبب إغفال أسماء الشركاء وعدم ضرورة الإفصاح عن ذواتهم ، لأن المقصود في الشركة الأموال دون تمييز أسماء الأشخاص وذواتهم ، فمن ذلك أن المشرع السوري في المرسوم التشريعي رقم ( 29 ) لعام 2011 عنون الباب السادس من القانون " الشركة المساهمة المغفلة " ، وشرع في بيان أحكامها خلال المواد ( 86-203 ) ، ومثله أفرد قانون التجارة اللبناني الباب الثالث بعنوان " في الشركات المغفلة " ، وجاء في المادة ( 77 ) : الشركة المغفلة هي شركة عارية من العنوان تؤولف بين عدد من الأشخاص يكتبون بأسمهم أي أسناد قابلة للتداول ، ولا يكونون مسؤولين عن ديون الشركة الا بقدر ما وضعوه من المال .  
 ب / " الشركة خفية الاسم " ، وعلى هذا سارت مجلة الشركات التجارية في تونس ( الفصل 160 ، وما بعده ) ، وانظر : جوريبيديا القانون المشارك .. ( http://ar.jurispedia.org ) ، مصطلح ( شركات الأسهم ) .

واسعة في الحياة العملية المعاصرة ، حيث اعتنى عدد من التخصصات العلمية بدراسة جوانب متعددة من موضوع الأسهم ، كما نجد ذلك في مصادر الفقه المالي والمحاسبي والاقتصادي ، إلى جانب مصادر الفقهين القانوني والشرعي ، فضلا عن أثرها على مسرح التقاضي والفصل بين المنازعات ، الأمر الذي يؤكد أهمية الأسهم كمحل للدراسة والبحث .

وإن هذه الدراسة بعنوان { محل عقد تداول الأسهم } تأتي في سياق الكشف عن ماهية هذا العقد غير المسمى من المنظور القانوني ، والذي على أساسه تقوم عمليات تداول الأسهم والمتاجرة بها في الأسواق المالية في العالم ، حيث تنطلق الدراسة من بيان " مفهوم تداول الأسهم " من جهة ألفاظه المفردة ، وتعريفه الاصطلاحي ، مع إيضاح الأصول الثلاثة لقيم الأسهم ؛ باعتبارها الأساس الفني الذي يصعب فهم طبيعة الأسهم بدونها ، وتتجه الدراسة بعد ذلك نحو استخلاص الخصائص الرئيسية التي تميز المحل في هذا العقد عن غيره من العقود المالية ، وإنما صدرنا الدراسة بالأساس الفني لتداول الأسهم لأن الحكم على الشيء فرع عن تصوره .

وبعد إتمام مرحلة التصور الفني فإن الدراسة تتجه بالتحليل والمناقشة لموقف فقهاء التشريعات التجارية تجاه طبيعة السهم ، حيث تستقصى الاتجاهات القانونية حول طبيعة السهم وماهيته لتعيد تصنيفها إلى خمسة مذاهب رئيسية ، مع بيان أدلة كل اتجاه ، والتعريفات المخرجة عليه ، إلى جانب إبراز السبب الباعث على وقوع الخلاف في المسألة ، هذا مع العناية بنقد وتقييم الخلاف القانوني إجمالاً وتفصيلاً ، وإنما غرضنا تحديد الراجح بشأن الموقف القانوني من طبيعة السهم ، كي يسهل بعد ذلك بناء الأحكام الناظمة لعقد تداول الأسهم ، وما قد يستتبع ذلك من ضبط آثاره المترتبة عليه .

## الفصل الأول

### التمهيد

المطلب الأول : مقدمات منهجية :



## أولا : مشكلة الدراسة :

وتتلخص مشكلة الدراسة في الجوانب التالية :

- 1- إنه على الرغم من الأهمية الكبرى للسهم وتداوله في الواقع الاقتصادي المعاصر إلا أننا نلاحظ مدى الاختلاف الكبير بين أطروحات فقهاء القانون بشأن تفسير طبيعة السهم وتكييف عقد تداوله في الأسواق المالية ، بحيث أصبح السهم في الفكر القانوني يشكل ظاهرة تجارية ذات طبيعة غامضة ، وهذا بحد ذاته يُمثل إشكالا كبيرا لا يزال قائما في التنظير القانوني لفكرة السهم .
- 2- إن غياب التكييف القانوني الواضح والمنضبط للسهم يترتب عليه بالضرورة خلق تباين كبير في الأثر القانوني للتصرفات الواردة على السهم ، وخصوصا ما يتعلق بالمحل المعقود عليه فيه ، ونطاق الملكية المادية بعد ذلك ؛ الأمر الذي ينطوي على خطر الجهالة في المحل ؛ مما يهدد باضطراب الآثار المترتبة على تداول الأسهم بالنسبة لأطراف العلاقة العقدية ، وبالتالي ينعكس أثر ذلك على الأحكام القضائية الصادرة في مختلف التصرفات والوقائع القانونية المتعلقة بالأسهم .
- 3- وإن مما يزيد المشكلة تعقيدا أننا نجد فقهاء القانون قد صدّروا اضطرابهم بشأن حقيقة السهم إلى فقهاء الشريعة الإسلامية ؛ والذين اضطربت آراؤهم بشأن حقيقة السهم المالي تبعا لذلك ؛ مما أدى إلى سريان حالة الغموض والاضطراب إلى تكييف السهم في الفقه الإسلامي المعاصر نفسه ، الأمر الذي يستدعي تنقيح التصور للسهم ذاته من المنظور القانوني ، وذلك على اعتبار أن التصور القانوني يشكل مدخلا مهما ومقدمة في التصور معتبرة لدى أدبيات الاجتهاد المالي في الفقه الإسلامي المعاصر .
- 4- إن هذا العقد على أهميته في الواقع وعظيم أثره لم يحظ بالتأصيل العلمي ولا العرض الموضوعي على الوجه اللائق به ضمن مصادر القانون التجاري ، الأمر الذي يُعدُّ بحد ذاته مشكلة ؛ ذلك أن الواجب في مخرجات علم القانون أن تكون ضابطة وهادية للتخصصات من بعدها ، وأن تكون نافية للالتباس والخفاء ولا سيما تجاه مسألة تُعدُّ من أعظم مسائل

الملكية المتعلقة بالمنقولات في العصر الحديث ، وهو ما تحاول هذه الدراسة أن تُسهم في إيضاحه وبيانه .  
**وبالجملة فإن مشكلة الدراسة تتلخص في : حاجة فقه التشريعات التجارية والمالية إلى إجراء دراسة تأصيلية حول " محل عقد تداول الأسهم " ، وذلك على أساس التصور الواقعي الدقيق لطبيعة السهم في سوق التداول ، مع ضرورة إحداث مراجعات نقدية ورؤى تحليلية لأطروحات فقهاء التشريعات التجارية حول هذه المسألة .**

### ثانيا : أهداف الدراسة ومحدداتها :

#### أ / الهدف العام :

المساهمة في إثراء فقه التشريعات التجارية المعاصر في موضوع " محل عقد تداول الأسهم " ، وذلك من خلال إحداث مراجعات نقدية وموضوعية وفنية معمقة حول " ماهية السهم " من المنظور القانوني ، والمأمول من ذلك أن تسهم الدراسة في ترشيد أحكام " محل عقد تداول الأسهم " في إطارها العلمي النظري ، وأن تساند الجهود العَدَلِيَّة والقضائية في تبين آثار التعامل بالأسهم ؛ وذلك على أساس التصور الدقيق لماهية " السهم " من الناحية المالية ( الفنية ) ؛ وطبقا لحثيات " تداوله " في واقع الأسواق المالية المعاصرة .

#### ب / الأهداف التفصيلية :

1. إبراز " محل عقد تداول الأسهم " كأحد أهم العقود المالية المعاصرة غير المسماة في التشريعات التجارية والمالية ، وإثبات ذلك من خلال استخلاص الخصائص النوعية التي تميز هذا العقد عن غيره من العقود المالية المعاصرة .
2. التوعية بالأصول الثلاثة للأسهم ؛ الإسمية والدفترية والسوقية ، وأثرها في فهم خلاف فقهاء القانون حول طبيعة السهم .
3. دراسة خلاف الفقهاء حول طبيعة السهم ، وتصنيف اتجاهاته إلى مذاهب مُدَعَمَةٌ بأدلتها ، ومؤيَّدة بالتعريفات المخرجة عليها ، مع تحرير محل النزاع وبيان السبب الباعث على وقوع الخلاف بينهم ، وصولا إلى ترجيح ما أراه راجحا منها .

#### ج/ المحددات الموضوعية للدراسة :

تختص هذه الدراسة في " محل عقد تداول الأسهم " ، وبالتالي فإنني لن أتناول المحاور الأخرى التي قد تخرج عن هذا النطاق المحدد ، فمن ذلك مثلا أن الدراسة لن تتطرق إلى بحث " الأركان والشروط المتعلقة ببنيّة العقد " ، كما أنها لن تتطرق لبحث " الآثار المترتبة على ملكية السهم من المنظور القانوني " ، وذلك على الرغم من أهمية هذه الموضوعات ودخولها تحت الإطار العام لموضوع " عقد تداول الأسهم "

ويستند ذلك إلى حاجة الفقه القانوني الحديث إلى إبراز موضوع الدراسة استقلالا ، ومنحه من التحليل والبيان ما يليق بأهميته في الواقع ، وخصوصا أن " المحل المقعود عليه " في العقود يُعدُّ بمثابة الركن الركين والأساس الأهم لبناء النظريات العَقْدِيَّة في علم القانون ، بما في ذلك موضوعات الأركان والشروط والاستثناءات والآثار ؛ ونحوها من الموضوعات التي لا تستقيم إلا على أساس إثبات واضح للمحل الذي يضبط ماهية العقد وموضوعه .

### ثالثا : أهمية الدراسة :

يمكننا تلخيص أهمية الدراسة في ثلاثة محاور أساسية ، وبيانها على النحو الآتي :

**أولا : سيادة عقد تداول الأسهم في الأسواق المالية :**  
تُعدُّ الأسواق المالية ( البورصات ) من أكبر الأسواق المعاصرة ؛ من حيث حجم الأموال المستثمرة فيها ، وسرعة نموها ، والنطاق الكمي لعدد المستثمرين المتعاملين فيها ، كما إن السهم يمثل أكبر أداة تجارية يتم تداولها في العالم المعاصر ، والتطور الذي تشهده تلك الأسواق وآلياتها العقدية لا يكاد يقف عند حد ، وخصوصا بعد اقترانها بالتقنيات الإلكترونية وعالم الشبكات العنكبوتية ، فإذا علمنا أن أسواق الأوراق المالية في مختلف بلاد العالم إنما يسودها عقد رئيس هو " عقد تداول الأسهم " فإننا ندرك حينها أهمية هذا العقد وبالتالي أهمية تسليط الضوء على ماهيته من خلال هذا البحث .

**ثانيا : الأهمية الاقتصادية لعقد تداول الأسهم :**

إن عقد التداول - الذي يكون محله الأسهم - كان ولا يزال السبب الرئيس في صناعة الأزمات الاقتصادية في العالم ، وما يترتب على ذلك من تضييع للأموال والثروات التي هي روح الاقتصاد، بل إن تداول الأسهم نفسه يكمن وراء فقاعات البورصة التي تبعث على نقشي ظاهرة الإفلاس للبنوك والشركات ، فضلا عن تعثر الأفراد في سداد التزاماتهم ، إلى جانب ارتفاع معدلات التضخم والبطالة ، وهي نتائج تشهد بها وقائع الأزمة المالية العالمية المعاصرة ( 2008م )، و لا زالت آثارها التدميرية العميقة لا تهدد وجود البنوك والشركات العملاقة والدول فحسب ؛ بل باتت تهدد وجود الاتحادات الاقتصادية الكبرى في العالم .

### ثالثا : الخطر الحقيقي لعقد تداول الأسهم :

تعدُّ النزاعات القضائية ذات الصلة بمعاملات الأسواق المالية هي الأكثر عددا والأعلى قيمة؛ وذلك بالمقارنة بالدعاوى القضائية في أي مجال تجاري آخر ، كما إن نزاعات الأسهم هي الأوسع نطاقا من حيث سعة دائرة المتعاملين بها في العالم ، سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أو شركات أو بنوك ، فضلا عن الدول والمجموعات والاتحادات الاقتصادية ، كما أن حجم رؤوس الأموال المتنازع عليها أمام القضاء قد يصل إلى مبالغ خيالية تربو على ميزانيات دول بأكملها 1 .

1- يمكن التذليل على هذه الحقيقة بالشواهد التالية :

أ / فضيحة بيرنارد مادوف ، حيث احتال على العالم بنحو ( 65 مليار دولار ) على مدى عشرين عاما ، حتى سميت أكبر عملية احتيال مالي في التاريخ ، بلغ عدد ضحاياه ( 3 مليون ) ضحية ، والذين رفعوا دعاوى ضده بلغوا ( 15500 دعوى ) ، ومن ضحاياه المباشرين ( 7 بنوك عالمية كبرى ) مثل : سيتي بنك جروب ، بنك إس إس بي سي ، وبعض الصناديق السيادية الخليجية ، مع العشرات من شركات الاستثمار والصناديق وأثرياء العالم ، فضلا عن جمعيات خيرية .. ( انظر : ويكيبيديا الموسوعة الحرة - الإلكترونية ) .

ب / في أزمة سوق المناخ بدولة الكويت عام ( 1982م ) بلغ عدد الشيكات المتخاصم فيها أمام القضاء على ذمة تعاملات سوق المناخ بلغت ( 28,800 ) شيك أجل ، وبقيمة مطالبات إجمالية تبلغ ( 26,700 مليار ) دينار كويتي ، ( 94 مليار دولار أمريكي ) ، أي بما يعادل أربعة أضعاف ميزانية دولة الكويت ممثلة بالنتائج المحلي ( 6 مليار ) آنذاك ، وبما يعادل خمسة أضعاف البنوك مجتمعة ( 4 مليار ) .. ( انظر : ويكيبيديا الموسوعة الحرة - الإلكترونية ) .

- يضاف لذلك أن أكبر قضية منظورة في المحاكم التجارية بدولة الكويت ( 2013م ) هي النزاع بين البنك التجاري الكويتي مع شركة دار الاستثمار ، وموضوعها : ملكية أسهم ، وتقدر قيمة المطالبات المالية على الشركة المذكورة بأكثر من 1 مليار دينار كويتي .

ج / قبيل حلول أزمة سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية في ( 24 فبراير 2006م ) بلغ عدد المتداولين حوالي ( 60,000 ) متداول يوميا ، وأكثر من ( 3 مليون ) محفظة استثمارية ،

والسؤال الذي يطرح نفسه هنا : ما علاقة النزاعات القضائية ذات الصلة بالأسهم بموضوعنا؛ الذي هو " محل عقد تداول الأسهم " ؟ وهل لطبيعة السهم وآلية تداوله دورٌ في بعث النزاع بين الأطراف ؟ ثم ما دور التشريعات الناظمة للمعاملات التجارية في وقاية المجتمعات وثرواتها من مخاطر تداول الأسهم في الأسواق المالية ؟ وهل هذه النازلة المعاصرة على خطورتها وجسامتها آثارها الاقتصادية جعلت " محل عقد تداول الأسهم " عقدا ذا طبيعة وآثار واضحة ومنضبطة في العرف القانوني ؛ أم أنه باب في التصرفات التجارية لا يزال موضع إبهام والتباس في فقه التشريعات التجارية المعاصر ؟

إن الأوجه المذكورة وغيرها لتؤكد على أهمية الدراسة الواعية لموضوع " محل عقد تداول الأسهم " ، وتحديدًا من جهة البحث في ماهيته ؛ ومحل العقد فيه ، ثم ضبطه بخصائص فنية واضحة ، وذلك وصولاً إلى ترشيد فقه القانون إزاء هذا العقد ، بما يخدم المجتمع ويحقق الأهداف العدليّة السامية .

#### رابعاً : أسئلة الدراسة :

تأتي هذه الدراسة في سياق الكشف عن ماهية " محل عقد تداول الأسهم " ، وتحديدًا للإجابة عن الأسئلة التالية :

س1 / ما مفهوم " تداول الأسهم " ؟

س2 / ما الخصائص الفنية التي تميز " المحل المعقود عليه " في

عقد تداول الأسهم عن غيره من العقود المالية ؟

---

كما بلغ حجم التداول ( 12 مليار ) سهم بقيمة ( 4 تريليون ريال سعودي ) .. وانظر .. جريدة الاقتصادية السعودية في عددها الصادر 2006/1/9م ، " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ، أ. طارق الماضي ، ص60 .

وفي كتابه " أزمة سوق الأسهم " (ص122-123 ) يقول الاقتصادي السعودي أ. حمدي بن حمزة الجهني حول تجربته الشخصية في الأزمة نفسها : ( .. وبعد أن رأيت احمرار الشاشة وسقوط المؤشر بنسبته القسوى ، والذي نزل عن مستوى 11,800 نقطة ، وبعد أجريت بحثًا ذهنيًا سريعًا بناء على ما تكوّن لديّ من معطيات اتخذت قرارًا بأن أعرض ما لدي من أسهم للبيع بسعر السوق ، وهكذا فعلت وكانت الخسارة فادحة ، فقد اشترت تلك الأسهم بمبلغ ( 1,600,024.000 ريال ) ، وبعثتها اليوم 2006/5/6م بمبلغ ( 645,000.000 ريال ) ، أي بخسارة قدرها ( 960,000 ريال تقريباً ) ، أي خسارة تقدر بحوالي ( 64 % ) من القيمة الأصلية ) .

- س3 / ما علاقة السهم بالشركة المساهمة التي أصدرته ، وتحديدًا خلال مرحلتي التأسيس والتشغيل في مقابل مرحلة المتاجرة والتداول في سوق الأوراق المالية ؟
- س4 / ما طبيعة الخلاف بين فقهاء القانون التجاري حول " محل العقد في تداول الأسهم " ، وما هو منشأ الخلاف بينهم ، وما الراجح فيه ؟

### خامسا : فرضيات الدراسة :

1. هل يعتبر " عقد تداول الأسهم " من قبيل العقود غير المسماة ؟ فيكون حقه أن يُفردَ كعقد مستقل له خصائص النوعية التي تميزه عن غيره من العقود المالية المعاصرة ؟
2. هل " المحل " في الأسهم له خصائص نوعية تميزه عن غيره من المعاملات المالية ؟
3. هل التباين الكبير بين الآراء القانونية حول طبيعة السهم سببه خفاء التصور العملي لمحل العقد في عمليات تداول الأسهم في الأسواق المالية ؟ ولاسيما من جهة عدم التفريق بين الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها المالية ؟

### سادسا : المصطلحات الإجرائية :

تتضمن الدراسة العديد من المصطلحات الأساسية ، وأبرزها ما

يلي :

- 1- السهم .
- 2- المحل في عقد تداول الأسهم .
- 3- القيمة الدفترية للسهم .
- 4- القيمة السوقية للسهم .
- 5- عقد تداول السهم .
- 6- خاصية التداول .
- 7- خاصية الانفكاك .
- 8- الحق المجرد .

### سابعاً : الإطار النظري والدراسات السابقة :

إن دراسة موضوع " محل عقد تداول الأسهم " ميدانها المصادر المعتمدة في فقه التشريعات التجارية ، وهي مصادر كثيرة ومتنوعة بحسب نصوص واتجاهات القوانين الناظمة للتشريعات المالية والتجارية في كل دولة ، فلا يكاد يخلو مصدر من المصادر القانونية المتعلقة بالقوانين التجارية أو قوانين الشركات أو قوانين الأسواق المالية من الحديث عن السهم ضمن حيثيات موضوع الشركة المساهمة .

بيد أن الملاحظ على تلك المصادر أنها تقتصر في العادة على ذكر أحد الآراء القانونية بإيجاز وبعبارة مختصرة ، ودون التعرض لأية مناقشات تحليلية له ؛ ولو عند تبنيه بالترجيح من قبل قائله، فضلاً عن استعراض الآراء الأخرى المخالفة ، كما لوحظ أيضاً ؛ ومن زاوية أخرى فإن المصادر المذكورة لا تنفك في الغالب أن تستنسخ من بعضها ألفاظاً وعبارات توردها كمسلمات من غير تدقيق ، في حين أن الفقه العلمي والواقع العملي يؤكدان أن تلك المسلمات هي على خلاف الحقيقة والواقع ؛ كما سنفصله فيما نستقبل من هذا الدراسة .

بيد أنني في المقابل وقفت على مصدرين تناولا موضوع " تداول الأسهم " فقامت بمتابعتها بالقراءة والفحص لأتبيّن ما فيهما ، ومدى كفايتهما في تحقيق مقاصدي في هذه الدراسة ، فوجدت أن هذه المصادر لا تحقق أهدافي من هذه الدراسة ، على الرغم مما بذله الباحثان الكريمان من جهد مشكور في تحقيق أهدافهم التي قصداها من بحثيهما ، فسأذكر تلك المصادر مقرونة بما تميزت به هذه الدراسة .

**المصدر الأول :** تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ط1 ، 2009م ، منشورات الحلبي الحقوقية -

بيروت .

فقد تناول الباحث في كتابه الجوانب القانونية ذات الصلة بتداول الأوراق المالية ، وما يتصل بها من إجراءات تنفيذية من المقاصة والتسوية مما يتعلق بالورقة المالية ، كما وتحدث عن نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية وذلك وفقاً لأحكام القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004م .

وهذه الدراسة على الرغم من عنايتها بالجوانب الإجرائية طبقاً للتطبيق العراقي تشريعاً وتطبيقاً ؛ إلا أنها لم تتعمق بالدراسة والتحليل للمحل المعقود عليه في عقد تداول الأسهم ، ولا من جهة خصائصه التي

تميزه عن غيره ، فضلا عن الخلاف القانوني فيه ، والترجيح بشأن ذلك ، وهو ما تميزت به هذه الدراسة .

**المصدر الثاني :** التكييف الفقهي للأسهم دراسة فقهية مقارنة .. أ. محمد حلمي السيد عيسى، مجلة الشريعة والقانون بالقاهرة ، العدد 24 ، ج 2 ، 2002م .

وقد تحدث الباحث في دراسته عن تداول الأسهم في شركات المساهمة ؛ مبينا ماهية السهم وأحكامه ، كما ركز على تحليل التكييف الفقهي للسهم ، وأبرز أحكامه في ضوء مصادر ومذاهب الفقه الإسلامي ، وذلك بالمقارنة دائما مع القانون الوضعي ، كما ركز الباحث على دراسة القيود الواردة على مبدأ حرية تداول الأسهم .

وهذا البحث على الرغم من جودة موضوعه وحسن ترتيب مادته العلمية إلا أن الباحث اكتفى بالتقريرات العامة والمتعارف عليها بشأن حقيقة السهم من المنظور القانوني ، ولم يتناول بالتفصيل والتقييم " محل عقد تداول الأسهم " ؛ لا من حيث ذاته العقدية ، ولا من حيث خصائصه الفنية ، فضلا عن الخلاف القانوني فيه ، والترجيح بشأن ذلك ، وهو ما تميزت به هذه الدراسة .

ومن هنا فقد جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على " محل عقد تداول الأسهم " باعتباره بيت القصد في دراسة السهم ، حيث فصلت ماهيته من الناحية العملية ، مع بيان خصائصه الرئيسية ، ومن ثم دراسة خلاف الفقهاء حول تكييف طبيعة السهم ، وصولا إلى تقييم الخلاف مع الترجيح ، وهي محاور علمية ذات أهمية بالغة لا يحصل التصور الصحيح لعقد تداول الأسهم إلا بها ، وهو ما حرصت أن تمتاز به هذه الدراسة عن غيرها .

### **ثامنا : منهج البحث المستخدم :**

وفي سبيل تحقيق أهداف البحث بكفاءة فقد اتبعت الدراسة المناهج العلمية التالية :

#### **1- المنهج الاستقرائي :**

حيث قمت بإعمال الاستقراء في ثلاثة جوانب رئيسة هي :



أ / استقراء الأسس الفنية الرئيسية لتطبيقات عقد تداول الأسهم في الأسواق المالية ، وذلك بهدف التوصل بواسطتها إلى جوهر ماهية السهم ومن ثم تحديد طبيعته القانونية على أساس فني وعملي سليم .

ب / استقراء الآراء القانونية تجاه طبيعة السهم وماهيته العقدية ، وتصنيفها إلى خمسة مذاهب ، بما في ذلك استقراء الأدلة التي استند إليها كل مذهب ، وقد أجتهد في وضع أدلة للمذهب القانوني ، وذلك استنادا إلى فهمي الشخصي لطبيعة المذهب وأصوله وغاياته .

ج / استقراء الخصائص الفنية التي تحتف بمحل عقد تداول الأسهم فتميزه عن غيره ، ثم إعادة تنظيمها وتصنيفها ، حيث تم تلخيصها في خاصيتين كُليَّتين ، ويتفرع عن كل منهما خصائص فرعية ، وإنما حصل ذلك بطريق الاستقراء .

## 2- المنهج التحليلي :

حيث قمت بإعمال أداة التحليل في جانبين رئيسين في الدراسة ، وهما :

أ / سبر القيم المتعددة للأسهم ، كما تم تحليل مضامينها ، ومن ثم إعادة تصنيفها ضمن ثلاثة أصول رئيسة لقيم الأسهم ، بحيث تدخل سائر القيم الأخرى تحتها ، وهو ما اصطلحت عليه الدراسة باسم " الأصول الثلاثة لقيم الأسهم " .

ب/ تحليل تعريفات السهم عند فقهاء التشريعات التجارية ، وذلك بهدف استخلاص اتجاهاتها على أساس مأخذها الكلية ؛ والتي تصلح أن تكون مذاهب رئيسة في الخلاف الفقهي القانوني ، وهو ما اعتمدته وسرت عليه في هذه الدراسة .

## 3- المنهج النقدي :

حيث تناولت الدراسة بالمناقشة والنقد والتقييم مختلف الآراء القانونية التي شملها الخلاف الفقهي حول ماهية السهم ، وقد أخذ ذلك التقييم مستويين نقديين ؛ أحدهما : إجمالي ، والآخر : تفصيلي ، كما سيأتي في مناقشة الخلاف والترجيح .

## 4- المنهج الاستنباطي :

حيث قمت بإعمال أسلوب الاستنباط في جانبين رئيسين في الدراسة ، وهما :

- أ / استنباط الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها المالية ؛ الإسمية والدفترية والسوقية .
- ب / استنباط الخصائص الضابطة لمحل العقد في عقد تداول الأسهم ، والتي بها يتميز العقد عن غيره من العقود والمعاملات المالية .

### تاسعا : عينة الدراسة :

قامت الدراسة باللجوء إلى عينة مقارنة من التشريعات التجارية والمالية في كل من الأردن والكويت ومصر بصفة أساسية ، وذلك للوقوف على كيفية تناولها لطبيعة السهم وماهيته القانونية، مع الاستفادة من التشريعات ذاتها في الدول الأخرى ؛ متى أضافت جديدا للدراسة .

### عاشرا : إجراءات الدراسة :

- بعد تحديد مشكلة الدراسة وأهدافها فقد تم تصميم خطة الدراسة بحيث تراعي التسلسل الإجرائي التالي :
1. القيام بالدراسة الفنية المعمّقة لمحل عقد تداول الأسهم ، وكيفية تقويم السهم طبقا لأصوله الثلاثة باعتبار قيمها المالية ؛ الإسمية والدفترية والسوقية ، وذلك بهدف إتقان التصور الفني للسهم طبقا لواقعه العملي ، إذ إن الحكم على الشيء فرع عن تصوره .
  2. دراسة الخصائص العقدية لما اصطلحنا على تسميته " محل عقد تداول الأسهم " ، وذلك بغية الوصول لإثبات فَرْضِيَّة أن العقد نفسه غير مسمى ، وذلك استنادا إلى خصائصه النوعية .
  3. سبر وتتبع خلاف فقهاء التشريعات التجارية حول ماهية السهم وموضوعه العقدي ( محل العقد ) ، وذلك من خلال تتبع تعريفات السهم ، مع التقييم العلمي للخلاف ، وصولا إلى الترجيح بينها .
  4. استخلاص النتائج وتقديم التوصيات العلمية بشأن موضوع الدراسة .

### **المطلب الثاني : خطة الدراسة :**

وقد جعلت خطة الدراسة في مقدمة وخمسة فصول .

فضمنت **الفصل الأول : التمهيد** ، وتحتته مطلبان :

**المطلب الأول : مقدمات منهجية :**

أولا : مشكلة الدراسة .

ثانيا : أهداف الدراسة ومحدداتها الموضوعية .

ثالثا : أهمية الدراسة .

رابعا : أسئلة الدراسة .

خامسا : فرضيات الدراسة .

سادسا : المصطلحات الإجرائية .

سابعا : الإطار النظري والدراسات السابقة .

ثامنا : منهج البحث المستخدم .

تاسعا : عينة الدراسة .

عاشرا : إجراءات الدراسة .

**المطلب الثاني : خطة الدراسة .**

**الفصل الثاني : مفهوم تداول الأسهم :**

**المبحث الأول : تعريف تداول الأسهم :**

**المطلب الأول : مصطلح التداول لغة واصطلاحا .**

أولا : مصطلح التداول في اللغة العربية .

ثانيا : المفهوم المالي لمصطلح " التداول " .

ثالثا : مصطلح التداول في قوانين الشركات وأسواق المال .

رابعا : هل " عقد تداول الأسهم " من العقود المسماة في القانون .

**المطلب الثاني : مفهوم السهم لغة واصطلاحا .**

أولا : مصطلح السهم في اللغة العربية .

- ثانيا : التعريف المالي للسهم .
- ثالثا : موقف القوانين من تعريف السهم .
- المطلب الثالث : التعريف المختار لمصطلح " تداول الأسهم " .
- المبحث الثاني : الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها :
- المطلب الأول : القيمة الإسمية .
- المطلب الثاني : القيمة الدفترية .
- المطلب الثالث : القيمة السوقية .
- المبحث الثالث : تقويم الأسهم طبقا لأصولها :
- المطلب الأول : مصدر تقويم القيمة الإسمية للسهم .
- المطلب الثاني : مصدر تقويم القيمة الدفترية للسهم .
- المطلب الثالث : مصدر تقويم القيمة السوقية للسهم .
- الفصل الثالث : خصائص محل عقد تداول الأسهم :**
- تمهيد : أهمية تحديد الخصائص في العقود المالية .
- المطلب الأول : العقود قوالب المعاملات .
- المطلب الثاني : ثمرات تمييز خصائص العقود .
- المبحث الأول : خاصية القابلية للتداول :
- المطلب الأول : مفهوم خاصية القابلية للتداول .
- المطلب الثاني : مقتضيات القانونية لخاصية القابلية للتداول .
- المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية التداول .
- المبحث الثاني : خاصية الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني :
- المطلب الأول : مفهوم خاصية الانفكاك .
- المطلب الثاني : الأدلة العملية على خاصية الانفكاك .
- المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية الانفكاك .
- المطلب الرابع : درجة الانفكاك .
- المطلب الخامس : علاقة خاصية الانفكاك بالحق المجرد في الفقه الإسلامي .

أولاً : مفهوم الحق المجرد في الفقه الإسلامي .  
 ثانياً : موقف الفقه الإسلامي من " بيع الحق المجرد " .  
 ثالثاً : علاقة " الحق المجرد " بخاصية " الانفكاك " في " عقد تداول الأسهم " .

خاتمة : الفروق بين خاصيتي " التداول " و " الانفكاك " .

#### الفصل الرابع : الموقف القانوني من ماهية السهم :

المبحث الأول : الطبيعة القانونية للحق في السهم :

المطلب الأول : أقسام الحقوق في القانون المدني .

المطلب الثاني : إثبات أن الحق في السهم من الحقوق الشخصية .

المبحث الثاني : آراء فقهاء القانون حول ماهية السهم :

المطلب الأول : السهم وثيقة تمثل حصة عينية شائعة في الأصول

الحقيقية للشركة .

المطلب الثاني : السهم وثيقة تمثل حصة شائعة في الشخصية

المعنوية للشركة .

المطلب الثالث : السهم عين مجردة بذاتها يتم تداولها والمتاجرة بها

في سوقها .

المطلب الرابع : السهم وثيقة تثبت حق دائنية مالكة .

المطلب الخامس : السهم حق من نوع خاص .

المبحث الثالث : تقييم خلاف فقهاء القانون مع الترجيح :

المطلب الأول : تحرير محل النزاع .

المطلب الثاني : التقييم الإجمالي للخلاف .

القسم الأول : تحرير نقاط الوفاق .

القسم الثاني : تحرير نقطة الخلاف .

المطلب الثالث : التقييم التفصيلي للخلاف :

أولاً : الخلط بين الأصول الثلاثة للأسهم .

ثانياً : التناقض بين التأصيل والتفريع في طبيعة الحق بالسهم .

ثالثاً : فقدان السهم لبعض الأركان الشكلية في الشركات .

رابعاً : فقدان السهم لشروط الحوالة في القانون المدني .

خامساً : الغفلة عن فكرة " الحق المجرد " .

**المطلب الرابع : الترجيح .**  
**الفصل الخامس : وضمنته الخاتمة : وفيها أبرز النتائج والتوصيات**  
**، وذلك في مطلبين :**  
**المطلب الأول : القيمة العلمية المضافة .**  
**المطلب الثاني : التوصيات .**

## الفصل الثانى

### مفهوم تداول الأسهم

### تمهيد وتقسيم

لما الحكم على الشيء فرع عن تصوره ، وموضوعنا في هذه الدراسة يتعلق بدراسة طبيعة السهم من حيث ماهيته ومحل العقد فيه ، فإن ذلك يتطلب بالضرورة بيان " مفهوم تداول الأسهم " ابتداءً ، حيث نعرف كلا لفظي هذا المصطلح ؛ لغة واصطلاحاً ، ثم نصل بعد ذلك إلى وضع تعريف علمي لمصطلح " تداول الأسهم " ، بحيث تُبنى بقية الدراسة على مصطلح واضح الدلالة في أساسه الفني في الواقع العملي . كما سأتناول في هذا الفصل بيان " الأصول الثلاثة للأسهم " باعتبار قيمها ؛ وهي : القيمة الإسمية ، والقيمة الدفترية ، والقيمة السوقية ، مع العناية بضبط مدلولاتها ، إلى جانب دراسة " مصدر التقويم " في كل منها ، وذلك كله في طريقنا نحو تحصيل الفهم الدقيق لماهية السهم ومحل العقد فيه .

- ولذا فقد جاء هذا الفصل في ثلاثة مباحث على النحو التالي :
- المبحث الأول : تعريف مصطلح " تداول الأسهم " .
  - المبحث الثاني : الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها .
  - المبحث الثالث : تقويم الأسهم طبقاً لأصولها الثلاثة .



## المبحث الأول تعريف مصطلح " تداول الأسهم "

في هذا المبحث سنتعرف على تعريف مصطلح " تداول الأسهم " ، حيث نشرع في بيان مصطلح " التداول " في عرف اللغة العربية ، وفي العرف المالي ، ثم العرف القانوني ، ثم نتابع ببيان مصطلح " الأسهم " ؛ من حيث اللغة العربية والاصطلاحين المالي والقانوني ، وذلك بهدف التوصل إلى وضع تعريف علمي منضبط لمصطلح " تداول الأسهم " ؛ يتفق مع ماهيته العملية في الواقع .

وقد جاء هذا المبحث متضمنا المطالب الثلاثة التالية :

المطلب الأول : مصطلح التداول لغة واصطلاحا .

المطلب الثاني : مفهوم السهم لغة واصطلاحا .

المطلب الثالث : التعريف المختار لمصطلح " تداول الأسهم " .

## المطلب الأول : مصطلح التداول لغة واصطلاحاً :

### أولاً : مصطلح التداول في اللغة العربية :

التداول في اللغة العربية<sup>1</sup> : تناقل الشيء وتبادله بين الأيدي ؛ إما حسياً أو معنوياً ، وهو مصدر مشتق من دَوَّلَ ، قال ابن فارس في المعجم : ( الدَّالُّ وَالْوَاوُ وَاللَّامُ أَصْلَانِ ؛ أَحَدُهُمَا : يَدُلُّ عَلَى تَحَوُّلِ شَيْءٍ مِنْ مَكَانٍ إِلَى مَكَانٍ ، وَالْآخَرُ : يَدُلُّ عَلَى ضَعْفٍ وَاسْتِرْخَاءٍ .

أَمَّا التَّوَلَّى فَقَالَ أَهْلُ اللُّغَةِ : ائْتَدَلَ الْقَوْمُ ، إِذَا تَحَوَّلُوا مِنْ مَكَانٍ إِلَى مَكَانٍ ، وَمِنْ هَذَا النَّبَابِ تَدَاوَلَ الْقَوْمُ الشَّيْءَ بَيْنَهُمْ : إِذَا صَارَ التَّوَلَّى يَدْوُلُ ، إِذَا بَلَى ( 2 ، فالتداول في الأصل تفاعل من دال ، ويكون ذلك في الأشياء والكلام ، يقال : كلامٌ مُدَاوَلٌ ، ثم استعملوا داوَلت الشيء مجازاً ، إذا جعلت غيرك يتداولونه ، وقرينة هذا الاستعمال أن تقول : بينهم 3 .

والدُّوْلَةُ والدُّوْلَةُ تستعملان في الأموال تارة ، وفي التغلب والملك والحرب تارة أخرى ، وقيل : الدُّوْلَةُ بالضم في المال خاصة ، ومنه قوله تعالى : { كي لا يكون دُولَةٌ بين الأغنياء منكم } 4 ، ولذلك أجمع القراء المشهورون على قراءتها في هذه الآية بضم الدال 5 ، وأما الدُّوْلَةُ بالفتح ففي الغلبة والملك ، وقيل : هما سواء فيهما ، يُضَمَّانِ وَيُفْتَحَانِ ، يقال : صار الفيء دولة بينهم يتداولونه ؛ مرة لهذا ومرة لهذا ، ويقال : تداوَلت الشيءَ الأيدي ؛ أي أَحَدْتُهُ ؛ هذه مرة وهذه مرة ، ويقال : دالت الأيام ؛ أي : دارت بين الناس ، ومنه قوله تعالى : { وتلك الأيام نداولها بين الناس } 6 .

1- القاموس المحيط 1/1293 ، لسان العرب 11/252 .

2- معجم مقاييس اللغة لابن فارس ( 2/314 ) .

3- تفسير التحرير والتنوير للطاهر ابن عاشور ( 4/100 ) .

4- سورة الحشر / آية 7 .

5- تفسير التحرير والتنوير للطاهر ابن عاشور ( 29/86 ) .

6- سورة آل عمران / آية 140 .

قال الطاهر ابن عاشور في تفسيره : ( والدُّوْلَة بضم الدال : ما يتداوله المتداولون ، والتداول : التعاقب في التصرف في شيء ، وخصها الاستعمال بتداول الأموال ) 1 .

**والخلاصة :** إن المعنى اللغوي للدُّوْلَة والتداول مداره على التحول والتناقل على سبيل التعاقب ، سواء كان ذلك في المال ، أو في الغلبة والملِّك ، أو في غيرهما من الأمور التي يتناقلها الناس ، وخصَّ العرف اللغوي لفظ التداول والدُّوْلَة - بضم الدال المشددة - في الأموال خاصة .

### ثانيا : المفهوم المالي لمصطلح " التداول " :

يرادف مصطلحُ " التداول " مصطلحَ " المتاجرة " ، ومدلولهما : عملية معاوضة يتم بموجبها تقليب السهم بطريق الشراء وإعادة البيع بقصد تحقيق الربح أصالة ، واتحاد معنى التداول والمتاجرة نجده في الترجمة الإنجليزية في مصطلح واحد هو { Trading } ، كما يطلق على " تداول الأسهم " مصطلح { Stocks trading } 2 .

ومفهوم مصطلح " التداول " - في العرف المالي العام وفي لغة الأسواق المالية بصفة خاصة - يختلف عن مفهوم مصطلح ( الاستثمار ) ، فالتداول يطلق على فئة ( المضاربين ) ( Speculators ) بينما يطلق مصطلح الاستثمار على فئة ( المستثمرين ) ( Investors ) في الأسواق المالية 3 ، والفرق بينهما أن المضاربين ( Speculators ) يهدفون لتحقيق الربح من تداول الأسهم بالشراء وإعادة البيع في الأجل القصير ، فهم تجار حقوق أسهم يربحون من تقلبها وتملكها بقصد إعادة بيعها ، ويتولد الربح من الفرق الموجب بين سعري الشراء والبيع في الأجل القصير ، والذي يَقِلُّ عادة عن سنة واحدة ، وعليه فإن المضارب يعمل طبقاً لمبدأ " تَصَرَّفْ ثم فَكِّرْ " .

بينما يهدف المستثمرون ( Investors ) لتحقيق الربح من الأعمال التشغيلية للشركة ؛ وما تسفر عنه نتائج أعمالها آخر المدة ، أي ما يحققه

1- تفسير التحرير والتنوير للطاهر ابن عاشور ( 86-85/29 ) .

2- انظر : الترجمات من موقع قوقل ( [translate.google.com](http://translate.google.com) ) .

3- انظر : " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ، أ. طارق الماضي ، ص 17-18 ، فشل الأسواق المالية ، د. رفيق يونس المصري ، ص 13 .

تشغيل الشركة خلال السنة المالية من أرباح فيكون لمالك السهم نصيبه من الأرباح إذا تحققت وتم إقرار توزيعها ، وعلى هذا فإن الأجل بالنسبة للمستثمرين طويل ؛ ويقدر عادة بسنة فأكثر ، وهم لا يلتفتون إلى تقلبات الأسعار اليومية في البورصة ، بل إلى عائد الربحية من التوزيعات السنوية ، ولذلك فإن المستثمر يعمل طبقاً لمبدأ " فُكِّرْ ثم تَصَرَّفْ " .

وبذلك يمكننا أن نستخلص وجود صورتين يشملهما عرفاً مصطلح " تداول الأسهم " ، وذلك باعتبار تعدد قصد المشتريين 1 :

**الصورة الأولى : " الاستثمار المالي في الأوراق المالية " [ حالة المستثمر ]** ، حيث يكون مقصود المشتري جني الأرباح التشغيلية ؛ ممثلة بتوزيعات الأرباح السنوية ؛ نقدية كانت أو أسهم رأسمالية في نهاية السنة المالية ، وذلك متى تحقق شرطها ، ولا يكون ذلك عادة إلا في الأجل الطويل الذي يزيد على مدة سنة في العادة .

**الصورة الثانية : " المضاربة المالية في الأوراق المالية " [ حالة المضارب ]** ، وهي حالة يكون مقصود المشتري فيها جني الأرباح السعرية ؛ أي قصد تحقيق الربح من واقع الفروقات الموجبة بين سعري الشراء وإعادة البيع ، والتي تنشأ عن تدافع قوى العرض والطلب في الأجل القصير ، ولا تعلق لنظر المضارب هنا لا بالتشغيل الحقيقي ولا بالأرباح التشغيلية التي قد توزع في نهاية السنة المالية ، وفي هذه الحالة يطلق مصطلح " المضارب " مرادفاً لمصطلحات أخرى ؛ مثل " التداول " أو " التجارة " أو " المتاجرة " أو " الاتجار " في الأوراق المالية ؛ ممثلة بالأسهم والسندات ، وجميعها مصطلحات دالة في عرف الأسواق المالية على حقيقتها واحدة ، وهي : " الشراء بقصد الربح من إعادة البيع " .

ولقد أدرك المشرع الأردني هذا الفرق الدقيق ؛ فنص على تعريف " شركة الاستثمار " بأنها : ( الشركة التي يكون نشاطها الرئيسي ؛ الاستثمار في الأوراق المالية ، والاتجار بها ) 2 ، حيث فرّق المشرع الأردني بين حالة " الاستثمار " وحالة " الاتجار " في عمليات التداول في الأسواق المالية ، وهو عينه الفرق بين المستثمر والمضارب ، ثم تقدم المشرع الأردني خطوة إلى الأمام بغية المزيد من الإفصاح والضبط لدلالة

1- " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ، أ. طارق الماضي ، ( الفصل الأول : مستثمر أم مضارب ؟ ) ، ص 17-18 .

2- القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 " قانون الأوراق المالية " الأردني (م 2 : التعاريف ) ، والتعليمات التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية ( http://www.jsc.gov.jo ) .

مصطلح ( عقد التداول ) حيث عرفه بأنه : ( العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها ) 1 ، فباتت دلالة مصطلح " التداول " مطابقة لدلالة " المتاجرة " أو " المضاربة " في عرف القانون المالي .

وكذلك فعل المشرع الكويتي حيث ألفيناه لزم المعنى نفسه ، فقد عرف مصطلح ( المتداول ) بأنه : ( شخص يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية ) 2 ، فدل على إرادته بمصطلح " المتداول " نفس " المضارب " أو " المتاجر " في الأوراق المال في الأجل القصير .

وبذلك يمكننا أن نؤسس لفرق مهم بين دلالتى " الاستثمار " و " التداول " عند التعامل في سوق الأوراق المالية ، كما يمكننا أن نستخلص مما سبق قاعدة مفادها : ( كلُّ تداولٍ استثمارٌ وليس كلُّ استثمارٍ تداولاً ) ، ومعنى ذلك : أن كل عملية تداول في الأسواق المالية فإن من لازم سلوك المتداول فيها أنه قاصد أصالة للاستثمار بواسطة شراء السهم وإعادة بيعه لتحقيق الربح في الأجل القصير ، ولكن العكس ليس صحيحاً ؛ فليس كل استثمار يُعدُّ تداولاً في عرف الأسواق المالية ، فقد يشتري المتعامل في البورصة السهم بقصد الاحتفاظ به وليس للمضاربة أو المتاجرة فيه بطريق إعادة البيع ، فمثل هذا السلوك لا يسمى بحال أنه " متداول " أو " مضارب " أو " متاجر " وإنما هو كما أسلفنا سابقاً " مستثمر " ؛ يقوم بتنفيذ عملية الشراء فقط والوقوف عندها والاحتفاظ بالسهم بغية جني أرباحه التشغيلية السنوية إن وجدت ، وليس قصده أصالة إعادة البيع ، والمناط في الفرق بينهما مداره على قصد المشتري والسبب الباعث له في الحالتين .

وعلى الرغم من التفريق السابق بين " المستثمر " والمضارب " إلا أن قابلية السهم للتداول تعتبر صفة إلزامية وخاصية لصيقة بالسهم ؛ بل وترتبط بالنظام العام 3 ؛ من دون إلزام بالتداول نفسه على مالك السهم ، فالمتعامل إذا اشترى السهم فإنما هو بالخيار ؛ إن شاء أن يعيد بيع السهم بطريق التداول والمتاجرة فهو حق أصيل له ، وإن شاء الاحتفاظ بالسهم حتى نهاية المدة فله ذلك أيضاً ، وذلك كله من غير سلب لخاصية التداول عن الأسهم ، لأنها لا يجوز سلبها أصالة في السهم .

1- المصدر السابق ، ( م2 : التعاريف ) .

2- قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي ، ولائحته التنفيذية . المصدر :

الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية ( <http://www.kuwaitcma.org> ) .

3- موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 108/8 .

ويجدر بنا التأكيد على أن بورصة الأوراق المالية لم توضع أصالة إلا للمضاربين ، بل لا يتصور قيامها إلا بتداولاتهم المضاربة اليومية أو اللحظية ، وهو موضوع التداول على الحقيقة ، حيث إن حجم عمليات المضاربة في البورصات تشكل ما نسبته ( 95-97 % ) من إجمالي عمليات البورصة في اليوم الواحد ، بينما تشغل عمليات الاستثمار في أجلها الطويل ما نسبته ( 3-5 % ) فقط من إجمالي عمليات السوق المالي . 1

ونؤكد على هذا المعنى بالقول : إن الأصل المضطرب في الأسواق المالية أن تسود فيه حالة المضاربات السعرية في مقابل محدودية حالة الاستثمار المالي ، فالمستثمرون في الأجل الطويل غير مرحب بسلوكهم أصلا في البورصات المالية كلها ، والسبب أن وجود المستثمرين المتعاملين في الأجل الطويل يشكل مصدر إعاقة وتقليل لسرعة ونشاط وكفاءة الأسواق المالية ، إذ المضاربات السعرية الفورية هي روح الأسواق المالية ، فكلما نشطت المضاربات واشتد التدافع السريع بين قوى العرض والطلب نشط السوق المالي ( البورصة ) وارتفعت كفاءته باتجاه الانتعاش المالي ، وعلى العكس تماما ؛ كلما تباطأت المضاربات في زمنها واتسعت المسافات الفاصلة بين العرض والطلب انخفضت كفاءة السوق باتجاه الركود المالي 2 .

1- إن الحقائق التي قررناها بشأن سيادة عمليات المضاربات على عمليات الاستثمار إنما تصح عندما يكون السوق المالي في حالة الانتعاش والنشاط والنمو ، بينما في حالة حصول الأزمة والكساد والركود في البورصات فإن نسبة عمليات الاستثمار تخفت وتتلاشى ، فيعود السوق المالي بنسبة عمليات مضاربات تشكل ( 100% ) في اليوم الواحد ، ودليل ذلك حالة الأسواق المالية فيما بعد أغسطس 2008م وحتى تاريخ إعداد هذه الدراسة ديسمبر 2013م .

2- يعترض طائفة من الاقتصاديين على فكرة أن الأسواق المالية معيار للانتعاش الاقتصادي ، كما يعترضون على فكرة كفاءة السوق المالي من حيث المبدأ ، ويذهبون إلى تقرير أن الأسواق المالية ذات أضرار اقتصادية راجحة على منافعها ، وانظر المصادر التالية :  
- " الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق .. من دروس الأزمات إلى إصلاحات الغد " .. بروفييسور : موريس آليه ، ص 14 ، وهي رسالة منشورة ، وأصلها : محاضرة ألقاها البروفيسور موريس آليه الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1988م ، حيث يعتبر بروفييسور : موريس آليه من ألمع الاقتصاديين الفرنسيين ، بل الفرنسي الوحيد الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد ، وقد انتقد في محاضراته النظام المالي العالمي في ظل اقتصاد السوق ، حيث أظهر وجود تقارب مع منهج الفكر الاقتصادي الإسلامي والدور السلبي لآلية الإقراض في النشاط المصرفي الرأسمالي ، كما اقترح فرض ضريبة على رأس المال بمعدل يجعلها قريبة من الزكاة ، ونظرا للتقارب الكبير بين أطروحاته الاقتصادية ومقررات الشريعة الإسلامية فقد دعاه البنك الإسلامي للتنمية بجدة بالمملكة العربية السعودية لإلقاء محاضرة بهذا الخصوص ، وذلك بحضور ومشاركة جمهرة من

**والخلاصة :** إن مصطلح " التداول " يشمل في العرف المالي فئتين هما : المضاربيين والمستثمرين، ولكل منهما وصفه الذي يميزه عن الآخر ، بيد أن البورصات لم توضع أصالة إلا للمضاربيين والذين يشكلون نسبة تتراوح ما بين ( 95-100 % ) حسب حالتي الانتعاش والكساد ، مما يؤكد أن الأسواق المالية ( البورصات ) إنما وُضِعَتْ من أجل عمليات المضاربات السعرية قصيرة الأجل لا غير ، وأما عمليات الاستثمار طويلة الأجل فهي تابعة في الأسواق المالية؛ بل غير مرحب بها لكونها تعيق نشاط السوق وتُبطيء سرعة التداول فيه ؛ الأمر الذي يؤثر سلباً في كفاءة الأسواق المالية ونشاطها .

### **ثالثاً : مصطلح التداول في قوانين الشركات وأسواق المال :**

يعتبر مصطلح " التداول " من المصطلحات التي يشيع استعمالها في التشريعات المالية بصفة عامة ، وفي قوانين الشركات ( الشركات المساهمة ) وقوانين هيئات سوق المال بصفة خاصة ، ويلاحظ أن عامة هذه التشريعات تناولت ذكر مصطلح " التداول " ، وبعضها حاول تعريف " التداول " باعتباره العملية المالية الأهم على الإطلاق في الأسواق المالية ، ولإثبات هذه الحقيقة الاستعمالية فسأشير إلى نماذج من تلك الاستعمالات

- 
- الاقتصاديين العرب والمسلمين ، كما تم ترجمة المحاضرة ونشرها كتابياً عام 1413 هـ / 1993م ، عدد الصفحات (64) ، ونص المحاضرة منشور في موقع المعهد الإسلامي للبحوث والدراسات التابع للبنك الإسلامي للتنمية ، وهي الإصدار الأول من سلسلة محاضرات العلماء في الاقتصاد . وانظرها في : <http://www.irtipms.org/puballa.asp>
- " ماذا لو أفلنا البورصات لإنعاش الاقتصاد " ، بروفييسور : فريدريك لوردون ، صحيفة لوموند ديبلوماتيك ( النشرة العربية - الكويت - توزع مع جريدة القبس الكويتية ) [ العدد رقم 2 ، السنة الرابعة ، فبراير 2010م ] ، ص 23 .
- " فشل الأسواق المالية ( البورصات ) " ، د. رفيق يونس المصري ، ص 5-36 .
- " نظرة منهجية واقعية في موضوعات النقود والبنوك والبورصات والتأمين " ، أ.د جمال الدين عطية ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، ع87 / ديسمبر 2006م ، ص 63 .
- " أزمة سوق الأسهم 1427هـ - 2006م " ، أ. حمدي بن حمزة بن زيد الجهني .
- " مناخ الأزمة وأزمة المناخ " ، أ. جاسم السعدون ، ص 96 .
- " التلاعب في الأسواق المالية " .. أ.د. شوقي أحمد دنيا ( أستاذ الاقتصاد الإسلامي ، العميد السابق بكلية التجارة - جامعة الأزهر ) ، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ يوافق 25-29 ديسمبر 2010م .

في كل من قانون الشركات الأردني والكويتي والمصري ، وذلك على النحو الآتي :

### أ : قوانين الشركات :

1- ورد في قانون الشركات الأردني 1 النص على مصطلح ( التداول ) في مواضع منها :

- ورد في المادة ( 90 ) بشأن تأسيس الشركة المساهمة العامة :

أ . تتألف الشركة المساهمة العامة من عدد من المؤسسين لا يقل عن اثنين يكتتبون فيها باسمهم قابلة للادراج في أسواق للاوراق المالية وللتداول والتحويل وفقاً لاحكام هذا القانون وأي تشريعات أخرى معمول بها .

- ورد في المادة ( 210 ) بشأن شركة الاستثمار المشترك :

ب . شركة ذات رأس مال ثابت وهي التي تصدر اسهماً غير قابلة للاسترداد ويتم تداولها في السوق وفقاً لاسعارها التي تحدد في السوق .

2- ورد في قانون الشركات الكويتي 2 النص على مصطلح ( التداول ) في مواضع منها :

- وفي المادة ( 78 ) : يخضع التصرف في الأسهم وتداولها للأحكام المنصوص عليها في المواد من 171 حتى 177 من القانون ووفقاً للقواعد التي يصدر بها قرار من الهيئة .

- المادة ( 186 ) : لا يجوز تأسيس الشركة ذات المسؤولية المحدودة أو زيادة رأس مالها أو الاقتراض لحسابها عن طريق الاكتتاب العام ، ولا يجوز لها إصدار أسهم أو سندات قابلة للتداول ، ويكون انتقال الحصص فيها خاضعاً لاسترداد الشركاء وفقاً للشروط التي يتضمنها عقد الشركة والأحكام المقررة في هذا القانون .

1- قانون الشركات الأردني وتعديلاته رقم 22 لسنة 1997 ، منشور على الصفحة 2038 من عدد الجريدة الرسمية رقم 4204 بتاريخ 1997/5/15 م .

2- قانون رقم 15 لسنة 1960 بإصدار قانون الشركات التجارية الكويتي ( 15 ) لسنة 1960 .



- 3- ورد مصطلح ( التداول ) في قانون شركات المساهمة المصري 1 ، فمن ذلك :
- المادة ( 2 ) : شركة المساهمة هي شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة ، يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون .
- المادة ( 4 ) بشأن الشركة ذات المسؤولية المحدودة : لا يجوز لها إصدار أسهم وسندات قابلة للتداول .

### ب : قوانين أسواق المال :

- 1- جاء في قانون الأوراق المالية الأردني 2 ما يلي :
- تعريف ( سوق تداول الأوراق المالية ) بأنه : ( أي سوق منظم أو أي استخدام دوري أو مستمر لوسائل الاتصال يتيح تداول الأوراق والأصول المالية ) .
- تعريف ( عقد التداول ) بأنه : ( العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها ) .
- كما ورد مصطلح ( عقد / عقود التداول ) تبعا لتعريف مصطلحات أخرى من المادة ( 2 ) مثل : ( التعامل ) و ( التقاص ) و ( التسوية ) ، وأيضا في المادة ( 6 ) من القانون ذاته .
- 2- جاء في قانون هيئة أسواق المال الكويتي ما يلي 3 :
- ففي المادة ( 2 ) [ التعريفات ] ورد تعريف ( المتداول ) بأنه : ( شخص يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية لحسابه الخاص ) .

- كما ورد تعريف ( ورقة مالية ) بأنها : ( أي صك ؛ أيا كان شكله القانوني يُثبت حصة في عملية تمويلية قابلة للتداول ) 1 ، ومثل لها بالأسهم أصالة .

1- قانون رقم ( 159 ) لسنة 1981 بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري ، منشور في الجريدة الرسمية ، العدد 40 ، أول أكتوبر 1981م .

2- القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 " قانون الأوراق المالية " الأردني ، وتعليماته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية ( <http://www.jsc.gov.jo> ) .

3- قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي ، ولائحته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية ( <http://www.kuwaitcma.org> ) .

- وفي المادة ( 3 ) ( يقصد ببورصة أوراق مالية : السوق المخصصة للتوفيق بين عروض البيع وطلبات الشراء في الأوراق المالية ، ويتبع الإجراءات الخاصة بالتداول ، ويؤدي الوظائف المعتاد أداؤها من قبل الأسواق المالية ) .

**ونخلص مما سبق :** إلى إثبات أن مصطلح " التداول " هو مصطلح أصيل وثابت في عامة القوانين المنظمة لأعمال الشركات وأسواق المال ، فضلا عن اللوائح والتعليمات المتفرعة عنها ؛ الأمر الذي يؤكد استقلالية الدلالة الفنية والقانونية الخاصة لهذا المصطلح التجاري الحديث ، حتى عرفه كل من المشرعين الأردني والكويتي ، فضلا عن ورود المصطلح نصا في مواضع عديدة من التشريعات التجارية ، مما يؤكد أصالة العقد في الواقع القانوني الحديث .

**رابعا : هل " عقد تداول الأسهم " من العقود المسماة في القانون :**

لقد أوضحنا أن مصطلح " التداول " من المصطلحات الدارجة في التشريعات التجارية ، وأن المشرع الأردني بادر إلى تعريف مصطلح " عقد التداول " ، بيد أننا نتساءل : هل " عقد التداول " أو " عقد تداول الأسهم " تُصنّف من قبيل العقود المسماة في القانون ؟ ويجدر بنا قبل الإجابة عن هذا السؤال المهم أن نضبط مدلول مصطلح " العقد المسمى " ابتداء ، ثم ننظر بعد ذلك في مدى اعتبار " عقد التداول " منها أم لا ؟ الحق إن ثمة اضطراب يلحظه الباحث في ضبط مفهوم " العقد المسمى " في القانون ، والذي أميل إليه أن العقد لا يكون مسمى ما لم يستجمع شرطين ؛ أولهما : النص على لقبه المتعارف عليه به ضمن

1- وقريب منه تعريف المشرع الفرنسي للأوراق المالية ، حيث عرف الأوراق المالية " الأسهم والسندات " بأنها : ( صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة ، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم ، وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقا متمثلة ، وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي ، أو حق دائنية عام على ذمته المالية ) ، ويلاحظ أن هذا التعريف نحى منحى التعريف الوظيفي للورقة المالية بنوعها . كما في المادة الأولى من قانون 23 ديسمبر 1988 بشأن هيئات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية ، ونقل نص هذه المادة إلى المادة ( 11-2 ) من التقنين النقدي والمالي الفرنسي رقم ( 1223 ) الصادر في 14 ديسمبر 2000 ، نقلا عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص61-62 .

النصوص القانونية ، **والثاني** : أن ينظم القانون أحكامه الرئيسية ؛ بحيث يتميز العقد باسمه وأحكامه القانونية عن غيره من العقود والمعاملات المالية .

ويذهب د. الزحيلي إلى أن ( العقود المسماة اصطلاح قانوني قديم عند الرومان ، وهي العقود التي يسمح لأطرافها عند الاختلاف فيها أن يرفعوا الدعوى المدنية في شؤونها لدى المحاكم؛ لتتنظر فيها وتنفذ العقد جبرا على الممتنع ، ويراد بها في القوانين المدنية الحديثة معنى آخر ؛ فهي : العقود التي عُرفت بأسماء معينة خاصة ، ونظّمها القانون ، وأبان أحكامها الخاصة بها ؛ لتميّزها عن غيرها من العقود ) 1 .

**وأخلص مما سبق : إلى إثبات أن " عقد تداول الأسهم "** بخصوصه هو عقد غير مسمى ، ولا سيما أن له خصائص فنية واضحة ومحددات حاسمة تميزه عن غيره ، سيردُ تفصيلها لاحقا في هذه الدراسة ، ومن ثم فلا يصح إدراج العقد ( تكييفاً أو تخريجا ) تحت أي من العقود المسماة في القوانين المدنية والتجارية .

---

1- العقود المسماة في قانون المعاملات الإماراتي والقانون المدني الأردني ، د. وهبة الزحيلي ، ص8 ، ط1 1407 هـ / 1987 م ، دار الفكر .

## المطلب الثاني : مفهوم السهم لغة واصطلاحاً :

### أولاً : مصطلح السهم في اللغة العربية :

السهم في اللغة العربية 1 : هو النصيب في الشيء ؛ في شِرْكَةٍ أو غيرها ، ويطلق على الحظِّ، والقَدَحِ الذي تجري به القرعة ، وجمعه : أسهم وسِيهام وسُهَمان ، والسهم في اللغة مشتق من الفعل ساهم ؛ بمعنى اشترك .

قال ابن فارس في معجم مقاييس اللغة : ( السَّيْنُ وَالْهَاءُ وَالْمِيمُ أصلان : أَحَدُهُمَا يَدُلُّ عَلَى تَغْيِيرِ فِي لَوْنٍ ، وَالْآخَرُ عَلَى حِظٍّ وَنَصِيبٍ وَشَيْءٍ مِنْ أَشْيَاءٍ ، فَالسُّهُمَةُ : النَّصِيبُ ، وَيُقَالُ أَسْهَمَ الرَّجُلَانِ ، إِذَا اقْتَرَعَا ، وَذَلِكَ مِنَ السُّهُمَةِ وَالنَّصِيبِ ، أَنْ يَفُوزَ كُلُّ وَاحِدٍ مِنْهُمَا بِمَا يُصِيبُهُ ، قَالَ اللَّهُ تَعَالَى : { فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ } 2 ، ثُمَّ حُمِلَ عَلَى ذَلِكَ فَسُمِّيَ السَّهْمُ الْوَاحِدُ مِنَ السَّهَامِ ، كَأَنَّهُ نَصِيبٌ مِنْ أَنْصِبَاءٍ وَحِظٌّ مِنْ حُطُوطٍ ، وَالسُّهُمَةُ : الْقَرَابَةُ ؛ وَهُوَ مِنْ ذَلِكَ ؛ لِأَنَّهَا حِظٌّ مِنْ اتِّصَالِ الرَّحْمِ ، وَقَوْلُهُمْ بُرْدٌ مُسَهَّمٌ ، أَيُّ مُخَطَّطٌ ، وَإِنَّمَا سُمِّيَ بِذَلِكَ لِأَنَّ كُلَّ حِظٍّ مِنْهُ يُشَبَّهُ بِسَهْمٍ ) 3 .

**والخلاصة :** إن المعنى اللغوي لمصطلح ( سهم ) يدل على الحصة أو الجزء الذي يملكه الشخص في شيء جسِّي مشترك ، وقد يكون ( السهم ) دالاً على أمر معنوي غير محسوس ؛ بحيث يتعلق بحق أو التزام أو حظ معنوي ، وفي الحالتين تنشأ بين السهم وصاحبه علاقة ارتباطية مخصوصة .

1- لسان العرب لابن منظور ( 308/12 ) .

2- سورة الصافات / آية 141 .

3- معجم مقاييس اللغة لابن فارس ( 111/3 ) .

## ثانيا : التعريف المالي للسهم :

يقرر خبراء الأسواق المالية عددا من التعريفات للسهم في إطار ماهيته وطبيعته الفنية في واقع الأسواق المالية ، وذلك على أساس أن السهم أداة مالية للاستثمار تستعمل للاسترباح في الأجلين القصير والطويل ، ومن تعريفات السهم وفق الأساس المالي ما يلي :

- 1- السهم : ( صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويُعطى للمساهم ؛ ليمثل حصته في رأس مال الشركة ) 1 .
- 2- السهم : ( صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما ، أو الحَقَّين معا ) 2 .
- 3- السهم : ( التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل ؛ في ظل شروط محددة سلفا ) 3 .
- 4- الأسهم هي : ( الصكوك التي تصدرها أشخاص اعتبارية عامة كالدولة أو الهيئات العامة أو الخاصة كشركات الأسهم - المساهمة والتوصية بالأسهم - ، وتخولُ الصكوك ذات الإصدار الواحد حاملها حقوقا متماثلة ، وتقبل التداول بالطرق التجارية ، وقابلة للقيود ببورصات الأوراق المالية ) 4 .
- 5- السهم هو : ( شهادة يتم شراؤها ؛ وتعطي صاحبها الحق في ملكية جزء معين من إحدى الشركات المطروحة في هذا السوق ، وهي قابلة للشراء والبيع " التداول " ) 5 .
- 6- السهم ( صك مشاركة في رأس مال الشركة ؛ وله قيمة اسمية يصدر بها ، وقيمة سوقية تتحدد في البورصة ) 6 .

1- الأسواق المالية ، د.زياد رمضان و د.مروان شموط ، ص 96 .

2- الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، د. منير إبراهيم هندي ، ص 5 .

3- تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، د. محمد صالح الحناوي ، ص 5 .

4- دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية ، د. صلاح أمين أبو طالب ، ص 21 .

5- " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ، أ. طارق الماضي ، ص 27 .

6- محاضرة في صناديق الاستثمار ( ضمن دورة سوق رأس المال ) ، د. حسين عطا ، ص 7 .

وعلى الرغم من تركيز بعض التعريفات المالية للسهم على هدف العائد على الاستثمار ، والذي يمثل المقصود الأهم لدى المستثمرين ، إلا أننا نلاحظ مدى تأثير تلك التعريفات بالنسبة العام لتعريفات السهم لدى فقهاء القانون التجاري ، الأمر الذي سنفصله لاحقاً في فصل مستقل في هذه الدراسة .

### ثالثاً : موقف القوانين من تعريف السهم :

على الرغم من أهمية عملية " تداول الأسهم " واتساع تطبيقاته في الاقتصاديات الحديثة إلا أن عامة القوانين اكتفت ببيان بعض الوظائف والصفات المتعلقة بالسهم ، ودون أن تقدم تعريفاً محدداً يضبط ماهية " السهم " من الناحية القانونية الدقيقة ، فمن ذلك نجد أن المشرع الأردني قد اكتفى ببيان أنواع الأسهم ، ولم يقدم تعريفاً محدداً لها ، كما في قانون الشركات الأردني لسنة 1997م ، ومثله فعل في قانون الأوراق المالية المؤقت رقم ( 76 ) لسنة 2002 ، ونظير ذلك صنع المشرع الكويتي حيث لم يتطرق لتعريف منضبط لأداة ( السهم ) ، لا في قانون الشركات الجديد رقم 25 لسنة 2012 ، ولا في قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 ، وإن كان قد تعرض في قانون الشركات لبعض خصائص السهم والحقوق التابعة له .

وبنحوهما جاء قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 ، وقانون رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، وإن كان قد أشار لبعض صفات السهم وخصائصه ، وكذلك صنع المشرع اللبناني حيث عرّف الأسهم بأنها : ( أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة ؛ تمثلها وثائق قابلة للتداول ؛ تكون إسمية أو لأمر أو لحاملها ) 1

1- نص المادة ( 104 ) من قانون التجارة المعدل لسنة 1942، الفصل الثاني : الوثائق التي تصدرها الشركات المغفلة ، الجزء الأول : في الأسهم ، وجاء في المادة التي تليها ( 105 ) : ( أن السهم يخول صاحبه بعض الحقوق الملازمة له ، وهي : الحق في أنصبه الأرباح ، وحق الأفضلية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال ، والحق في استرداد قيمة السهم الإسمية ، وحق اقتسام موجودات الشركة ، وحق التصويت في الجمعية العمومية ، وحق التفرغ عن سهمه ) .

، بينما عرّفَ المشرع الجزائري السهم بأنه : ( سند قابل للتداول ،  
تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها ) 1 .  
والملاحظ في جميع النقولات السابقة أنها اعتمدت على خاصية " **التداول** " كأساس مهم في مفهوم الأوراق المالية بصفة عامة ، والأسهم  
بصفة خاصة .

---

1- كما في القانون التجاري ( المادة 715 مكرر ) ، نقلا عن : شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير .. دراسة مقارنة ( رسالة ماجستير ) ، بوفامة سميرة ، ص92 .

### المطلب الثالث : التعريف المختار لمصطلح " تداول الأسهم "

ومن محصلة المطالب السابقة نصل إلى تطوير تعريف تختص به هذه الدراسة في موضوعها ، حيث يمكننا تعريف مصطلح " تداول الأسهم " { Stocks Trading } بأنه :

( المتاجرة في سوق الأوراق المالية بحقوق مجردة لشركة مساهمة بقصد تحقيق الربح من فروقات الأسعار في الأجل القصير ) .

ويمكننا إيضاح ألفاظ التعريف من خلال البيان التالي :

قولنا ( المتاجرة ) وهي الحقيقة الفنية المقصودة بعملية التداول في سوق الأوراق المالية ، وهي الخاصية التي تعتبر من قبيل النظام العام في نظر فقه القانون ؛ حيث لا يجوز الاتفاق على مخالفتها أو الإخلال بها ، ويقصد بالمتاجرة أو " التداول " : طلب توليد الربح من خلال عملية مركبة من عقدين يتم تنفيذهما بالتوالي على مرحلتين هما : مرحلة شراء السهم ، ثم مرحلة إعادة بيع السهم ، وبذلك يتشخص " التداول " في كونه عملية ربحية تقوم على تعاقب عقدين منفصلين ، حيث يفضي تعاقبهما إلى الاسترباح من تقلب الحقوق المجردة ، وهو ما اصطلاحنا عليه " تداول الأسهم " 1 .

1- إن مما يجدر التنبيه له أن استعمالنا لمصطلح " عقد تداول الأسهم " إنما هو من قبيل التسمُّح في الاستعمال ، إذ إن العقد اصطلاحاً يطلق على ما ينشأ عن إرادتين لظهور أثره الشرعي في المحل ، وأصله في اللغة من عقدة الحبل ؛ مأخوذ من الشد والربط ، لأن كل واحد من طرفي العقد ألزم نفسه الوفاء به ، ونحن إذا تفحصنا " تداول الأسهم " ألفيناه دالاً على عملية تجارية مركبة من عقدين متعاقبين ؛ هما : الشراء وإعادة البيع ، فليس المتداول من يشتري فقط ، وإنما لا يصح إطلاق المتداول عليه ما لم يجمع بين العقدين ؛ الشراء والبيع على سبيل التبريح ، ومثله " التاجر " و " التجارة " يلزم من وصفهما تعاقب العقود على سبيل التبريح والاحتراف ، والمقصود أن استعمالنا لمصطلح " عقد تداول الأسهم " أساسه اجتماع العقود المتعاقبة في منظومة تجارية واحدة ؛ ولها مفهومها وخصائصها المميزة .

ويؤكد قبول هذا الاستعمال في العرف القانوني ما تميز به المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية حيث أبرز مصطلح ( عقد التداول ) واستعمله في مواضع عديدة بصيغتي المفرد والجمع ، وقد عرفه بأنه : ( العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها ) ، فقد سماه المشرع الأردني ( عقداً ) وإن كان " التداول " في حقيقته وواقعه هو أكثر من عقد ؛ لأنه عملية تجارية ، مما يدل على أن الاصطلاح القانوني يقبل مثل هذا الإطلاق . وانظر: القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002



لكن مما يلاحظ أن مصطلح ( التجارة ) أو ( المتاجرة ) { Trading } إذا أُطلق منفردا في العرف الاقتصادي ( غير الأسواق المالية ) فإنه ينصرف إلى التجارة العينية المتعلقة بأعيان السلع والخدمات المباشرة ، لكن إذا فُيِّدَت التجارة بالأسهم { Stocks Trading } فإنها تفيد معنى آخر يختلف عن سابقه ؛ ذلك هو مصطلح " التداول " وحقيقته : " المتاجرة بالحقوق المجردة في الأجل القصير " ، وقد يطلق عليه مصطلح " السلوك المضاربي " في الأسواق المالية 1 .

وقولنا ( في سوق الأوراق المالية ) أي داخل البيئة القانونية المحددة لمزاولة عمليات السوق المخصص لتداول الأوراق المالية ؛ ممثلة بالأسهم والسندات ، ووفقا للنظم والإجراءات المرسومة في اللوائح المنظمة لعمليات التداول ، وعلى هذا فلا يصح التداول خارج السوق المالي المحدد قانونا، كما لا يصح التداول دون الالتزام بالشروط والضوابط التي تضعها الجهة المعنية بتنظيم وإدارة عمليات البورصة .

وقولنا ( بحقوق مجردة ) أي أن المحل المعقود عليه في السهم إنما هو ذات " الحقوق المجردة " 2، وهذه الحقوق تمثلها منظومة الحقوق المالية والإدارية التي يمتلكها حامل السهم ، وجميعها حقوق تعود إلى الشركة المصدرة للسهم على سبيل التبعية ، وضابط التبعية هنا : أن ملكية حامل السهم لا تمتد مباشرة إلى ذات الأصول التشغيلية والحقيقية للشركة

---

" قانون الأوراق المالية " الأردني ، وتعليماته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية ( <http://www.jsc.gov.jo> )

1- وإن ما أوضحناه من الفرق بين دلالة مصطلحي " التجارة " و " التداول " في غير عرف الأسواق المالية هو أمر معتمد دوليا ، فيقال مثلا " منظمة التجارة الدولية " ، ويقصد بها التجارة العينية الحقيقية بين الدول في مجال تبادل السلع والخدمات ، ويقال أيضا في علم المالية العامة " ميزان التبادل التجاري " ، ويقصد به المعنى الفني ذاته ، وذلك على خلاف ما يجري العمل به في سائر الأسواق المالية ( البورصات ) في العالم ، حيث تجري عمليات التداول في سوق المعادن الدولية ، أو في أسواق النقد ، أو في أسواق رأس المال ، فهي جميعا عمليات تداول مالي يكون محلها " الحقوق المجردة التي يتم المضاربة فيها في الأجل القصير " ، ويلاحظ أن هذه الحقوق المجردة في أصلها إنما تتعلق بأعيانها وأصولها الحسية تعلقا شكليا على سبيل التبعية ، وهذا ملحوظ مهم يجب التفطن له في الاستعمال المالي المعاصر .

ينظر : الأسواق المالية ، د.زيد رمضان و د.مروان شموط ، ص 29 ، وأيضا : " الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق .. من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد " ، بروفييسور : موريس آليه ، ص 14 .

2- يعتبر مصطلح " الحقوق المجردة " من المصطلحات الأصيلة في الفقه الإسلامي ، وحقيقتها : أن ينفصل الحق عن عينه التي هي أصله المادي ، حتى يكون للحق المجرد سوق مستقل - بجميع مقتضياته التجارية - بحيث يتم في هذا السوق الخاص تباع تلك الحقوق المجردة والمتاجرة فيها منفكة عن أصولها ، وسيأتي بيان ذلك تفصيلا في " علاقة خاصية الانفكاك بالحق المجرد في الفقه الإسلامي " .

المصدرة للسهم ، في حين أننا نجد في شركات الأشخاص أن ملكية الشركاء ذات طبيعة مباشرة تمتد لأصول الشركة على الحقيقة، فإذا رغب أحد الشركاء بأن يبيع حصته لآخر من الشركاء - أو من غيرهم - فإنه يتعين عليه أن يُقوِّمَ الأصول التشغيلية للشركة طبقاً للأسعار الجارية في السوق .

ويلاحظ هنا أن التقويم السوقي في شركات الأشخاص إنما يجري على الأصول التشغيلية للشركة ، في حين أن التقويم السوقي للأسهم - في الشركة المساهمة - إنما يتم على الحقوق المجردة التي انفصلت أصولها التشغيلية ، وليس على ذات الأصول التشغيلية ، وبذلك يظهر الفرق الكبير بين الأساسين العيني الحقيقي ؛ والحقوقي التبعي المجرد .

ولذلك فإن فقهاء قوانين الشركات يذهبون إلى التمييز بين السهم والحصّة ، إذ ( يتميز السهم في شركات الأموال عن حصّة الشريك في شركات الأشخاص ؛ في أن حامل السهم يجوز له أن يتصرف فيه لآخر يحل محله تماماً في الشركة ، دون أن يكون ذلك معلقاً على رضا باقي الشركاء ) 1 ، وهذا على خلاف الحصّة في شركة الأشخاص ؛ حيث يلزم أن يتوافر رضا الشركاء على مثل ذلك التخارج .

وقولنا ( لشركة مساهمة ) قيد مقصود في التعريف ؛ يفيد أن الحقوق المجردة التي يتم تداولها ترجع إلى نوع معين من الشركات ؛ هو الشركات المساهمة ؛ وتُعرَّفُ بأنها : ( الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ، ولا يكون كل شريك مسؤولاً إلا بقدر حصته في رأس المال ، ولا تُعْتَوَّنُ باسم أحد الشركاء ) 2 ، وعلى هذا فجميع أنواع شركات الأشخاص وذات المسؤولية لا يتم تداول أسهمها مجردة عن أصولها ، بل تنتفي فيها صفة ( الأسهم ) أصلاً لتحل محلها صفة ( الحصص ) .

وقولنا ( بقصد تحقيق الربح من فروقات الأسعار ) يفيد أن المتداول أو المضارب - خلافاً للمستثمر في عرف البورصات - ينحصر قصده في " **الشراء بهدف البيع بربح** " ، أي إن المضارب يطلب تحقيق الربح من

1- موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 115/8 .

2- القانون التجاري ، د. مصطفى طه ، ( 379/1 ) ، وعرفها القانون التجاري اللبناني في المادة ( 77 ) منه بأنها : ( شركة عارية من العنوان تؤلف بين عدد من الأشخاص يكتبون بأسمهم أو أسناد قابلة للتداول ، ولا يكونون مسؤولين عن ديون الشركة إلا بقدر ما وضعوه من المال ) .

خلال تعاقب عمليتي الشراء وإعادة البيع ، وما يتولد عن ذلك من ناتج إيجابي يمثل هامش ربح التجارة أو التداول من هذه العملية المركبة .  
 وقولنا ( في الأجل القصير ) يفيد خاصية فنية وزمنية تلازم سلوك المتداولين أو المضاربين في البورصات بصفة عامة ، وفي أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة ، وضابطها : أن يكون قصد المتداول من شراء السهم هو إعادة بيعه خلال مدة زمنية قصيرة تقدر عادة بأقل من سنة واحدة ، وذلك على خلاف المستثمرين في الأجل الطويل ، حيث يمتد استثمارهم لأكثر من سنة مالية ، ويهدفون إلى جني عوائد وتوزيعات التشغيل في نهاية السنة المالية .

وعلى هذا فإن الأصل في المضارب أنه قاصد لإعادة البيع في أقرب فرصة تتاح له ، وإن وقع اضطرارا في حالة الاحتفاظ بالسهم لمدد طويلة ، فإن الاستثناء الطارئ لا يخل بالأصل الرئيس للمضاربة ، وعكس ذلك تماما يقال بشأن المستثمر ؛ فإنه وإن تملك السهم لجني العوائد التشغيلية الموزعة في نهاية السنة المالية إلا أن هذا الأصل قد يختلف فيقرر المستثمر استثناء أن يبيع في الأجل القصير لكونه قد حقق له ربحا مناسباً ، وحينئذ فإن قرار البيع الطارئ لا يخل بقصد الاستثمار .

## المبحث الثاني الأصول الثلاثة للأسهم باعتبار قيمها

تتنوع الاعتبارات والمداخل لدراسة الأسهم طبقاً لتنوع اعتبارات المصادر العلمية التي تتناولها ، وإن المدخل الذي يتناسب مع مقاصد هذه الدراسة يتمثل في حاجتنا إلى التعرف على مفهوم الأسهم من جهة موضوعها وحقيقة ما تمثله ، وخير أداة تعرفنا حقيقة السهم هي قيمته المالية ، إذ إن قيمة السهم تمثل الدليل القابل للقياس في الدلالة على ماهيته وموضوعه .

وتنقسم الأسهم باعتبار قيمتها المالية إلى ثلاثة أصول رئيسة 1 ، وهي ما يمكن أن نطلق عليها مصطلح " الأصول الثلاثة لقيم الأسهم " ، حيث يمر السهم ابتداءً بمرحلة القيمة الإسمية ؛ وتكون عند تأسيس الشركة ، ثم القيمة الدفترية ( الفعلية ) ؛ وتكون عند تشغيل الشركة وطيلة عملها ، ثم القيمة السوقية ؛ وتكون عندما يتم إدراج الشركة رسمياً في سوق الأوراق المالية ويبدأ التداول على أسهمها فيه .  
وبيان تلك الأصول الثلاثة نوضحه في ثلاثة مطالب نوردتها متعاقبة على النحو التالي :

- المطلب الأول : القيمة الإسمية .
- المطلب الثاني : القيمة الدفترية .
- المطلب الثالث : القيمة السوقية .

1- يلاحظ أن هذا التقسيم مشهور ومتفق عليه بين تخصص التمويل وتخصص المحاسبة المالية ، وانظر : الإدارة التمويلية في الشركات د.محمد أيمن عزت الميداني ص663-664 ، المحاسبة في شركات الأموال من الناحيتين العلمية والعملية د.محمود أحمد إبراهيم ص49-50 .

## المطلب الأول : القيمة الإسمية ( Par Value ) :

القيمة الإسمية هي 1 : القيمة التي تُحدَدُ للسهم الواحد عند تأسيس الشركة ، وبها يتم إصدار الأسهم ، وتُدوَّنُ في شهادة السهم الصادرة لمالكة ، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة ، والسهم في هذه المرحلة يمثل بالمطابقة الفعلية مجموع الأموال التي دفعها الشركاء ؛ باعتبارها حصصاً حقيقية في رأس مال الشركة .

والدليل العملي على أن القيمة الإسمية تقابل بالمطابقة رأس المال الحقيقي للشركة أن مبلغ رأس المال ( القيمة الإسمية للأسهم ) يتم إيداعه لدى أحد البنوك ليتم الحجز عليها ؛ وذلك لحين استكمال متطلبات التأسيس لدى جهات الترخيص في الدولة ، وبعدها تنتقل الشركة إلى مرحلة التشغيل الفعلي ، وهناك يتم الإفراج عن رأس المال التأسيسي بحيث يتاح لمجلس الإدارة التصرف فيه ، بل إنه في حال تعثر مرحلة التأسيس فإن كل شريك يسترد المال الذي دفعه بذات القيمة الرأسمالية التي دفعها ، ولذلك تتدخل القوانين عادة في تحديد قيمة السهم الإسمي عند الاكتتاب ، فتارة تحدد الحد الأدنى وتترك للجهات التنفيذية صلاحية الزيادة عليه ، وقد تحدد قيمتي الإصدار العليا الدنيا للسهم الواحد 2 .

وثمة حالة أخرى للسهم تختلف عن حالة " القيمة الإسمية " ، وتعرف باسم " قيمة الإصدار " ، وهي أيضاً قيمة حقيقية ومطابقة لرأس المال الفعلي ، إلا أنها تكون في حالة تلي تقويم الأصول الحقيقية ، وتصاحب طرح كمية جديدة من الأسهم تعرف بالإصدار الجديد ، حيث يتم الاكتتاب بالأسهم الجديدة طبقاً لقيمة الإصدار الجديد ، وعادة ما يكون ذلك عند زيادة ( ترفيع ) رأس مال الشركة ، أو في حالة الاندماج وإعادة الهيكلة .

---

1- الأوراق المالية وأسواق رأس المال .. د. منير إبراهيم هندي ص7 ، الأسواق المالية ، د. زياد رمضان و د. مروان شموط ، ص 100 ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي .. د. ناظم محمد نوري الشمري ، وآخرون ص211 ، القانون التجاري .. د. مصطفى كمال طه ص291 .

2- يحدد المشرع المصري قيمة للسهم المصدر تتراوح بين ( 5-1000 ) جنيه مصري ، وانظر : قانون رقم 95 لسنة 1992 " سوق رأس المال " المصري ، ولائحته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية ( <http://www.efsa.gov.eg> ) ، بينما يحدد المشرع السوري في ( م91 ) من المرسوم التشريعي رقم (29) لعام 2011 القيمة الإسمية للسهم بقيمة ( 100 ) ليرة سورية .

وبهذا تلتقي القيمتان ( الإسمية ) و ( الإصدار ) للسهم في أن حقيقة تقويمهما الفني واحد ، وهو التمثيل الحقيقي بالمطابقة لواقع موجودات الشركة ، سواء كانت نقدا عند التأسيس أو نقدا مقوما على أساس الأسعار الجارية لصافي موجودات الشركة ، فالأساس الفني للقيمتين واحد وإن اختلفتا في زمن تنفيذهما ، ولذلك اعتبرت " قيمة الإصدار " كالمتفرعة عن أصل " القيمة الإسمية " للسهم .

جاء في الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية ما نصه : ( ينقسم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيين : السوق الأولية والسوق الثانوية ، فالسوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تُصدر وتُباع فيه الورقة المالية لأول مرة ؛ سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين ، أو عند إصدار أو بيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال ، كما يمكن للشركة أيضاً أن تصدر وتبيع سندات للمستثمرين ، وإذا كانت الأوراق المالية معروضة للبيع لجمهور المستثمرين ، فإن ذلك البيع يسمى " طرح عام " public offering ، وقد يتم عرض الأوراق المالية للبيع لمجموعة معينة من المستثمرين فيما يسمى " طرح خاص " private placement ، ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار ) 1 .

1- الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية ( <http://www.efsa.gov.eg> ) .

## المطلب الثاني : القيمة الدفترية ( Book Value ) :

وتعني القيمة الدفترية للسهم 1 : قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة ، حيث تستخرج هذه القيمة على أساس قيمة الأصول من واقع سجلات ودفاتر الشركة ، ولذلك سميت بهذا الاسم ، وتمثل الحقيقة الدفترية طبقا للأصول والقواعد والمعايير المتعارف عليها دوليا في الإفصاح وأساليب التوثيق المحاسبي ، ويتم استخراج القيمة الدفترية للسهم من خلال قسمة أصول الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم المصدرة ، أو بقسمة حقوق الملكية ( حقوق المساهمين ) على عدد الأسهم المصدرة .

ويمكننا تعريف " القيمة الدفترية " للسهم باعتبار مآلها العملي بأنها : ( التعويض المادي الذي يحصل عليه المساهم مقابل حصته في الشركة في حالة تصفية أصولها ) 2 ، ويلاحظ أن السهم هنا يمثل أصولا حقيقية وواقعية طبقا لمعيار الأسعار الجارية في السوق الحقيقي .

هذا ويتفرع عن " القيمة الدفترية " قيمة أخرى تماثلها في أساسها الفني وهي " قيمة التصفية " ، ومعناها : أنه في حالة تصفية الشركة ما الذي سيحصل عليه فعليا كل شريك من ناتج التصفية ؟ ، والحق أن هذه القيمة للسهم - وتسمى قيمة التصفية أو القيمة التصفوية - لا تخرج في مفهومها وأصلها الفني عن القيمة الدفترية ( الفعلية ) ، ولذلك أدرجناها تحتها ، حيث إن تعريف " القيمة التصفوية للسهم " ( **Liquidation**

**Value** ) أنها ( القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع وإنهاء أعماله بالكامل ) 3 ، كما تُعرَّف أيضا بأنها : ( قيمة التصفية ( التسييل ) بالمبلغ الذي يمكن الحصول عليه من

1- أساسيات الاستثمار العيني والمالي .. د. ناظم محمد نوري الشمري ، وآخرون ص212-213 ، الأسواق المالية ، د. زياد رمضان و د. مروان شموط ، ص 100 ، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات د. حسني علي خريوش ، وآخرون ص51 ، الإدارة التمويلية في الشركات د. محمد أيمن عزت الميداني ص663-664 ، المحاسبة في شركات الأموال من الناحيتين العلمية والعملية د. محمود أحمد إبراهيم ص49-50 .

2- " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ، أ. طارق الماضي ، ص227 .

3- الأسواق المالية ، د. زياد رمضان و د. مروان شموط ، ص 101 .

بيع أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة أصول الشركة بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها ( 1 .

### المطلب الثالث : القيمة السوقية ( Market

#### ( Value ) :

ويقصد بالقيمة السوقية للسهم 2 : القيمة التي يباع بها السهم في سوقه المالي المخصص لتداوله فيه ، ويحدد القيمة السوقية للسهم التدافع المستمر للعرض والطلب على السهم ، ويقود هذا العرض والطلب مجموعة عوامل ومؤثرات مادية ونفسية متعددة ، وبعض تلك العوامل يرتبط بالوضع المالي الحالي للشركة ، وبعضها يرتبط بالتنبؤ المستقبلي للشركة المصدرة ذاتها ، وبعضها قد يتعلق بالوضع الاقتصادي العام ، وما يتصل به من تنبؤات مستقبلية ؛ سواء كانت متفائلة أو متشائمة .

والجدير بالبيان أن القيمة السوقية للسهم إنما يصنعها تدافع قوى العرض والطلب على السهم ، وحقبة ذلك " المتاجرة بالحقوق المجردة للشركة المساهمة في الأجل القصير " ، وعلى هذا فإن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو مساوية أو أقل من القيمة الدفترية ( الفعلية ) ، وأيضا في حالة أخرى فإن القيمة السوقية للسهم نفسه قد تكون أعلى أو مساوية أو أقل من القيمة الإسمية ، وسرُّ ذلك أن التقويم مصدره الطلب والعرض على الحقوق المجردة ، وهي آلية مضاربة صرفة تعتمد على الأساس النفسي للمتداولين ؛ والذي يطلق عليه مصطلح " القطيع " Herd

1- الإدارة التمويلية في الشركات ، د. محمد أيمن عزت الميداني ، ص 663 ، وأضاف بقوله : ( مثلا إذا أرادت الشركة أن تتخلص من آلة قديمة أو مجموعة من الآلات وعرضتها للبيع في السوق ، فإن السعر الذي تباع به يدعى قيمة التصفية ، كذلك إذا كانت الشركة مفلسة ويجري عرض موجوداتها للبيع في السوق فإن القيمة التي تجلبها هذه الموجودات ناقص الديون المترتبة على الشركة تدعى القيمة التصفية للشركة ، وإذا جرى تقسيم القيمة التصفية للشركة على عدد الأسهم القائمة تنتج القيمة التصفية للسهم ؛ التي تمثل نصيب السهم من القيمة التصفية للشركة ، وتقرن القيمة التصفية للشركة بقيمتها كمؤسسة مستمرة ، وهو المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع الشركة كمؤسسة ذات تنظيم ونشاط مستمر إلى مالكيها جدد ، وتدعى هذه أيضا القيمة السوقية للشركة ) .

2- الأوراق المالية وأسواق رأس المال .. د. منير إبراهيم هندي ص7 ، الأسواق المالية ، د. زياد رمضان و د. مروان شموط ، ص 100 ، الإدارة التمويلية في الشركات د. محمد أيمن عزت الميداني ص708 ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي .. د. ناظم محمد نوري الشمري ، وآخرون ص212، 211 ، محاسبة الشركات أشخاص وأموال د. أحمد بسيوني شحاته ص294 .



behavior 1 ، ولا تعتمد في أصلها على أي أساس مادي البتة ، وأما واقع أصول الشركة وربحيتها فهي عوامل تابعة ولا يلتفت إليها غالبا في تقويم القيمة السوقية للسهم .

جاء في الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية ما نصه : ( ينقسم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيين : **السوق الأولية** و**السوق الثانوية** ، فالسوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تُصدّر وتُباع فيه الورقة المالية لأول مرة ... ، ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار ، وعند قيّد الورقة المالية في البورصة يبدأ التداول عليها بيعاً وشراءً بين المستثمرين بعضهم البعض ؛ دون أن تكون الشركة المصدرة طرفاً في هذه العمليات ، ويتم التداول بسعر يختلف عن سعر الإصدار يسمى "**سعر التداول**" أو "**سعر السوق**" ، ويتحدد حسب العرض والطلب على الورقة المالية بالبورصة ، ويطلق على التداول بالبورصة "**السوق الثانوي**" أو "**سوق التداول**" ) . 2

والقاعدة العامة في "**القيمة السوقية**" أنها عادة ما تزيد عن القيمة الدفترية ( الفعلية ) أضعافاً في زمن انتعاش الأسواق المالية ، بينما تتراجع القيمة السوقية نفسها في زمن الأزمات الاقتصادية لتصبح أقل بكثير من القيمة الدفترية ( الفعلية ) ، وقد تنهار نفس القيمة السوقية للسهم فتكون أقل من القيمة الاسمية التي كان عليها السهم عند تأسيس الشركة . هذا وتوجد أنواع أخرى من قيم الأسهم إنما هي كالمترعة عن القيمة السوقية ، فلذلك اعتبرنا القيمة السوقية هي الأصل الثالث من أصول قيم الأسهم 3 .

1- يقع مصطلح "**سلوك القطيع**" ضمن ما يعرف بعمليات التعلم الاجتماعي ( Social Learning ) ، ويتمثل في المواقف التي يتعلم فيها الأفراد من خلال ملاحظة تصرفات الآخرين ، ثم استعمل هذا المصطلح في الأسواق المالية ، ومعناه : أن المتداول لا يتخذ قراره بناء على أسس ومعطيات علمية وموضوعية بقدر ما يعتمد على الاتجاه العام للمشتريين أو للبائعين ، فهو يتصرف في قراراته الاستثمارية تبعاً للاتجاه العام لسلوك المستثمرين في السوق لا غير ، والحال أن سلوك المتعاملين في البورصة يكون أشبه بسلوك قطيع البقر الذي ينطلق في اتجاه واحد عند مجرد صدور إشارة تحذير بحدوث أي خطر من قبل أحد أفراد القطيع . وانظر : موقع إف أكس بورصة ، مقالة بعنوان "**سلوك القطيع في الأسواق المالية**" . www.fxborssa.com

2- الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية ( http://www.efsa.gov.eg ) .

3- ومن ذلك مصطلح "**القيمة الحقيقية**" أو "**القيمة الحقيقية العادلة**" أو "**القيمة السوقية العادلة**" ، وجميعها قيّم يتم استخراجها على أساس معطيات مالية حقيقية مستمدة من البيانات

## المبحث الثالث : تقويم الأسهم طبقاً لأصولها

لقد أوضحنا أن السهم باعتبار قيمته ينقسم - وفق الاعتبارين المالي والمحاسبي - إلى أسهم ذات قيمة إسمية ، ودفترية ( فعلية ) ، وسوقية لأغراض التداول ، وقد يتبادر إلى الذهن سؤال حاصله : لماذا تَنَوَّعَت قيمُ الأسهم إلى هذه الأصول الثلاثة ؟ وما هو مصدر تقويم السهم في كل مرحلة منها ؟ فالقيمة الإسمية ما مصدرها ؛ وما الذي يحددها ؟ وكذلك القيمة الدفترية ما الذي يحددها ؟ ومثل ذلك يقال بالنسبة للقيمة السوقية للسهم ؛ ما مصدر تقويمها ؛ وما الذي يحددها؟ .

ولا شك إن هذه التساؤلات تنتسم بالموضوعية والأهمية البالغة ، حيث إنها تمثل أساساً مهماً في هذه الدراسة ، إذ إن بيانها يسهم بجلاء في إيضاح التصور الفني لأنواع السهم وحقيقة كل منها ، وبيان ذلك في المطالب الثلاثة التالية :

- المطلب الأول : مصدر تقويم القيمة الإسمية للسهم .
- المطلب الثاني : مصدر تقويم القيمة الدفترية للسهم .
- المطلب الثالث : مصدر تقويم القيمة السوقية للسهم .

---

التاريخية في الماضي ، ثم يتم اتخاذ تلك المعطيات الحقيقية كأساس يبني عليه التنبؤ والتوقع لما ينبغي أن تكون عليه قيمة السهم في المستقبل ، سواء على مستوى الأرباح الفعلية المحققة أو الموزعة ، أو نمو أرباح الشركة أو توزيعاتها خلال عدد من السنوات الماضية ، والهدف الأهم من استخلاص القيمة الحقيقية هو خدمة أغراض المستثمرين في الأجل القصير أو الطويل ، يقول د. أيمن الميداني : ( يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة ، وبالأسهم العادية بشكل خاص ، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة ، وتحدد هذه القيمة بالنسبة لسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة ؛ إنتاجية هذه الموجودات ؛ المبيعات والأرباح التي تحققتها الشركة ؛ الأرباح الموزعة على المساهمين ؛ آفاق النمو المستقبلية ومقدرات إدارة الشركة ، إن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهيم المستثمر بالدرجة الأولى ) . .

من كتابه : الإدارة التمويلية في الشركات ، ص 664 .

## المطلب الأول : مصدر تقويم القيمة الإسمية للسهم :

إن قيمة السهم في مرحلة التأسيس تعرف بالقيمة الإسمية ، ومجموع الأسهم يمثل رأس المال النقدي الحقيقي الذي دفعه الشركاء لأغراض التأسيس ، فكل ما يدفعه الشركاء ( المؤسسون ) يُقسَّم إلى وحدات نقدية متساوية ( 100 فلس / 1 ريال / 1 دولار ) مثلا ، ومن ثم يتم إعادة توزيع كامل رأس المال إلى أسهم متساوية القيمة ، بحيث يكون مجموع ما يملكه المساهم الواحد من الأسهم يساوي القيمة الرأسمالية التي دفعها بصفته شريكا في الشركة 1.

وبذلك يتضح أن السهم الإسمي مصدر قوته الحقيقية هو رأس المال الحقيقي ، وهو معلوم بدقة فلا يدخله الخلل أو التوهم في التقويم ، والقوانين بصفة عامة تفرض في رأس مال الشركة أن يكون من النقد أو ما في حكمه، بشرط أن يُقوِّمَ بالنقد 2 ، وهذا يتفق مع المبادئ العامة في

1- وهو ما يطلق عليه عملية " تخصيص الأسهم " وتعريفها : " إعلان الشركة قبول إيجاب المكتتبين المتضمن بيان نصيب كل مكتتب من أسهمها " ، حيث يتم وبمقتضى وثيقة رسمية أفراد كل مكتتب بعدد من الأسهم تكون ملكاً له ينفرد به عن غيره ويختص به ، وانظر : أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة ، حسان إبراهيم السيف ، ص 115-116 .

2- يجوز في القانون أن يكون رأس المال نقداً وهو الأصل ، كما يجوز أن يكون عينا ، أو منفعة ، أو حقا ، لكن يجب في جميع الأحوال أن يتم تقويم هذه الأصول العينية بالنقد الحقيقي المعتمد في الدولة ، إذ إن انتفاء التقويم ابتداء يترتب أن يقوم عقد الشركة على أساس مبدأ " الغرر والجهالة " في حصص الشركاء ، وهذا مما يبطل الشركة ، وانظر نص المادة ( 585 ) من القانون المدني الأردني : ( 1- يشترط أن يكون رأس مال الشركة من النقود أو ما في حكمها مما يجري به التعامل وإذا لم يكن من النقود فيجب أن يتم تقدير قيمته . 2- ويجوز أن تكون حصص الشركاء متساوية أو متفاوتة ولا يجوز أن يكون الدين في ذمة الغير أو حصة فيه رأس مال للشركة . )

وفي نص المادة ( 586 ) : ( 1- يجوز أن تكون حصة الشريك في الشركة حق ملكية أو حق منفعة أو أي حق عيني آخر وتسري عليها أحكام البيع فيما يتعلق بضمانها إذا هلكت أو استحققت أو ظهر فيها عيب أو نقص . 2- أما إذا كانت الحصة مجرد الانتفاع بالمال فإن أحكام الإيجار هي التي تسري في كل ذلك . 3- فإذا كانت الحصة عملاً وجب على الشريك أن يقوم بالخدمات التي تعهد بها في العقد . ) ا.هـ

وانظر أيضا نص قانون الشركات الكويتي المعدل رقم 25 لسنة 2012 وتعديلاته المادة ( 10 ) وفيها : ( إذا تضمن رأسمال الشركة عند تأسيسها أو عند زيادة رأس مالها حصصاً عينية وجب على المؤسسين أو المدراء أو مجلس الإدارة - بحسب الأحوال - تعيين أحد مكاتب التدقيق المعتمدة من قبل الوزارة ويناظر به التحقق من صحة تقدير الحصص العينية وذلك وفقاً للأسس والأحكام التي تحددها اللائحة التنفيذية ) . ا.هـ

الشركات في القانون المدني الأردني وغيره ، مثل : قاعدة " ثبات رأس المال " ، وقاعدة " معلومية الحصص والأرباح " 1 .  
وهذه المبادئ والقواعد في نظام الشركات في القانون المدني تفيد :  
أن الواجب في الشركات أن تكون حصص الشركاء فيها معلومة وثابتة عند التأسيس ، وكذلك أرباح الشركاء نسبة معلومة مشاعة إما نصا أو قانونا أو عرفا ، فإذا تخلف هذا الشرط أصبحت الشركة قائمة على أساس " الغرر والجهالة " ، وهما يبطلان الشركة 2 ، ولذلك فقد تضمن قانون سوق رأس المال المصري ( م 3 ) النص على أنه : ( يشترط لإصدار أسهم مقابل حصة عينية أو بمناسبة الاندماج أن تكون قيمة هذه الأسهم مطابقة لقيمة الحصة أو الحقوق المندمجة ، كما حددتها لجنة التقييم المختصة ) 3 .

**والخلاصة :** إن تقويم القيمة الإسمية للسهم هو تقويم حقيقي وواقعي لأنه يطابق مجموع ما دفعه الشركاء كحصص في رأس مال الشركة ، فالقيمة الإسمية لا تمثل القيمة السوقية للسهم بل تختلف عنها اختلافا كليا 4 ، وعلى هذا فلا مكان في القيمة الإسمية لأي احتمال لدخول الخلل أو عدم المطابقة بين قيمة السهم الإسمي وحقيقة رأس المال المدفوع من الشركاء في الواقع الفعلي ، وبهذا نصل إلى إثبات أن القيمة الإسمية للسهم هي قيمة حقيقية ومطابقة للواقع ، وبالتالي فليست وهمية ولا هي غير حقيقية .

1- وانظر المواد ( 587-590 ) من القانون المدني الأردني ، وفي نص المادة ( 587 ) :

( 1- توزع الأرباح والخسائر على الوجه المشروط في العقد . 2- فإذا لم يبين في عقد الشركة نصيب كل من الشركاء في الأرباح والخسائر فانه يتعين توزيعها بنسبة حصة كل منهم في رأس المال ) . وفي المادة ( 588 ) : ( لا يجوز أن يتفق الشركاء في العقد على أن يكون لأيهم قدر مقطوع من الربح ويبطل الشرط على أن يتم توزيع الربح طبقا لحصة كل منهم في رأس المال . وفي المادة ( 589 ) : ( إذا كانت حصة الشريك مقصورة على عمله وجب أن يقدر نصيبه في الربح تبعا لما تقيده الشركة من هذا العمل فإذا قدم فوق عمله نقودا أو أي شيء آخر كان له نصيب عن عمله وآخر عما قدمه فوق العمل . وفي المادة ( 590 ) : ( 1- إذا اتفق في العقد على أن أحد الشركاء لا يفيد من أرباح الشركة ولا يساهم في خسائرها كان عقد الشركة باطلا ) . اهـ

2- يلاحظ أن هذه القواعد والمبادئ العامة للشركات مستفادة من مدونات الفقه الإسلامي ، وانظر : الموسوعة الفقهية الكويتية ، مصطلح ( الشركة ) ، ج 26 ، ص 45 .

3- قانون رقم 95 لسنة 1992 " سوق رأس المال " المصري ، ولائحته التنفيذية . المصدر :

الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية ( <http://www.efsa.gov.eg> ) .

4- الأسواق المالية ، د. زياد رمضان و د. مروان شموط ، ص 100 .

### **المطلب الثاني : مصدر تقويم القيمة الدفترية للسهم :**

إن قيمة السهم في مرحلته الثانية ؛ وهي المسماة بالقيمة الدفترية ( الفعلية ) إنما تعكس الواقع التشغيلي للشركة ، فالشركة إذا باشرت أعمالها فعلياً وانتقلت من مرحلة التأسيس إلى مرحلة التشغيل فإن من الطبيعي أن تنتقل إلى حالة مالية أخرى مختلفة تماماً عن حالة التأسيس ، حيث تنشأ للشركة ذمة مالية تقوم على جانبين اثنين يشكلان ميزانية الشركة ، والجانبان هما : الموجودات مقابل المطلوبات وحقوق الملكية ، ويجب في عرف النظم المحاسبية أن تتساوى القيمة النهائية لكلا جانبي الميزانية ، بحيث تصبح ( الموجودات = المطلوبات + حقوق الملكية ) ، ولنوضح بإيجاز مضامين كل مصطلح منها على النحو الآتي :

#### **الجانب الأول : الخصوم وحقوق الملكية ( مصادر الأموال ) ؛**

وتمثل مجموع المصادر التي حصلت الشركة منها على التمويل اللازم لتشغيلها منذ بدء تأسيسها ولحين إصدار الميزانية ، وتنقسم عادة إلى مصدرين رئيسيين هما : حقوق الملكية ، والمطلوبات لصالح جهات أخرى مولت الشركة من غير الملاك ، وبيان المصدرين على النحو الآتي :

**المصدر الأول : حقوق الملكية ؛** ويمثل ما للمساهمين ( الملاك ) من حقوق خالصة لهم على الشركة ؛ وذلك بدءاً برأس المال الحقيقي الذي دفعه الشركاء سواء عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال ، كما تشمل حقوق الملاك أيضاً نصيبهم المرصود لمواجهة الأخطار المستقبلية للشركة ؛ ممثلاً بالاحتياطيات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار ، حيث يلاحظ أن هذه جميعاً تمثل حقوقاً خالصة للشركاء ، غير أن بعضها تسمح بعض القوانين باقتطاع جزء منها لتوزيع أرباح على المساهمين في السنوات التي لم تحقق الشركة أرباحاً تكفي لتوزيع أرباح على المساهمين مثل الاحتياطي الإجباري ، وبعضها يتم الاحتفاظ به لمواجهة مخاطر التشغيل في المستقبل ، أو لتوفير مصادر تمويلية إضافية لحالات التوسع في الأنشطة المستقبلية للشركة .

**المصدر الثاني : المطلوبات ؛** وهي مجموع ما قدمه غير الشركاء من تمويلات نقدية أو عينية لصالح الشركة ، ومثال ذلك : أية تمويلات دائنية تحصل عليها الشركة ؛ سواء من البنوك أو من غيرها ، مثل بند ( الدائنون ومصروفات مستحقة ) ، وهو بند يمثل التزاماً على الشركة تجاه الغير ( غير الملاك ) ، كما يشمل بند (المطلوبات) أيضاً : مكافآت نهاية الخدمة ، وإيرادات مستلمة مقدماً ، وأوراق الدفع ، وغيرها من

الالتزامات والديون التي يجب سدادها للغير على المدى القصير ( وتسمى : مطلوبات متداولة ) أو على المدى الطويل ( وتسمى : مطلوبات غير متداولة ) .

**الجانب الثاني : الأصول ( الموجودات )** ؛ ويمثل مجموع الحقوق والممتلكات التي بحوزة الشركة في لحظة إعداد الميزانية ، والتي تتنوع حسب تنوع توظيفات الأموال في الشركة ، وتتوزع هذه التوظيفات ما بين ( موجودات سائلة ) وتشمل جميع الموجودات التي تمثل نقدا سائلا أو يمكن تحويلها إلى نقد سائل بسهولة وبسرعة وبدون تحقيق خسائر ، أو ( موجودات ثابتة ) كالأراضي والمباني ، والمعدات ، أو ( موجودات غير ملموسة ) كالشهرة والعلامة التجارية وغيرها من الحقوق المعنوية ، وكذلك أية موجودات لا تندرج تحت التصنيفات الثلاثة السالفة الذكر ، وعلى هذا فإن كل ما تملكه الشركة بصورة فعلية من أموال - نقدية كانت أو عينية ؛ أو تمثل حقوقا معنوية - بمختلف أشكالها وصورها إنما يشكل موجوداتها الحقيقية ( الفعلية ) .

وبهذا البيان المبسط نصل إلى تقرير معادلة القيمة الدفترية ، والتي يمكننا بواسطتها التوصل إلى تحديد القيمة الدفترية ( الفعلية ) للسهم ، وهي كالآتي :

$$\text{القيمة الدفترية للسهم الواحد} = \text{مجموع حقوق الملكية} \div \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

حيث ( تعتبر القيمة الدفترية للسهم واحدة من عدة مفاهيم لقياس قيمة السهم ، وهي مؤشر للحد الأدنى الذي يجب أن تكونه قيمة السهم ، فإذا كانت الشركة تقوم بأداء جيد وتحقق أرباحا تنمو باضطراد ، فإن سعر السهم في السوق يكون عادة أعلى من القيمة الدفترية للسهم ، وإذا كان نمو أرباح الشركة عاديا فإن سعر السهم في السوق يكون في حدود القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كان أداء الشركة سيئا؛ أي إنها تخسر وفاقها المستقبلية لا تبشر بخير فإن سعر السهم في السوق يكون عادة أدنى من القيمة الدفترية للسهم ) 1

ومما سبق يتبين أن فلسفة القيمة الدفترية ( الفعلية ) للسهم إنما تقوم على افتراض السؤال التالي : ما المبلغ النقدي الحقيقي ( الفعلي ) الذي سيقبضه كل حامل سهم عندما يقرر الشركاء تصفية الشركة فعليا ؟ ولا ريب أن الإجابة عن هذا السؤال تتطلب ابتداء القيام بإجراء التقييم السوقي العادل لأصول الشركة بأنواعها أولا ، ثم نحسم منها الديون والالتزامات

ثانياً ، والنتيجة نقسمها على عدد الأسهم المصدرة ( المدفوعة ) لنصل إلى تحديد ما يملكه كل صاحب سهم ، ولذلك تم الاصطلاح عليها باسم ( القيمة الدفترية ) للسهم ؛ أي طبقاً لما هو مثبت في دفاتر الشركة ، ووفقاً للأسعار الفعلية الجارية في السوق ، ويلاحظ هنا أن مبدأ " المعلومية ونفي الجهالة " متحقق في القيمة الدفترية للسهم ، لأنه يمثل الواقع الحقيقي لصافي أصول الشركة ، وهو مقياس مطابق لواقع الأصول بقيمتها الحقيقية الفعلية في السوق 1 .

هذا ومما يجدر التنبيه والتأكيد عليه ضمن مفهوم ( القيمة الدفترية ) ما يلي :

إن الأصل المفترض في القيمة الدفترية - بحسب بنودها ومكوناتها - أنها تعكس الواقع الحقيقي لصافي أصول الشركة ، إلا أن خبراء المحاسبة والمدراء الماليين يؤكدون على أن ثمة أساليب وطرقاً يمكن من خلالها التلاعب في تقويم تلك الأصول ؛ فضلاً عن إمكانية وقوع الخطأ في تقديرها ، ومن ثم التأثير غير المباشر على صحة القيمة الدفترية للسهم ، وذلك مثل : أن يتم تقويم بعض الأصول - العينية أو غير الملموسة أو الأوراق المالية - بالزيادة أو النقصان عما هي عليه في واقع السوق ، ومثل : أن يتم تطبيق معيار محاسبي في عام وتطبيق معيار محاسبي آخر في عام آخر ؛ ومثلها أيضاً : أن يتم تقويم بعض الأصول بالتكلفة أو السوق أيهما أقل (كالمخزون) ، أو تطبيق طريقة القسط الثابت لتقدير استهلاكات الأصول الثابتة في سنة معينة وتطبيق طريقة القسط المتناقص في سنة أخرى ، ونحوها من العوامل المؤثرة على مصداقية القيمة الدفترية وواقعيتها .

1- ومن الجدير بالذكر أن هذا الإجراء المنطقي يتفق تماماً مع ما ألزم به الفقه الإسلامي فيما يعرف بالتنضيق ( الحقيقي أو الحكمي ) في الشركات ، والتنضيق هو : تقويم استخراج القيمة الحقيقية لموجودات الشركة وأصولها على أساس معيار الأسعار الجارية في السوق ، حيث اعتبر الفقه الإسلامي أن افتراض حالة التصفية أو التخارج يجب أن يستند إلى قيم حقيقية تضبط قيم الأموال وتحفظ حقوق الشركاء بدقة ، وتطبيق أداة " التنضيق " في الشركات يتحقق مبدأ " المعلومية في الأصل والربح " وتنتفي الجهالة عن حصص الشركاء ، فإذا لم يتم الأخذ بهذه الوسيلة فإن الشركة سيدخلها " الغرر " المحذور في الشريعة الإسلامية فيفسدها ، وانظر : ورقة علمية بعنوان " الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيق الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة " د. حسين شحاته ، مقدمة للمجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي ، الدورة السادسة عشرة .

- وانظر أيضاً : قرار المجمع نفسه في دورته العلمية ( 16 ) ، القرار الرابع بتاريخ

1422/10/26 هـ الموافق 2002/1/10 م .

بيد أن مثل هذه الاختلالات من المفترض أن تتصدى لكشفها وتقويمها جهات التدقيق المالي والمحاسبي ؛ سواء من داخل الشركة ؛ كإدارة التدقيق والرقابة المالية ، أو من خارجها ؛ كالمدقق المحاسبي الخارجي ، أو من قبل الجهات الرقابية الرسمية في الدولة .  
وبذلك نصل إلى إنه على فرض وقوع شيء من الخلل في التقويم بعد تطبيق الأسس والقواعد المحاسبية السليمة فإن القيمة الدفترية الناتجة تكون صحيحة على أساس الأغلبية شبه الواقعية ، وذلك لكونها إنما بنيت على معطيات حقيقية مستقاة من الواقع ، ولو دخلها الخلل بصورة جزئية ، فإنها تبقى قيمة تستند إلى أصول حقيقية غير موهومة ، وبهذا تكون القيمة الدفترية للسهم تعكس الحقيقة ؛ إما بطريق الحقيقة المطابقة للواقع ، وإما بطريق الحقيقة الأغلبية في مطابقتها للواقع .

**والخلاصة :** إن مصدر قوة القيمة الدفترية للسهم هو صافي الأصول الحقيقية للشركة ، فالقيمة الدفترية للسهم تعكس الحقيقة والواقع بدرجة كبيرة وشبه مطابقة ، وهذا يؤكد على أن قوة السهم الدفترية تسنده حقائق فعلية ثابتة وتقويم حقيقي ، وسواء كان مصدر التقويم ثابتا بطريق المطابقة أو بالأغلبية فإن ذلك يمثل في كلتا الحالتين أساسا حقيقيا وواقعا صحيحا ، ويمكن الاستناد إليه في المصادقة على صحة القيمة الدفترية ؛ وأنها قيمة فعلية مطابقة للواقع ؛ إما بالمطابقة الكلية أو بالأغلبية .



### المطلب الثالث : مصدر تقويم القيمة السوقية للسهم :

إن القيمة السوقية للسهم ، وتحديدًا في مرحلته الثالثة المسماة " **مرحلة التداول** " إنما تنتج عن التدافع المستمر لقوى العرض والطلب على أساس مبدأ " **القابلية لتداول الحقوق المجردة** " ، ويتبين بذلك أن القيمة السوقية لا يصنعها الواقع التشغيلي للشركة بصورة أساسية ، إذ إن ذلك كما مر معنا هو اختصاص الإفصاح بالقيمة الدفترية ( الفعلية ) ، وأما القيمة السوقية فتختص بالإفصاح عن السعر المضاربي الذي وصل إليه السهم نتيجة تدافع العرض والطلب على الحق المجرد الكامن في السهم في الأجل القصير ، وهو ما ترصده لوحات التداول ( شاشات العرض ) التي تزودها إدارة السوق المالي بالأسعار المضاربية أولاً بأول .

وهذا التداول المضاربي المستمر في الأجل القصير والنشط على المستوى اللحظي إنما يعتمد على تدافع قوتي العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ، وإن هذا التدافع العكسي والصراع المستمر الأعمى لأسعار الحقوق المجردة في البورصات بين المشتريين والبائعين يُلقب في عرف الأسواق المالية بمصطلح " **الدببة والثيران** " Bulls and Bears . 1

وعلى هذا فإن القيمة السوقية تمثل ( السعر الذي يمكن أن يُباع به أصل في السوق ... ، ففي بداية أعمال شركة من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية ، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى ربحيتها ، وحين تكون الشركة تحقق أرباحاً عالية ومتنامية فإن سعر السهم في السوق يرتفع فوق القيمة الدفترية للسهم ، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تحقق خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم ، فيما يتعلق بالقيمة السوقية لشركة فإنها تساوي إلى إجمالي القيمة السوقية للأسهم العادية

1- هذا المصطلح استوحاه الكاتب الإسباني " دون جوزيه دي لا فيجا " في سنة 1688م لوصف المتناحرين في أسواق المال ، فكان أول من استخدم هذا الوصف لكي يعبر به عن الطرفين ( المشتريين والبائعين ) اللذين لا يكفان عن التناطح لفرض إرادتهما على السوق وتحديد اتجاه الأسعار ، وشاع استخدام تعبير الثور والدب في كتابات المعلقين على ما يدور في الأسواق المالية وتدرجياً استقر الاصطلاح في لغة البورصة حتى صار من الكلمات الدارجة في حوارات المضاربيين والمستثمرين ، إن أطراف الصراع في سوق الأسهم هم الثيران والدببة ، وما الثيران إلا المشترون ؛ وهم الصعوديون – المتفائلون ؛ أي الفريق الذي يعمل على ارتفاع الأسعار ، أما الدببة فهم البائعون ؛ وهو النزوليون – المتشائمون ؛ أي الفريق الذي يعمل على انخفاضها .. ، وانظر " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ، أ. طارق الماضي ، ص 6 .

للشركة ، وعلى أية حال ؛ إن القيمة السوقية لسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق ، وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم ) 1 .

وقد أشار قانون أسواق هيئة المال الكويتي في تعريفاته التي صدرها في ( م 2 ) إلى مصطلحين رئيسيين في عمليات التداول هما 2 :

- 1- مصطلح " عرض البيع " : وهو ( رغبة التنازل عن ملكية ورقة مالية مدرجة في السوق ومن خلاله ؛ مقابل قيمة نقدية ) .
- 2- مصطلح " عرض الشراء " : وهو ( رغبة تملك ورقة مالية مدرجة في السوق ومن خلاله ؛ مقابل قيمة نقدية ) .

**والخلاصة :** إن القيمة السوقية يصنعها التداول المضاربي الحثيث والمُسلط على الحقوق المجردة الكامنة في السهم ، وعلى هذا فإن ما يَتَوَهَّمُ البعض من أن السهم السوقي يمثل حصة مشاعة في الأصول التشغيلية للشركة للسهم إنما هو خطأ في العلم ومناقضة للحس والواقع ، ذلك أن الصانع الحقيقي والمباشر للقيمة السوقية للسهم إنما هو تدافع قوى العرض والطلب بين الباعة والمشتريين للحقوق المجردة في سوق الأوراق المالية ، والتي هي بالضرورة العقلية والواقعية لا تستند أصالة إلى التشغيل الحقيقي للشركة ولا إلى نتائج أعمالها في الواقع 3 .

1- الإدارة التمويلية في الشركات ، د. محمد أيمن عزت الميداني ، ص 664 .

2- قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي ، ولائحته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية ( <http://www.kuwaitcma.org> ) .

3- المقصود الأصلي في عقد تداول الأسهم هو " الحق المجرد القابل للتداول " ، وأما الأصول الحقيقية للشركة وتشغيلها الواقعي فليس مقصودا في محل العقد ، وحول هذا المعنى الفني الدقيق يقول كبير الاقتصاديين الفرنسي البروفيسور موريس آليه - الحائز على جائزة نوبل للسلام سنة 1988م - ما نصه : ( يقوم الاقتصاد العالمي برمته على أهرامات هائلة من الديون ، يعتمد بعضها على بعض في توازن هش ، لم يلحظ في الماضي أبدا مثل هذا التراكم في وعود الدفع ، ولم يصبح علاجه عسيرا بالقدر الذي هو عليه اليوم ، سواء في مجال المراهنة على النقود أو المراهنة على الأسهم ، أضحى العالم ملهى (كازينو) رحبا ورُغِّت فيه موائد اللعب طولا وعرضا ، والألعاب والمزايدات التي يشارك فيها ملايين اللاعبين لا تتوقف أبدا ، ولوحات التسعير الأمريكية تتبعتها لوحات التسعير في طوكيو وهونغ كونغ ، ثم في لندن وفرانكفورت وباريس ، وفي كل مكان الائتمان يدعم المراهنة إذ يمكنك أن تشتري بدون أن تدفع وأن تباع دون أن تحوز ) .. " الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق .. من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد " ، ص14.

## الفصل الثالث

### خصائص محل عقد تداول الأسهم

إن المفهوم العام الذي بيناه سلفا يكشف النقاب عن أبرز ما يميز " محل عقد تداول الأسهم " من الناحية الفنية والواقعية ، بيد أننا في هذا المقام نتطلب مزيدا من الإفصاح والبيان بشأن " الخصائص " التي تميز محل العقد في السهم ، وإنما غرضنا من ذلك كله إحسان التصور الفني وإتقان خصائصه ، كي نتمكن بعدها من استخلاص نتائج الدراسة بدقة ووضوح ، لأن الحكم على الشيء فرع عن تصوره .

وإنه بعد إجراء دراسة تحليلية فاحصة لماهية السهم الذي يتم تداوله في سوق الأوراق المالية فإنه يمكننا استخلاص خاصيتين رئيسيتين للعقد المذكور ، وهما : **خاصية القابلية للتداول ؛ إلى جانب خاصية الانفكاك بين الحق وأصله العيني** ، فلنوضح كل خاصية منهما في مبحث مستقل ، ولنصدر الفصل بمبحث نؤصل فيه لأهمية تحديد الخصائص في العقود المالية ، ثم نذيل الفصل بخاتمة تبين الفروقات فيما بين الخاصيتين . وعليه فسأتناول مادة هذا الفصل من خلال ثلاثة مباحث وخاتمة ، وذلك على النحو التالي :

**المبحث الأول : أهمية تحديد الخصائص في العقود المالية .**

**المبحث الثاني : خاصية القابلية للتداول .**

**المبحث الثالث : خاصية الانفكاك .**

**خاتمة : الفروق بين خاصيتي " التداول " و " الانفكاك " .**

## **المبحث الأول : أهمية تحديد الخصائص فى العقود المالية**

تعتبر دراسة الخصائص التي تميز العقود أساسا مهما لتصور ماهيتها من جهة ؛ ولفهم آثارها من جهتي الحقوق والالتزامات من جهة أخرى ، ومن ثم بناء الأحكام والقواعد المنظمة لها من جهة ثالثة ، وفي هذا المبحث نتناول دراسة الخصائص الفنية التي تميز " محل عقد تداول الأسهم " عن غير من العقود لنثبت من خلالها استقلالية هذا العقد وتفرد في وصفه الفني ، وأنه لا يندرج تحت أي من العقود المسماة المتعارف عليها في القوانين المدنية الحديثة .

فما هو أصل العقود ؟ وما الغرض من تمييزها بأسماء وألقاب متباينة ؟ وما هي الثمرة من وراء دراسة وتحرير خصائصها ؟ وأخيرا ما علاقة " عقد تداول الأسهم " بالعقود المسماة في القانون ؛ هل ينضوي تحتها أم أنه عقد مستقل بذاته بسبب قوة خصائصه وتميزها ؟ ، إن هذه الأسئلة وغيرها سأتولى الإجابة عنها من خلال مطلبين اثنين :

**المطلب الأول : العقود قوالب المعاملات .**

**المطلب الثاني : ثمرات تمييز خصائص العقود .**

## المطلب الأول : العقود قوالب المعاملات :

كما أن الألفاظ قوالب المعاني في الدلالات البيانية فإن العقود هي قوالب المعاملات في الدلالات القانونية ، ذلك أن العقود وسائل تتشخص فيها أوصاف منضبطة تواضع عليها الناس ، فالأصل أن لقب العقد متى أطلق فإنه يدل على صفة عقدية مستقلة ؛ وبهذا تتمايز العقود بأنواعها وتستقل بمعانيها الفنية التي تدل عليها ألقابها وأسمائها ، فالعقود والمعاملات المالية في أصلها عادات وأعراف تعارف عليها الناس من أجل قضاء مصالحهم وتلبية حاجاتهم الاقتصادية والاجتماعية الكثيرة والمتنوعة ، وهذا أصل عظيم في أوضاع العقود ودلالاتها وأثارها .

ولا بد لنا من إيضاح هذا الأصل ببيان أمثلة تُجَلِّي مقصوده وتكشف عن أهميته وأبرز صورته ، فإن عقد " البيع المطلق " - مثلا - يدل على وضع تعاقدى معين تعارف الناس عليه ؛ من جهة صورته وآلية تنفيذه وأثاره العقدية ، وخصوصا من جهتي الحقوق والالتزامات المترتبة على طرفي التعاقد ، حيث الثمن يدفع فورا والمثمن يُقبض فورا ، ولذلك أسموه " البيع المطلق " ؛ أي المطلق والخالي عن الشروط والقيود التي تقيد فورية الملكية وتتمامها ، لكن إذا دخل الزمن على ركن الثمن كشرط في العقد ، بحيث يتم سداد الثمن بعد زمن مؤجل متفق عليه فإن هذا الشرط الجوهري يؤثر تأثيرا بالغاً في شكل الآثار العقدية المترتبة على العقد ، فاصطاح الناس عليه باسم " بيع التقسيط " ؛ وهو : البيع الفوري لكن مع اشتراط تأجيل سداد الثمن على أقساط معينة ، وليتميز بذلك اللقب الخاص عن اسم البيع المطلق .

ومثل ذلك يقال في حال اشتراط دخول الزمن على ركن المثمن في العقد ، بحيث يتم قبض الثمن فورا لكن الالتزام بتسليم المثمن لا ينفذ إلا بشرط حلول زمن أجل متفق عليه ، فإن هذا الاشتراط يؤثر تأثيرا بالغاً في نتائج العقد وأثاره من جهتي الحقوق والالتزامات ، فاصطاح الناس على تسمية هذا العقد باسم " عقد السلم " ؛ وضابطه : " تعجيل الثمن وتأجيل المثمن " ، وكذا الإجارة فهي في أصلها بيع وتبادل بين ثمن ومثمن ؛ إلا أن المحل المعقود عليه في الإجارة هو المنفعة وليس العين ، ولذلك توصف بأنها " بيع المنافع " .

والمقصود من إيرادنا لهذه الأمثلة إثبات أن تعدد أسماء العقود مقصود أصيل في أعراف الناس وفي اصطلاحاتهم ؛ وأن الهدف من ذلك هو التمييز بين طبائع تلك العقود وأثارها على شكل الحقوق والالتزامات

الناشئة عنها في حق الأطراف المتعاملين بها ، والحق إن ذلك السلوك الفطري الراسخ في أعراف الناس يمثل الوضع القانوني الذي اعتمده وتعارفوا عليها فيما بينهم ، ثم جاءت التقنيات الفقهية والتشريعات القانونية لتضع الأطر المنظمة وترسم الحدود والخصائص التي تختص بكل عقد على حدة ، والغرض من تلك الأوضاع الاصطلاحية تمييز العقود فيما بينها، وترسيخ ما تعارف عليه الناس في إطار مجموعة من القواعد القانونية العامة والمجردة والمشهرة .

هذا وإن المقصود الأسمى من تمييز العقود وتقنينها وإشهارها هو حماية حقوق الناس في معاملاتهم وإقامة ميزان العدل وتكريس مبدأ الإفصاح والشفافية والعلم فيما بين المتعاملين ، حتى يكونوا على بصيرة من أمرهم ، وحتى لا يتمسك أحد بادعاء الجهل بمقتضيات العقد الذي أقدم على التزامه مع الغير ، فيكون في ذلك مسرح لتضييع الحقوق وعدم استقرار المعاملات بين الناس، وهذا دال على شرف التقنين وعظيم دوره ومنزلته في حياة الناس .

### المطلب الثاني : ثمرات تمييز خصائص العقود :

إن ثمة ثمرات ومنافع تتحقق من وراء استخلاص الخصائص الفنية التي تميز العقد عن غيره ، ويمكننا إيجاز تلك الثمرات من خلال العناصر التالية :

1- إن تمييز الخصائص للعقد تسهم في حماية حقوق المتعاملين ، بحيث يكون المتعامل على دراية بطبيعة العقد الذي يتعامل به ، وبالأثار والالتزامات المترتبة عليه ، وإن إشاعة تلك الخصائص يورث ثقافة تجارية ومالية تقلل مساحة التنازع والاختلاف بين المتعاملين .

2- إن تمييز الخصائص يزيل الكثير من الغموض والخفاء الذي قد يعتري بعض موضوعات العقود ، بل وتمنح تلك الخصائص الناظر فيها بصيرة تكشف له - بفضل وحدتها الفنية الكلية - عن العديد من العقود والمعاملات التي تتوافر فيها تلك الخصائص ، ولا ريب أن تحقيق هذه الثمرة في مقام القضاء والفصل بين المنازعات من شأنه أن يختصر الزمن ويجلي الرؤية بسداد أمام القاضي عند تقدير حكمه بشأن القضية المنظورة أمامه .

3- كما إن تمييز الخصائص وتحريرها بدقة من شأنه تعميق التصور لدى الفقه القانوني المعاصر ، ولا سيما تجاه ما يتعلق بمنظومة من العقود والمعاملات المالية ذات الوحدة الموضوعية والفنية الواحدة ، والتي لها رواج وانتشار كبير في الحياة الاقتصادية المعاصرة، الأمر الذي يمنح الدرس القانوني مزيداً من الروح والفاعلية والعمق في ترشيد أحكام وقواعد المعاملات المالية ، فضلاً عن تسهيل هذا العلم للطلاب والمتعلمين من خلال خصائص واضحة ومحددة .

4- وإن من أعظم ثمرات العلم بالخصائص الفنية أنها بسبب تجليتها لحقائق العقود فإنها تقلل في المقابل مساحة الخلاف النظري ، بحيث تتقارب أو تتطابق الآراء القانونية على أساس تشخيص محدد للأسس العملية وفهم دقيق لمقومات العقد في واقعه العملي ، وإن هذا التحقيق العملي ينفي بدوره الكثير من التصورات النظرية المخالفة للواقع والحقيقة .



## المبحث الثاني : خاصية القابلية للتداول

تعدُّ خاصية " القابلية للتداول " هي الخاصية الأبرز والأهم بالنسبة لعنصر " محل عقد تداول الأسهم " ، بل ولسائر تطبيقات عقود التداول المالي في العصر الحديث ، فما المقصود بهذه الخاصية ؟ وما مقتضياتها من النواحي القانونية ؟ ثم ما هي التدابير العملية التي تحتف عادة بتطبيقات التداول ؟ إن هذه الأسئلة سيتم الإجابة عنها من خلال المطالب الثلاثة التالية :

- المطلب الأول : مفهوم خاصية القابلية للتداول .
- المطلب الثاني : المقتضيات القانونية لخاصية القابلية للتداول .
- المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية التداول .

## المطلب الأول : مفهوم خاصية القابلية للتداول :

تشكل حالة " التداول " ويقابلها " المتاجرة " الخاصية الأهم من بين خصائص " محل عقد تداول الأسهم " ، حيث يرتكز هذا العقد على مبدأ قابلية موضوع العقد للتداول والمتاجرة به ، ولا سيما في الأجل القصير ، ويلاحظ هنا أن خاصية " القابلية للتداول " ليست من أصل بنية عقد السهم في ذاته ، وإنما هي خاصية تحيط بالسهم إحاطة السوار بالمعصم ؛ فهي تلازم السهم وتقترن به من خارجه ، حتى لو قرر مالك السهم عدم تفعيلها ؛ إلا أنها تبقى شاخصة وحاضرة مع السهم في أصل وجوده ولا تنفك عنه طيلة عمره ، ولذلك باتت خاصية أساسية في " محل عقد تداول الأسهم " .

ولا يعني قولنا إن خاصية " التداول " تلازم السهم من خارجه أنها أمرٌ ثانوي يمكن الاستغناء عنه أو الاتفاق على خلافه ، بل إن الأمر على العكس من ذلك تماما ، فإن المستقر في فقه قوانين الشركات أن ثمة تلازم بين خاصية " القابلية للتداول " وبين الشركة المساهمة ، وهذا التلازم يشبه العلاقة بين العلة والمعلول ، فالشركة المساهمة تدور مع خاصية التداول وجودا وعدما ، بل لا يكون السهم سهما على الحقيقة ما لم يكن قابلا للتداول 1 ، وإن الأصل في القيود الواردة على التصرفات في السهم أنها على الحظر والمنع لمخالفتها النظام العام - كما سيأتي - .

وفي المنظور القانوني يقصد بخاصية " القابلية للتداول " : ( إن السهم قابل للتداول بطبيعته ، وتعني قابلية السهم للتداول أن انتقاله يتم بالطرق التجارية ، أي بمجرد التسليم إذا كان للحامل ، وبالتظهير إذا كان لأمر ، وبالقيد في سجلات الشركة إذا كان اسما ، وبالتالي فلا حاجة في انتقال السهم لإجراءات التفرغ عن الحق المنصوص عليها ) 2 في القوانين المدنية .

1- قد توجد بعض التطبيقات لشركات مساهمة لا تكون أسهما قابلة للتداول ، وذلك مثل : الشركة القابضة المقفلة ، وأيضا الشركات المساهمة المملوكة للدولة بالكامل ، بيد أن هذه الشركات وإن وصفت بأنها " مساهمة " إلا أنها ليست مساهمة بإطلاق ، وإنما تم تقييدها فصارت مساهمة مقيدة ، ودليل ذلك أنها تُقيدُ ضمن وثائق إنشائها بقيود قانونية وقرائن تفيد خصوصيتها من جهة ، وأنها لا تسري عليها الأحكام والشروط الخاصة بالشركات المساهمة المطلقة من جهة أخرى .

2- موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 107/8 ، 115 .

بينما يقصد بمصطلح " التداول " في مجال سوق الأوراق المالية :  
 ( أي عملية شراء أو بيع لورقة مالية لقاء مقابل ) 1 ، ومعنى هذا التعريف  
 ( أن التداول يكون بالشراء بالنظر إلى المشتري ، وبالبيع بالنسبة للبائع ،  
 ( لورقة مالية ) هذه تشمل الأوراق المالية بمختلف صورها ، ومنها :  
 أسهم الشركات المساهمة ، ( لقاء مقابل ) ويراد به ثمن الورقة المالية )  
 . 2

وفي قانون الأوراق المالية الأردني ورد تعريف ( عقد التداول )  
 بأنه : ( العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها ) 3 ، بينما في  
 قانون أسواق هيئة المال الكويتي ورد تعريف ( المتداول ) بأنه : ( شخص  
 يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية لحسابه الخاص ) 4 .

والأدق من الناحية العلمية أن نستصحب في تعريف " التداول " ما  
 اخترناه سابقاً ، حيث عرفنا مصطلح " تداول الأسهم " بأنه : " المتاجرة  
 في سوق الأوراق المالية بحقوق مجردة لشركة مساهمة بقصد تحقيق  
 الربح من فروقات الأسعار في الأجل القصير " ، وعلى هذا فمصطلح " **التداول** " يعني : ( المتاجرة بالحقوق المجردة في الأجل القصير ) ،  
 والمتاجرة تعني : عملية تقليب الحق المجرد بطريق الشراء وإعادة البيع  
 بقصد تحقيق الربح ، وهي عينها آلية " المضاربات السعرية " في  
 الأسواق المالية .

ويلاحظ أن " خاصية القابلية للتداول " للسهم في سوق الأوراق  
 المالية لا يتم الوصول إليها إلا من خلال مرحلتين :  
**المرحلة الأولى : تحضيرية ( إجرائية )** ، وتتم فيما يعرف بالسوق  
 الأولى للأوراق المالية .

1- ورد هذا النص في نظام " قواعد التداول " الصادر عن مؤسسة النقد العربي السعودي عام  
 2001م ، نقلاً عن " أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة " ، حسان بن إبراهيم بن محمد السيف  
 ، ص121-122 .

2- أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة ، حسان بن إبراهيم بن محمد السيف ، ص121-122 ،  
 دار ابن الجوزي .

3- القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 " قانون الأوراق المالية " الأردني [ المادة 2 :  
**التعاريف** ] ، وتعليماته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية  
 ( <http://www.jsc.gov.jo> ) .

4- قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي [ المادة 2 : **التعريفات** ] ،  
 ولائحته التنفيذية . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية  
 ( <http://www.kuwaitcma.org> ) .

**المرحلة الثانية : تنفيذية ( تجارية ) ، وتتم في السوق الثانوي ( بورصة الأوراق المالية ) .**

حيث ( ينقسم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيين : السوق الأولية والسوق الثانوية ، فالسوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تُصدّر وتُباع فيه الورقة المالية لأول مرة ؛ سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين ، أو عند إصدار أو بيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال ، كما يمكن للشركة أيضاً أن تصدر وتبيع سندات للمستثمرين ، وإذا كانت الأوراق المالية معروضة للبيع لجمهور المستثمرين ، فإن ذلك البيع يسمى " طرح عام " public offering ، وقد يتم عرض الأوراق المالية للبيع لمجموعة معينة من المستثمرين فيما يسمى " طرح خاص " private placement ، ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار ) 1 .  
ويأخذ التداول في سوق الأوراق المالية صورتين : التسليم اليدوي ، والقيّد في الحساب 2 ، ويشترط المشرع الأردني لتمام عملية التداول أن تتم عن طريق القيّد في سجلات البورصة ، بحيث لا تنتقل ملكية هذه الأسهم فيما بين المتعاقدين إلا بذلك 3 .

**والمقصود : أن خاصية " القابلية للتداول " للأسهم من الخصائص الضرورية لكفاءة " عقد تداول السهم " ولضمان فاعليته ، وهي خاصية تحيط بالسهم وتلازمه وتقترن به من خارجه ، ولا يكون السهم سهماً على الحقيقة ما لم يكن قابلاً للتداول ، ذلك أن الأسهم - وفق قيمتها السوقية - إنما وضعت لغرض تداولها وتقليبها بالتداول الذي يقوم على تعاقب عقدي الشراء وإعادة البيع ، فلا يجوز سلب هذه الخاصية عن هذه الورقة المالية ، فإن سُلّبت فقد انتفتت الخاصية الأهم للسهم في الشركة المساهمة ، بل تنتفي تبعاً لذلك أصل فكرة الشركة ، وتتحول من كونها شركة أموال إلى شركة أشخاص تسودها الحصص لا الأسهم .**

1- الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية ( <http://www.efs.gov.eg> ) .

2- وهو ما سار عليه المشرع الفرنسي في المادة الأولى من قانون 23 ديسمبر 1988 بشأن هيئات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية ، ونقل نص هذه المادة إلى المادة ( 11-2 ) من التقنين النقدي والمالي الفرنسي رقم ( 1223 ) الصادر في 14 ديسمبر 2000 ، حيث **عرف الأوراق المالية بأنها : ( صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة ، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيّد في الحساب أو بالتسليم )** ، نقلاً عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 61-62 .

3- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 238-239 .

## المطلب الثاني : المقتضيات القانونية لخاصية القابلية للتداول :

هنالك العديد من اللوازم والمقتضيات القانونية المتفرعة عن خاصية " القابلية للتداول " في الأسهم ، وسنتناولها بالتجريد والإيضاح من خلال العناصر التالية :

### 1- خاصية التداول للأسهم من النظام العام :

لما كانت الأسهم إنما وضعت أصالة من أجل أن يجري عليها التداول المستمر في سوقها المالي فإن " خاصية التداول " للأسهم هي صفة إلزامية ترتبط قانونا بالنظام العام 1 ، إذ إن ( حق المساهم في التصرف بأسهمه عن طريق التداول من الحقوق التي تتعلق بالنظام العام ، والتي لا يجوز حرمانه منها ، إذ يعتبر باطلا كل شرط سرد في عقد أو نظام الشركة يمنع المساهم من استعمال هذا الحق ) 2 .

وعلى هذا فإن التداول صفة لصيقة لا تنفك عن السهم في أصل وجوده وفي أصل وضعه القانوني ، وعلى هذا فإن القانون لا يجيز بأي حال أي اتفاق من شأنه سلب خاصية القابلية للتداول عن السهم ، بل هو مسلك باطل ضرورة كونه مخالفا للنظام العام 3 .

بيد أن خاصية التداول هذه لا تتعارض مع فكرة " القيود الواردة على تداول الأسهم " 4 ، سواء كانت قيودا اختيارية ( اتفاقية ) أو تشريعية ، فمن القيود الاختيارية حق مالك السهم أصالة بالاحتفاظ بأسهمه ولو لمدد زمنية طويلة جدا ، فإن ذلك محض اختيار مالك السهم ، فهو مخير بين إعادة البيع على سبيل التداول والمضاربة السعرية في الأجل القصير ، كما أن له كامل الحق في الاحتفاظ بالسهم لآجال طويلة وجني أرباحه التشغيلية في نهاية السنة المالية ، وعليه فإن حق المساهم في التداول والتنازل عن السهم مقابل عوض هو حق أصيل له ، فمن شاء

1- موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 108/8 .

2- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 245 .

3- وقد بلغت اللائحة التنفيذية ( م 139 ) للقانون المصري رقم 159 لسنة 1981م حيث نصت على أن الأسهم تظل قابلة للتداول حتى بعد حل الشركة ، وكذلك حتى انتهاء التصفية .. وانظر : موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، ( 109/8 ) .

4- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 245 .

الاحتفاظ بسهمه فله ذلك ، من غير سلب لخاصية التداول في الأسهم ، ومن القيود الاختيارية ( الاتفاقية ) منع المساهم من بيع أسهمه لآخرين لاعتبارات متعددة ، مثل : منع الأجانب من تملك أسهم شركة المساهمة العامة ، ومنها فكرة المساهمة المقفلة ( الخاصة ) .

وأما القيود التشريعية والتنظيمية التي تقيد " خاصة التداول " للأسهم ، فمن ذلك أن المشرع الأردني يمنع المؤسسين من التصرف في أسهمهم إلا بعد مُضي سنتين على الأقل من تاريخ تأسيس الشركة ، ويعد باطلا أي تصرف يخالف ذلك 1 .

ومن الشروط القانونية ( الشكلية ) لتداول الأسهم طبقا للمشرع الأردني اشتراطه أن عملية التداول لا تتم قانونا إلا عبر الوسطاء وعن طريق القيد في سجلات البورصة ، وسجل المساهمين في مقر الشركة ، بحيث لا تنتقل ملكية هذه الأسهم فيما بين المتعاقدين وفي مواجهة الغير والشركة إلا باتباع التشريعات والإجراءات المنظمة لتداول الأسهم 2 .

**والمقصود :** إن خاصية التداول ( هي التي تميز شركات المساهمة عن شركات الأشخاص ، بحيث يمكن القول إنه إذا تضمن نظام الشركة نصا يقرر تحريم التصرف بالأسهم فإن الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة ، ولا يمكن الكلام عن السهم إلا إذا كان قابلا للتداول ) 3 ، وبهذا نعلم أن خاصية التداول خاصة أساسية في عقود تداول الأسهم ، وأنها متى انتفت فقد زالت روح الشركة المساهمة ، ويترتب على هذه الخاصية أنه لا يجوز حرمان حامل الورقة المالية من حق التنازل عنها في أي وقت 4 .

1- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 245 .

2- المصدر السابق ، ص 238-239 .

3- تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، عبد الباسط كريم مولود ، ص 77 ، وانظر : الأسهم وتداولها في القانون الكويتي .. دراسة مقارنة ، د. يعقوب ناصر صرخوه ، ص 216 ، الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 238 .

4- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 230 ، تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، عبد الباسط كريم مولود ، ص 78 .

## 2- مالية السهم :

عرف القانون المدني الأردني ( م 53 ) المال بأنه : ( هو كل عين أو حق له قيمة مادية في التعامل ) ، كما قررت ( م 54 ) منه أن ( كل شئ يمكن حيازته مادياً أو معنوياً والانتفاع به انتفاعاً مشروعاً ولا يخرج عن التعامل بطبيعته أو بحكم القانون يصح أن يكون محلاً للحقوق المالية ) .  
وعلى هذا فإن القانون ينظر للسهم على أنه أداة حقوقية ذات طبيعة مالية معتبرة عرفاً وقابلة للاستثمار وتوليد الربح ، كما أنها في المقابل تقبل الخسارة ، فالأسهم عبارة عن أموال لها قيمتها المالية التي يقرها ويعترف بها القانون ، ومالك السهم بصفته تاجراً أو مستثمراً هو معرض للربح والخسارة إزاء ملكيته لتلك الأسهم ، ويترتب على مبدأ " مالية الأسهم " كون تلك الأسهم مختصة بصاحبها ، وأن التعدي على هذا المال ( الأسهم ) يوجب الجزاء قانوناً متى ثبت مقتضاه ؛ أشبه سائر الأملاك المصونة لأصحابها .

## 3- الأسهم من الأموال المنقولة :

من تقاسيم المال في نظر القانون أنه ينقسم إلى : عقار ومنقول ، وقد عرف القانون المدني الأردني العقار ( م 58 ) بأنه ( كل شئ مستقر بحيزه ثابت فيه لا يمكن نقله منه دون تلف أو تغيير هيئته فهو عقار ) ، بينما اعتبرت المادة نفسها أن ( كل ما عدا ذلك من شئ فهو منقول ) ، وطبقاً لهذا الضابط القانوني فإن الأسهم لا تعتبر من العقار ، وإنما هي من قبيل الأموال المنقولة ، ولا ريب أن كون الأسهم منقولة بحيث يسهل تناقلها بين الأشخاص مما يعزز خاصية " القابلية للتداول " فيها 1 .  
يضاف لذلك أن حق المساهم في الشركة هو من الحقوق الشخصية ، والحق الشخصي ذو طبيعة منقولة دائماً ، وأن السهم يحتفظ بطبيعته المنقولة ولحين انقضاءها 2 .

1- يقول د. ناصيف ( ويعتبر حق المساهم الممثل بالسهم حقاً شخصياً على منقول معنوي ، ويثبت ذلك أن الأسهم والأسناد ووثائق الدخل وغيرها من السندات القابلة للتداول في المادة 453 تحت الباب الخامس من قانون التجارة ، وعنوانه " القيم المنقولة " ) .. موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 113-112/8 .

2- انظر : القانون المدني الفرنسي ، المادة 529 ، نقلاً عن الشركات المساهمة .. علي نديم الحمصي ، ص 115 ، تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 69-70 .

#### 4- حق التنازل عن السهم للغير بعوض :

إن من المقتضيات القانونية لخاصية " القابلية للتداول " إثبات الحق لمالك السهم بأن يتنازل عنه لصالح الغير نظير عوض مادي يتفقان عليه ، وهذا الحق مطلق من جهة العوض والكمية والأجل ، فيجوز قانونا لمالك السهم ان يبيعه للغير بأي سعر يتراضيان عليها ، وبأية كمية ، وطبقا لأي أجل يتفقان عليه 1 .

وإن حق المالك في التنازل بعوض عن أسهمه لا يتعارض مع حالة التقييد الاستثنائية بالنسبة لبعض حملة الأسهم ، فقد يُمنع مالك السهم أحيانا ولظروف خاصة من إمكانية بيع أسهمه ، وذلك ترجيحاً لمصلحة الشركة نفسها ، ومثال ذلك : أنه يشترط لعضوية مجلس الإدارة أن يكون العضو مالكا لمقدار معين من الأسهم ، فلا يحق له التنازل عن تلك الأسهم التي هي باسمه وحوزته مالم يترك هذا المنصب ويعود كسائر المساهمين الآخرين 2 .

#### 5- تشريع النظم واللوائح الخاصة بسوق التداول :

إن من المقتضيات القانونية اللازمة لتطبيق خاصية " تداول الأسهم " أن يتم تقنين مجموعة من التشريعات الخاصة بتنظيم وحماية التداول في سوق الأوراق المالية ، إذ ليس من المتصور أن يسمح القانون بإجراء التداول ضمن نطاق الأسواق العينية الطبيعية ، وإنما يفرض الفقه القانوني السعي المستمر نحو تطوير وإحداث منظومة من القوانين واللوائح والتعليمات التي من شأنها أن تكفل جودة وكفاءة " التداول " في السوق المالي ، وعلى هذا فإن ( تداول الأسهم لا بد أن يتم وفقا وفقا للتنظيم القانوني الذي حدده المشرع في قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة لتنفيذ أحكامه ) 3 .

1- وبديهي أننا إذ نقرر جواز التنازل عن السهم لعوض لا يعني ذلك عدم جواز التنازل عن السهم مجانا على سبيل الهيئة بغير عوض ، بل هو جائز أيضا .  
2- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 247 .  
3- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 240 .



### المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية التداول :

تحرص قوانين الشركات على تقرير مجموعة من التدابير العملية التي تركز خاصية التداول وتسهل إجراءات تنفيذها ، وأبرز تلك التدابير ما يلي :

- 1- تقسيم حصص الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة ، مثل أن تكون قيمة السهم الواحد ( 100 فلس ) أو ( 1 ريال ) أو ( 1 جنية ) ، وإن فكرة تثبيت قيم الأسهم بالتساوي يتسق تماما مع حاجة الأسواق المالية إلى السرعة في تنفيذ عمليات التداول والتخارج وإجراء تحويلات الحقوق بين المتداولين .
- 2- عدم قابلية السهم الواحد للتجزئة ، وهذا ضابط آخر لعملية التداول بحيث يجعلها أكثر استقرارا وكفاءة ، فإن المشتري يعلم أن المبيع هو السهم بقيمته السوقية المعلنة ، وهو يعلم أيضا أن السهم ذاته غير قابل للتجزئة ، فالوحدة السهمية لا تقبل التجزئة ، فلا يصح مثلا بيع نصف سهم ولا ربع سهم ، ولا يجوز أن تكون وحدة السهم مقابلة بوحدة سهمين مثلا ، لأن ذلك الاضطراب كله يقلل من كفاءة وسرعة التداول ، كما ( أن السهم الواحد لا يجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق ، فلا يكون أمام الشركة سوى سهم واحد وإن تعدد مالكوه ) 1 ، فاقترضى منطق سرعة المتاجرة بالحقوق القانونية المتداولة أن يتم توحيد وتثبيت الوحدة السهمية ، فتكون عند ذلك وحدة التبادل التجاري في عقد التداول واضحة ومحددة ومعلومة وغير قابلة للتجزئة 2 .

1- المصدر السابق ، ص 76 .

2- إن خاصية " عدم قابلية السهم للتجزئة " هي خاصية صحيحة من حيث تداول السهم في السوق المالي ، ولكن ثمة حالات أخرى يتم من خلالها تجزئة السهم أو مضاعفته ، مثل: حالات زيادة رأس المال ، أو تخفيض رأس المال ، أو في حالات الإندماج وإعادة هيكلة الشركات ، إلا أن مثل هذه الحالات استثنائية ولا تخل بالخاصية المذكورة ، والسبب : أنها حالات تشبه حالة التأسيس ، حيث الشركة لا تملك تنفيذ أي من تلك الحالات بصورة مستقلة وبقرارها المستقل ، وإنما يتعين عليها قانونا أن تلتزم بتطبيق منظومة من الإجراءات والضوابط والاشتراطات الخاصة ، والتي تهدف إلى تنظيم هذه العملية بإشراف وموافقة الجهات المعنية في الدولة ، وعندئذ يمكن تجزئة السهم أو مضاعفة قيمته بحسب ما تقره النظم القانونية ، وليس هذا من قبيل التداول الاعتيادي في السوق المالي .

3- محدودية مسؤولية المساهم بحدود الأسهم التي يملكها ، ذلك أن الخسارة الحاصلة من قبل الشركة - على فرض وقوعها - فإنها لا تتعدى ملكية المساهم في قيمة الأسهم التي يملكها فقط ، ولا تتعداها للأموال الخاصة بالشريك المتداول ؛ سواء كان مضاربا أو مستثمرا ، وتستند هذه الخاصية إلى كون المقصود في شركات المساهمة ليس الأشخاص بأعيانهم وذواتهم وإنما المقصود الأهم هو تبادل الحقوق المجردة في سوق التداول ، ومن أجل ذلك فقد عمِدَ المشرع إلى تعزيز الثقة لدى المتداولين بالسوق من جهة مخاطر الاستثمار بالنسبة للمتداول نفسه ، ففضى بأن خطر الاستثمار لا يتعدى قيمة الأسهم التي استثمر المتداول فيها فقط .

فكان المشرع يقول للمتداول : بادر إلى الاستثمار في تداول الأسهم ؛ فإن ربحت فلك الربح بسعره المضاربي الأعلى بالغاً ما بلغ ، وإن خسرت فإن ملكيتك قاصرة الخطر ؛ إذ ليست حقيقية في الشركة التي تملك أسهما ، ولا هي ملكية تامة من كل الوجوه ، بدليل أن خسارتك المرتبطة بالشركة لا تتعدى في أسوأ أحوالها قيمة الأسهم التي اكتتبت بها فقط، وإن هذه الخاصية ينتج عنها تحجيم مخاطر الاستثمار بالتداول بحيث لا تسري الخسارة على الأموال الخاصة الأخرى لمالك السهم ، ولا شك أن هذا الأثر القانوني يحفز المتداولين على ركوب المخاطر المضاربية ما دام سقف الخسارة محدد بقيمة الأسهم المملوكة والثمن الذي دفعه المتداول مقابل تملكها لا غير .

4- إن من الشروط الواجب توافرها لصحة تداول الأسهم أن يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ، وذلك طبقاً للتشريعات الناظمة للتداول في كل بلد بحسبه ، ( أي لا بد أن يتم وفقاً للتنظيم القانوني الذي رسمه المشرع ، بهدف تنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين ، وحماية المدخرات ، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية ؛ بما يعود بالنفع على الاقتصاد القومي )<sup>1</sup> .

ولا ريب أن هذا الاشتراط ينطوي على مجموعة من الاشتراطات التبعية ، والتي من أبرزها : أن يتم الترخيص للشركة المصدرة بالإدراج أولاً من قبل الهيئة المختصة في الدولة، ومنها : أن يتوافر الإذن القانوني من قبل إدارة السوق بالسماح للسهم المعين بالتداول ، ومنها : أن يتم التداول عبر وسيط مرخص له من قبل

1- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 242 .

إدارة السوق 1 ، كما تشترط بعض القوانين أن يتم التداول في داخل السوق المرخص له ووفق أنظمة التداول المعتمدة فيه ، بل وتذهب إلى الحكم صراحة على أن أي تداول يجري خارج السوق المحدد قانونا يعتبر باطلا 2 .

ويأتي هذا الاشتراط المادي كأحد التدابير الأساسية والتي تهدف إلى صيانة وتعزيز خاصية " القابلية للتداول " في الواقع العملي ، ذلك أن التداول عملية سريعة - وربما لحظية - تقوم على المتاجرة في الحقوق المجردة في الأجل القصير ، وهذه الطبيعة الخاصة تتطلب تسهيلا وتيسيرا خاصا يتمثل في صورة تسهيلات تعاقدية وإجراءات توثيقية سريعة وخاصة ، وهي منظومة إجرائية تسهيلية لا توجد غالبا في الأسواق الطبيعية للسلع والخدمات .

والمقصود أن أي تداول للأسهم يجب أن يتم في سوقها المعترف قانونا ، وقد تختلف القوانين في ضبط نطاق طبيعة السوق وشكل الحدود والاشتراطات اللازمة له ، بيد أنها جميعا تشترط المبدأ ذاته ، وإن اختلفت في قرائن تطبيقه في الواقع .

5- ومن المعلوم أن لسوق التداول المالي ( البورصة ) طبيعته الحقوقية الخاصة ؛ وذلك من جهة المنتجات التي يتم تداولها فيه كالأسهم والسندات ، كما أن للسوق أيضا طبيعته الخاصة من جهة آليات التبادل ونقل الحقوق والتحويلات المالية للحقوق المجردة ، ولا شك أن هذه الطبيعة الحقوقية الخاصة لا تتفق مع طبيعة

1- انظر: تعليمات تداول الأوراق المالية المدرجة ، مادة ( 3 ) ، المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية ( <http://www.jsc.gov.jo> ) ، وأيضا : ما نصت عليه ( م 17 ) و ( م 18 ) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، وفيه ( يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك ، وإلا وقع التعامل باطلا ) .

2- اتفقت القوانين على اشتراط أن تحصل الشركة المصدرة للأسهم على موافقة الهيئة المعنية بالأسواق المالية في الدولة بشأن إصدار وإدراج الأسهم من حيث المبدأ ، بيد أن بعضها شدد أكثر فأبطل كل تداول للأسهم يتم خارج حدود السوق نفسه ، بل أبطلت أي تعامل في السوق من دون وجود وسيط ، ومثال ذلك ما نصت عليه ( م 17 ) و ( م 18 ) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، وفيهما : ( لا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها ، وإلا وقع التداول باطلا ) وأيضا ( يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك ، وإلا وقع التعامل باطلا ) ، بينما أجازت قوانين أخرى أن يتم تداول الورقة المالية خارج السوق ، لكن بشرط الحصول على موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية ، كما هو صنيع المشرع الأردني في ( م 12 - ب ) من " قانون الأوراق المالية " من القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 ؛ حيث أجاز ذلك على سبيل الاستثناء .

الأسواق العينية ذات الأعيان والخدمات الحقيقية ، حيث الاختلاف بينهما متجذر في جوانب كثيرة 1 . فمن ذلك : الاختلاف في طبيعة السوق ، وفي مكانه ، وفي منتجاته ، وفي آلياته العقدية ، وفي إجراءاته التنفيذية ، وفي نفس طريقة التسعير ؛ حيث يتم التسعير في الأسواق بناء على تدافع العرض والطلب على الحقوق المالية المجردة عن أعيانها ومنافعها الحقيقية ، وإن هذا السلوك المضاربي هو الذي يمنح للسهم سعره السوقي ، بينما الطلب والعرض على المنافع الحقيقية في السلع والخدمات هو الأساس في التسعير في الأسواق العينية الحقيقية ، هذا إلى جانب الاختلاف بينهما في الآثار القانونية والعقدية المترتبة على عمليات نقل الملكيات في كل سوق منهما .

6- ونظرا لما أسلفناه من وجود اختلافات جوهرية بين أسواق الحقوق المالية المجردة ( البورصات ) وأسواق الأعيان والمنافع الحقيقية فقد اضطر المشرع لأن يضع تقنيات نوعية وخاصة بحيث تتناسب مع الطبيعة الخاصة للسوق المالي ( البورصة ) ، وقد ترتب على ذلك تجاوز بعض الشروط والضوابط والآليات التي اعتمدها القوانين المدنية بشأن الشركات الحقيقية وطبيعة الملكية فيها ؛ بما في ذلك ضوابط نقل الحصص فيها تقويما وبيعا وشراء ، حيث يتم استبدالها بآليات أخرى ذات طبيعة مخففة وميسرة ، فمن ذلك التخلي عن شروط الحوالة في القانون المدني ، وإمضاء حالات من البيع الفضولي حماية لعجلة التداول ، وعلى المتضرر المطالبة بالتعويض ، وكل ذلك بسبب حماية خاصة التداول في الأسهم .

**ويعضد جميع ما سبق من التدابير العلمية : أن بورصة الأوراق المالية لم توضع أصالة إلا للمضاربيين ، بل لا يتصور قيامها إلا بتداولاتهم المضاربية اليومية أو اللحظية ، حيث إن حجم عمليات**

1- انظر تلك الفروقات : الأسواق المالية ، د.زيد رمضان و د.مروان شموط ، ص 29 .

2- بقول د. ناصيف : ( يتميز السهم في شركات الأموال عن حصة الشريك في شركات الأشخاص في أن حامل السهم يجوز له أن يتصرف فيه لآخر يحل محله تماما في الشركة ، دون أن يكون ذلك معلقا على رضا باقي الشركاء ، ولا عبرة بالطريقة التي تنتج في نقل ملكية مثل هذه الأسهم ) .. موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 115/8 ، وانظر فيه أيضا :

المضاربة في البورصات تشكل ما نسبته ( 95-97 % ) من إجمالي عمليات البورصة في اليوم الواحد ، بينما تشغل عمليات الاستثمار في أجلها الطويل ما نسبته ( 3-5 % ) فقط من إجمالي عمليات السوق المالي ، على أن هذه النسبة المتدنية للمستثمرين في الأجل الطويل تتلاشى عند وقوع الأزمات الاقتصادية وحلول حالات الكساد والركود في الأسواق المالية ، حيث تتحول البورصات إلى مضاربين بنسبة تصل إلى ( 100 % ) في اليوم الواحد ، وهو ما عليه عامة الأسواق المالية بعد وقوع الأزمة المالية العالمية ( 2008م ) وحتى الآن .

## المبحث الثالث : خاصية الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني

إذا كانت خاصية " القابلية للتداول " ضرورية لكفاءة " عقد تداول الأسهم " وفاعليته في الواقع ، فإن خاصية " الانفكاك " بين الحق المجرد وأصله العيني تعتبر أيضا من الخصائص الضرورية له ، إلا أن الفرق الدقيق بينهما يكمن في أن خاصية " التداول " تقترن بالسهم وتلازمه ؛ لكن من خارج بنيته وذاته ، بينما خاصية " الانفكاك " تقترن بالسهم من داخله وتلازمه في أصل بنيته وذاته .

وتفيد خاصية " الانفكاك " أن ثمة انفكاك وانفصال قائم بين الحق المجرد في السهم السوقي وبين أصله العيني ( التشغيلي ) في الواقع ، وهي خاصية أصيلة في السهم لا تنفك عنه أبدا ، بل تلازمه ملازمة الروح من الجسد ، بل إن السهم لا يكون سهما على الحقيقة ما لم يكن منفكا عن أصله العيني .

فما المفهوم العلمي الدقيق لخاصية " الانفكاك " ؟ وما الأدلة الدالة على ثبوتها وصحتها ؟ ثم ما التدابير العملية التي تحقق هذه الخاصية على أرض الواقع ؟ وإلى أي مدى يكون الانفكاك بين الحق وأصله العيني ؛ هل هو تام وقطعي من كل الوجوه أم نسبي ؟ وختاما ما علاقة هذه الخاصية المهمة بفكرة " الحق المجرد " التي طرحها الفقه الإسلامي قديما . ونظرا لأهمية هذه الأسئلة وأثرها البالغ في تشخيص ماهية " محل عقد تداول الأسهم " فسأتناول الإجابة عنها تفصيلا من خلال المطالب الخمسة التالية :

**المطلب الأول : مفهوم خاصية الانفكاك .**

**المطلب الثاني : الأدلة العملية على خاصية الانفكاك .**

**المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية الانفكاك .**

**المطلب الرابع : درجة الانفكاك .**

**المطلب الخامس : علاقة خاصية الانفكاك بالحق المجرد في الفقه**

**الإسلامي .**

### المطلب الأول : مفهوم خاصية الانفكاك :

إن خاصية " الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني " تعني : أن المحل المعقود عليه في السهم هو ذات الحق المجرد ؛ والذي انفصل عن أصله العيني ( المادي ) ، فبات الحق منفصلا ومعزولا عن أصله الذي تولد منه ، فاستحال أمرا معنويا مجردا غير متصل بالمصدر المادي الذي كان الحق تابعا له ، بل صار للحق بذاته قيمة مالية مستقلة ، حيث يتم تداوله بين الأيدي أصالة مقابل عوض .

وبتطبيق ذلك على السهم نجد أن السهم - وفق أصوله الثلاثة السابقة - لا يخلو إما أن يكون اسميا ؛ أو دفتريا ( فعليا ) ؛ أو سوقيا مجردا ، وقد أوضحنا فيما سبق أن السهم في حالتيه الأوليين ( الاسمية والدفترية ) يطابق الواقع والحقيقة المادية ؛ ولا مدخل للوهم أو غير الحقيقة فيهما إلا يسيرا تابعا في الدفترية ، بينما وجدنا السهم وفق القيمة السوقية ينفصل انفصالا شبه تام عن موجودات الشركة وأصولها التشغيلية في الواقع ، فيكون له سوقه الخاص وسعره الخاص وزبائنه الخاصون ؛ فضلا عن قواعده ونظمه وإجراءاته التجارية الخاصة به .

فثبت بذلك أن السهم المتداول في سوق الأوراق المالية عبارة عن حق تجرد عن أصوله التشغيلية الحقيقية في الواقع ، حتى يصير أصلا مستقلا بذاته ؛ ومحلا مقصودا في " عقد تداول الأسهم " ؛ ومنفصلا عن أصله ، بل بات الأصل العيني نفسه منتفيا في العقد وغير مقصود فيه ، حتى إن المتداولين لا يلتفتون إلى تلك الحقائق العينية - إلا نادرا - ، وإنما يتعلق غرض المتداولين بإجراء المضاربات السعرية على ذات الحق الذي تجرد وانفصل عن أصله ، وذلك بغية تحقيق الربح من الشراء وإعادة البيع في الأجل القصير ، وعموما إذا توافر هذا الوصف الفني فإننا نكون أمام خاصية " الانفكاك " بين الحق المجرد وأصله العيني ، وهي الخاصية الثانية من خصائص " محل عقد تداول الأسهم " .

وإن المعنى الذي أوضحناه بشأن خاصية " الانفكاك " يُعبرُ عنه فقهاء القانون بلفظ ( قابلية الحق أو السهم للتداول بالطرق التجارية ) 1 ،

1- الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، د. أبوزيد رضوان ، ص 403 ، الشركات التجارية .. دراسة مقارنة ، د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، ص 562 ، الأسهم وتداولها في القانون الكويتي .. دراسة مقارنة ، د. يعقوب ناصر صرخوه ، ص 216 ، تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، عبد الباسط كريم مولود ، ص 77 ، 79 ، دور شركات السمسرة في بيع

إذ من ضرورة التداول بالطرق التجارية أن يكون الحق منفكا ومنفصلا  
عن أصله وموضوعه العيني .



### المطلب الثاني : الأدلة العملية على خاصية الانفكاك :

إن الأدلة الدالة على انفصال السهم بالقيمة السوقية عن أصوله التشغيل الحقيقية للشركة كثيرة ، وأبرزها ما يلي :

- 1- إن العرفين المالي والمحاسبي مستقران على إثبات اختصاص " القيمة الدفترية " بمرحلة التشغيل ، وأنها تختلف كلياً عن " القيمة السوقية " والتي ترتبط بمرحلة التداول في السوق المالي ، وهو ما اتفقت عليه الأصول المحاسبية الدولية فيما تشترطه بشأن قواعد الإفصاح في القوائم المالية 1 .
- 2- قد تكون الشركة خضعت لقرار " منع تداول أسهمها السوقية " إدارياً أو قضائياً ، وبالتالي يتعطل تيار الثقة بالسهم في البورصة ، وتتوقف عمليات التداول عليه ، ومع ذلك يستمر تشغيل الشركة في الواقع ، وتحقق أرباحاً لمساهميها على أساس " القيمة الدفترية " ، مما يثبت أن سوق الحق المجرد في السهم السوقي يختلف تماماً عن سوق السهم الدفترية ( التشغيلي ) .
- 3- قد تكون الشركة حققت ربحية عالية في مقابل تدني قيمة أسهمها السوقية ، وذلك بسبب تشاؤم الحالة النفسية العامة لدى المتعاملين ( المضاربين ) ، مما يؤدي إلى تراجع الطلب على أسهمها ؛ فنراجع قيمتها السوقية ، وقد يحصل العكس بأن تحقق شركة خسائر لعدة سنوات ؛ إلا أن الحالة التفاؤلية العامة للقطيع تحفز الطلب المفاجئ على سهم الشركة الخاسرة فتصبح قيمته أعلى من قيمته الدفترية ( الفعلية ) أضعافاً ، والسرُّ في جميع ذلك هو : " الحالة النفسية العامة " لدى " القطيع " 2 ، إذ إنها العامل الحاسم في صناعة " القيمة السوقية " للأسهم في سوق الأوراق المالية ، وسواء كانت الحالة النفسية تفاؤلية أو تشاؤمية فإن مصير القيمة

1- انظر معايير المحاسبة الدولية ، المعيار رقم ( 7 ) بشأن " الأدوات المالية " ، وانظر أيضاً : الإدارة التمويلية في الشركات ، د. محمد أيمن عزت الميداني ، الصفحات 137-138 ، 663 ، 665 ، 707-708 .

2- مصطلح " الحالة النفسية العامة " أطلقه جون ماينرد كينيز صاحب كتاب " النظرية العامة " ، وانظر : نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم - د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين ، أستاذ الاقتصاد بجامعة الملك عبد العزيز ، دراسة علمية محكمة منشورة بمجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، م 3 ، 1ع ، 1405هـ / 1985م ، ص 79-80 .

السوقية للسهم يكون معلقا عليها ومتذبذبا تبعا لها صعودا أو نزولا أو انهيارا 1 .

4- يفرق الخبراء الماليون بين نوعين من الاستثمار ؛ هما : الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي ، أما الاستثمار الحقيقي ( Real Investment ) له علاقة بالطبيعة والبيئة وله كيان مادي ملموس والأمثلة عليه كثيرة ، مثل : البضاعة والآلات والسيارات والعقار والأثاث وما شابه ذلك ) 2 ، وأما الاستثمار المالي ( Financial Investment ) فهو ( عبارة عن حقوق تنشأ بسبب التعامل بين الناس ، ويمكن تمثيل هذه الحقوق بأوراق مكتوبة تسمى الأوراق المالية أو الأصول المالية ) 3 ، وبناء على الفرق المذكور فإننا نقرر بأن القيمة الدفترية تمثل طبيعة الاستثمار الحقيقي ، بينما القيمة السوقية تمثل طبيعة الاستثمار المالي 4 .

1- وحول إثبات هذه الظاهرة الغريبة والتي أوردناها كدليل على خاصية الانفكاك بين السهم السوقي والدفترية يقول خبير الأسواق المالية السعودي أ. طارق الماضي - مؤسس موقع شبكة تداول الاقتصادية الإلكتروني - في كتابه : " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ( ص 49 ) : ( وعندما يغيب الوعي الثقافي الاقتصادي في سوق المال يكون الشراء والبيع في أسهم شركات السوق ليس إتباعا للأداء المالي لتلك الشركات ؛ بقدر ما هو فُقرٌ خلف عمليات مضاربة محدودة ومؤقتة تبحث عن أكبر قدر من الأرباح خلال أقصر فترة زمنية ممكنة ، لذلك كان من الطبيعي أن نشاهد سلسلة من عمليات الارتفاعات غير المنطقية ؛ أو غير الخاضعة لأي عمليات تحليل فنية أو أساسية ، لنصل في نهاية الأمر إلى أن تكون أسعار معظم تلك الشركات الخاسرة ذات الأداء السلبي عبر السنين أفضل من ناحية السعر السوقي من كثير من الشركات ذات الربحية والأداء الجيد ، ولم تُعد الربحية والنمو على أرباح الشركات عامل الاختيار المفضل ، بل تغير ذلك نحو أصغر شركات السوق ؛ من حيث القيمة وعدد الأسهم ) ، وقال أيضا في ( ص 67 ) : ( وفشل السوق حيث سقطت جميع النظريات التحليلية لحركة الأسهم وقراءة الميزانيات ، ومدى تحقيق الأرباح التشغيلية ، لم تُعد الشركة ذات الأداء الجيد هي المؤهلة للارتفاع ، حيث أصبحت الشركات الأكثر خسارة على مدى سنوات عديدة هي الأكثر نموا في سوق الأسهم ، ليس ذلك فقط ، بل أصبحت هذه الشركات ؛ والأسهم التي تم الاصطلاح على تسميتها " أسهم الخشاش " الأكثر شعبية لدى صغار المتداولين ؛ نتيجة نجاح استراتيجية هوامير الطفرة في جذبهم إليها بوسيلة أو أخرى ، وبالتأكيد لم تكن هذه الاستراتيجية تخضع لتحليل منطقي أو لأداء الشركة الجيد ) .

2- الأسواق المالية ، د.زياد رمضان و د.مروان شموط ، ص 29 .

3- المصدر السابق ، ص 29 .

4- أورد مؤلفا " الأسواق المالية " ، د.زياد رمضان و د.مروان شموط ، ص 29-30 مجموعة

من الفروقات الرئيسية ، وهي :

أ/ الاستثمار الحقيقي يكون في أصول لها كيان مادي ولملموس ، بينما الاستثمار المالي يكون في أصول ليس لها كيان مادي ملموس ، وإنما هو استثمار في حقوق ، مثل : حق حامل السند في الحصول على فوائد وعلى قيمة السند الإسمية في موعد استحقاقه ، وحق حامل السهم في الأرباح عند توزيعها وفي حصته من أموال الشركة عند تصفيتها وسداد ما عليها من ديون والتزامات .

5- وقد ترتب على الفرق بين الاستثمارين ( الحقيقي والمالي ) ظهور أسلوبين من أساليب ومهارات التحليل والتنبؤ لدى النخب من المتعاملين في الأسواق المالية ، أولهما : أداة " التحليل المالي " ، وهو عبارة عن مجموعة من القواعد والمعادلات الموضوعية التي تهدف إلى استخلاص نتائج منطقية ترشد متخذ القرار الاستثماري داخل الشركة أو خارجها ، وهذه القواعد تستند إلى البيانات المالية الحقيقية ؛ والتي تظهر ضمن إفصاحات القوائم المالية للشركة ، وبالتالي فهي تنبؤات مستقبلية مبنية على واقع الأداء الفعلي للشركة في الماضي ، وهذا سلوك رشيد يستفيد من وقائع الماضي ودروسه لترشيد المستقبل .

وأما الأداة الثانية فتُعرف باسم " التحليل الفني " ، وفكرتها : " **تنميط سلوك القطع في البورصة** " ، فهو عبارة عن مجموعة من النماذج والرسومات والأشكال البيانية ذات الطبيعة النمطية العامة ، حيث تستند إلى قراءة الاتجاهات السابقة لسلوك القطيع في الطلب على الأسهم في الأسواق المالية ، ومن ثم التحرص والتنبؤ بمستقبل الطلب على الأسهم في السوق المالي ، وعلى هذا فالتحليل الفني يجتهد في قراءة سلوك " الحالة النفسية العامة " للقطيع ، والاتجاهات العامة في السوق ليصل إلى اتخاذ قرار الاستثمار المضاربي دخولا أو خروجاً ، والحقيقة إن الاختلاف بين الأسلوبين في التحليل يعكس الاختلاف بين المقيسين أنفسهما ، وهو دال أيضاً على إثبات خاصية " الانفكاك " بين الحق المجرد وأصله العيني .

ب / الاستثمار الحقيقي يظهر في ميزانية واحدة فقط ، وفي جانب الموجودات لميزانية من يملكه ، بينما يظهر الاستثمار المالي في ميزانيتين هما : جانب الموجودات في ميزانية مالكه ، وجانب المطلوبات في ميزانية من أصدره .

ج / الاستثمار الحقيقي - ممثلاً بالأصول الحقيقية ما عدا الأرض إلا في حالة كونها منجماً أو مقلع حجارة - يمكن استهلاكه محاسبياً ، بينما الاستثمار المالي ممثلاً بالأصول المالية لا يمكن استهلاكه محاسبياً .

د / غالباً ما يكون تسويق الأصول المالية ( الاستثمار المالي ) أسهل بكثير من تسويق الأصول الحقيقية ( الاستثمار الحقيقي ) ، وهذا أمر مهم ؛ لأن قابلية الأصل للبيع بسهولة ميزة يسأل عنها كثير من المستثمرين عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية ، لأنها تعزز سيولتهم عند الحاجة إليها ، وهو الدور الجوهرى للأسواق المالية .

هـ / بما أنه ليس للاستثمارات المالية كيان مادي ملموس فإنها لا تحتاج إلى مصاريف صيانة أو تخزين أو نقل أو استهلاك ، بينما تحتاج الاستثمارات الحقيقية - ما عدا الأرض - إلى جميع ذلك . يوجد للأصول المالية ( الاستثمار المالي ) أسواق متطورة ومنظمة بشكل دقيق للتعامل بها أكثر من الأصول الحقيقية ( الاستثمار الحقيقي ) .

و / تتصف الاستثمارات المالية بدرجة عالية من المخاطر بسبب تذبذب أسعارها وبالتالي عوائدها .

6- تفرض مؤسسات الضرائب نوعين من الضريبة على الشركات المساهمة ، أولهما : الضريبة على الأرباح المحققة على أساس " القيمة الدفترية " ؛ ووفقا لما تفصح به القوائم المالية ، والثاني : الضريبة على أرباح القيمة السوقية للتداول ، مما يدل على أنهما وعاءان استثماريان مختلفان في أساسهما الفني والمالي .

وفي سياق التأكيد الاقتصادي على حقيقة " الانفكاك " بين السهم المتداول بقيمته الدفترية والسوقية ، وأن تداول السهم على أساس القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية يشكل حالة من " التداول الأعمى " ، حيث تتعد الحقائق التشغيلية وتحل محلها المضاربات السعرية بالحقوق المجردة ، يقول د. تاج الدين : ( إن كينز 1 يلخص كل هذه التفاعلات المسيطرة على أسعار السوق المالية بتعبير " الحالة النفسية العامة " للسوق ، ويعتبرها هي العنصر الفعال في توجيه أسعار الأوراق المالية، وإذا كان الأمر كذلك فإن النقطة الجوهرية التي ينبغي أن نلفت إليها هنا هي دور " المحترفين " في توجيه " الحالة النفسية العامة " للسوق حسبما تعكسها انطباعات السواد الأعظم من حاملي الأسهم والسندات وتفاعلهم مع الأنباء الاقتصادية والإدارية وغيرها ... ، وذلك يدل على أن مهارة المستثمر المحترف تتمثل في قدراته على استقراء توجهات الحالة النفسية العامة ؛ أي التنبؤ بما سيفعله الجمهور قبل معرفة الجمهور بفترة قصيرة ، وليست هي محاولة التصحيح والتوجيه كما كنا نفترض سابقا ) 2 .

ولقد أدت هذه الحالة المضاربية بالحقوق المجردة في سوق الأوراق المالية لأن يصفها د. موريس إليه بأنها " قمار " ، حيث يقول : ( يقوم الاقتصاد العالمي برمته على أهرامات هائلة من الديون ، يعتمد بعضها على بعض في توازن هش ، لم يلحظ في الماضي أبدا مثل هذا التراكم في وعود الدفع، ولم يصبح علاجه عسيرا بالقدر الذي هو عليه اليوم ، سواء في مجال المراهنه على النقود أو المراهنه على الأسهم ، أضحى العالم

1- جون مينارد كينز John Maynard Keynes اقتصادي إنجليزي ، ولد في 5 يونيو 1883 ، وتوفي في 21 أبريل 1946 ، اشتغل في بداية حياته في الهند وألف كتابا عن الإصلاح فيها واشترك في مؤتمر السلام بعد الحرب العالمية الأولى ، ترأس البنك المركزي البريطاني ، ويعتبر الاقتصادي الأكثر موثوقية وشهرة في عصره على المستوى العالمي ، وله كتاب " النظرية العامة في الفائدة والأسعار " يعتبر أشهر كتب الاقتصاد في القرن الماضي ألفه عام 1936م ، وانظر : ويكيبيديا الموسوعة الحرة : [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org) .

2- نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم ، د. سيف الدين إبراهيم تاج الدين ، أستاذ الاقتصاد بجامعة الملك عبد العزيز ، دراسة علمية محكمة منشورة بمجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، م3 ، ع1 ، 1405 هـ / 1985 م ، ص79-80 .

ملهى (كازينو) رحبا وُزعت فيه موائد اللعب طولا وعرضا، والألعاب والمزايدات التي يشارك فيها ملايين اللاعبين لا تتوقف أبدا ، ولوحات التسعير الأمريكية تتبعها لوحات التسعير في طوكيو وهونغ كونغ ، ثم في لندن وفرانكفورت وباريس ، وفي كل مكان الائتمان يدعم المراهنة ، إذ يمكنك أن تشتري بدون أن تدفع ، وأن تباع دون أن تحوز ( 1 ، فبيع الحقوق المجردة دون حيازة موضوعاتها الحقيقية هو عين " خاصية الانفكاك "

**والخلاصة :** إن جميع الأدلة الفنية السابقة تؤكد بجلاء على إثبات خاصية " الانفكاك " بين الحق المجرد ( القيمة السوقية للسهم ) وأصله العيني ( القيمة الدفترية للسهم ) ، كما تقضي تلك الأدلة بأن مصدر تقويم السهم في حالته السوقية ( المجردة ) لا يستند إلى حقيقة واقعية ؛ لا من جهة التشغيل ولا الإنتاج ولا المتاجرة في السلع والخدمات الفعلية ، فهو لا يعتمد على شيء من ذلك كما أوضحناه ، وإنما غايته الاستناد إلى الثقة العامة بكفاءة السوق ، وتحقيق الربح من واقع التنبؤ بشأنها في الأجل القصير .

### المطلب الثالث : التدابير العملية لخاصية الانفكاك :

إن خاصية " **الانفكاك** " ليست نظرية مجردة عن الواقع ، بل إنها حالة معنوية تفرض واقعا ماديا ، ذلك أن انفكاك السهم بقيمته السوقية عن أصله العيني يفرض منظومة إجرائية ومادية مختلفة تماما عن واقعه فيما لو كان مقترنا بأصله ، ولا أدل على ذلك من أن كيان سوق الأوراق المالية ( البورصة ) نفسه لم يكن ليوحد أصلا في الواقع لولا خاصية " **الانفكاك** " إلى جانب خاصية " **التداول** " ، الأمر الذي يؤكد وجهة الخاصيتين وحقيقة اقترانهما بالمحل المعقود عليه في الأسهم .

كما إن خاصية " **الانفكاك** " لا تقتصر على " **محل العقد** " في السهم فقط ، وإنما تتعدى ذلك لتتجلى في معطيات مادية أخرى تحيط بالسهم باعتباره سلعة يتم تداولها ، وذلك مثل : طبيعة السوق الذي يتم من خلاله تداول تلك الحقوق المجردة ، وفي مكانه ، وفي منتجاته ، وفي آلياته العقدية ، وفي إجراءاته التنفيذية ، بل وفي نفس آلية التسعير ، فضلا عن عقوباته الجزائية ، الأمر الذي يجعل من خاصية " **الانفكاك** " أصلا حقيقيا يفرض منظومة مادية تحوطه وترعاه .

وإن الجانب التطبيقي لخاصية " **الانفكاك** " يتطلب إيجاد منظومة من التدابير العملية المهمة ، والتي يكون غرضها الأساس تسهيل وتيسير عمليات التداول في السوق ، وأبرز تلك التدابير ما يلي :

1- عند إرادة إدراج السهم في البورصة يتعين الحصول على موافقة واعتماد الهيئة المختصة بسوق المال ، فلا يجوز تداول أية ورقة مالية في السوق المالي ( البورصة ) ما لم تكن الشركة المصدرة مرخصا لها بالإدراج لتصبح ( شركة مدرجة ) ، وذلك بعد أن تستوفي كافة الشروط والطلبات اللازمة لمرحلة الإدراج ، وبدون هذا الترخيص لا يجوز طرح الأسهم ، ويلاحظ أن السهم في حقيقته عبارة عن حق مجرد يتم تداوله في سوق خاص به منفصل عن أصولها وموجوداتها الحقيقية في الأسواق العينية ، وإن تباين الأسواق على أساس سعريين مختلفين تماما دليل عملي وقياسي ملموس في الدلالة على تحقق خاصية " **الانفكاك** " .

- 2- ولا يجوز أن يتم تداول أي من الأوراق المالية المدرجة في السوق بدون وساطة " الوسطاء " ، وهو ما توجهه عادة تشريعات الأسواق المالية 1 ، حيث يحتل الوسطاء في سوق الأوراق المالية ( البورصة ) مكانة أساسية ومحورية ، فلا يتم تنفيذ أية عمليات تداول بين الباعة والمشتريين بصورة مباشرة ، وإنما يجب أن تمر عبر قناة ( الوسطاء ) ، والذين لا يمنحون هذا الحق ( الترخيص ) إلا وفقا لإجراءات وشروط خاصة ومشددة تحدها الجهات المختصة بالبورصة ، ولا سيما إذا كان الوسيط يملك حق التمويل الجزئي لعمليات وصفقات التداول المضاربي . وعلى هذا يمكننا القول قانونا " لا وجود للبورصة بدون الوسطاء " 2 ، وهذا الضابط القانوني والتنظيمي للبورصة هدفه وغايته تنظيم حالة " التداول " للأسهم السوقية ؛ والتي تمثل حالة " الانفكاك " .
- 3- أن يكون لعملية التداول مجموعة إجراءات نوعية تنظم عمليات التداول ، وتهدف لحماية حقوق المتعاملين في البورصة ، وهذه الإجراءات تحدها التشريعات والنظم المعتمدة قانونا .
- 4- أن يكون للسوق المالي عملاؤه وزبائنه المختلفون عن عملاء السوق العيني وزبائنه .
- 5- توجد لسوق الأوراق المالية آلياته وإجراءاته الخاصة المتعلقة بطرق حفظ وتوثيق وتنفيذ أوامر الشراء ( الطلب ) وأوامر البيع ( العرض ) ، إضافة إلى طرق الإفصاح عنها قبل وبعد تنفيذها .

1- انظر: تعليمات تداول الأوراق المالية المدرجة ، مادة ( 3 ) ، المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية ( <http://www.jsc.gov.jo> ) ، وأيضا : ما نصت عليه ( م 17 ) و ( م 18 ) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، وفيه ( يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك ، وإلا وقع التعامل باطلا ) .

2- الوسيط هو : ( شخص يزاول أعمال شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة ) ، كما في نص قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي ، [ م 2 : التعريفات ] ، بينما وجدنا المشرع الأردني [ م 2 : التعاريف ] في القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 " قانون الأوراق المالية " الأردني يفرق بين نوعين من الوسطاء هما : أ / الوسيط المالي ؛ وهو : الشخص الذي يمارس شراء الأوراق المالية وبيعها لحساب الغير . ب/ الوسيط لحسابه ؛ وهو : الشخص الذي يمارس شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص مباشرة من خلال السوق .

6- إن آليات التسعير السوقي للأوراق المالية في البورصة تختلف اختلافا جوهريا عن آليات التسعير السوقي للسلع والخدمات في الأسواق العينية الطبيعية ، فتسعير الأوراق المالية في البورصة يستند إلى مؤشر سعري تنتجه حالة التدافع المستمر بين العرض والطلب ، وهذا التدافع لا يقوده حقائق مادية ولا عينية ملموسة ، وإنما تحركه الثقة العمياء بالسوق ، والتي يقودها سلوك القطيع ومضارباته السعرية على الحقوق المجردة ، وهي الروح الحقيقية التي تنتعش بها البورصات ، فإذا تزعزعت الثقة بالسوق بين القطيع آل إلى التراجع أو الانهيار .

**والخلاصة :** إن خاصية الانفكاك ليست خاصية نظرية مجردة ، وإنما تبرز هذه الخاصية من خلال مجموعة من التدابير المادية الملموسة في الواقع والأسس التشريعية الواضحة والمحددة ، والمقصود أنه متى تحققت تلك التدابير فقد تحققت خاصية " الانفكاك " ، وأما إذا انتصب الحق مقترنا بأصله وتابعا له فقد انتفت خاصية " الانفكاك " ورجع السهم إلى أصله العيني متمثلا بخاصية " الاتصال " ، وهي خاصية تتعلق بالقيمة الدفترية للسهم بصفة خاصة ، وبهذا نتبين أن جريان التبابع على أساس " القيمة السوقية " للحقوق المجردة للأسهم إنما ذلك علامة على تحقق خاصية " الانفكاك " ؛ وهي عين حالة " تداول الأسهم " في الأسواق المالية ، وأما جريان التبابع على أساس " القيمة الدفترية " كأساس تقويمي حقيقي للأصول ؛ مضافا إليها علاوة متفق عليها فإنما ذلك علامة على تحقق خاصية " الاتصال " .

والجدير بالبيان أنه لا يخل بسلامة خاصية " الانفكاك " وجود تَعَلُّقاتٍ جُزئيةٍ تبعيةٍ بين السهم والواقع التشغيلي الحقيقي في الشركة ، مثل : الحق في المشاركة في توزيعات الأرباح السنوية المحققة، والحق في المشاركة في استرداد ما يقابل نصيبه عند تصفية الشركة ، فقد أوضحنا أن تلك التعلقات الجزئية إنما هي تابعة تابع لأصل " الانفكاك " ، وهو الأصل الذي ما قامت فكرة الأسهم وتداولها إلا من أجل تحقيقه وحمایته في سوق الأوراق المالية .



### المطلب الرابع : درجة الانفكاك :

لقد قررنا فيما سبق مفهوم خاصية " **الانفكاك** " وأنها تعني أن المحل المعقود عليه في السهم هو ذات الحق المجرد ؛ وأن هذا الحق قد تجرد وانفصل عن أصله العيني ( المادي ) ، فبات الحق منفصلاً ومعزولاً عن أصله الذي تولد منه ، فاستحال أمراً معنوياً مجرداً غير متصل بالمصدر المادي الذي كان الحق تابعاً له ، حتى صار للحق بذاته قيمة مالية مستقلة ، وعندها يجري تداوله وفق قيمته السوقية .

### أولاً : بيان الاعتراض على خاصية " الانفكاك " :

إن من الاعتراضات الوجيهة بشأن خاصية " الانفكاك " ما مفاده : **إن دعوى " الانفكاك " معارضة بالقانون والواقع العملي** ، ذلك أن القانون قد منح حامل السهم حقوقاً مالية وأخرى إدارية ترتبط ارتباطاً حقيقياً ومباشراً بالشركة وتشغيلها العيني ( الفعلي ) 1 ، وجاء الواقع

1- لقد أحسن المشرع الكويتي صنعا في قانون الشركات الجديد رقم 25 لسنة 2012 وتعديلاته ، حيث أفصح في مكان واحد منه عن "**مجموعة الحقوق المالية والإدارية " التي يكتسبها مالك السهم** ، فقد أفرد ( المادة 181 ) لبيان تلك الحقوق ونصها الآتي : ( يتمتع العضو في الشركة بوجه خاص بالحقوق التالية : 1- قبض الأرباح والحصول على أسهم المنحة التي يتقرر توزيعها . 2- المشاركة في إدارة الشركة عن طريق العضوية في مجلس الإدارة وحضور الجمعيات العامة والاشتراك في مداولاتها ، وذلك طبقاً لأحكام القانون والنظام الأساسي للشركة ، ويقع باطلاً كل نص في نظام الشركة على خلاف ذلك . 3- الحصول قبل اجتماع الجمعية العامة غير العادية بسبعة أيام على الأقل على البيانات المالية للشركة عن الفترة المحاسبية المنقضية وتقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات . 4- إقامة الدعوى ببطالان أي قرار يصدر عن مجلس الإدارة أو الجمعية العامة مخالفاً للقانون أو عقد تأسيس الشركة أو نظامها الأساسي أو كان يقصد به الإضرار بمصالح الشركة ، والمطالبة بالتعويض عند الانقضاء ، وتسقط دعوى البطالان بمضي سنة من تاريخ صدور القرار . 5- التصرف في الأسهم المملوكة له والأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة والسندات وفقاً لأحكام القانون ونظام الشركة . 6- الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية بعد الوفاء بما عليها من ديون .

- كما أفرد قانون الشركات الكويتي الجديد نفسه في المادة التي تليها ( 182 ) ذكر **الواجبات المترتبة على مالك السهم** ، ونصها :

( يتحمل العضو في الشركة بوجه خاص الالتزامات التالية : 1- تسديد الأقساط المستحقة على ما يملكه من أسهم عند حلول مواعيد الاستحقاق ودفع فوائد التأخير بمجرد انقضاء الميعاد ودون حاجة إلى إنذار . 2- دفع النفقات التي تكون الشركة قد تحملتها في سبيل استيفاء الأقساط غير المدفوعة من قيمة أسهمه ، والتنفيذ على الأسهم استيفاءً لحقوق الشركة . 3- تنفيذ القرارات التي

العملي ليصادق على تلك الحقوق ، والأدلة والشواهد على ذلك كثيرة ، وأبرزها ما يلي :

- 1- إن مالك السهم - ولو على أساس مضاربي - يحق له الحصول على الأرباح التشغيلية الناتجة عن نشاط الشركة الحقيقي خلال السنة المالية المنصرمة ، وهذا دليل على الارتباط والاتصال بين السهم السوقي والتشغيل الحقيقي للشركة .
  - 2- كما إن حامل السهم له نصيب في أصول الشركة عند تصفيتها ، ومشاركة في الأصول الحقيقية عند تصفيتها دليل على أنه شريك حقيقي ، ويبطل معه " الانفكاك " .
  - 3- كما يمتاز حامل السهم بأولوية الاكتتاب في حالات زيادة رأس مال الشركة .
  - 4- هذا بالإضافة إلى مجموعة حقوق إدارية يكتسبها حامل السهم بصفته شريكا حقيقيا ، ومنها : متابعة ومناقشة الأداء التشغيلي للشركة من خلال حضور الجمعية العامة ، ومنها أيضا : حقه في الترشح لشغل منصب عضوية مجلس الإدارة في الشركة .
- والمقصود :** أن هذه الأدلة تُبطل - بأحاديها فضلا عن مجموعها - خاصية " الانفكاك " ، إذ تثبت قيام حالة من الارتباط الحقيقي بين حامل السهم السوقي وبين التشغيل الحقيقي للشركة .

### ثانيا : الجواب عن الاعتراض على خاصية " الانفكاك " :

إن الاعتراض السابق ذكره يقوم كما رأينا على أدلة وشواهد صحيحة من القانون والواقع العملي للأسهم ، وهو اعتراض وجيه نسلم به من حيث المبدأ ولكننا لا نسلم بنتيجته ، وبيان ذلك فيما يلي :

- 1- لا ننكر وجود نوع ارتباط مباشر بين حامل السهم السوقي والنشاط التشغيلي للشركة المصدرة للسهم ، فإن هذا أمر يقرره القانون ويصدقه الواقع كما سلف ، إلا أننا نرى أن هذا الارتباط ثانوي في " تداول الأسهم " ، إذ إن المقصود الأعلى والهدف

---

تصدرها الجمعية العامة للشركة ما لم يحكم نهائياً ببطانها . 4- الامتناع عن أي عمل يؤدي إلى الإضرار بالمصالح المالية أو الأدبية للشركة والالتزام بتعويض الأضرار التي تنشأ عن مخالفة ذلك . 5- إتباع القواعد والإجراءات المقررة في أنظمة سوق الكويت للأوراق المالية عند التصرف في أسهمه . ( هـ ، المصدر : الموقع الإلكتروني لوزارة التجارة والصناعة بالكويت ( <http://www.moci.gov.kw> ) .

الأعظم لدى المتداول ( المضارب ) يتمثل في جني الأرباح من فرق السعر السوقي ما بين الشراء وإعادة البيع في الأجل القصير .

وأما الحقوق المذكورة فلا يلتفت إليها المضاربون في العادة ، والسبب أنها حقوق بطيئة التحقق والحصول ، حيث يتطلب حصولها زمنا طويلا يزيد على السنة الكاملة ( 12 شهرا ) ، ولا شك أن غاية المضارب على العكس من ذلك تماما ، حيث يتسم تداوله بالسرعة والفورية في الدخول والخروج من السوق ، حتى إن العملية ربما تستغرق لحظة أو لحظات ؛ وهو ما يعرف بالتداول اللحظي .

2- ومما يجب أن يُعلم من سلوك المضارب أنه لا يرضى أبدا بالعوائد الربحية التي قد تحصل له نتيجة النشاط التشغيلي للشركة ، فإنه فضلا عن طول زمن تحصيلها ؛ إلا أنها لا تقارن البتة بحجم الأرباح المضاربية السريعة التي يحققها في اليوم الواحد ، والتي يجنيها المضارب من جراء اقتناص عمليات الدخول والخروج بواسطة الشراء وإعادة البيع ، وخصوصا أن المضاربين يتمتعون بمهارات تجارية كثيرة تساعدهم في استغلال القطيع وفي جرّه إلى السوق من أجل توليد الربح المضاربي من خلالهم ، وهي آليات ومناورات معتمدة ضمن فنون وأدبيات الاستثمار المالي ، فضلا عن آليات التدليس والتغريب التي تعرف باسم " التلاعب والتحايل " في الأسواق المالية 1 .

3- فإذا علمنا أن المضارب لا يرضى بطول الزمن لتحقيق الأرباح التشغيلية كما انه لا يرضى بتدني تلك العوائد مقارنة بالعوائد المضاربية السريعة ، فإننا نفهم حينئذ ما قدمناه من أن نسبة العمليات المضاربية السريعة تشكل ما بين ( 95-97 % ) من إجمالي عمليات التداول في البورصة خلال اليوم الواحد ، بينما تشكل عمليات الاستثمار في الأجل الطويل ( 3-5 % ) .

1- " التلاعب في الأسواق المالية " .. أدشوقي أحمد دنيا ( أستاذ الاقتصاد الإسلامي ، العميد السابق بكلية التجارة - جامعة الأزهر ) ، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة من 19-23 محرم 1432 هـ يوافق 25-29 ديسمبر 2010 م .

4- كما أننا أوضحنا سلفاً أن هذه النسبة إنما تكون في حالة الانتعاش والفورة الربحية المؤقتة للأسواق المالية ، ثم لا تلبث هذه النسبة الضئيلة أن تتلاشى وتزول طيلة زمن الركود والكساد في سوق الأوراق المالية ، ولا سيما بعد حلول الأزمات الاقتصادية وانفجار فقاعات الأسعار الوهمية الناتجة عن القيم المضاربية ، وهذا ما يشهد به واقعنا المعاصر ومنذ عدة سنوات ، وتحديداً منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية ( أغسطس 2008م ) وحتى إعداد هذه الدراسة ( ديسمبر 2013م ) .

**والمقصود :** أننا عندما نقرر خاصية " الانفكاك " في تداول الأسهم لا نعني بها الانفكاك المطلق والانفصال التام من كل الوجوه كما هو متوهم في الاعتراض ، فإن ذلك لا يمكن القول به لوقوعه مصادماً لصريح القانون والواقع ، وإنما نعني بخاصية " الانفكاك " في " محل عقد تداول الأسهم " الانفصال الأغلب وشبه التام ؛ بمعنى أن مقصود المتداول هو ذات الحق المجرد والمنفصل في سوقه الخاص ، وعلى هذا فليس يخل بخاصية " الانفكاك " وجود ارتباط جزئي متمثل ببعض وجوه الارتباط بين الحق المجرد وأصله العيني ، والقاعدة العملية المضطربة في الأسواق المالية " أن وجود أوجه من الارتباط الجزئي لا ينفي قيام حالة الانفكاك والانفصال الأغلب بالأصالة " ، وهو ما تشهد به الأسواق المالية في تداولاتها السوقية للحقوق ، إذ إن ذلك من قبيل الارتباط التبعية وغير المقصود لذاته في " محل عقد تداول الأسهم " 1 .

1- وإن هذه الحقيقة يؤكدها عدد كبير من الخبراء الاقتصاديين ويقفون منها موقفاً حاسماً وواضحاً ، ومنهم الخبير الاقتصادي السعودي في الأسواق المالية أ. طارق الماضي ، حيث يقول في كتابه " أسواق الأسهم .. صراع الدببة والثيران " ( ص 7 ) مانصه : ( في تداولات سوق الأسهم لا تبحث عن المنطق ، بل استسلم لمنطق السوق وتعايش معه ، لا تحاول المقاومة أو تقديم الدعم ، أو أن تبذل محاولات لتغييره أو تقف في وجهه أو تعيد تفسيره ؛ بناء على رؤيتك الشخصية أو طبيعة الظروف المحيطة بك وبه ، لا تحاول أن تؤثر في سوق الأسهم ، ولكن حاول أن تتعلم كيف تتأثر به ، وتستجيب بالطريقة الصحيحة لحركاته وتداولاته وصفقاته ، لا تحاول أن تفهم كل شيء فهذه عملية مستحيلة في تداولات سوق الأسهم .

تخيّل سوق الأسهم فرداً مجنوناً لا يتصرف بطريقة سوية منطقية عقلانية ، عليك أن تحذر عندما تتعامل معه ، عليك أن تدرس سلوكه وتصرفاته وحركته غير المنطقية وغير العقلانية ، وأن ترسم خطواتك وحركاتك المستقبلية بناء على حركته هو ، بدون البحث في أسباب تصرفاته أو كلماته غير القابلة للفهم ، إن نجاحك يتركز في توقع سلوكه وليس في فهم ذلك السلوك ، تذكر دائماً أن ذلك المجنون يمكن استفزازه بسهولة ، له ثورات غير قابلة للتفسير ولحظات فرح وصعود غير متوقعة ، حاول أن تفهم ذلك المجنون ولكن لا تجرب أن تكون صديقاً له .

## **المطلب الخامس : علاقة خاصية الانفكاك بالحق المجرد في الفقه الإسلامي :**

لقد تعرفنا فيما سبق على خاصية " الانفكاك " كإحدى الخصائص الرئيسية في " محل عقد تداول الأسهم " ، وقد رأيت أن من المناسب في هذا الموضوع - وبغية إثراء هذه الدراسة - أن أعرج على مصطلح مشتهر في مدونات الفقه الإسلامي ، حيث استبان لي أن له صلة وثيقة - من جهة موضوعه وأساسه الفني - بخاصية " الانفكاك " بين الحق المجرد وأصله العيني ، والمصطلح الفقهي الذي نستدعيه من مدونات الفقه الإسلامية هو مصطلح " الحق المجرد " ، فما مفهوم هذا المصطلح في مدونات الفقه الإسلامي ؟ وما العلاقة بينه وبين خاصية " الانفكاك " في هذه الدراسة ؟ ، إن الإجابة عن هذه الأسئلة ستكون ضمن العناصر الثلاثة التالية :

**أولاً : مفهوم الحق المجرد في الفقه الإسلامي .**

**ثانياً : موقف الفقه الإسلامي من " بيع الحق المجرد " .**

**ثالثاً : علاقة " الحق المجرد " بخاصية " الانفكاك " في الأسهم .**

---

تذكّر في تداولات سوق الأسهم أنك تبحث فقط عن المال ، لذلك لا تحاول أن تشغل الكثير من وقتك بالفهم أو الإدراك ، مضاربات سوق الأسهم لن تعطي لك المتسع من الوقت للفهم الراسخ ، لذا عليك استبدال الفهم بالحدس والإدراك بالتوقع ، عليك أن تتذكر دائماً أن الأسرع هو الذي يصل أولاً إلى خط النهاية ، وأن المنتصر الأول في سوق الأسهم هو الأسرع في الشراء وفي البيع ، حيث إن عامل السرعة يكون أكثر فاعلية من الإدراك والفهم في تداولات سوق الأسهم ( ا.هـ .

### أولاً : مفهوم الحق المجرد في الفقه الإسلامي :

إن الفقه الإسلامي يميز بين ثلاثة مصطلحات ، كل منها يعدّ من الأشياء التي يجري فيها التصرف ، وهي : العين والمنفعة والحق 1 ، وتمليك العين مقابل العوض يسمى بيعاً ، وثمرته تملك العين مع منفعتها ، وتمليك المنفعة - دون العين - مقابل العوض يسمى إجارة ، وثمرته تملك المنفعة فقط دون العين 2 ، وأما تمليك الحق المعنوي مقابل العوض فيسمى " الاعتياض عن الحق " أو " بيع الحق " ، وثمرته تملك الحق المعنوي بشروطه وضوابطه .

والفرق بين المنفعة والحق أن المنفعة لا يتصور انفكاكها عن العين ؛ خلافاً للحق ، فمثلاً : منفعة الدار المؤجرة لا يتصور انفكاكها عن ذات عين الدار ، وكذا منفعة السيارة المؤجرة لا تنفك أو تستقل عن ذات عين السيارة ، أما الحق فيُتصور جريان التصرف فيه استقلالاً والاعتياض عنه لذاته ما دام مرتبطاً بعين أصله .

ثم تقدم الفقه الإسلامي خطوة ليميز بين نوعين من الحقوق ؛ هما : الحق المقرر في محله ، والحق المجرد عن محله ، فأجاز الأول ومنع الثاني ، ذلك أن ( الحق غير العين ، وفي اللغة : هو الثابت الذي لا يسوغ إنكاره ، من حَقَّ الشيء إذا تَبَّتْ ، فالعين أصل في البيع والحقوق تابعة للأعيان ) 3 ، وتفصيل الفرق بين " الحق المقرر في محله " و " الحق المجرد عن محله " على النحو الآتي :

1- انظر الأشباه والنظائر للسيوطي ص326-327 ، والأشباه والنظائر لابن نجيم ص351 ، والقواعد لابن رجب الحنبلي القاعدة (86) في أنواع الملك ( ص 221-223 ) .  
2- البحر الرائق لابن نجيم ( 2/8 ) .  
3- موسوعة القواعد الفقهية ، د. محمد صدقي البورنو ( 3/ 113 ) .

-1

**الحق المقرر في محله 1 :**

**وضابطه :** ما كان متصلاً بأصله ومنافعه العينية وقيمة الحق تستمد من ذات منافعه، فمن باع هذا الحق المتصل بمنافعه العينية إنما يكون قد باع تلك المنافع المقررة في الواقع . وإن الضوابط العملية ( السوقية ) لبيع الحق المقرر في محله .. تتضمن في الآتي :

أ- أن تكون المنافع مقصودة للمشتري بواسطة شراء الحق ، بحيث يقصد المشتري تملك المنافع أصالة ويتعلق بها غرضه ، وأمانة ذلك أن تؤول إليه حيازة تلك المنافع وتصبح قائمة بيده يملكها على الحقيقة ، ويتصرف فيها تصرف الملاك بأعيان أملاكهم .

ب- أن يكون السعر مقوماً على أساس تلك المنافع المتصلة بالحق ؛ لا على أساس قصد الحق المجرد استقلالاً بذاته . فإن هذين الضابطين يحققان المنافع الاقتصادية الكلية بالإضافة إلى تحقيق منافع الطرفين الجزئية ، كما تعمل هذه الضوابط في الوقت ذاته على منع أية صورة من صور المضاربات السعرية على الحقوق المجردة نظير الزمن ، والتي من شأنها أن تصنع فقاعات وهمية من الأسعار المضاربية الفارغة من النفع الاقتصادي الكلي .

-2

**الحق المجرد عن محله 2 :**

**وضابطه :** ما انفصل عن أصله ومنافعه العينية وصارت قيمته تستمد من ذاته لا من منافعه ، فمن باع هذا الحق المنفصل عن أصله ومنافعه فإنما باع الحق المجرد معزولاً ومنفصلاً عن منافعه .

وإن الضوابط العملية ( السوقية ) الكاشفة للحق المجرد عن محله .. تتضمن في الآتي :

أ/ أن تكون المنافع الحقيقية غير مقصودة للمشتري ولا يلتفت إليها أصالة ولا يتعلق بها غرضه ولا قصده ، وإنما يتمحض قصده في المتاجرة بالحق المجرد استقلالاً بذاته .

1 - وسماه ابن عابدين الحنفي ( الحق المؤكد ) كما حاشية رد المحتار ( 519/4 ) ، وقد يسمى ( الحق المتصل ) أو ( الحق المقترن ) .

2 - هكذا سماه ابن عابدين ، بينما سماها الكاساني ( الحقوق المفردة ) .. وانظرهما في حاشية رد المحتار ( 519/4 ) .

ب/ أن يكون سعر الحق مقوما لا على أساس المنافع المتصلة به ، وإنما على أساس العائد المتوقع من إعادة بيعه مستقبلا .  
 وإن هذين الضابطين يكشفان عن وجود " بيع الحق المجرد " صورة وقصدا ، وهي آلية ربحية تُوَجَّح المضاربات السعرية على الحقوق المجردة نظير الزمن ، والتي من شأنها أن تصنع فقاعات وهمية من الأسعار المضاربية الفارغة من النفع الاقتصادي الكلي .

وإن هذا التفصيل الذي أوردنا بشأن التفريق بين " الحق المقرر في محله " و " الحق المجرد عن محله " هو عين مراد الفقهاء من إطلاقاتهم بشأن " إثبات مالية الحق وإباحة الاعتياض عنه " ، وإليك بعض تعريفاتهم :

أ- تعريف القاضي حسين : ( الحق : اختصاص مُظَهَّر فيما يُقصد له شرعا 1 ) 2 .

ب- تعريف مصطفى الزرقا : الحق هو : ( اختصاص يقرر به الشرع سلطة أو تكليفا ) 3 .

ت- تعريف د. النشمي ( مصلحة شرعية تخول صاحبها الاختصاص أو ترتب التكليف ) 4 .

ونظرا لأهمية المسألة فقد قام مجمع الفقه الإسلامي بدراسة موضوع " الحقوق المعنوية " فأصدر قرارا خاصا في الموضوع ، وقد جاء نص القرار كالتالي :

1- قال د. عبد السلام العبادي : ( وهذا التعريف له وزنه وقيمه العلمية من عدة نواح : الأولى : أنه عرف الحق بأنه اختصاص، وهو تعريف يبرز ماهية الحق بشكل يميزه عن غيره من الحقائق الشرعية . الثانية : أن تعريف الحق بأنه اختصاص يتفق مع آخر ما وصل إليه البحث القانوني . الثالثة : أن وصف هذا الاختصاص بأنه ( مظهر فيما يُقصد له ) يبين أن طبيعة هذا الاختصاص تقوم على وجود آثار وثمار يختص بها صاحب الحق دون غيره في الأشياء التي شرع الحق فيها ، وهذه الأشياء قد تكون مادية أو معنوية . الرابعة : أنه تعريف أحد فقهاء القرن الخامس الهجري ، مما يدل على أن فقهاء الشريعة القدامى قد قاموا بتعريف الحق تعريفا صحيحا ( الملكية في الشريعة الإسلامية د. عبد السلام العبادي ( 97-96/1 ) .

2- الملكية في الشريعة الإسلامية د. عبد السلام العبادي ( 96/1 ) نقلا عن ( طريقة الخلاف بين الشافعية والحنفية للقاضي أبي علي الحسين بن محمد المروزي 462هـ ) مخطوط محفوظ بدار الكتب المصرية (فقه شافعي) برقم ( 1523 ) .

3- المدخل إلى نظرية الالتزام العامة . مصطفى الزرقا ( 11/2 ) .

4- الحقوق المعنوية - بيع الاسم التجاري .. د. عجيل جاسم النشمي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، دورة 5 - 5ع - ج 3 - ص 2294 .



( أولاً : الاسم التجاري ، والعنوان التجاري ، والعلامة التجارية ، والتأليف والاختراع أو الابتكار ، هي حقوق خاصة لأصحابها ، أصبح لها في العرف المعاصر قيمة مالية معتبرة لتمول الناس لها ، وهذه الحقوق يعتد بها شرعاً ، فلا يجوز الاعتداء عليها .  
 ثانياً : يجوز التصرف في الاسم التجاري أو العنوان التجاري أو العلامة التجارية ؛ ونقل أي منها بعوض مالي ؛ إذا انتفى الغرر والتدليس والغش ، باعتبار أن ذلك أصبح حقاً مالياً .  
 ثالثاً : حقوق التأليف والاختراع أو الابتكار مصنونة شرعاً ، ولأصحابها حق التصرف فيها ، ولا يجوز الاعتداء عليها .) 1 .هـ .

### ثانياً : موقف الفقه الإسلامي من " بيع الحق المجرد " :

لقد نظر الفقه الإسلامي إلى مسألة " بيع الحق المجرد " نظرة مَقْصِدِيَّةٍ واِقْتِصَادِيَّةٍ مُعَمَّقَةٍ ، فإذا كان " الحق المجرد " كما سلف هو : " الحق الذي انفصل عن أصله ومنافعه العينية وصارت قيمته تستمد من ذاته لا من منافعه " ، فإن المعاوضة على هذا الحق المجرد قد تحقق الربح للمتعاملين به ، إلا أنه ربح قاصر في علاقة جزئية في الاقتصاد ، إلا أن أثر هذا العقد الجزئي سلبي وضار من المنظور المقاصدي الكلي ، فإن من يشتري هذا الحق المجرد لا يتعلق غرضه بمنافعه الحقيقية في الواقع ، وإنما ينحصر مقصوده في شراء الحق المجرد بغرض إعادة بيعه وتوليد الربح المضاربي من ذلك .

وعلى الرغم من أن الأصل الإباحة في فقه المعاملات المالية إلا أن هذه الإباحة مقيدة بالأ تحدث ضرراً على المستوى الكلي العام ، فالشريعة تهدر المنافع الجزئية إذا أفضت إلى جلب أضرار ومفاسد كلية على مستوى المجتمع والاقتصاد بصفة عامة ، وهذه قاعدة كلية واقتصادية في الشريعة الإسلامية ، وحاصلها : إن كل معاملة مالية تفضي إلى الضرر والمفسدة فهي محرمة ، وإن تعلقت بها مصالح جزئية لبعض المتعاملين ، ومن ذلك بيع الخمر يحرم شرعاً وإن تعلقت به مصالح جزئية للبعض ، والسبب رجحان مفسده وأضراره الكلية .

1- القرار رقم : 43 (5/5) بشأن " الحقوق المعنوية " .. أصدره مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره الخامس المنعقد بدولة الكويت ، بتاريخ 1-6 جمادى الأولى 1409 الموافق 10 - 15 كانون الأول (ديسمبر) 1988م ، وانظر : مجلة المجمع ، العدد الخامس ، الجزء 3 ، ص 2267 .

وإن هذه القاعدة المقاصدية الكلية أرسى القرآن الكريم عمادها في قوله تعالى : { ويسألونك عن الخمر والميسر قل فيهما إثم كبير ومنافع للناس وإثمهما أكبر من نفعهما } 1 ، فقد دلت الآية الكريمة على أن في الخمر وفي الميسر منافع ومصالح جزئية للمتعاقدین عليها ، إلا أن تلك المنافع والمصالح موهومة ومهدرة ولا اعتبار لها لكونها تفضي إلى مفسد وأضرار كلية كبرى وراجحة ، وهو ما دل عليه معنى الميزان في قوله تعالى { وإثمهما أكبر من نفعهما } ، وإن هذا المنهج العقلي يقرره القرآن الكريم في مجال دراسة طبائع المعاملات المالية ؛ وتحليل آثارها ومآلاتها كأحد وسائل الحكم عليها من الناحية المقاصدية .

**ولسائل أن يقول : وما وجه المفسدة الكلية التي تترتب على "بيع الحقوق المجردة" في الاقتصاد ؟**

**والجواب : إن السماح بوجود عمليات " بيع الحقوق المجردة " يعني السماح بوجود سوق مضاربي تُفصدُ فيه الحقوق دون منافعها وأعيانها الحقيقية ، حيث يتم تبادل الحقوق المجردة ( القانونية ) بمعزل عن منافعها الحقيقية المقصودة في الواقع ، وهذا السوق سيستقطب الأموال بالضرورة من أجل تحقيق الربح من مجرد الزمن على أساس المضاربة في الحقوق المجردة ، وهذا السلوك المضاربي المجرد لا يحقق للاقتصاد نفعاً ، لأنه يولد للأموال المستثمرة فيه ربحاً مشتقاً من علاقة الزمن مع الحق المجرد ، وهذه العملية تعني في المقابل تعطيل الرواج والتداول والحركة الحقيقية على مستوى السلع والخدمات ، فيلحقها الركود والكساد فيتضرر الناس بذلك ضرراً بالغا ، حتى إذا تضخمت فقاعة السعر المضاربي تلاشت بالانهيار لتخلف وراءها تضييعاً للأموال وتبيديداً للثروات الهائلة ، فهذه العاقبة إنما يصنعها " بيع الحقوق المجردة " ، وحقيقتها " أكل المال بالباطل " في الشريعة الإسلامية .**

هذا وإن العرف العملي في واقع الأسواق المالية المعاصرة يؤكد أن خاصية " الانفكاك " تستلزم بالضرورة أن ينشأ للحقوق فيها سوق مستقل ؛ بحيث يتم تداول تلك الحقوق فيه بمعزل عن أصلها العيني ، ولا يقتصر الانفصال على ذات الحق بل إن ذات السوق الخاص بتداول الحقوق المجردة هو أيضا منفصل ومستقل تمام الانفصال عن السوق الخاص بأصله العيني ، حيث نجد أن لكل منهما سوق مستقل ؛ وآلية تسعير مستقلة ؛ ونظم إجرائية مستقلة ، وتجار مستقلون ، بل وزبائن مستقلون .

وبناء على إدراك تلك المآلات والتبصر في تلك الأبعاد المقاصدية المشرقة فقد جاء موقف الفقهاء صريحا تجاه مسألة حظر " بيع الحقوق المجردة " منذ القدم ، فمن شواهد ذلك :

أ / أفرد الفقيه ابن عابدين مطلبا مستقلا في بحث المسألة ، فقال : ( لا يجوز الاعتياض عن الحقوق المجردة ، قوله : لا يجوز الاعتياض عن الحقوق المجردة عن الملك ؛ قال : في البدائع : الحقوق المفردة لا تحتمل التملك ولا يجوز الصلح عنها ) 1 .

ب / ولم يقتصر بيان الفقهاء على التنصيص على حظر " بيع الحقوق المجردة " ، وإنما تعدوا ذلك باتجاه تقرير قواعد فقهية كلية في المسألة نفسها ، فمن ذلك القاعدة الفقهية بلفظ " الحقوق المجردة لا يجوز الاعتياض عنها " 2 ، وقاعدة بلفظ آخر " بيع الحقوق لا يجوز بالانفراد " 3 ، وقاعدة فقهية بلفظ ثالث " بيع مجرد الحق باطل " 4 ، ولا شك أن تعدد القواعد وتنوع ألفاظها مع اتحاد دلالتها يوضح لنا مدى وضوح موقف الفقه الإسلامي تجاه مسألة " بيع الحقوق المجردة " 5 .

جاء في موسوعة القواعد الفقهية : ( فالحق غير العين ، وفي اللغة : هو الثابت الذي لا يسوغ إنكاره ، من حق الشيء إذا ثبت ، فالعين أصل في البيع والحقوق تابعة للأعيان ، فبيع الحقوق وحدها دون أصولها لا يجوز ، وهو باطل ... ، والمراد هنا : أن الحقوق المجردة عن الأعيان التي لا يجوز الاعتياض عنها ؛ أي لا تقابل بمال بدلا منها و عوضا عنها ) 6 .

- 
- 1- حاشية رد المحتار لابن عابدين ( 519/4 ) .
  - 2- الأشباه والنظائر لابن نجيم ص212 ، وانظر : موسوعة القواعد الفقهية .. د. محمد صدقي البورنو ( 113/1 ) ، وانظر فيه : ( 148-147/3 ) .
  - 3- شرح الخاتمة ص25 ، وانظر : موسوعة القواعد الفقهية .. د. محمد صدقي البورنو ( 113/3 ) .
  - 4- المبسوط للسرخسي ( 180/23 ) ، وانظر : موسوعة القواعد الفقهية .. د. محمد صدقي البورنو ( 148-147/3 ) .
  - 5- موسوعة القواعد الفقهية .. د. محمد صدقي البورنو ( 114-113/1 ) .

6- وقد ساق د. البورنو القواعد الفقهية المتعلقة بحظر " بيع الحقوق المجردة " وضرب أمثلة لها من واقع مصادر الفقه الإسلامي ، فقال : ( وذلك مثل : حق الشرب - أي النصيب من الماء بدون الأرض - وحق الطريق - أي المرور فيها - وحق التعلّي - أي البناء عليها - وحق المسيل للماء ، وحق الشفعة ، كل ذلك لا يجوز بيعه منفردا ؛ لأنها : توابع ، ولكون بعضها ليس بمال أصلا ، وبعضها مجهول ، أما إذا بيع حق الشرب وحق الطريق والمسيل تبعا للأرض فيجوز .. ، ومن أمثلة الحق المجرد الذي لا يجوز بيعه : حق الشرب : أي النصيب من الماء بدون الأرض ، وحق الطريق - أي المرور فيها - وحق التعلّي - أي البناء الأعلى - وحق المسيل للماء ، وحق الشفعة ، كل

وإنما سُمِّيَ الحَقُّ مجرداً بسبب تجرده وانفكاكه عن أصله ومنافعه المقصودة عادة ، فينفك الحق بحيث يصبح له سوقه الخاص الذي يتم تداوله فيه مجرداً وبمعزل عن أصله ومنافعه الحقيقية ، فإذا تجرد الحق صارت المعاوضة عليه محظورة عند الفقهاء 1 .

### ثالثاً : علاقة " الحق المجرد " بخاصية " الانفكاك " في " عقد تداول الأسهم " :

وبعد أن فرغنا من تصور مفهوم " الحق المجرد " وبيان حَظْرِهِ في الفقه الإسلامي ، نأتي إلى إيضاح العلاقة بين مدلول " الحق المجرد " وخاصية " الانفكاك " في " عقد تداول الأسهم " ، وبيان ذلك على النحو الآتي :

إن ما يعتاض عنه أصالة إما أن يكون عينا أو منفعة ، وكلاهما تنشأ عنه حقوق وآثار عقديّة ، ويلاحظ أن مصدر وجود الحق هو أصله الذي نشأ عنه ، فإذا انفصل الحق التابع لأصله ؛ بأن صار الحق أصلاً بذاته ومحلاً مقصوداً في العقد بمعزل عن أصله ؛ وبات الأصل العيني نفسه منتفياً في العقد وغير مقصود ؛ فإن هذا الوصف الفني يتطابق مع دلالة خاصية " الانفكاك " .

ولقد لاحظ فقهاء الشريعة قديماً هذا العقد بوصفه وخصائصه المذكورة - وإن اختلفت صورته وتطبيقاته في زمانهم - فأطلقوا عليه مصطلح " بيع الحقوق المجردة " ، ونظراً لرجحان مفسد هذه الآلية العقديّة على مصالحها من المنظور الاقتصادي والمقاصدي فقد حكموا عليه بالحظر في نصوص وقواعد فقهية متعددة كما أسلفنا 2 .

وفي العصر الحديث نجد أن فقهاء القانون يعبرون عن خاصية " الانفكاك " أو فكرة " بيع الحق المجرد " بعبارة ( قابلية الحق أو السهم

ذلك لا يجوز بيعه منفرداً ؛ لأنها توابع ، ولكون بعضها ليس بمال أصلاً وبعضها مجهول ، أما إذا بيع حق الشرب وحق الطريق والمسيل تبعاً للأرض فيجوز ) .. موسوعة القواعد الفقهية ، د. محمد صدقي البورنو ( 113 / 3 ) .

1- لقد تنوعت اصطلاحات الفقهاء في التعبير عن المسألة كما تنازعا في بعض تطبيقاتها العملية بحسب اختلاف أعرافهم ، بيد أن جميعهم متفقون على أصل المسألة وأساسها ، ولذلك جاءت القواعد الفقهية بألفاظ متنوعة مع اتحادها في الدلالة على حكم المسألة .

2- ومنها : القاعدة الفقهية " بيع مجرد الحق باطل " ، وانظر : موسوعة القواعد الفقهية .. د. محمد صدقي البورنو ( 113/1 ) .

**للتداول بالطرق التجارية ( 1 )** ، وقد قُبل القانون هذه الآلية العقدية على اعتبار أنها من قبيل الحقوق والملكيات القانونية التي أجاز العرف التجاري بين الناس التصرف فيها والاعتياض عنها .  
 وإنه بمقتضى التأسيس السابق لنظرية **" الحق المجرد "** في الفقه الإسلامي ونظرا لتحققها في صورة السهم السوقي الذي يتم تداوله في سوق الأوراق المالية في العصر الحديث ، فإن الذي يظهر للباحث أن ذلك التصور الفني يستلزم الحكم على **" عقد تداول الأسهم "** بأنه عقد محظور من الناحية الشرعية ، وذلك ضرورة التطابق الفني ما بين قاعدة **" حظر الحقوق المجردة "** وخاصة **" الانفكاك "** وقيامهما صراحة في **" عقد تداول الأسهم " 2** .

1- الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، د. أبو زيد رضوان ، ص 403 ، الشركات التجارية .. دراسة مقارنة ، د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، ص 562 ، الأسهم وتداولها في القانون الكويتي .. دراسة مقارنة ، د. يعقوب ناصر صرخوه ، ص 216 ، تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، عبد الباسط كريم مولود ، ص 77 ، 79 ، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية ، د. صلاح أمين أبو طالب ، ص 21 ، الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 238 .

2- إن هذا الرأي الشرعي الذي أبداه الباحث إنما هو مستند إلى دراسة علمية مطولة في مختلف الجوانب الاقتصادية والفنية والشرعية لعقد تداول الأسهم ، وقد خلصت تلك الدراسة إلى حظر التعامل بعقد **" تداول الأسهم "** من الناحية الشرعية والاقتصادية على حد سواء ، وذلك استنادا للمعطيات العلمية التالية :

**أولا :** لقد صرح جماعة من كبار علماء الاقتصاد الغربي بحظر الأسواق المالية نظرا لفداحة أضرارها الاقتصادية والفنية والشرعية لعد تداول الأسهم ، وقد خلصت تلك الدراسة إلى تصريحات البروفيسور موريس آليه ( الاقتصادي الفرنسي الحائز على جائزة نوبل للسلام ) ، وقد تقدم كلامه بما يعني عن إعادته هنا .

**ثانيا :** من المعلوم أن بيع الحصة المملوكة من الشركة جائز شرعا ؛ لعموم قول الله تعالى : { وأحل الله البيع } ، ويشترط لسلامة المحل المعقود عليه أن يكون حقيقيا ومعلوما لا مفقودا أو مجهولا ، وعلى هذا فلا يجوز شرعا بيع الحصة من الشركة قبل تحقق الوجود والعلم بها ، وإلا حُرِّمَ العقد شرعا لاشتماله على الميسر أو الغرر ، ولذلك فقد اشترط الفقهاء في تباع الحصة في الشركات **شرط " التنضيق "** ، ويقابله في العرف المحاسبي الحديث مصطلح **" تقويم الموجودات طبقا للأسعار الجارية "** ، والسبب أن **" التنضيق "** هو الأداة التي يتحقق بموجبها **نفي الغرر والجهالة** ، وعلى هذا فلو أن شريكا باع حصته قبل شرط **" التنضيق "** فإن بيعه يكون باطلا ؛ لكونه قد باع حصة مجهولة الصفات ، وهو ضابط الغرر المحظور في الشريعة الإسلامية .  
**ثالثا :** ونحن إذا تفحصنا **" محل العقد في السهم السوقي "** ألفيناه محرما من وجوه :

**أحدها :** أن **محل العقد في السهم السوقي** مرتبط بحصة غير معلومة الصفات في شركة معينة ، فإذا حصل بيع السهم فإنما هو من قبيل بيع الغرر والجهالة ، والسبب : أن ما يقابل السهم السوقي على الحقيقة من أصول وموجودات الشركة هو أمر مجهول وغير معلوم .

**وثانيها :** أن **محل العقد في السهم السوقي** مطابق لفكرة **" الحق المجرد "** في الفقه الإسلامي ، ذلك أن السهم في حقيقته عبارة عن **" حقوق مجردة في شخصية الشركة المساهمة قابلة للتداول في سوقها "** ، فثبت بذلك أن السهم السوقي المعاصر لا يعدو أن يكون **" حقا مجردا "** يتم تداوله بالطرق التجارية بيعا وشراء ، وهو منفصل عن الأصول والموجودات الحقيقية للشركة في الواقع ،

وإن انفصال الحق عن أصله يجعله " التزاما مجردا " ، وقد اتفق فقهاء الشريعة الإسلامية على قاعدة " حظر المتاجرة ببيع الالتزامات المجردة " مطلقا ، ومن صورها " بيع الحقوق المجردة "

وثالثها : أن آلية " عقد تداول السهم " تتطابق مع آلية " عقد الربا " ، والجامع بينهما : " المتاجرة بالالتزامات المجردة " ، كما سنراه في الفهم العميق الذي أبداه الصحابي الجليل عبد الله بن عباس - رضي الله عنهما - .

والحكمة التي قصدها الفقه الإسلامي من وراء حظر " بيع الحق المجرد " : أنها آلية عقدية تجارية تسمح بإنشاء سوق مضاربي يتم فيه تبادل الحقوق المجردة ( القانونية ) بمعزل عن منافعها الحقيقية المقصودة في الواقع ، وهذا السوق يستقطب الأموال فيما لا نفع فيه للمجتمع والاقتصاد ، فيتضرر الناس بذلك ضررا بالغا ، حتى إذا تضخمت فقاعة السعر المضاربي تلاشت بالانهيار لتخلف وراءها تضييعا للأموال وتبيدا للثروات الهائلة ، فهذه العاقبة إنما يصنعها " بيع الالتزامات والحقوق المجردة " ، وحقيقتها " أكل المال بالباطل " المحظور في نصوص القرآن الكريم والسنة النبوية المطهرة .

وقد أسلفنا في صلب الدراسة أن خاصية " الانفكاك " أو " الحق المجرد " لا يستلزم أي منهما الانفصال التام بين الحق وأصله من كل الوجوه ؛ فإن ذلك فهم غير صحيح ، بل ثمة ارتباط جزئي بين ملكية السهم وأصول الشركة ، إلا أنه ارتباط تباعي وغير أصلي ، وذلك مثل : حق الحصول على أرباح نهاية المدة ، أو حق استيفاء نصيبه العيني عند التصفية ، إلى جانب حقوق إدارية أخرى ؛ مثل : حضور الجمعية العمومية وحق التصويت ، فإن جميع تلك التعلقات جزئية وتابعة وغير مقصودة أصالة في " عقد تداول الأسهم " ، وخصوصا أن ما يزيد على ( 95-97% ) من المتعاملين في البورصات في اليوم الواحد هم من شريحة المضاربين ، والذي يتمحض مقصودهم في جني أرباح المتاجرة من عمليات شراء وإعادة بيع السهم ؛ كحق مجرد في الأجل القصير . ولنطرح السؤال التالي : لو أن مالكا لأسهم جاء إلى سوق الأوراق المالية وطالب بقبض حصته الحقيقية من أصول الشركة وموجوداتها الحقيقية لاعتبر الناس ذلك سفها وجهالة ومناقضة للواقع ، إذ إن الواقع العملي الذي يشهد به الحس والواقع ويؤكد العقل والمنطق المالي أن طلب حيازة مالك السهم لأصول الشركة التشغيلية هو أمر مستحيل ؛ بل محظور من الناحية القانونية في غير حال التصفية النهائية للشركة ، إذ الأسواق المالية لم توضع لهذا ، والسبب ببساطة أننا في رحاب سوق خاص ما وجدَ إلا لتداول الحقوق المجردة والمنفصلة عن أعيانها ومنافعها الحقيقية ، فبات طلب الحيازة العينية أمرا مستهجنا ومستكرا في سوق تداول " الحقوق المجردة " . هذا وإن الأدلة الشرعية الدالة على حظر " عقد تداول الأسهم " كثيرة ، بيد أنني سأكتفي بدليل شرعي واحد فقط ، وهو ما اشتهر في كتب السنة النبوية باسم " أثر بيع الصكك " ، وبيانه كالآتي :

### 1- نص الأثر :

جاء في صحيح مسلم ( كتاب البيوع (22) / باب 8 " بطلان بيع المبيع قبل القبض " ) : أن صُكوكًا خَرَجَتْ لِلنَّاسِ فِي زَمَنِ مَرْوَانَ بْنِ الْحَكَمِ بِطَعَامِ قَتَبَائِعِ النَّاسِ تِلْكَ الصُّكُوكُ قَبْلَ أَنْ يَسْتَوْفَوْهَا ، فَقَالَ لَهُ أَبُو هُرَيْرَةَ - رضي الله عنه - : " أحللت بيع الصكك " ، وفي لفظ : " أحللت الربا يا مروان " ، كما روى مالك في الموطأ : أن صكوكًا خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار ، فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم ؛ قبل أن يستوفوها ، فدخل زيد بن ثابت ورجل من أصحاب النبي - صلى الله عليه وسلم - على مروان بن الحكم ؛ فقالا : أتحل بيع الربا يا مروان ، فقال : أعود بالله وما ذلك ، فقالا : هذه الصكوك تبايعها الناس ؛ ثم باعوها قبل أن يستوفوها ، فبعث مروان بن الحكم الحرسَ يَتَّبِعُونَهَا ؛ ينزعونها من أيدي الناس يردونها إلى أهلها .

### 2- فقه الأثر :

لقد اشتملت الصورة الواردة في أثر " بيع الصكك " على آلية " عقد تداول الأسهم " ، كما تحقق فيها خصائص العقد نفسه ، وهما : خاصية القابلية للتداول ، وخاصية الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني ، ولنوضح ذلك في الآتي :

**أما الخاصية الأولى فهي " القابلية للتداول "** ؛ فقد بينها الراوي بقوله : ( هذه الصكوك تبايعها الناس ؛ ثم باعوها قبل أن يستوفوها ) ، وهذا اللفظ دال بوضوح على تحقق مبدأ التداول وقصد الناس المتاجرة بالصكوك بطريق الشراء وإعادة البيع ، بقصد توليد الربح من فروقات الأسعار في الأجل القصير ، وهذا دال على نشأة سوق مستقل في عرف الناس يتم فيه تداول الحقوق المجردة المناطة بالطعام دون الطعام ذاته ، ولذلك استعمل الراوي حرف ( ثم ) ، وهو الدال على الترتيب مع التراخي ، والغرض البلاغي إثبات التعاقب والانفصال بين العقدين ( الشراء ، وإعادة البيع ) ليصيرا بالتعاقب عقدا واحدا هو " عقد تداول الحقوق المجردة " .

**أما الخاصية الثانية فهي " الانفكاك " بين الحق المجرد وأصله العيني ؛** فهذه الخاصية تمثلت في ذات " الصكوك " وهي الوثائق التي توثق الطعام للجنود ، ويلاحظ هنا تحقق " فكرة الاندماج بين الحق والصك " ؛ وهي التي طرحها بعض فقهاء القانون المعاصرين ، فهذه الوثائق " الصكوك " بدأ الناس يتبايعونها فيما بينهم ، وهذا يعني أنه صار لها سوق مضاربي يتم تداولها فيه بالطرق التجارية الربحية ، وقد دل على تحقق خاصية " الانفكاك " قول الراوي : ( ثم باعوها قبل أن يستوفوها ) ، فأفاد بأن المحل المعقود عليه في الصكوك لم يكن يُقبَضُ ؛ لأنه صار عبارة عن " حقوق مجردة " مرتبطة بأعيان الطعام ؛ وقد جرى التبايع عليها والمتاجرة بها بقصد الربح ، وهي منفصلة عن الطعام الذي هو أصلها ، والنتيجة أن الطعام بقي راکدا في مكانه لم يتحرك ولم يُقبَضُ ، بينما الناس يتداولون تلك الصكوك على أنها حقوق تتطوي على التزام على بيت المال لصالح مالك الصك ، فثبت بذلك الوصف الدقيق أن " الحق المجرد " قد انفصل عن أصله الذي هو " الطعام " هنا ، وصار يُتداول بقصد الربح من فروقات الأسعار في الأجل القصير ، ويلاحظ هنا : أن الصك ما زال له تعلق جزئي بالطعام ، إلا أنه تعلق غير مقصود لدى المتداولين بالصك ، ذلك أن غرض المتداول منحصر في توليد الربح من فرق السعر بين الشراء وإعادة البيع لا غير . والمقصود أن حادثة " بيع الصكوك " تعتبر من أوائل تطبيقات " عقد التداول المالي " في عصر كبار الصحابة ، وقد اجتمعت فيها خصائص " عقد تداول الأسهم " ، فحظرها كبار علماء الصحابة ؛ مثل : ابن عباس وأبو هريرة وزيد بن ثابت وغيرهم - رضوان الله عليهم أجمعين - ، كما نهضوا إلى ولي الأمر على سبيل الإنكار لهذه المعاملة الباطلة ، والذي أجابهم بعد الاستبصار فأمر الجند بإنكار ذلك باليد ، فاستقر إجماعا علنيا ظاهرا زمن الصحابة والتابعين - رضي الله عنهم أجمعين - ، ولم يُعرف لهم فيه مخالف ، ومن جليل ما يلحظ في حادثة " بيع الصكوك " أن ولي الأمر قد امتثل إنكار الصحابة فعمد إلى إبطال خاصية " القابلية لتداول الحقوق المجردة " ، فكان في ذلك قضاء على نبتة التعامل بالباطل في مهده ؛ ممثلا بصورة قديمة من صور التداول المالي . ولقد تفنن كبار الصحابة في حظر هذه المعاملة وبيان سبب حظرها لولي الأمر ، فمن تلك الطرائق ما يلي :

أ/ أنهم وصفوها تارة بقولهم : " أحلت بيع الصكوك " ؛ فدل ذلك على أن الأصل المستقر عندهم - ذمنا وواقعا - أن بيع الصكوك في أصله محرم ؛ بدليل قولهم " أحلت " ، والتحليل لا يكون إلا لما أصله التحريم ، وسبب حظرهم لهذه العملية ما لاحظوه من توافر خاصية الانفكاك والانفصال إلى جانب خاصية تداول الحق المجرد بالطرق التجارية ؛ طلبا للربح من الشراء وإعادة البيع في الأجل القصير ، والحظر هنا جاء متعلقا بركن المثلث في ميزان التبادل المالي .

ب/ كما وصفوها تارة أخرى بقولهم : " أحلت الربا يا مروان " وفي لفظ " أتحل الربا يا مروان " ، فدل ذلك على أن الأصل المستقر عندهم أن بيع الصكوك يفضي إلى الربا بالضرورة العقلية ، ووجه الربا أن المشتري يدفع الثمن ( النقد ) مقابل شراء الحق المجرد ، ثم يبيع الحق المجرد نفسه إلى من يشتريه بمقابل نقدي أعلى ، فيكون المتداول للصك هنا إنما وكّد الربح من مجرد بذل النقد مقابل نقد أعلى منه وفي الأجل ، وهو بذلك لا يلتفت إلى عين الطعام فضلا عن طلب تحصيله أوقبضه ، فاجتمع بذلك ربا الفضل والنسيئة ؛ ولا سلعة ذات نفع حقيقي بينهما فثبت بذلك وصف للربا المحرم في الإسلام ، وبدل لذلك من المنظور المقاصدي أن العملية تمحضت في توليد الربح عن طريق الالتزام المجرد في الذمة ، ولم يظهر لها أثر في الحركة الحقيقية للسلع والخدمات داخل

### خاتمة : الفروق بين خاصيتي " التداول " و " الانفكاك " :

لقد تناولنا في المبحثين السابقين من هذا الفصل الخاصيتين الأساسيتين التي تميزان " محل عقد تداول الأسهم " ، وقد صح لنا بموجبها المطالبة بإفراد هذا العقد استقلالاً تحت مسمى جديد وبأحكام جديدة تخصه وتناسب طبيعته التي لا تنضوي تحت أي من العقود المسماة .

ولإحكام مفهوم خاصيتي " التداول " و " الانفكاك " أرى من المناسب أن نختتم هذا الفصل بإيضاح الفروقات الأساسية بين الخاصيتين ، وسأوجز بيان تلك الفروق على النحو التالي :

#### أولاً : التداول من خارج السهم والانفكاك من ذاته وداخله :

إن " التداول " صفة ملازمة للسهم ولكنها تحيط به وتقترن به من خارجه ، بينما " الانفكاك " يلزم السهم السوقي في ذاته ومن داخله وفي أصل بنيته وتكوينه ، وبرهان ذلك أنك قد تجد أسهما لا يتداولها أصحابها لفترات طويلة ، وربما بقيت عندهم سنوات متطاولة ، والسبب أن " التداول " أمر لازم للسهم من خارجه وليس من ضرورة وجوده في ذاته ، بينما نجد " الانفكاك " يمثل ضرورة من ضرورات القيمة السوقية للسهم ، حتى إذا زال " الانفكاك " زالت معه بالضرورة القيمة السوقية لتحل محلها القيمة الدفترية أو الحقيقية للسهم .

الاقتصاد ، الأمر الذي يتولد من الربح الجزئي بغير طريق النفع الكلي ، وهو أمر محظور في الشريعة الإسلامية .

ج / لقد كان من عميق فقه ابن عباس - رضي الله عنه - أنه لم يقصر أمر " المتاجرة بالحقوق المجردة " على الطعام فقط ، وإنما نص صراحة بقوله " ولا أحسب كل شيء إلا مثله " ؛ أي أن الحكم يسري على جميع " الحقوق المجردة " سواء كانت في الطعام أو في غيره ، كما أنه وصفه أيضاً بأنه من قبيل " الربا " ، وقد سأله تلميذه طائوس عن وجه وصفه " بيع الصكاك " بأنه من قبيل الربا ؛ فأجابه ابن عباس بقوله : ( ألا تراهم يتبايعون بالذهب والطعام مرجاً ) ، ومعناه : أنه استفهم عن سبب هذا النهي فأجابه ابن عباس بأنه إذا باعه المشتري قبل القبض وتأخر المبيع في يد البائع فكأنه باعه دراهم بدراهم ، أي فإذا اشترى طعاماً بمائة ( 100 ) دينار مثلاً ودفعها للبائع ولم يقبض منه الطعام ، ثم باع الطعام لآخر بمائة وعشرين ( 120 ) ديناراً ؛ وقبضها مع بقاء الطعام في يد البائع لم ينتقل أصلاً ، فكأنه باع مائة دينار ( 100 ) بمائة وعشرين ديناراً ( 120 ) ، وبهذا الجواب يثبت الربا في " بيع الصكاك " بجامع " المتاجرة بالالتزامات المجردة نظير الزمن " ، كما يثبت بهذا العمق في الفهم أن الحظر لا يختص بالطعام فقط ، بل هو عام في " الحقوق المجردة " كافة ، مهما كان أصلها ومصدرها .

والخلاصة : أن أدلة حظر " عقد تداول الأسهم " من الناحية الشرعية كثيرة ومتعددة ، وقد اقتصرنا على نموذج واحد منها ، على أن بقية الأدلة يتطلب استقصاء لا يتناسب مع طبيعة هذه الدراسة القانونية ، وهو ما يمكن الرجوع إليه في الدراسة المطولة المشار إليها .



### ثانيا : التداول قد يتخلف والانفكاك لا يتخلف :

لما كان " التداول " من خارج بُنية السهم السوقي فإنه قد يتخلف في الواقع ، بحيث لا يتم تداول السهم لمدد وسنوات طويلة ، ولذلك وصفت الخاصية قانونا بأنها " القابلية للتداول " ، بينما " الانفكاك " لا يتصور أن يتخلف في الواقع إلا عندما تُنزع عن السهم صفة " التداول " ، فتزول تبعاً لذلك القيمة السوقية ، فيعود السهم حصة حقيقية مشاعة في شركة طبيعية ، ويعبر عن السهم حينئذ بالقيمة الدفترية ( الفعلية ) .

### ثالثا : التداول خاصة معنوية والانفكاك خاصة حسية :

إن خاصية " التداول " تحكي صفة معنوية مضافة إلى السهم ، ولذلك ربط القانون لزومها بالنظام العام ؛ وإن تخلفت في الواقع ، بينما خاصية " الانفكاك " تحكي صفة مادية وحسية ينفصل بها الحق في السهم عن أصله العيني ، وقد ميزها خبراء المحاسبة المالية بالترقة الحسية بين القيمة الدفترية ( التشغيلية ) للسهم ، والقيمة السوقية ( المضاربة ) للسهم ، كما إن التباين سعري بين القيمتين يعكس تباين العرض والطلب الحسي على موضوعهما .

## الفصل الرابع

# الموقف القانوني من ماهية السهم

بعد أن تَعَرَّفْنَا في الفصلين السابقين على فهم الطبيعة الفنية لمحل " عقد تداول الأسهم " ، وعلى الخصائص التي تميز هذا العقد عن غيره من العقود المالية ، فقد خصصت هذا الفصل لغرض الدراسة التحليلية حول " الموقف القانوني من ماهية السهم " ، حيث يتطلب ذلك أن تتناول الدراسة بيان الطبيعة القانونية للسهم ، وذلك من خلال التعرف على أقسام الحقوق في القانون المدني ، بالإضافة إلى إثبات أن الحق في السهم من الحقوق الشخصية .

كما يتناول هذا الفصل عرضاً تحليلياً لآراء فقهاء القانون التجاري حول ماهية السهم ، وذلك من خلال بيان المذهب ، مع إيضاح أدلته ، والتعريفات المخرجة عليه ، وأخلص إلى تقييم الخلاف المذكور وفق مدخلين ؛ أحدهما : إجمالي ، والآخر : تفصيلي ، منهجين ؛ وأصل من ذلك كله إلى بيان الراجح في الخلاف المذكور .

ولذا فقد جاء هذا الفصل في ثلاثة مباحث على النحو التالي :

**المبحث الأول : الطبيعة القانونية للحق في السهم .**

**المبحث الثاني : الآراء الفقهية حول ماهية السهم .**

**المبحث الثالث : تقييم الخلاف مع الترجيح .**

## **المبحث الأول : الطبيعة القانونية للحق في السهم**

إن من لازم البحث القانوني في " عقد تداول الأسهم " أن نؤسس ببيان أقسام الحقوق في فقه القانون ، وذلك في طريقنا نحو تحديد طبيعة الحق في السهم وإلى أي من تلك الأقسام ينتمي ، وهذا يتطلب منا التمييز بين أقسام الحقوق ابتداء ، ومن ثم دراسة تبعية السهم للقسم المناسب منها .  
وعليه فسأتناول هذا المبحث طبقاً للمطلبين التاليين :  
**المطلب الأول : أقسام الحقوق في القانون المدني .**  
**المطلب الثاني : إثبات أن الحق في السهم من الحقوق الشخصية .**

### المطلب الأول : أقسام الحقوق في القانون المدني :

**يعرف الحق بأنه 1 :** استنثار شخص بشيء أو بقيمة استنثارا يقره القانون ، ويقسم الحق إلى تقسيمات كثيرة ، منها : الحقوق المالية التي ترادف مصطلح المال ، فقد نصت المادة ( 53 ) من القانون المدني الأردني على أن ( المال كل عين أو حق له قيمة مادية في التعامل ) ، وتشمل الحقوق المالية كلا من الحقوق الشخصية والحقوق العينية والحقوق المعنوية .

**ويعرف الحق العيني بأنه :** ( سلطة يعينها القانون لشخص معين على شيء معين ، وبموجبها يستطيع الشخص أن يستخلص لنفسه ما للشيء من فوائد اقتصادية ) 2 ، فهو سلطة استثنائية مباشرة يقرها القانون .

**بينما يعرف الحق الشخصي بأنه :** ( رابطة قانونية ما بين شخصين دائن ومدين ، يخول للدائن بموجبها مطالبة المدين بإعطاء شيء أو القيام بعمل أو بالامتناع عن عمل ) 3 .

ولإثبات الفرق بين الحقوق العينية والحقوق الشخصية فإن فقهاء القانون المدني يبادرون إلى طرح جملة من الفروقات والخصائص المميزة لكلا النوعين ، ويمكننا تلخيصها على النحو الآتي 4 :

- 1- الحق العيني حق مطلق بينما الحق الشخصي حق نسبي .
- 2- الحق العيني يرد على شيء معين بالذات بينما الحق الشخصي يرد على القيام بعمل أو الامتناع عن عمل.
- 3- الحق العيني الأصل فيه أنه حق دائم بينما الحق الشخصي الأصل فيه أنه مؤقت .

1- انظر : حق الملكية في ذاته في القانون المدني ، د. محمد وحيد الدين سوار ، ص12-13 ، الوجيز في شرح القانون المدني ( الحقوق العينية ) ، د. علي هادي العبيدي ، ص5-8 ، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد .

2- الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 8 / 183 ) .

3- المصدر السابق ، ( 8 / 183 ) .

4- انظر : حق الملكية في ذاته في القانون المدني ، د. محمد وحيد الدين سوار ، ص12-13 ، الوجيز في شرح القانون المدني ( الحقوق العينية ) ، د. علي هادي العبيدي ، ص5-8 ، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 8 / 209-214 ) .

- 4- الحقوق العينية قابلة للحيازة لأنها تقع على شيء مادي بينما الحقوق الشخصية فهي غير قابلة للحيازة لأنها تقع على أمر معنوي هو القيام بعمل أو الامتناع عن عمل .
- 5- النزول عن الحق العيني مناط بإرادة صاحبه بينما صاحب الحق الشخصي لا يسوغ له النزول عن حقه بالرغم من إرادة المدين إذ للمدين الحق في أن يرد الإبراء من الدين .
- 6- الحق العيني يخول صاحبه ميزتي التتبع والتقدم بينما الحق الشخصي لا يخول صاحبه هاتين الميزتين .
- 7- الحقوق العينية أوردها القانون على سبيل يشبه الحصر ؛ بينما الحقوق الشخصية ليست كذلك .
- وهنا يثور السؤال : هل ملكية الأسهم تصنف تبعا للحقوق العينية أم الحقوق الشخصية ؟ ونجيب عن ذلك في المطلب التالي .

## المطلب الثاني : إثبات أن الحق في السهم من الحقوق الشخصية :

في ضوء ما تقدم ذكره بشأن " الفروقات الجوهرية بين الحقوق العينية والحقوق الشخصية " فإنه يمكننا تصنيف الأسهم ضمن الحقوق الشخصية ، ويمكننا التذليل على ذلك من خلال تطبيق الفروقات السابقة على الحق في السهم ، وذلك على النحو التالي :

- 1- إن الأسهم من الحقوق الشخصية ؛ لأن الحق فيها لا يرد على شيء معين بالذات ؛ بل السهم وارد على حقوق معنوية مشاعة ، ويتمثل أثرها في الزام الطرف الثاني بالقيام بعمل أو الامتناع عن عمل ، فمالك السهم يستحق من الشركة تسليمه العوائد والأرباح المتحققة شريطة إقرار الجمعية العامة .
- 2- إن الأسهم من الحقوق الشخصية ؛ لأن مالك السهم ليست يده مطلقة في التصرف ، بل هو حق نسبي مناط بجهة الشركة ؛ بدليل القيود الكثيرة الواردة عليه والتي تخرجه عن المفهوم الطبيعي لصلاحيات الحصة في شركة الأشخاص .
- 3- إن الأسهم من الحقوق الشخصية ؛ لأن الحق في السهم هو حق مؤقت بحسب العمر المحدد للشركة - وفقا لعقد التأسيس والنظام الأساسي - أو بحسب ما يطرأ عليها من خسارة أو إفلاس أو تصفية .
- 4- إن الأسهم من الحقوق الشخصية ؛ لأن الحقوق التي ينطوي عليها السهم ليست قابلة للحيازة بذاتها ، وذلك بسبب أنها ليست واردة على شيء مادي معين بذاته ، وإنما الحق في السهم يقع على ملكية أمر معنوي مشاع ومنفصل عن الأصول الحقيقية للشركة .
- 5- إن الأسهم من الحقوق الشخصية ؛ لأن مالك السهم لا يملك الخروج من الشركة بصورة مطلقة ولا حلها من تلقاء نفسه ، وإنما هو مجبر على الاحتفاظ بالسهم ولو لم يكن راغبا فيه حتى يجد بديلا يحل محله في الشركة ؛ وذلك بأن يتنازل له عن ملكية السهم فيحل محله ، وهذا على خلاف طبيعة الحصة في شركات الأشخاص ، حيث يمكن للشريك أن يطلب حل الشركة وتصفيتها ليحصل على حصته منها ، كما يمكن أيضا اللجوء إلى التنضيق الحكمي ، وهو إجراء التقويم الحقيقي لموجودات الشركة طبقا للأسعار الجارية ، بحيث يتم تقويم الشركة بدقة

كأساس للعلم بحقوق الشركاء عند التخارج ، ومن ثم يتم الخروج ببيع الحصة ؛ ولو بعلاوة متفق عليها .

6- إن الأسهم من الحقوق الشخصية ؛ لأنها لا تخول صاحبها ميزتي التتبع والتقدم ، والسبب أن الأسهم في حقيقتها عبارة عن ملكية لحقوق مشاعة في الشخصية المعنوية للشركة ، فكيف يتم تتبع المشاع غير المعين بالعين والذات .

**وبالجملة فإن خصائص الحقوق الشخصية تنطبق بكفاءة على خصائص ملكية السهم ، وفي المقابل يتعذر على فقيه القانون أن يصنف الحق في السهم ضمن طائفة الحقوق العينية ، فليس السهم حقا مطلقا لا تعلق للغير بصلاحيه التصرف فيه ، وليس السهم معينا بعين مادية مشخصة بالذات ، ولا يقبل موضوعه الحيازة ؛ ضرورة كونه مشاعا في الشخصية المعنوية للشركة .**

ولذا فقد استقر العرف الفقهي بين القانونيين على اعتبار أن السهم من قبيل الحقوق الشخصية ، حتى ذهب بعضهم إلى اعتبار هذه المسألة من مسائل الإجماع العملي بين فقهاء القانون ، وفي ذلك يقول د. عبد الباسط مولود : ( إن هناك نوع من الإجماع بين الفقهاء على أن حق المساهم في الشركة هو من الحقوق الشخصية ، والحق الشخصي ذو طبيعة منقولة دائما ، وأن السهم يحتفظ بطبيعته المنقولة ولحين انقضائها ) 1 .

1- وتأسيسا على هذه المسألة فإن طائفة من فقهاء القانون لم يجدوا ملاذا من القول بأنه ما دام الحق في السهم ينطوي على حق شخصي ، فليس ذلك على الحقيقة إلا العلاقة الدائنية ، إذ ( إن الشريك أو المساهم يرتبط بحق دائنية تجاه الشركة ، ويتمثل هذا الحق للمساهم بأن يكون له حق في نسبة معينة من الأرباح تتناسب وعدد الأسهم التي يمتلكها ) .. انظر : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 69-70 .



## المبحث الثاني : آراء فقهاء القانون حول ماهية السهم

لقد تعددت آراء فقهاء القانون التجاري حول " ماهية السهم " ، فبعض فقهاء القانون غلب الجانب العيني على طبيعة السهم فاعتبره حصة فعلية من الأصول العينية الحقيقية للشركة ، بينما ذهب آخرون إلى تغليب الشخصية المعنوية للشركة فجعلوا السهم ملكية قاصرة على الشخصية المعنوية دون أن يتعدى إلى الأصول الحقيقية للشركة ، في حين اتجه آخرون إلى إنزال السهم - بمجموع ما فيه من حقوق ملكية - منزلة العين المجردة القابلة للتداول والمتاجرة فيها بذاتها وفي سوقها، فهي سلعة مادية أشبهت سائر السلع والخدمات .

وقد ذهبت طائفة رابعة إلى أن السهم ذو طبيعة دائنية لا تمت إلى فلسفة الشركة الحقيقية بصلة، وانتهت طائفة خامسة إلى أن السهم يتعذر تكييفه وفق أي من الاتجاهات الأربعة السابقة ، وإنما السهم في حقيقته عبارة عن حق من نوع خاص ، بحيث يجب أن تصاغ أحكامه القانونية طبقاً لهذا الواقع ذي الطبيعة الخاصة ، وهذا هو خامس الآراء في طبيعة السهم في الفقه القانوني، وفي هذا المبحث سأتناول كل مذهب منها بالدراسة ، وذلك من خلال خمسة مطالب على النحو الآتي :

**المطلب الأول :** السهم وثيقة تمثل حصة عينية شائعة في الأصول الحقيقية للشركة .

**المطلب الثاني :** السهم وثيقة تمثل حصة شائعة في الشخصية المعنوية للشركة .

**المطلب الثالث :** السهم عين مجردة بذاتها يتم تداولها والمتاجرة بها في سوقها .

**المطلب الرابع :** السهم وثيقة تثبت حق دائنية مالكة .

**المطلب الخامس :** السهم حق من نوع خاص .

على أنني تناولت كل مطلب منها في ثلاثة عناصر رئيسية ، وهي :

1. بيان المذهب .

2. بيان أدلة المذهب .

3. ذكر التعريفات المخرجة على المذهب .

## المطلب الأول : السهم وثيقة تمثل حصة عينية شائعة في الأصول الحقيقية للشركة :

### أولا : بيان المذهب :

يرى أصحاب هذا المذهب أن السهم يمثل حصة حقيقية في الشركة ، وأن مالك السهم يعد شريكا ومالكا حقيقيا بنسبة ما يملكه من الأسهم مقابلا بالأصول الحقيقية للشركة المصدرة للسهم ، وأن السهم حق شراكة يمتد إلى الأصول الحقيقية للشركة ، بل هو عندهم دال بالمطابقة على إثبات ملكية المساهم للأصول الحقيقية بصورة شائعة ؛ أشبه ملكية الشريك في شركة الأشخاص ، وعلى هذا فإن السهم ينظر إليه بصورته البسيطة المرادفة لفكرة الحصة في الشركة ، حيث السهم لا يعدو أن يكون دليلا توثيقيا لحقيقة ما يملكه المساهم في الأصول الحقيقية للشركة ، إلا أن السمة المضافة للسهم أنه قابل للتداول والتنازل عنه بعوض .

وإن هذا المذهب يجد له أساسا علميا في فكرة " الحق العيني " في القانون ، حيث إن طبيعة السهم تعني سلطة مباشرة لمالك السهم على موضوعه ، وموضوع السهم مجموعة الأصول العينية الحقيقية وما يتبعها من حقوق أخرى ، فهو حقٌ مُكسبٌ للاستثمار بملكية الأسهم ، وإن سلبَ صفةَ الشريك الحقيقي من مالك السهم مناقضةٌ للعرف والواقع .

### ثانيا : بيان أدلة المذهب :

يذهب أصحاب هذا الرأي إلى تقرير أنه لا مناص من اعتبار السهم يمثل حصة حقيقية في أصول الشركة 1 ، ويستدلون على ذلك بالأدلة التالية :

1- إن هذا الرأي يتفق تماما مع مقتضى أحكام قوانين الشركات ، والتي تمنح المساهم حق التصرف بالسهم بكافة أوجه التصرفات ؛ كالبيع والوصية والهبة والرهن ، وهي سلطة أصيلة يتمتع بها كل مالك على ما يملكه من ممتلكات أو حقوق ، فالشركة تملك فعلا الأسهم التي اكتتبت بها المساهمون ، وإن كانت في الوقت نفسه تعتبر مملوكة لجميع المساهمين ، إذ يمتلك كل واحد منهم نصيبا معيناً في رأس مال الشركة ، ويستطيع التصرف به بكافة

1- تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 70 .

أوجه التصرفات القانونية ، مثل : بيع السهم أو هبته أو الإيحاء به أو رهنه 1 .

2- يضاف لذلك أن العناصر الموجودة في هذا الحق تشير إلى أنه حق خالص للمساهم يجري في مواجهة الكافة ، مما يؤهله للاستئثار به وجني ثماره ممثلة بالربح ؛ وأية منافع أخرى مضافة إلى السهم ، وأنه يؤول إلى خلفه الخاص بطريق الإرث ، وإن خاصية الاستئثار بالحق ومنع الغير من التعدي على ملكيته في الأسهم دليل قاطع على تحقق الملكية بمفهومها العيني المباشر .

3- إن المساهم يملك وحده حق التصرف في السهم بالبيع ، وهذا يقتضي الحيازة الشخصية ، وهو المستقر في الواقع في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، والتداول وإن كان يجري على السهم من دون أن يسري على الأصول الحقيقية للشركة إلا أن ذلك لا يعني الإخلال بمبدأ الملكية الحقيقية ، وخصوصاً أن الاستحقاق الحقيقي ( العيني ) للمساهم على أصول الشركة لا يتأكد إلا عند تصفية الشركة وتقسيم موجوداتها ، وهذا من قبيل الشروط التي يتواضع عليها الشركاء ، فإن القيود الواردة على التصرف في ملكية الشركات لا ينفي تحقق وجودها 2 .

ولقد برز هذا المذهب ضمن أدبيات الخلاف في الفقه المصري ، حيث ذهب رأي في الفقه إلى القول ( بأن حق المساهم في الشركة حق ملكية خالص يسري في مواجهة الكافة ، بدليل أنه حق يجوز التصرف فيه بعوض أو بغير عوض ، كما أن لصاحبه جني ثماره المتمثلة في الأرباح ، وعليه غرمه المتمثل في الخسارة ، فضلاً عن أنه حق يجوز رهنه وانتقاله إلى الورثة ، وكل هذه عناصر تؤكد أن حق المساهم في الشركة حق ملكية ، وإن كان الحق لا تكتمل صورته إلا عند تصفية الشركة وتقسيم موجوداتها ) 3 .

1- انظر : قانون الشركات التجارية الكويتي ، د. طعمة الشمري ، ص 204-207 .  
 2- انظر : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 70 .  
 3- مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة .. دراسة فقهية مقارنة ، د. عبد الأول عابدين محمد بسبوني ، ص 115-116 ، وينظر في هذا المذهب : الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، د. أبو زيد رضوان ، ص 528 ، الشركات التجارية ، د. علي يونس ، ص 322-323 ، الشركات المساهمة في القانون المصري والقانون المقارن ، 157/2 .

### ثالثا : ذكر التعريفات المخرجة على هذا المذهب :

وعلى أساس هذا المذهب جاءت العديد من التعريفات ، وفيما يلي  
نورد نماذج منها :

- 1- السهم هو ( الحصة التي يقدمها الشركاء للشركة سواء أكانت  
حصصا نقدية أو عينية ) 1.
- 2- السهم ( حصة الشريك في الشركة ؛ ممثلة بصك قابل للتداول )  
2 .
- 3- السهم ( صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة أو إحدى  
شركات الأموال )
- 4- السهم ( حصة الشريك في رأس مال شركة الأموال ، ومن  
مجموعه يتكون رأس مالها ، وهو يقابل الحصة في شركات  
الأشخاص ) 3 .

---

1- الوسيط في القانون التجاري المصري ، د. محسن شفيق ، ص 451 .

2- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 280 .

3- شركات الأموال ، د. جمال الدين عوض ، ص 46 .

## المطلب الثاني : السهم وثيقة تمثل حصة شائعة في الشخصية المعنوية للشركة :

### أولا : بيان المذهب :

في هذا المذهب يتم استبعاد الفكرة العينية للسهم ، وما يترتب عليها من كون السهم يمثل حصة الشريك بالمطابقة مع الأصول الحقيقية للشركة وبصورة مباشرة ، وإنما يتمحض دور السهم في كونه وثيقة أو صكاً أو سنداً مادياً يُثبت أن للشريك حقاً أو حقوقاً في الشخصية المعنوية للشركة ؛ لا في أصولها الحقيقية ، فهذا المذهب يستند إلى **تغليب فكرة " الحق المعنوي " للسهم** ، إذ إن الشركة المساهمة - كسائر شركات الأموال - تنشأ عنها شخصية معنوية تنفصل عن الشخصية الطبيعية لأفراد الشركاء ، بينما تبقى حقوقهم متصلة بهذه الشخصية المعنوية ، وعليه فليس السهم مُقرراً بالضرورة لملكية الشريك وسلطته المباشرة على حصة معلومة في الأصول الحقيقية للشركة ، وإنما الشراكة التي يمثلها السهم هي شراكة قاصرة على الشخصية المعنوية للشركة فقط ، ودون أن تمتد الملكية إلى أصولها الحقيقية .

ويستند هذا المذهب إلى أصل فكرة نشأة الشركات المساهمة ، حيث أريد لهذه الشركات أن تنشأ على أساس الاعتبار المالي المجرد وإلغاء الاعتبار الشخصي فيها ، ويترتب على ذلك أن أي شريك يرغب في التخارج من الشركة فهو يملك نقل أو تحويل ملكيته للأسهم للغير ، وذلك دون المساس بأصل وجود الكيان القانوني للشركة ، فإذا كانت شركات الأشخاص تستلزم على الأقل تعديل عقد التأسيس ليتم إدراج الملاك الجدد فيها ، فإن عقد التأسيس في الشركات المساهمة يبقى سالماً من التعديل في بند الشركاء منذ التأسيس ، وإنما يظهر أثر التخارجات في السجل المخصص لأسماء المساهمين وملكياتهم سواء في الشركة ذاتها أو في سجل البورصة .

### ثانيا : بيان أدلة المذهب :

إن هذا المذهب يستند في ترجيح فحواه إلى مجموعة من الأدلة ، وأبرزها ما يلي :

- 1- إن مجموع أموال الشركة تعود إلى ملكية الشركة ذاتها ؛ بمعنى شخصيتها المعنوية ، وليست مملوكة بصورة مباشرة لأفراد الشركاء ، والدليل على ذلك أننا لو ألغينا تلك الشخصية المعنوية

لاستحالت الشركة إلى شركة أشخاص تنصب ملكيات الشركاء فيها على مجموع أصول الشركة بالمطابقة ، فالشروع في الملكية على أساس الشخصية المعنوية هو ما يميز ملكية السهم في شركات الأموال ؛ بما فيها الشركة المساهمة ، وحول هذا المعنى يقول الأستاذ السنهوري : ( لا يعتبر المال المملوك للشركة - رأس المال ونماؤه - ملكاً شائعاً بين الشركاء ، بل هو ملك للشركة ذاتها إذ هي شخص معنوي ) 1 .

ويوضح د. أبو زيد رضوان مذهبه تحت عنوان [ طبيعة حق المساهم ] بقوله : ( والواقع أن اكتساب الشركة الشخصية القانونية وبروزها بصفة واضحة في هذه الشركات يجعل أحيانا من الصعب القول بأن للمساهم " حق ملكية " على الأنصبة التي أسهم بها في رأس المال ، حتى ولو اعتبر من قبيل حق الملكية غير المباشرة ، كما يذهب إلى ذلك بعض أهل الفقه ، حتى تصبح هذه الأنصبة ومجموعها رأس المال ملكا للشركة وتستقر في ذمتها ) 2 .

2- إن ثمة قيود ترد على التصرف في ملكية السهم ، فمالك السهم لا يملك التصرف فيه على أساس موضوعه العيني بصورة مطلقة ، وهذه الخاصية تباين الطبيعة الحقيقية لشركة الأشخاص ، حيث إن الشريك فيها يملك التخارج بطريق القسمة القائمة على تقويم حصته على أساس القيمة الجارية للأصول الحقيقية للشركة ، أو بطريق التصفية الحقيقية ، بينما نجد ملكية السهم في الشركة المساهمة قاصرة عن ذلك ، حيث التخارج على أساس القسمة الحقيقية منتفٍ طيلة حياة الشركة المساهمة ، وإنما يمكن للشريك أن يتخارج على أساس القيمة السوقية لتداول السهم في السوق المالي ، وهذه القيمة السوقية منفصلة عن القيمة الدفترية ( الحقيقية ) لأصول الشركة ، ولا تتم إلا في سوق معزول ومنفصل عن أصول الشركة وموجوداتها الحقيقية ، وإن تقييد التصرف في ملكية موضوع السهم هي الخاصية المميزة للملكية في السهم ، وهذه الخاصية لا تقوم إلا بوجود وساطة الشخصية المعنوية ، وهي تبرر الملكية الظاهرة للسهم .

1- الوسيط في شرح القانون المدني [ الشركة المساهمة ] [ العقود التي تقع على الملكية ] ، عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 292 ) .

2- الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، د. أبو زيد رضوان ، ص 403 .

ويوضح الأستاذ السنهوري هذا المعنى بقوله : ( الشريك لا يملك في الشيوع مال الشركة ما دامت الشركة قائمة فإذا انحلت كان مالكا في الشيوع ، ويستند أثر القسمة إلى وقت انحلال الشركة ، أما لو كانت الشركة ليست لها شخصية معنوية فإن الشريك يعتبر مالكا في الشيوع لمال الشركة من وقت تكوينها ، فإذا انحلت وقسم المال استند أثر القسمة إلى وقت تكوين الشركة لا إلى وقت انحلالها ) 1 .

### ثالثا : ذكر التعريفات المخرجة على هذا المذهب :

وفيما يلي نورد نماذج من التعريفات التي قامت على هذا المعنى :

- 1- السهم ( حصة في رأس مال الشخص المعنوي ) 2 .
- 2- السهم ( حق في الشركة المساهمة ، لكنه ليس حقا في ممتلكاتها ) 3 .
- 3- السهم ( حق للمساهم في شركة الأموال ، ويطلق لفظ السهم على الصك الذي يمثله ) 4 .
- 4- السهم ( مجموعة من حقوق والتزامات المساهمين ممثلة في أوراق ذات قيمة مالية قابلة للتداول ، تتجسد فيها وتنتقل بانتقالها صفة العضوية في الشركة ) 5 .
- 5- السهم ( صك أو مستند يعطى إلى مالك جزء من رأس مال شركة ما ؛ يثبت حقوقه كشريك ) 6 .

1- الوسيط في شرح القانون المدني [ الشركة المساهمة ] [ العقود التي تقع على الملكية ] ، عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 292 ) [ الحاشية ] .

2- هكذا عرف المشرع الفرنسي الأوراق المالية ، حيث جاء في تعريفها : ( صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة ، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم ، وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقا متماثلة ، وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي ، أو حق دائنية عام على ذمته المالية ) ، وانظر : المادة الأولى من قانون 23 ديسمبر 1988 بشأن هيئات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية ، ونقل نص هذه المادة إلى المادة ( 11-2 ) من التقنين النقدي والمالي الفرنسي رقم ( 1223 ) الصادر في 14 ديسمبر 2000 ، نقلا عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 61-62 .

3- قاموس أكسفورد للقانون ، P. 371 ، Oxford Dictionary of Law .

4- القانون التجاري اللبناني ، د. هاني دويدار ، 499/1 .

5- الوجيز في شرح القانون التجاري العراقي ، د. أكرم ياملكي ، ( 2 / 162 ) .

6- قاموس التعابير الاقتصادية والمالية ، إيف برنار وجان كلود كولي ، ص 312 .

### **المطلب الثالث : السهم عين مجردة بذاتها يتم تداولها والمتاجرة بها في سوقها :**

#### **أولاً : بيان المذهب :**

إن السهم طبقاً لمرمى هذا الاتجاه قد بلغ رتبة الانفصال شبه الكلي عن الشركة ، وإن كانت له ارتباطات جزئية تابعة وثنائية ، فالسهم لا يمثل حصة شائعة من الشركة بالمطابقة ، كما أنه لا يمثل حصصاً حقوقية متعلقة بالشخصية الاعتبارية للشركة ، وإنما السهم في حقيقته صار عَرَضاً تجارياً ؛ فهو سلعة تجارية محضة يتوارد عليها العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ( البورصة ) ، وبالتالي فإن وصف السهم بأنه حصة في الشركة قد بات وصفاً ثانوياً غير مقصود أصالة ، وإنما المقصود أصالة هو اعتبار السهم عَرَضاً تجارياً وسلعة متداولة في سوقها ( البورصة ) ؛ أشبه سائر الأعيان المتداولة من عقار ومنقول ونحوهما . ويتبنى أصحاب هذا المذهب " فكرة الاندماج " بين الحق والصك الذي هو السهم ، بحيث إذا وقع التداول على الصك فإنما هو بالضرورة يُعَدُّ تداولاً للحق ذاته المناط بالشركة ، ذلك أن الورقة المالية ( سهما / سندا ) تنطوي على منظومة حقوقية عينية وشخصية ، فالسهم وثيقة تمثل حصة في الشركة وهو في الوقت ذاته يمثل حق الشريك في الشركة ، فيكون السهم طبقاً لهذا المذهب بمنزلة العين المادية المعدة للمتاجرة والتداول فيها بذاتها وفي سوقها ، فهي سلعة مادية أشبهت سائر السلع والخدمات .

ويعبر د. عزيز العكيلي عن هذا المذهب بقوله : ( والسهم يمثل حق الشريك في رأس مال الشركة ، وهذا الحق يندمج بالصك ، فيتم تداوله بتداول الصك المثبت له ) 1 .

#### **ثانياً : بيان أدلة المذهب :**

ويستند هذا المذهب في ترجيح وجهته إلى مجموعة من الأدلة ، وأبرزها ما يلي :

- 1- السهم أداة مالية تمثل حقوقاً مجردة انفصلت عن أصولها العينية ، ولا مجال للقول بأن السهم يمثل الأصول الحقيقية للشركة المصدرة ؛ لأن ذلك مناقض للحس والعقل والواقع ، وفي الوقت ذاته نجد هذه الأداة تخضع لقوى العرض والطلب

1- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 228 .



، ولا يجوز تداول الأسهم إلا في سوقها الخاص بها ، وإن هذه القرائن جميعها لا تقتضي إلا منطقا واحدا ؛ **حاصله** : أن السهم لا يعدو أن يكون سلعة مستقلة بذاتها تباع وتشتري في سوقها .

2- كما إن قابلية السهم للتداول بين الأيدي ، بحيث يتحول من ذمة لأخرى نظير ثمن معلوم ، لا شك إن في ذلك دليلا حسيا آخر على أن السهم سلعة مستقلة في سوقها .

3- كما إن قابلية السهم للرهن دال أيضا على أنه سلعة مادية مجردة تقصد لذاتها في التصرفات التجارية ، لأن ما يصح رهنه يصح بيعه .

4- كما إن السهم يُعدُّ من قبيل الأموال المنقولة ، ضرورة كونه من الحقوق الشخصية .

5- يضاف لما سبق أن من الأركان الموضوعية الخاصة للشركة " **توافر نية الاشتراك والتعاون عن طريق قبول أخطار معينة** " 1 ، ومعلوم أن المضاربين بالأسهم يشكلون ما يزيد عن ( 97% ) من إجمالي المتداولين ، ولا ريب ان جميعهم لا غرض له في إنشاء ذات الشركة ، ولا في عوائدها التشغيلية الناتجة عن ممارستها لنشاطها الحقيقي في الواقع ، وإنما يتعلق غرضه استقلاله بتوليد الربح المضاربي من فروات الأسعار في الأجل القصير ، كما أن المضارب لا يلتفت البتة إلى مخاطر التشغيلي الحقيقي للشركة، ولم تخطر له على بال ، إذ إن مخاطره منحصره في تنبؤات الأسعار صعودا ونزولا ، ولا شك أن اختلاف المخاطر الملحوظة على هذا النحو دليل على اختلاف الحقائق الاستثمارية بين الحالتين ، الأمر الذي ينفي بالكلية توافر نية المشاركة في سلوك المضارب .

<sup>1</sup>- قال الأستاذ السنهوري : ( وهذا عنصر نفسي من مقومات الشركة ، فلا يكفي لقيام شركة أن يكون هناك مال مشترك بين عدد من الأشخاص يستغلونه جميعا بحسب طبيعته ، فالشروع يتحقق فيه هذا الوصف وليس بشركة .. ونية الاشتراك في نشاط ذي تبعة هي التي يطلق عليها عبارة " affection societatis " أي نية تكوين شركة ، أو إرادة كل شريك في أن يتعاون مع الشركاء الآخرين في نشاط ينطوي على قدر من المخاطرة ، ووجود هذه النية عند الشركاء يدل عليه بوجه خاص طبيعة النشاط الذي اشتركوا فيه ) .. وانظره في : الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 221 ) ، وانظر أيضا : الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 43-45 .

### ثالثاً : ذكر التعريفات المخرجة على هذا المذهب :

ولما كان هذا الاتجاه ينحو نحو الجمع بين الاتجاهين الأول والثاني على أساس " فكرة الاندماج " بين الحق والصك ، كما يستند إلى أن مالك السهم قادر على التصرف فيه تصرف الملاك في أملاكهم ، وفي الوقت ذاته يعتبر السهم وثيقة تثبت حق المساهم في الشركة بشخصيتها المعنوية المنفصلة عن أصحابها ، فقد جاءت التعريفات المخرجة عليه لتحكي " فكرة الاندماج " هذه بين الحق والسهم ، فمن ذلك التعريفات التالية :

- 1- الأسهم عبارة عن ( صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية ، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على الأرباح ) 1 .
- 2- إن السهم ( يمثل نصيب المساهم في شركات الأموال ، وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص ، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة ) 2 .
- 3- الأسهم ( صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول ، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة ، لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح ، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها ) 3 .
- 4- السهم ( هو النصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة ، وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص ، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم ، ويكون وسيلته في إثبات حقوقه في الشركة ، ويندمج الحق في الصك ؛ بحيث يكون التنازل عن السهم في درجة التنازل عن هذه الحقوق ) 4 .
- 5- السهم ( حصة الشريك في الشركة ممثلة بصك قابل للتداول ) 5 .
- 6- السهم ( حق الشريك في الشركة ، وفي ذات الوقت الصك المثبت لهذا الحق ) 1 .

---

1- الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، د. أبو زيد رضوان ، ص 403 .  
 2- الشركات التجارية ، د. سميحة قليوبي ، ص 242 .  
 3- الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس ، أسامة نائل المحيسن ، ص 143 .  
 4- الشركات التجارية ، د. علي حسن يونس ، ص 255 .  
 5- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 228 .

- 7- السهم ( هو حصة الشريك في رأس مال الشركة ، وهذه الحصة أو الحق مثبت في صك يعطى إلى الشريك ، كما يمثل أيضا جزء من رأس مال الشركة ) 2 .
- 8- إن ( السهم أو الأسهم هي نصيب أو أنصبة ( حصص ) المساهم في رأس مال الشركة ، وهي في الوقت ذاته السند المثبت لملكية المساهم لهذه الأنصبة ، فمعنى السهم يذهب إلى الأنصبة أو الحصص التي يملكها المساهم في رأس مال الشركة ، كما يذهب هذا المعنى في الوقت ذاته إلى السند الذي يثبت ملكية المساهم للأنصبة المذكورة ) 3 .

---

1- انظر : الشركات التجارية ، د. محمد فريد العريني ، ص148 ، وقد نقله عن أحد الفقهاء الفرنسيين .

2- الشركات التجارية .. الأحكام العامة والخاصة .. دراسة مقارنة ، د. فوزي محمد سامي ، ص289 .

3- قانون الشركات التجارية الكويتي ، د. طعمة الشمري ، ص204-205 .

### المطلب الرابع : السهم وثيقة تثبت حق دائنية مالكة :

#### أولا : بيان المذهب :

لقد اتجه هذا المذهب إلى تقرير حقيقة تفرد بها على خلاف الاتجاهات العامة في فقه الأسهم، حيث قرر أصحاب هذا الرأي أن السهم في حقيقته لا يعدو أن يكون وثيقة حق دائنية يملكه حامل السهم على الشركة المصدرة ، فهو مساهم بحقه الدائني لا غير تجاه الشركة ، وهذا هو الأصل في السهم 1 ، وأما فكرة الشراكة فليست مقصودة لذاتها في نظام الشركات المساهمة ، وإنما هي إطار شكلي وضعه القانون بهدف تنظيم هذا النوع من الشركات ، ولذلك تم تقييدها بقيد إضافي ، فيقال " شركة المساهمة " أو " الشركة المغفلة " ، وما ذاك إلا تمييزا لها عن شركات الأشخاص ذات الطبيعة العينية المباشرة .

وتستحوذ على هذا المذهب " فكرة الالتزام " طبقا للأساس الدائني ، وبيان ذلك أن الشركة عندما أصدرت الأسهم فإنها بذلك تكون قد التزمت بمجموعة من الحقوق المالية والإدارية تجاه مالك السهم ، فالمساهم دائن بالحق المالي ( أصالة ) على أساس ما دفعه والشركة مدينة له باستحقاقات هذا الحق ، والخلاصة أنه لئن كانت ورقة السند عبارة عن وثيقة تنصب على دين حقيقي مباشر التزمه المدين تجاه دائنه ، فإن السهم يشبهه بجامع " الالتزام " فيهما ؛ حيث يتم التعاقد بموجب السهم على حق الوفاء بالالتزام حقيقي التزمته الشركة تجاه دائنيها ؛ الذين هم حملة الأسهم .

ولإيضاح ذلك أضيف : إن طبيعة السهم - حسب هذا المذهب - تشبه إلى حد كبير طبيعة سندات الديون ، فكما أن السند بدين يمثل حق ملكية الدائن للدين في ذمة مدينه ، وأساس منشئه القرض النقدي المباشر أو الدين متى قام موجبه ، فكذلك السهم لا يعدو أن يكون حقا بدين يستحقه المساهم في ذمة الشركة المصدرة ، فأساس الورقتين ( السهم / السند ) واحد هو " فكرة الالتزام " .

**والخلاصة :** إن السهم كالسند ؛ من حيث إنها أوراق مالية متضمنة للالتزام مُصدرها ، وكل منهما يستند إلى قيمتين : حقيقية فعلية ، وأخرى تبعية مستحقة لحاملها على سبيل الدين الذي يلتزم به الطرف المصدر لصالح الطرف الآخر مالك الورقة .

### ثانيا : بيان أدلة المذهب :

ويستند هذا المذهب في ترجيح وجهته إلى مجموعة من الأدلة ، وأبرزها ما يلي :

#### 1- الاتفاق القانوني على أن السهم من الحقوق الشخصية :

إن من أقوى الأدلة التي يستند إليها أصحاب هذا المذهب اتفاق فقهاء القانون على أن السهم يصنف ضمن الحقوق الشخصية في القانون المدني 1 ، ذلك أن خصائص الحقوق الشخصية تنطبق بكفاءة على خصائص ملكية السهم ، وفي المقابل يصعب على فقيه القانون أن يصنف الحق في السهم ضمن طائفة الحقوق العينية ، فليس السهم حقا مطلقا لا تعلق للغير بصلاحيته التصرف فيه، وليس السهم معينا بعين مادية مشخصة بالذات ، ولا يقبل موضوعه الحيازة ضرورة كونه مشاعا في الشخصية المعنوية للشركة ، وتأسيسا على ذلك فقد ذهب أصحاب هذا المذهب إلى أنه ما دام الحق في السهم ينطوي على حق شخصي ، فليس ذلك على الحقيقة إلا العلاقة الدائنية ، ( لذا فإن الشريك أو المساهم يرتبط بحق دائنية تجاه الشركة ، ويتمثل هذا الحق للمساهم بأن يكون له حق في نسبة معينة من الأرباح تتناسب وعدد الأسهم التي يمتلكها ) 2 ، بل إن ( هناك نوع من الإجماع بين الفقهاء على أن حق المساهم في الشركة هو من الحقوق الشخصية ، والحق الشخصي ذو طبيعة منقولة دائما ، وإن السهم يحتفظ بطبيعته المنقولة ولحين انقضائها ) 3 .

#### 2- إثبات الشخصية المعنوية للشركة المساهمة :

ومن دلائل صحة هذا الرأي التسليم بفكرة الشخصية المعنوية للشركة المساهمة ، فإن قيام الشخصية المعنوية يحول بطبيعته بين شخوص الشركاء وذات الشركة بمجموع أموالها ، إذ لو زالت تلك الشخصية المعنوية لعادت ملكية الشركاء مندمجة بالشركة وأصولها على سبيل المشاع ، والمقصود ( أن اكتساب الشركة للشخصية المعنوية يجعل من

1- انظر : في هذه الدراسة الفصل الثالث ، المبحث الأول ، المطلب الثاني بعنوان " إثبات أن الحق في السهم من الحقوق الشخصية " ، ص 94 .

2- تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 70 .

3- المصدر السابق ، ص 69-70 .

الصعب القول بأن للمساهم حق ملكية لأن موجودات الشركة ومجموع رأس المال تصبح ملكا للشركة وتستقر في ذمتها ، إضافة إلى ذلك فإن المساهم الذي يتداول بأسهمه في بورصة الأوراق المالية من البيع والشراء ؛ ولأكثر من مرة ؛ وخلال جلسة واحدة للتداول ؛ فإنه لا يُعَدُّ إلا دائنا عاديا للشركة ( 1 ) .

### 3- استقرار العرف القانوني على التفرقة بين ( الحصة ) و ( السهم ) :

من المقرر في فقه التشريعات التجارية أن الحقوق في شركات الأموال وفي الشركات المساهمة يطلق عليها مصطلح ( أسهم ) ، بينما الحقوق في شركات الأشخاص يطلق عليها ( حصص ) ، بل ويدعو فقهاء القانون إلى عدم إسباغ صفة " الشريك " على مالك السهم ، ذلك أن كلمة " الشريك " تتصل اتصالا وثيقا باعتبار الشركة عقدا على أساس حق عيني ، مما يوحي بأهمية دور مالك السهم الشخصي في الشركة ، وذلك على خلاف الحقيقة والواقع في شركات الأموال ، حيث يكون مقصودها الأعظم هو الأموال لا الأشخاص .

ولا أدل على ذلك من ( أن القانون الإنجليزي يفرق بين شركات الأشخاص وشركات الأموال ، حيث يطلق على الأولى ( Partnership ) ؛ بمعنى التشارك أو المشاركة ، يطلق على الثانية ( Company ) ، ويطلق على المساهم فيها لفظ ( Member ) ؛ بمعنى عضو ، أو ( Shareholder ) ؛ بمعنى حامل السهم أو المساهم ) 2 .

وإن من ثمرات التمييز بين السهم والحصة ( أن حامل السهم يجوز له أن يتصرف فيه لآخر يحل محله تماما في الشركة ، دون أن يكون ذلك معلقا على رضا باقي الشركاء ) 3 ، بينما لا يتاح ذلك لصاحب الحصة في شركات الأشخاص 4 .

1- تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 71 .  
2- الطبيعة القانونية لأسهم الشركات ، د. أكرم يملكي ص 391 ، نقلا عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 71 .  
3- موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 8/ 115 .  
4- انظر تعداد الفروقات بين الحصة والسهم في كتاب : مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة .. دراسة فقهية مقارنة ، د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني ، ص 117 .

#### 4- محدودية الخسارة بمقدار قيمة المساهمة برأس المال :

إن من الخصائص المميزة للشركة المساهمة أن خسارة المساهم في الشركة محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال ، ولا تتعدى الخسارة بحيث تطال الأموال الخاصة للمساهمين ، وإن هذه الميزة في الشركة المساهمة دالة على انتفاء صفة الشريك عن المساهم ، وترجيح أنه لا يعدو كونه دائئا تجاه الشركة بحقوق شخصية ، فإذا اجتاحت الخسارة أموال الشركة فإن هذا الدائن لن يخسر إلا مقدار مساهمته الدائنية ، ولا يتعدى خطر الخسارة ليصيب أمواله الخاصة ، وليس ذلك إلا دليلا على طبيعة العلاقة الدائنية بين المساهم والشركة المساهمة .

ومعلوم أن التعريف المعتمد في عامة التقنيات المدنية لعقد الشركة هو أن ( الشركة عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي ، بتقديم حصة من مال أو عمل ، لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة ) 1 ، وإن قصرَ الخسارة على مقدار المساهمة ينفي صفة الشراكة الحقيقية .

والحاصل أن ( مسؤولية المساهم عن مخاطر الخسارة محدودة بقدر قيمة أسهمه في رأس المال ، وهنا يتضح جليا غياب الاعتبار الشخصي للشريك ، ويبرز بوضوح الاعتبار المالي ممثلا برأس مال الشركة ، كما نلاحظ أن المساهم يأخذ صفة " المدخر " أكثر مما هو شريك بمعنى مدلول الكلمة ، بحيث يساهم مساهمة فعالة في إدارة الشركة ، وهو ما يفسر لنا حرص المشرعين على تشديد الرقابة الحكومية على شركات المساهمة بوجه عام ، وعلى شركات الاستثمار ، نظرا للجمهور الأكبر من المكتتبين الذي تحصل عليه بسبب رأسمالها المفتوح ، وهذا حماية لمصالح صغار المدخرين في مواجهة أصحاب إدارة الشركة ) 2 .

قال الأستاذ السنهوري : ( أن يساهم كل شريك في تبعة هذا النشاط ، فينتاسم الأرباح ، ويوزعون فيما بينهم الخسائر ، فإذا أعفيَ أحدُ الشركاء من تحمل الخسائر مع مقاسمته للأرباح ، أو حُرِمَ من مقاسمته للأرباح مع تحمله للخسائر كانت الشركة شركة الأسد ، وكانت باطلة ) 3 .

1- الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 217/ 5 ) .

2- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير .. دراسة مقارنة ، بوفامة سميرة ، ص92 ، ( رسالة ماجستير ، كلية الحقوق ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر ، 2005م ) .

3- الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 222/ 5 ) ، ثم أورد في ( 223/5 ) نص المادة ( 515 ) مدني " إذا اتفق على أن أحد الشركاء لا يساهم في أرباح الشركة أو في خسائرها كان عقد الشركة باطلا ) .

## 5- التشابه الوظيفي بين الأسهم والسندات ولا سيما في القابلية للتداول :

إن من أدلة ترجيح غلبة الطبيعة الدائنية على السهم كونه يشبه السند في العديد من السمات والأوضاع والغايات ، فمن ذلك أن السهم والسند كلاهما يسمى ورقة مالية ، ومحلها جميعا سوق الأوراق المالية ، وكلاهما يتمتع بخاصية التداول بالطرق التجارية في سوق الأوراق المالية 1، وذلك على أساس القيمة السوقية المنفصلة عن حقيقة ما تمثله الورقة في أصلها .

وكلاهما يمثل أداة للاستثمار وتوليد الربح في الأجل القصير ، ويصلحان محلا للرهن ، وكلاهما يرتب التزاما على مصدره ، كما أن كلا منهما ينطوي على الالتزام بحق مالي أساسي ، وحق مالي تبعي ، أما الأساسي فهو القيمة الحقيقية التي تمثلها الورقة المالية ، وأما التبعي فهو العائد المتوقع والذي يترتب على ملكية الحق في الورقة المالية 2 .

وبتطبيق ذلك على الأسهم والسندات ؛ فإن الحق المالي الأساسي في السند هو قيمة الدين الأصلي الذي قام حامل السند بسداده للجهة المصدرة ، وأما التبعي فهو العائد الدوري على السند ممثلا بالفوائد الدورية المستحقة على السند نظير الزمن ، وفي المقابل نجد السهم ينطوي على الحق المالي الأساسي ممثلا بالقيمة الإسمية التي قام حامل السهم بسدادها للشركة المصدرة للسهم ، وتظل هذه القيمة مستحقة ولكنها مؤجلة لا يمكن تحصيلها إلا عند التصفية ، وأما الحق المالي التبعي في السهم فيتمثل في :

1- ورد في قانون الشركات الأردني ( م 116 ) : ( أسناد القرض أوراق مالية قابلة للتداول بحق إصدارها للشركة المساهمة العامة او الشركة المساهمة الخاصة ) ، ومثله نص المادة ( 49 ) من قانون شركات المساهمة المصري : ( يجوز للشركة إصدار سندات إسمية ، وتكون هذه السندات قابلة للتداول ، ولا يجوز إصدار هذه السندات إلا بقرار من الجمعية العامة ، وبعد أداء رأس المال المصدر بالكامل ) ، وانظر : قانون رقم ( 159 ) لسنة 1981 بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري ، منشور في الجريدة الرسمية ، العدد 40 ، أول أكتوبر 1981 م .

2- ولقد ذهبت عامة قوانين الشركات إلى أبعد من ذلك ، حيث قررت فكرة إنشاء جماعة لحملة السندات أسوة بالجمعية العامة لحملة الأسهم ، ومن ذلك نص المشرع المصري في المادة ( 52 ) على أن : ( تشكل جماعة لحملة السندات تضم جميع حملة السندات ذات الإصدار الواحد في الشركة ، ويكون غرض هذه الجماعة هو حماية المصالح المشتركة لأعضائها ويكون لها ممثل قانوني من بين أعضائها ) ، وانظر : قانون رقم ( 159 ) لسنة 1981 بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري ، منشور في الجريدة الرسمية ، العدد 40 ، أول أكتوبر 1981 م .



عائد المتاجرة ( المضاربة ) ؛ وهي الأرباح الناجمة عن فروقات الأسعار نظير الزمن ، أو عائد الاستثمار ؛ والذي ينتج عن الأرباح التشغيلية ( التوزيعات النقدية ) المعلنة في نهاية السنة المالية ، أو كلا العائدين معا ؛ متى تحقق وجودهما أو أي منهما في الواقع 1 .

وحول هذا المعنى يقول د. ناصيف : ( يجب التمييز بين حق ملكية السهم من جهة والحقوق المالية الناشئة عنه ، فإذا كان الأول يستعصي على فكرة مرور الزمن ، فإن الثانية تخضع له ، وذلك لأن الحقوق المالية هذه تصبح بمنزلة الديون وتخضع لقاعدة مرور الزمن وفقا للقواعد العامة، ومن هذه الحقوق : حق استيفاء النصيب المقرر توزيعه من الأرباح ، وحق استيفاء القيمة المستحقة عن استهلاك السهم وعن استرداده ، وحق استيفاء الحصة العائدة للمساهم من توزيع موجودات الشركة عند التصفية ، وسواها من الحقوق المالية ) 2 .

#### 6- إمكانية تحويل السندات إلى أسهم :

إن من أبرز الأدلة الدالة على عمق التشابه الوظيفي بين الأسهم والسندات ما يعرف بخاصية " إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم " ، حيث تجيز التشريعات - في قوانين الشركات المساهمة أو في القوانين الخاصة بالأزمات الاقتصادية - أن تصدر الشركة المساهمة سندات دين قابلة للتحويل إلى أسهم بعد أجل 3 ، وذلك وفق شروط وضوابط معينة 4 ، ولا ريب أن هذا التبادل الوظيفي للأدوار ما بين السهم والسند دال بالقطع على أنهما ينتميان إلى طبيعة واحدة هي الطبيعة الدائنية .

#### 7- انتفاء نية المشاركة في الأسهم :

إن من الخصائص والشروط الشكلية للشركة " توافر نية الاشتراك والتعاون عن طريق قبول أخطار معينة " ، ( وهذا عنصر نفسي من

1- يؤكد خبراء المحاسبة المالية الاتجاه الدائني للسهم المصدر من قبل الشركات المساهمة ، حيث يتم الإفصاح عن الأسهم المصدرة والمملوكة للشركاء على أنها من بنود " المطلوبات " في البيانات المالية للشركات المساهمة .

2- موسوعة الشركات التجارية ، د. إلياس ناصيف ، 111/8 .

3- وانظر : قانون الشركات الأردني ( م 117 ) ، قانون رقم ( 159 ) لسنة 1981 بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري ، منشور في الجريدة الرسمية ، العدد 40 ، أول أكتوبر 1981 م .

4- انظر : مثال تلك الشروط في واقع التشريع الأردني ؛ الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 253-256 .

مقومات الشركة ، فلا يكفي لقيام شركة أن يكون هناك مال مشترك بين عدد من الأشخاص يستغلونه جميعا بحسب طبيعته ، فالشروع يتحقق فيه هذا الوصف وليس بشركة .. ونية الاشتراك في نشاط ذي تبعة هي التي يطلق عليها عبارة " affection societatis " أي نية تكوين شركة ، أو إرادة كل شريك في أن يتعاون مع الشركاء الآخرين في نشاط ينطوي على قدر من المخاطرة ، ووجود هذه النية عند الشركاء يدل عليه بوجه خاص طبيعة النشاط الذي اشتركوا فيه ( 1 ) ، ( وعلى ذلك فإن نية المشاركة لدى الشركاء تُعدُّ من الأركان الموضوعية الخاصة في عقد الشركة ، بحيث يؤدي عدم توافرها إلى بطلان عقد الشركة ، لانعدام أحد أركانه الموضوعية ) 2 .

#### 8- مذهب التقريب بين الحق الشخصي والحق العيني :

من الآراء المعتمدة في الفقه الفرنسي والتي حاولت التقريب بين الحق الشخصي والحق العيني ما ذهب إليه سالي ولامبير ، ويتلخص رأيهما في : ( إن الحق الشخصي هو كالحق العيني عنصر من عناصر الذمة المالية يتصرف فيه صاحبه ، فيبيعه ويهبه ويرهنه ويجري فيه سائر التصرفات ، فالحق الشخصي يجب النظر إليه لا باعتبار أنه رابطة بين شخصين ، بل باعتبار أنه عنصر مالي ، فتتجرد القيمة المالية للحق الشخصي عن شخص الدائن وعن شخص المدين ، وبذلك يقرب الحق الشخصي من الحق العيني ، وهذا هو المذهب المادي للالتزام ) 3 .  
والمقصود أنه لما كانت العبرة في الحق الشخصي هي بقيمته المادية لا بشخص المدين والدائن فإن من الممكن أن ينظر إلى الالتزام نظرة مادية باعتبار موضوعه لا باعتبار أشخاصه ، وبهذا يمكننا أن نتصور انتقال هذه القيمة المادية وأن تتداولها الأيدي بقطع النظر عن تعيين عين المدين ؛ كما في قبول فكرة الحوالة في الدين ، أو حتى تعيين عين الدائن ؛ كما في الوعد بالجائزة لغير دائن معين ، وكالسند لحامله ، وكالاشتراط لمصلحة الغير 4 .

#### ثالثا : ذكر التعريفات المخرجة على هذا المذهب :

- 1- الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 221 ) .
- 2- الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكلي ، ص 43 .
- 3- المصدر السابق ، ( 8 / 185 ) .
- 4- الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 8 / 185-186 ) .

لقد تبنى بعض الفقه المصري الطبيعة الدائنية للسهم ، حيث ( ذهب رأي في الفقه إلى القول بأن حق الشريك في الشركات عموماً ، وسواء كان سهماً أو حصة هو حق دائنية ، لأن ما ساهم به الشريك في رأس المال قد انتقل إلى الذمة المالية للشركة ، وأصبح ملكاً لها ، ويخوله حق الدائنية هذا أن يكون له نصيب في أرباح الشركة ، وأن يقسم رأس مالها مع سائر الشركاء بعد حلها وتصفياتها ) 1 .

وإن ما حكيناه عن الفقه المصري إنما هو فرع عن الفقه الفرنسي ، إذ إن ثمة اتجاه معتبر في الفقه الفرنسي يرى الرأي عينه ، حيث ( يرى بأن حق المساهم في الشركة هو حق دائنية ، ويعد الشركاء كدائنين بعضهم للبعض الآخر بموجب عقد الشركة ، فلذلك لا يُعدون شركاء في ملكية أموال الشركة التي تعود إلى الشخص المعنوي ) 2 .

ومن التعريفات التي عرفت السهم على هذا الأساس الدائني ما يلي :

1- جاء في قانون هيئة أسواق المال الكويتي تعريف ( الورقة

المالية ) بما فيها الأسهم بأنها : ( أي صكٌّ ؛ أيا كان شكله القانوني يُثبت حصة في عملية تمويلية قابلة للتداول ) 3 .

2- إن ( السهم يعتبر حقاً منقولاً على الشركة 4 ، ولو كانت مالكة

لعقارات ، فهو إذن حق دائن droit de creance قبيلها ، رغم

أن دائني الشركة يُفضلون عليهم ) 5 .

3- إن ( السهم هو حصة المساهم في شركة الأموال ، ويقابل حصة

الشريك في شركة الأشخاص ، كما يقصد بالسهم أيضاً الصك

الذي تصدره الشركة ، ويمثل حق المساهم فيها ، ومن ثم فإن

1- مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة .. دراسة فقهية مقارنة ، د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني ، ص115-116 ، وينظر : الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 334 ) ، أصول القانون التجاري ، د. علي الزيني ، 347/1 ، موسوعة الشركات ، د. محمد كامل أمين ملش ، ص150 .

2- الشركات التجارية ، د. مرتضى ناصر نصر الله ، ص163 ، نقلاً عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص68-69 .

3- قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي ، ولائحته التنفيذية ، [ م 2 : التعريفات ] . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية ( http://www.kuwaitcma.org ) .

4- القانون المدني الفرنسي ، المادة 529 ، نقلاً عن الشركات المساهمة .. علي نديم الحمصي ، ص115 .

5- الشركات المساهمة ، علي نديم الحمصي ، ص115 .

السهم يمثل حق دائنية للمساهم قَبْلَ الشركة ؛ يخوله الحصول على نسبة من أرباحها والأشترك في ناتج تصفية أموال الشركة عند انحلالها ( 1 .

## المطلب الخامس : السهم حق من نوع خاص :

### أولا : بيان المذهب :

لقد ذهب أصحاب هذا الرأي إلى أن السهم يتعذر تكيفه وفق أي من الاتجاهات الأربعة السابقة ، وإنما السهم يمثل حقا من نوع خاص ، بحيث يجب أن تُصاغ أحكامه القانونية طبقا لهذا الواقع ذي الطبيعة الخاصة . ويستند هذا المذهب إلى أنه في ضوء التباين الكبير بين المذاهب السابقة بشأن طبيعة السهم ؛ فضلا عن صعوبة الجزم بأحدها وتفاوت الأدلة فيما بينها قوة وضعفا فإنه ذلك كله أفضى ببعض الفقه التجاري إلى القول بأن السهم عبارة عن " حق من نوع خاص " ، وأمانة ذلك أن السهم ليس حقا عينيا في الشركة المساهمة بحيث ينصب على أصولها التشغيلية الحقيقية ، ولا هو حق مجرد في الشخصية المعنوية للشركة ، كما يبعد عند أصحاب هذا المذهب تكيف السهم بأنه ذو طبيعة دائنية ، فإذا ضمنا إلى ذلك كله أن بعض الأركان المقررة للشركات انتقلت من الشركة المساهمة بفضل السهم ، فإن جميع تلك المقدمات والحقائق تفرض الخلوص إلى أن السهم في الشركة المساهمة ذو طبيعة حقوقية فريدة ، وأنه يمثل حقا من نوع خاص 1 .

ويؤكد أصحاب هذا المذهب - ومنهم بعض الفقه الفرنسي 2 - على أن الحق في السهم وإن كان يتمتع بشبه جزئي بكل من الحقوق العينية من جهة والحقوق الشخصية من جهة أخرى - إلا أنه في الوقت ذاته لا يتطابق بالكلية مع أي منهما ، ومن هنا فقد ذهبوا إلى التسليم بأن السهم يمثل حقا ، ولكنه حق من نوع خاص ، كما يمكن تسميته بأنه حق ملكية ناقص أو شاذ أو مقيد ، فهو وإن كان حقا موضوعه الملكية إلا أنه لم يستكمل خصائصها الفنية التي تخوله لأن يكون حقا طبيعيا .

1- تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 69 .

2- الشركات التجارية ، د. مرتضى ناصر نصر الله ، ص 163 ، نقلا عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 69 .

### ثانيا : بيان أدلة المذهب :

ويستند أصحاب هذا المذهب إلى عدد من الأدلة ، ومن أبرزها ما

يلي :

- 1- إن السهم أداة مالية معاصرة ، وله من الخصائص والآثار ما يميزه عن سائر الحقوق المألوفة في القانون ، وليس من لازم كونه حقا أن يندرج تحت أي من الحقوق المسماة في القانون ، فجاز من حيث المبدأ أن يكون حقا ؛ ولكن من نوع خاص .
- 2- إن محاولة إدراج السهم تحت أي من الحقوق المسماة في القانون لا يخلو من تعسف وعسر ، لا سيما وأن الخصائص بينها ليست متطابقة ، مما يحملنا على استبعاد ذلك التكاليف في التطبيق ، فمن يحاول تطبيق قواعد الشركة على السهم باعتباره حصة في الشركة المساهمة فإن مذهبه منقوض بانتفاء أحد الأركان الموضوعية المقررة فقها للشركات الحقيقية ، حيث ينتفي في السهم " نية المشاركة " على الحقيقة ، وهو ركن مهم في تكوين الشركة 1 ، وبذلك يكون السهم من قبيل الشركة الناقصة أو الشاذة ، فبطل بذلك اعتباره أداة شركة على الحقيقية .
- كما إن محاولة إلحاق السهم بالعلاقة الدائنية أشبه السند الدائني ؛ لا ريب إن ذلك ضرب آخر من التعسف في التكييف ، إذ كيف يكون دائنا ويستحق نصيبه من الأرباح التشغيلية نهاية السنة المالية ، كما إنه في حال انهيار القيمة السوقية للسهم في الأسواق المالية لا يكون لمالك السهم أدنى حق للمطالبة بقيمة السهم التي دفعها عند الشراء ، وبذلك تبطل الصفة الدائنية للسهم .
- وعليه فإذا بطلت التكييفات السابقة فقد لزم مذهبنا ؛ بأن الحق في السهم إنما هو حق من نوع خاص ؛ غير مسمى في فقه التشريعات التجارية .
- 3- كما إن من البديهي أن القانون يتسم بالمرونة والتكيف مع الحوادث والمستجدات ، ولولا هذه الخاصية الطبيعية لتعطلت منافع القانون ولآل إلى الجمود ، ولنكص عن استيعاب مستجدات العقود والمعاملات المالية المتجددة ، مثل : أعمال البنوك والتأمين ونحوها ، وعلى هذا فلا مانع أبدا من الاعتراف بأن

1- انظر : الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 221 ) ، الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 43-45 .

للسهم طبيعة مالية خاصة ، ومن ثم بناء أحكامه ورسم خصائصه  
تبعاً لهذا الأساس القانوني المرن .

### ثالثاً : ذكر التعريفات المخرجة على هذا المذهب :

وإلى هذا القول ذهب بعض الفقه الفرنسي 1 ، ويمكننا أن نُخَرِّجَ على  
هذا المذهب تعريف السهم بأنه : " عقد تجاري ذو طبيعة خاصة " .

---

1- لم أفق على تعريف صريح في ذلك ، بيد أنني نقلت هذا المذهب من كتاب : الشركات التجارية ، د. مرتضى ناصر نصر الله ، ص 163 ، نقلاً عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 69 .

### **المبحث الثالث : تقييم خلاف فقهاء القانون مع الترجيح**

بعد أن عرضنا في المبحث السابق للآراء القانونية الخمسة تجاه طبيعة السهم ، وبيّنا مفهوم كل منها ، وأدلّته ، والتعريفات المخرجة عليه ، بقي لنا أن نتمم هذا الفصل بتقييم الخلاف القانوني المذكور ، وذلك بأن ننقد مضامينه ومبانيه ، لكي نصل من وراء ذلك إلى تحرير الراجح بشأن ماهية السهم .

ولذلك فسأتناول تقييم الخلاف القانوني تجاه طبيعة السهم من خلال المطالب الأربعة التالية :

- المطلب الأول : تحرير محل النزاع .**
- المطلب الثاني : التقييم الإجمالي للخلاف .**
- المطلب الثالث : التقييم التفصيلي للخلاف .**
- المطلب الرابع : الترجيح .**



## المطلب الأول : تحرير محل النزاع :

يقصد بتحرير محل النزاع تحديد نقاط الاتفاق بين الآراء الخمسة ، ثم نحدد بعد ذلك نقاط الخلاف الحقيقي بينها ، ومن ثم نبدي رأينا فيما يتعلق بالراجح بشأنها ، وبيان ذلك في الآتي :

### القسم الأول : تحديد نقاط الوفاق :

**أولاً :** لا خلاف بين الآراء الخمسة في أن السهم يمثل أداة مالية مَقْوَمَةٌ في العرف المالي المعاصر ، فالسهم له قيمة مالية يُعتاض عنها ؛ سواء على أساس القيمة الاسمية أو الدفترية أو السوقية .

**ثانياً :** لا خلاف أن مالك السهم يملك التصرف في ذات السهم ؛ بيعاً وهبة ورهنًا .

**ثالثاً :** لا خلاف أن من أهم خصائص السهم قابليته للتداول .

**رابعاً :** لا خلاف أن الحق الكامن في السهم هو من قبيل الحقوق الشخصية ، وليس من قبيل الحقوق العينية ، حتى اعتبره بعضهم نوع إجماع 1 .

**خامساً :** لا خلاف أن السهم فرع عن نظام الشركة المساهمة ( المغفلة ) ، وأنها من قبيل شركات الأموال ، وليست من شركات الأشخاص .

**سادساً :** لا خلاف أن السهم لا اعتبار بتداوله ما لم يكن طبقاً للإجراءات القانونية النافذة، بما في ذلك أن يتم تداوله في سوق الأوراق المالية الذي تم تسجيله فيه رسمياً .

**سابعاً :** لا خلاف أن السهم ذو طبيعة منقولة ، وأنه يحتفظ بطبيعته المنقولة دائماً .

**ثامناً :** لا خلاف أن للسهم قيمٌ متعددة ، وأبرزها : القيمة الإسمية - في مرحلة التأسيس - ، والقيمة الدفترية - في مرحلة التشغيل الفعلي للشركة - ، والقيمة السوقية - في مرحلة التداول المالي للسهم في البورصة - ، وأن كل قيمة منها تخضع لطبيعة مختلفة وقرائن مستقلة تختص بها دون غيرها .

1- تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 69-70 .

### القسم الثاني : تحديد نقطة الخلاف :

إن النقطة الأساسية التي يدور حولها الخلاف بين المذاهب الفقهية المذكورة يمكن تلخيصها في مسألة " ماهية السهم " ، ومعناها : ما هو موضوع السهم ومحل العقد فيه ؟ وقد رأينا - على سبيل التفصيل - شدة الاضطراب والاختلاف بين الآراء الخمسة ، فبينما اعتبره بعض فقهاء القانون حصة حقيقية مباشرة شائعة في الأصول العينية للشركة ، وجدنا طائفة أخرى ذهبت إلى تغليب الشخصية المعنوية للشركة فجعلوا السهم ملكية قاصرة على الشخصية المعنوية ؛ دون أن يتعدى إلى الأصول الحقيقية للشركة ، بينما ذهبت طائفة ثالثة إلى إنزال السهم منزلة سائر السلع والخدمات ؛ من حيث كونها أعيانا يُنَجَّرُ فيها بذاتها وفي سوقها ، وذهبت طائفة رابعة إلى أن السهم وثيقة تمثل علاقة دائنية لحامل السهم تجاه الشركة المصدرة ، وقد ذهبت الطائفة الخامسة إلى أن الحق في السهم هو حق من نوع خاص .

وقد أشار الأستاذ السنهوري إلى الاضطراب في فهم طبيعة السهم بقوله : ( والشريك لا يملك في الشيوع مال الشركة ما دامت الشركة قائمة ، فإذا انحلت كان مالكا في الشيوع ، ويستند أثر القسمة إلى وقت انحلال الشركة ، أما لو كانت الشركة ليست لها شخصية معنوية فإن الشريك يعتبر مالكا في الشيوع لمال الشركة من وقت تكوينها ، فإذا انحلت وقُسم المال استند أثر القسمة إلى وقت تكوين الشركة لا إلى وقت انحلالها ) 1 .

1- الوسيط في شرح القانون المدني [ الشركة المساهمة ] [ العقود التي تقع على الملكية ] ، عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 5 / 292 ) / الحاشية رقم ( 1 ) .

### المطلب الثاني : التقييم الإجمالي للخلاف :

إنه من واقع دراستنا التحليلية والفاحصة للآراء القانونية حول طبيعة السهم فإننا نصل إلى تقرير حقيقة علمية غاية في الأهمية ، وهذه الحقيقة من شأنها أن تحكم على جميع المذاهب القانونية السالفة بالخطأ والتضعيف ، وبيان تلك الحقيقة على النحو التالي :

لقد انطلقت جميع التعريفات القانونية للسهم من ظاهرة معيبة طبقاً لأصول الحدود والتعريفات ، وهذه الظاهرة تعرف باسم " عيب التركيب " في منطق التعريفات ، ومعناها : أن واضع التعريف يحاول صياغة تعريف واحد لماهيتين مختلفتين في خصائصهما وفي صفاتهما الجوهرية ، فيكون الدمج بينهما في تعريف واحد أمر عسير ، كما تكسو التعريف حينئذ صفة الخفاء والإبهام ، ويكون الجمع بينهما في تعريف واحد ضرباً من الخطأ والتركيب المذموم في التعريفات ، وإن أثر ذلك التركيب والخفاء ينعكس على عدم ظهور الحدود الضابطة للمُعَرَّف ، فيغدو التعريف غير مُعَرَّفٍ ولا مُبَيَّنٍّ ولا ظاهرٍ في الدلالة على الغرض الذي وُضِعَ من أجله ، ولتوضيح ذلك نورد المثال التالي :

لو أراد مُعَرَّفٌ أن يضع تعريفاً واحداً يَصُدُقُ على الإنسان والجماد معا ، أو يَصُدُقُ على الإنسان والحيوان معا ، بل لو أراد أن يضم الدَّكْرَ مع الأُنثى في تعريفٍ واحدٍ ؛ فإن ذلك ممكنٌ ولا ريب في جميع الأمثلة السابقة ، إلا أن التعريفات ستبدو معيبة من جهة ما يعترئها من شدة التعميم ، أو من شدة الإبهام ، فلو قيل : في تعريفٍ واحدٍ جامع للإنسان والحيوان " كائن حي متحرك بالإرادة " ، لصح التعريف من حيث العموم ؛ بيد أنه لا يمكن التمييز فيه بين خاصة الإنسان عن خاصة الحيوان ، والسبب أن في التعريف عيب التركيب .

وتطبيق ذلك على تعريفات القانونيين للسهم ظاهر ؛ حيث جمع المعرِّفون للسهم بين حالتيه الحقيقيَّة ( الدفترية ) ، والحقوقية المضاربية ( السوقية ) ، وذلك على النحو الآتي :

**أولاً : الحالة الحقيقية ( القيمة الدفترية ) ؛** ونعني بها تعريف السهم باعتباره حصة حقيقية مشاعة في أصول الشركة ، والحصة كما أسلفنا حقيقتها عينية وتقترن بشركات الأشخاص لا شركات الأموال ، فلو حظ أن عامة التعريفات أفادت هذا المعنى ؛ كأحد المعاني المقصودة في تعريف السهم .

**ثانيا : الحالة الحقوقية المضاربة ( القيمة السوقية ) ؛** ونعني بها تعريف السهم باعتباره حقا ماليا تجرد عن أصله العيني ؛ حتى صار له سوقه الخاص وآلية التسعير الخاصة به ، والأسهم كما أسلفنا حقيقتها حقوق مجردة تقترن بشركات الأموال لا الأشخاص ، بحيث يتم تداول السهم بقيمته السوقية بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية ، وقد لوحظ أن هذا المعنى منتشر ومراعى في عامة التعريفات القانونية للسهم .

**والمقصود :** إن عامة التعريفات القانونية للسهم وقع فيها " عيب التركيب " بين ماهيتين مختلفتين اختلافا كبيرا ، حيث تم اعتبار حالة الارتباط الحقيقي بين حصة الشراكة وأصول الشركة ، والتي يعبر عنها باسم " القيمة الدفترية للسهم " ، واعتبار حالة أخرى هي حالة الانفكاك بين السهم - كنصيب في شركة - وبين الأصول التشغيلية الحقيقية للشركة ، والتي يعبر عنها باسم " القيمة السوقية للسهم " ، فبات تعريف السهم ملتبسا بين معنيين ، ويكسوه الإبهام والتداخل في بيان المعنى المُعرّف ، فضلا عن البعد عن ضبطه وتمييزه بدقة .

**ولمزيد من الإيضاح نقول :** إن التعريفات المستخدمة لضبط حدود السهم لم تَحُلْ من حالة التنازع المعنوي بين ماهيتين ، حيث تتنازع التعريفَ الواحد طبيعتان مختلفتان ، ففي طرف منه يتشخص تعريف السهم بقيمته الدفترية ( الفعلية ) على أساس التطابق والارتباط التام بين الحق والعين ، بينما نجد الطرف الآخر من التعريف يصف السهم في حالته السوقية ( المجردة ) على أساس الانفكاك بين الحق والعين ، وشتان بين الوصفين .

ومن هنا فقد كان لهذا التداخل والالتباس بين حالتي السهم أن تشكلت مقدمة خاطئة في ذهنية المُعرّف للسهم ، الأمر الذي أورث تباينا كبيرا وخلافا عريضا بشأن تصور فقهاء القانون التجاري لماهية السهم وطبيعته ؛ حتى وصلت المذاهب في ذلك إلى خمسة متعارضة .

والواجب في معيار العلم أن يتم التمييز في تعريف السهم بين حالتيه ؛ الدفترية والسوقية ، فيكون للسهم على أساس قيمته الدفترية ( الفعلية ) تعريفٌ مستقلٌ يبيّنُ حدوده وماهيته بدقة ، كما يكون للسهم على أساس قيمته السوقية ( المجردة ) تعريفٌ آخر مستقلٌ يناسب طبيعته وماهيته، ولا ريب إن سلوك طريق التفصيل والإفصاح والبيان هو طريق العلم الذي يوشك أن ينفى الكثير من أوجه التنازع ومظاهر الاختلاف .

ولا يخفى أننا بنقدها هذا لا نعارض مذهباً من المذاهب الخمسة بعينه ، وإنما نحن نعارض مقدماتها العلمية التي قامت جميعها عليها وانطلقت منها ، إذ تصحيح الأصول مقدم على تقرير الفروع ، بل إن تصحيح الأصول وتثبيتها وتحريرها كفيل بنفي عامة الخلاف في الفروع .

### المطلب الثالث : التقييم التفصيلي للخلاف :

لقد اعترى خلاف فقهاء القانون التجاري حول " ماهية السهم " جملة من المآخذ والسلبيات العلمية ، الأمر الذي آل بالمسألة إلى حالة من الاضطراب والخفاء ؛ مما أورت خلافا بلغ خمسة مذاهب قانونية متباينة ، وسأشير إلى أبرز تلك المآخذ على النحو التالي :

#### أولا : الخلط بين الأصول الثلاثة للأسهم :

لقد سبق أن بينا الأصول الثلاثة لقيم الأسهم ، وأنها : الإسمية والدفترية والسوقية ، كما أننا نبهنا على أن سبب وقوع الخلاف بين فقهاء القانون التجاري بشأن طبيعة السهم وماهيته إنما مرده إلى ظاهرة الخلط بين قيم الأسهم ، حيث يعتري التعريفات القانونية للسهم عيب "التركيب" ، حتى تم وضع تعريف واحد لماهيتين مختلفتين ومتباينتين تمام التباين ، وقد سبق بيان ذلك في المطلب السابق قبله فلا نعيده اختصارا 1 .  
وللتحقق من صحة هذا المآخذ يمكننا مراجعة التعريفات التي سبق ذكرها بشأن ماهية السهم لدى المذاهب الخلافية الخمسة في فقه القانون ؛ لنكتشف مدى تفشي الخلط بين الأصول الثلاثة في تعريفاتهم للسهم 2 ، ومثل ذلك يقال بالنسبة إلى التعريفات التي أوردتها المصادر المالية 3 .

1- وكمثال على حالة الخلط هذه يمكن الرجوع إلى التعريفات التي سبقت ضمن عرضنا للمذاهب القانونية تجاه طبيعة السهم ، بيد أننا نكتفي بمثال واضح لنص قانوني ، فقد نصت المادة ( 104 ) من قانون التجارة اللبناني على الآتي : ( الأسهم هي أقسام متساوية من رأس مال الشركة ؛ غير قابلة للتجزئة ، تمثلها وثائق قابلة للتداول ؛ تكون إسمية أو لأمر أو لحاملها ) .

2- وإليك بعضا من تلك التعريفات :

- ( الحصة التي يقدمها الشركاء للشركة سواء أكانت حصصا نقدية أو عينية ) .
- ( صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة أو إحدى شركات الأموال ) .
- ( حصة في رأس مال الشخص المعنوي ) .
- ( صك أو مستند يعطى إلى مالك جزء من رأس مال شركة ما ؛ يثبت حقوقه كشريك ) .
- ( يمثل نصيب المساهم في شركات الأموال ، وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص ، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة ) .

3- وإليك بعضا منها :

- ( صك مشاركة في رأس مال الشركة ؛ وله قيمة اسمية يصدر بها ، وقيمة سوقية تتحدد في البورصة ) .
- ( صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويُعطى للمساهم ليُمثل حصته في رأس مال الشركة ) .

### ثانيا : التناقض بين التأصيل والتفريع في طبيعة الحق بالسهم :

إن مما يلاحظ على الخلاف الفقهي بشأن " ماهية السهم " أن عامة المعرفين اعتمدوا مبدأ أن السهم علاقة شراكة وليست علاقة دائنية كما ذهب إليه بعضهم ، وأرى أن هذا الاتجاه العام يؤخذ عليه أنه خالف بين الأصل والفرع ، فالأصل المقرر في القانون ؛ حتى لكأنه موضع إجماع بين القانونيين هو أن الحق الكامن في السهم إنما هو من الحقوق الشخصية وليس من الحقوق العينية .

وعلى الرغم من وضوح هذا التأصيل القانوني لحقيقة السهم إلا أننا وجدنا التناقض بارزا عندما خالف عامة القانونيين هذا التأصيل للسهم فذهبوا إلى كونه علاقة شراكة وليست علاقة دائنية ، فذهب بعضهم إلى أن السهم يمثل حصة حقيقية مباشرة في أصول الشركة ، بينما نسب آخرون الشراكة إلى الشخصية الاعتبارية ؛ وليس إلى الأصول التشغيلية الحقيقية ، وقد كان الأولى أن ينسجم اتفاقهم على تأصيل الحق في السهم بأنه من الحقوق الشخصية مع مذهبهم تجاه ماهية السهم وطبيعته ، ولذلك كان القول بأن وثيقة السهم تمثل علاقة دائنية يعتبر من هذه الزاوية القانونية هو الأقوى ، وذلك بسبب اتساق هذا المذهب مع أصله القانوني .

### ثالثا : فقدان السهم لبعض الأركان الموضوعية الخاصة في

#### الشركات :

إن من الخصائص والشروط الموضوعية الخاصة في الشركات " توافر نية الاشتراك والتعاون عن طريق قبول أخطار معينة " 1 ، والحق أن ( هذا عنصر نفسي من مقومات الشركة ، فلا يكفي لقيام شركة أن يكون هناك مال مشترك بين عدد من الأشخاص يستغلونه جميعا بحسب طبيعته ، فالشروع يتحقق فيه هذا الوصف وليس بشركة .. ونية الاشتراك في نشاط ذي تبعة هي التي يطلق عليها عبارة " affection societatis " أي نية تكوين شركة ، أو إرادة كل شريك في أن يتعاون مع الشركاء الآخرين في نشاط ينطوي على قدر من المخاطرة ، ووجود هذه النية عند الشركاء يدل عليه بوجه خاص طبيعة النشاط الذي اشتركوا فيه ) 2 .

- ( صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما ، أو الحَقَّين معا ) .

1- انظر : الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 221/ 5 ) ، الوسيط في الشركات التجارية ، د. عزيز العكيلي ، ص 43 .

2- الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 221/ 5 ) .

وعلى هذا فإن من أوجه النقد العلمي الذي نوجهه نحو خلاف الفقه القانوني حول " ماهية السهم " أنه على الرغم من انتفاء أحد أركان الشركات في نموذج الشركة المساهمة ؛ ألا وهو ركن " توافر نية المشاركة " إلا أننا وجدنا عامة فقهاء القانون لم يلتفتوا إلى فقدان هذا الركن .

وبيان ذلك : أن عامة المتعاملين في الأسواق المالية إنما يضاربون بالأسهم لا بنية إقامة الشراكة الحقيقية ولا الاندماج بالشركة القائمة بتملك حصة فيها ، ومن ثم المشاركة في تحمل الأخطار التشغيلية لنشاط الشركة ، وإنما غرض المتداولين ( المضاربين ) الاسترباح من تداول الحقوق المجردة على أساس التنبؤ والتوقع للثقة في السوق مستقبلا ، وقد عرفنا أنهم يمثلون ( 97% ) كحد أدنى من إجمالي المتداولين في اليوم الواحد ، وما ذلك إلا لكون السهم إنما وضع ليكون محلا للتداول المضاربي ، بيد أن جملة من فقهاء القانون لم يتنبهوا إلى هذا الملحظ المهم ، وإنما غلبوا صورة الشركة الحقيقية على الشركة المساهمة ، فأجروا أحكام الشركة على ملكية السهم في الشركة المساهمة ، وأرى أن ذلك من التناقضات التي انطوى عليها الخلاف في المسألة .

#### **رابعا : فقدان السهم لشروط الحوالة في القانون المدني :**

إن من الإشكالات القانونية الوجيهة أن القانون المدني يرسم ضوابط مُشَدَّدة بشأن تحويل الحقوق من طرف لآخر 1 ، فمن ذلك علم الطرف الآخر وموافقته على الحوالة ، بيد أن عمليات تداول الأسهم تجاوزت جميع تلك الضوابط المشددة في الحوالات ، بحيث تم تجاوز هذا الشرط القانوني وصارت الحقوق في الأسهم يتم تداولها في سوق الأوراق المالية بمجرد إبرام العقد ، ودونما أدنى اعتبار للالتزام بشروط الحوالة المنصوص عليها في القانون المدني .

والذي أراه أن القواعد القانونية في الشركات بصفة عامة شابها الإخلال والتجاوز في نموذج الشركة المساهمة ، بل تم تطويع القوانين لتخضع لهذا النموذج الحديث من أنواع الشركات ، الأمر الذي يُعَدُّ صورة من صور التناقضات القانونية تجاه موضوع الأسهم .

<sup>1</sup> - أساس المسألة التفريق بين حوالة الدين وحوالة الحق على أساس المذهب المادي للالتزام ، فحوالة الدين من مدين إلى مدين آخر ، وبينما حوالة الحق من دائن إلى دائن آخر ، وبموجب هذا المذهب يمكن تصور وجود مدينين بديين معينين من دون وجود دائن معين ، مثل : الوعد بالجائزة لغير دائن معين ، وكالسند لحامله ، وكالاشتراط لمصلحة شخص غير معين ، وانظره في : الوسيط في شرح القانون المدني الجديد ، د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، ( 8 / 186 ) .



### خامسا : الغفلة عن فكرة " الحق المجرد " :

لقد كان لغياب فكرة " الحق المجرد " التي طرحها فقهاء الشريعة الإسلامية وأثرها في فهم ماهية السهم وإدراك طبيعته محل العقد فيه دورٌ مهم في إحداث حالة الاضطراب والخفاء في فهم طبيعة السهم ، الأمر الذي انعكس على تفشي الخلاف في المسألة ، والواجب أن يتم إعادة فهم حقيقة السهم في ضوء مفهوم " الحق المجرد " ، فضلا عن التمييز بين حالتي السهم الحقيقية ( الدفترية ) والحقوقية المضاربة ( التسويقية ) ، ولو أن المُعرِّفين مايزوا بين السهم في حالتيه المختلفتين في ماهيتهما ؛ ثم اعتمدوا تعريفا خاصا لكل حالة على حدة ؛ لاستحال عامة الخلاف بينهم إلى ائتلاف ووافق .

### المطلب الرابع : الترجيح :

إنه من واقع دراستنا التحليلية والفاحصة للمذاهب القانونية حول ماهية السهم وطبيعته ، مع محاولة نقدها وتقييمها من الناحية الموضوعية في الإطار القانوني ، فإنه يمكنني أن أصل إلى ترجيح ما أراه الأصوب بشأن المسألة ، بيد أن الترجيح المختار يتعين أن يرد على اعتبارين اثنين ؛ هما : القانوني ، والمالي ( الفني ) ، وذلك على النحو التالي :

#### **أولاً : الترجيح وفق مقتضيات الصناعة القانونية :**

إن أعدلَ المذاهب القانونية بشأن طبيعة السهم وأصوبها وأكثرها انسجاماً مع الأصول والمبادئ القانونية هو " المذهب الرابع " ، وحاصله أن " السهم وثيقة تثبت حق دائنية مالكة " ، ويستند هذا الترجيح إلى المؤيدات التالية :

1- قوة الأدلة والمستندات العلمية التي أبداها أصحاب هذا المذهب ، والتي أوضحت مدى الانسجام والاتساق ما بين هذا المذهب وأصوله القانونية ، حيث جاءت أدلته من القوة والكثرة بما لا نظير له في المذاهب الأخرى ، وبيان تلك الأدلة كالتالي :

أ / الاتفاق القانوني على أن السهم من الحقوق الشخصية .  
 ب / إثبات الشخصية المعنوية للشركة المساهمة .  
 ج / استقرار العرف القانوني على التفرقة بين ( الحصة ) و ( السهم ) .

د / محدودية الخسارة بمقدار قيمة المساهمة برأس المال .  
 هـ / التشابه الوظيفي بين الأسهم والسندات .  
 و / انتفاء نية المشاركة في الأسهم .  
 ز / مذهب التقريب بين الحق الشخصي والحق العيني .  
 ح / إن نسبة المضاربات على الحقوق المجردة في الأسهم تتجاوز ( 97 % ) مما يصدق أن التداول عبارة عن عمليات تحويلات دائنية ، وموضوعها " التبرج من بيع الالتزامات " .

2- كما إن هذا المذهب يعتبر هو الأوفق والأقرب إلى فهم حقيقة السهم من حيث واقعه المالي والفني ، وذلك أنه أخذ بالاعتبار خاصة " الانفكاك " بين الحق وأصله ؛ حتى صار حقا التزامياً مجرداً عن أصله ، كما أخذ بالاعتبار أيضاً خاصية " القابلية لتداول السهم " ، بحيث أصبح السهم عبارة عن حق التزامي

مجرد ؛ وهذا الالتزام في الذمة يمكن تناقله وتحويله بعوض ، وليس ذلك إلا الدين في الذمة ؛ أشبه العلاقة الدائنية في السند .  
ولذلك جُعِلَ لهما سوق واحد يضمهما حتى سميت بالأوراق المالية ؛ فهي أوراق وأسناد ثبوتية ولكنها وصفت بأنها مالية ؛ بمعنى أنها ذات طبيعة التزامية بمال ، وبذلك اختلفت عن الأوراق التجارية ؛ باعتبارها غير قابلة للتداول ، كما اختلفت عن الأوراق النقدية ؛ باعتبارها تحمل قوة ليست محض التزام دائني ، وإن هذا الالتزام المجرد يثبتُ موضوعهُ لمصلحة حامل السهم كدائن تجاه الشركة ممثلة ببقية الشركاء من حملة الأسهم .

3- ضعف أدلة المذاهب الأخرى وسهولة نقضها من حيث الواقع العملي لتداول الأسهم .

4- ويضاف لما سبق ما جاء نصا في قانون أسواق هيئة المال الكويتي بشأن تعريف ( الورقة المالية ) بأنها : ( أي صكٌّ ؛ أيّا كان شكلُهُ القانوني يُثبتُ حصّةً في عملية تمويلية قابلة للتداول ) 1 ، وقد أورد صور الورقة المالية فبدأ بالأسهم ثم السندات ، ويلاحظ أن هذا التعريف القانوني أثبت الصبغة التمويلية لموضوع السهم ، وهي شكل من أشكال العلاقة الدائنية .

### ثانيا : الترجيح وفق مقتضيات الصناعة المالية ( الفنية ) :

لقد أسلفنا ضمن مناقشاتنا حول تقييم الخلاف حول " ماهية السهم " لدى فقهاء القانون أن أهم أسباب الخلاف يرجع إلى الخلط بين الأصول الثلاثة للأسهم ؛ الإسمية والدفترية والسوقية ، وأن الواجب التمييز عند تعريف السهم بين حالتيه ؛ الدفترية والسوقية ، فيكون للسهم على أساس قيمته الدفترية ( الفعلية ) تعريفٌ مستقلٌ يبيّن حدوده وماهيته بدقة ، كما يكون للسهم على أساس قيمته السوقية ( المجردة ) تعريفٌ آخر مستقلٌ يناسب طبيعته وماهيته .

وقد دللنا على ذلك ببيان أن الحقوق في شركات الأموال - ومنها الشركات المساهمة - يطلق عليها مصطلح ( أسهم ) ، بينما الحقوق في شركات الأشخاص يطلق عليها ( حصص ) ، بل ويدعو فقهاء القانون إلى

1- قانون رقم 7 لسنة 2010 " قانون هيئة أسواق المال " الكويتي ، ولائحته التنفيذية ، [ م 2 : التعريفات ] . المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية ( <http://www.kuwaitcma.org> ) .

عدم إسباغ صفة " الشريك " على مالك السهم ، ذلك أن كلمة " الشريك " تتصل اتصالاً وثيقاً باعتبار الشركة عقداً على أساس حق عيني ، مما يوحي بأهمية الدور الشخصي لمالك السهم في الشركة ، وذلك على خلاف الواقع في شركات الأموال ، حيث يكون مقصودها الأعظم هو الأموال لا الأشخاص .

كما أشرنا سابقاً إلى أن من أدلة ذلك أن القانون الإنجليزي يفرق بين شركات الأشخاص وشركات الأموال 1 ، حيث يطلق على الأولى ( Partnership ) ؛ بمعنى التشارك أو المشاركة ؛ للدلالة على المعنى الحقيقي للشراكة ، ثم يشتق من هذا المصدر وصف " الشريك " فيطلق عليه ( Partner ) ، بينما يطلق على الثانية ( Company ) ، ويطلق على المساهم فيها لفظ ( Member ) ؛ بمعنى عضو ، أو ( Shareholder ) ؛ بمعنى حامل السهم أو المساهم 2 .

وتأسيساً على ذلك فإننا إذا أردنا الترويج على بصيرة بشأن " ماهية السهم " ، وذلك طبقاً لأسس الصناعة المالية ، ووفقاً لفنيات التعامل في واقع الأسواق المالية ؛ فإن مقتضى الواجب في ميزان العلم أن نُفَصِّلَ عند تعريف السهم بين حالتيه الحقيقيّة ( الدفترية ) ، والحقوقية المضاربية ( السوقية ) ، إذ يجب إفراد كل حالة منهما بتعريف مستقل حال اقترانها بالسهم ، ومن ثم إعادة بناء الأحكام على هذا الأساس الفني الواضح والتميز ، وهو ما سنحرره فيما يلي :

#### أ - تعريف السهم وفق حالته الحقيقيّة ( القيمة الدفترية ) :

أما تعريف السهم طبقاً لحالته الحقيقية ( القيمة الدفترية ) فهو ظاهر ، لأنه يصدّق عليه بالمطابقة أنه عبارة عن حصة حقيقية شائعة في أصول الشركة وموجوداتها ، فيتطابق حينئذ مفهوم السهم مع مفهوم الحصة في

فقه الشركات ، وعلى هذا المعنى جاءت تعريفات المذهب الأول في الخلاف الذي أوردناه حول " ماهية السهم " .

1- انظر في تفصيل الفروقات بين الحصة والسهم في كتاب : مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة .. دراسة فقهية مقارنة ، د. عبد الأول عابدين محمد بسيوني ، ص 117 .

2- الطبيعة القانونية لأسهم الشركات ، د. أكرم ياملي ص 391 ، نقلاً عن كتاب : تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، د. عبد الباسط كريم مولود ، ص 71 .

ب - تعريف السهم وفق حالته الحَقوقية المضاربية ( القيمة السوقية ) :

وأما السهم وفق حالته الحَقوقية المضاربية ( القيمة السوقية ) فإن هذه الدراسة قد توصلت ؛ وفي ضوء جميع المعطيات السابقة إلى تطوير تعريف تختص به هذه الدراسة في موضوعها ، حيث يمكننا ضبط ماهية السهم السوقي وبيان محل العقد فيه من خلال التعريف التالي :

" حَقوقٌ مُجَرَّدَةٌ فِي شَخْصِيَّةِ الشَّرَكَةِ المُسَاهِمَةِ قَابِلَةٌ لِلتَّدَاوُلِ فِي سُوُقِهَا " .

وهذا التعريف إنما يضبط " ماهية السهم السوقي " بصفة خاصة ، وقد تم استمداد هذا التعريف وتطويره وصياغته بالاستناد إلى الحقائق والمعلومات والتفاصيل العملية التي تضمنتها جميع الفصول والمباحث العلمية السابقة .

ويمكننا إيضاح ألفاظ التعريف ومضامينه ومحترزاته من خلال ما

يلي :

قولنا ( حَقوقٌ ) : أي أن السهم عبارة عن وسيلة مادية - ورقية أو إلكترونية - تعكس " ملكية مجموعة من الحقوق المالية والإدارية " 1 ، فهذه الحقوق يتم تملكها والتصرف فيها بصفقتها " المحل المعقود عليه " في السهم ؛ بحيث يتم تداولها شراءً وبيعاً في الأسواق المالية ، فمن اشترى سهماً فإنه يكون قد تملك تلك الحقوق المعينة والتابعة للشركة المصدرة للسهم ، ويقابله أن من باع سهماً فإنما هو يبيع ذات الحقوق التي تملكها بموجب شراء السهم ، وبهذا الوصف يندفع التوهم الذي قد يطرأ على الأذهان ابتداءً ؛ بشأن اقتران ملكية السهم بذات الأصول الحقيقية للشركة ، ويتبين أن تداول الأسهم في حقيقتها إنما هي " متاجرة بالحقوق " لا غير ، والتي هي في المقابل تشكل " التزامات " على عاتق الشركة المساهمة التي أصدرتها ، وبذلك يكون السهم في حقيقته وماهيته عبارة عن منظومة من " الحقوق والالتزامات المجردة " والتي تناط بالشركة المصدرة للسهم .

وقولنا ( مُجَرَّدَةٌ ) : أي أن محل العقد في السهم ليس حقاً مقررًا ومفترناً في محله ؛ بحيث يرتبط بأصله العيني ؛ أشبه ارتباط المنفعة

1- لقد أحسن المشرع الكويتي بذكرها مجموعة في مكان واحد ؛ حيث أفرد لها ( المادة 181 ) من قانون الشركات الكويتي رقم 25 لسنة 2012 وتعديلاته ، وقد ذكرناها مفصلة كما ذكرنا بعدها الواجبات على مالك السهم ( المادة 182 ) ، فليُنظر في موضعه عند بيان الاعتراض الوارد على خاصية " الانفكاك " .

بعينها في عقد الإجارة ، وإنما المحل المعقود عليه في السهم هو حق قد تجرد وانفصل انفصالا بيّنا عن أصله العيني ، حتى إن من يشتري الحق المجرد لا يلتفت البتة إلى أصله العيني ، وإن أمارة هذا التجرد **والانفصال** : أنك تشهد في الواقع المحسوس قيام سوق تختص بالحقوق المجردة تنفصل تماما عن سوق أصولها العينية ، وإن هذا الانفصال المادي للسوقين يستتبع التباين في جميع مقتضياتهما التجارية ؛ مثل : النظم والقواعد والإجراءات وآليات التسعير والزيائن ... الخ ، وهذا المفهوم هو عين ما فصلناه سابقا باسم " خاصية الانفكاك بين الحق المجرد وأصله العيني " .

وغير خافٍ ما نبّهنا عليه هناك من أن الانفكاك والانفصال إنما هو أغلبي وشبه تام ؛ بمعنى أن مقصود المتداول هو ذات الحق المجرد والمنفصل في سوقه وسعره ، وليس مقصوده الأصل التشغيلي للسهم ، وعلى هذا فلا يخل بخاصية " الانفكاك " وجود ارتباط تبعية يتمثل في بعض وجوه الارتباط الجزئية بين الحق المجرد وأصله العيني ، ذلك أن وجود أوجه من الارتباط الجزئي لا ينفي وجود حالة الانفكاك والانفصال الأغلبي بالأصالة ، وهو ما تشهد به الأسواق المالية في تداولاتها السوقية للحقوق .

والحق إن تضمين التعريف مصطلح " **الحقوق المجردة** " فيه إفادة ظاهرة مما طرحه الفقه الإسلامي قديما بشأن مسألة " **بيع الحق المجرد** " ، وقد سبق لنا بيانها تفصيلا في موضعها من هذه الدراسة .

وقولنا ( **في شخصيّة الشَّرْكَةِ المُساهِمةِ** ) أفاد أنه لا وجود للسهم في غير نموذج " **الشركات المساهمة** " وفروعها في القانون 1 ، وأن السهم باعتباره مجموعة حقوق مجردة إنما يرتبط بالشخصية الاعتبارية للشركة المساهمة ، ولا يتعدى إلى أصولها وموجوداتها الحقيقية إلا في حالة تصفية الشركة ، وعلى هذا فجميع أنواع شركات الأشخاص وذات المسؤولية لا يتم تداول أسهمها مجردة عن أصولها ، بل تنتفي فيها صفة ( السهم ) الحقوقي لتحل محلها صفة ( الحصة ) العينية الحقيقية ، وإنما ضبطنا " الشركة المساهمة " بأل التعريف ؛ إشارة إلى ذات الشركة التي أصدرت السهم ، وأن تلك الحقوق إنما هي مناطة بذات الشركة المصدرة

1- ولا يخل بما ذكرناه الاعتراض بنموذج الشركة المسماة " التوصية بالأسهم " ، فإنها ذات طبيعة نظرية بحتة و لا يكاد يوجد لها تطبيق في الواقع العملي رغم النص عليها في بعض القوانين ، ويؤكد ذلك أن المشرع السوري في المرسوم التشريعي رقم ( 29 ) لعام 2011 بشأن قانون الشركات قام بحذف نموذج الشركات ذات التوصية بالأسهم ، بعد أن ثبت له عدم جدواها في الواقع .

لا غير ، ولذلك جاء تعريف قاموس أكسفورد للقانون مُصدِّقاً لهذه الحقيقة العلمية ؛ حيث عرّف السهم بأنه : ( حق في الشركة المساهمة ، لكنه ليس حقاً في ممتلكاتها ) 1 .

وقولنا ( **قابلية للتداول** ) أي أن من أخص خصائص السهم أنه أداة قابلة للتداول والمتاجرة فيها بطريق الشراء وإعادة البيع في أصل وضعها ؛ وذلك تحقيقاً للربح من السلوك المضاربي على ذات الحقوق المجردة ، وإن المستقر في فقه قوانين الشركات أن ثمة تلازم بين خاصية " **القابلية للتداول** " وبين الشركة المساهمة ، بل لا يكون السهم سهماً على الحقيقة ما لم يكن قابلاً للتداول والمتاجرة ، وتعتبر هذه الخاصية من قبيل النظام العام ، فلا يجوز نفيها عن السهم بالكلية ، كما لا يجوز تقييدها بدون أساس قانوني معتبر .

وتقوم آلية " **عقد التداول** " على عملية مركبة من عقدين يتم تنفيذهما بالتوالي على مرحلتين هما : مرحلة شراء السهم ، ثم مرحلة إعادة بيع السهم ، وبذلك يتشخص " **التداول** " في كونه عملية ربحية تقوم على تعاقب عقدين منفصلين ، حيث يفضي تعاقبهما إلى الاسترباح من تقلب الحقوق المجردة ، وهو ما اصطلاحاً عليه " **محل عقد تداول الأسهم** " 2 .

ويقصد بخاصية " **القابلية للتداول** " : أن السهم ما وُضِعَ في أصله وأساس نشأته إلا لغرض أن يتم تداوله ؛ بحيث ينتقل بين الأيدي بالطرق التجارية المختلفة ؛ ووفقاً لطرق التداول المعتبرة قانوناً ، ولا يتعارض مع هذه الخاصية احتفاظ البعض من المتعاملين بالسهم لفترات طويلة جداً ، بحيث يتعلق مقصوده بالعوائد والتوزيعات الناتجة عن أعمال التشغيل الحقيقي للشركة في نهاية السنة المالية ، ولا يكون مقصوده السلوك المضاربي في الأجل القصير ، فقد أوضحنا أن عمليات السوق المضاربي في الأجل القصير تشكل ما نسبته ( 97 % ) من إجمالي صفقات الشراء في سوق الأوراق المالية في اليوم الواحد ، في حين يحتل سلوك

1- قاموس أكسفورد للقانون ، P. 371 ، Oxford Dictionary of Law .

2- وقد نبهنا سلفاً إلى أن استعمال مصطلح " **عقد تداول الأسهم** " إنما هو من قبيل التسمُّح في الاستعمال ، وله شواهد في " قانون الأوراق المالية " حيث أبرز مصطلح ( **عقد التداول** ) واستعمله في مواضع عديدة بصيغتي المفرد والجمع ، بل وعرفه بأنه : ( **العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها** ) ، فقد سماه المشرع الأردني ( **عقداً** ) وإن كان في حقيقته أكثر من عقد لأنه عملية تجارية ، مما يدل على أن الاصطلاحات القانونية تقبل مثل هذا الإطلاق . وانظر: القانون المؤقت رقم 76 لسنة 2002 " قانون الأوراق المالية " الأردني ، وتعليماته التنفيذية .

المصدر : الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية ( <http://www.jsc.gov.jo> )

المستثمرين في الأجل الطويل النسبة الباقية ( 3 % )، كما إنه مع حلول الأزمات الاقتصادية تتلاشى حتى تلك النسبة القليلة من المستثمرين ليتحول السوق برمته إلى سوق مضاربي صرف بنسبة تصل إلى ( 100 % ) .

هذا وإن تضمين تعريفنا لمصطلح " القابلية للتداول " فيه إفادة ظاهرة مما قرره فقهاء القانون التجاري بشأن هذه الخاصية الأساسية بالنسبة لكافة عقود وعمليات " التداول المالي " .

وقولنا ( في سوقها ) قيد مهم في التعريف ؛ ومفاده : أن من شروط صحة تداول " الحقوق المجردة " في السهم أن يتم تداولها في سوق الأوراق المالية المعترف والمُقرّر قانوناً 1 ، وإن وجود السوق الخاص بالحقوق المجردة معزولاً ومنفصلاً عن السوق المتعلق بالأصول والأعيان الحقيقية لهو دليل حاسم على تحقق صفة " الحق المجرد " في السهم الذي يتم تداوله في الأسواق المالية .

وقد تختلف القوانين في ضبط نطاق " سوق الحقوق المجردة " ، وفي تحديد طبيعته وحدوده ، وما يستلزمه من الاشتراطات والإجراءات اللازمة له ، بيد أنها جميعاً تشترط المبدأ ذاته ، وإن اختلفت في بعض قرائن تطبيقه في الواقع ، ففي حين تذهب بعض القوانين إلى الحكم بالبطلان على أي تداول للأسهم خارج حدود السوق 2 ، نجد أن قوانين أخرى تجيز ذلك ؛ لكن تُقيّدُهُ بشرط موافقة جهة الاختصاص في السوق 3 ، ويبقى في جميع الأحوال أن اشتراط إجراء التداول في سوقه المعترف قانوناً ؛ وبحسب قرائنه وضوابطه ؛ هو أمر متفقٌ عليه بين القوانين المنظمة للأسواق المالية قاطبة .

1- وهذا يستلزم جملة من الشروط الضمنية والتي من أبرزها أن يتم الترخيص للشركة المصدرة بالإدراج من قبل الهيئة المختصة في الدولة ، ومنها : أن يتوافر الإذن القانوني من قبل إدارة السوق بالسماح للسهم المعين بالتداول ، ومنها : أن يتم التداول عبر وسيط مرخص له من قبل إدارة السوق .

2- ومثاله صنيع المشرع المصري في ( م 17 ) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، وفيه : ( لا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها ، وإلا وقع التداول باطلا ) .

3- ومثاله صنيع المشرع الأردني والذي أجاز في ( م 12 - ب ) من " قانون الأوراق المالية " المؤقت رقم 76 لسنة 2002 .



## الفصل الخامس

### الخاتمة

حول " محل عقد تداول الأسهم " من المنظور القانوني ، وأن تسهم هذه الدراسة في ترشيد أحكام العقد وآثاره ، وأن تساند الجهود العَدَلِيَّة والقضائية في تبين آثار التعامل بالأسهم ؛ وذلك على أساس التصور الدقيق لماهية " السهم " من الناحية المالية ( الفنية ) ؛ وطبقا لحيثيات " تداوله " في واقع الأسواق المالية المعاصرة .

وقد رأيت - لمصلحة الدراسة - أن أورد الخاتمة مُقسَّمة على قسمين في مطلبين :

**المطلب الأول : القيمة العلمية المضافة ، ويتضمن أبرز النتائج العلمية للدراسة .**

**المطلب الثاني : التوصيات .**

## المطلب الأول : القيمة العلمية المضافة :

لقد تضمنت هذه الدراسة إجراء مراجعات أساسية حول ماهية السهم في فقه التشريعات التجارية ، وذلك من خلال دراسة مفهوم السهم ، وتحديد خصائصه العقدية ، مع تحليل الآراء القانونية المختلفة حول ماهية السهم ، مع تقييم الخلاف فيها ، وقد جاءت الدراسة بمجموعة من النتائج العلمية المهمة ، والتي تمثل القيمة العلمية التي تضيفها هذه الدراسة إلى فقه الأسهم في علم القانون التجاري ، والتي كان من أبرزها ما يلي :

1. توصلت الدراسة إلى أن " عقد تداول الأسهم " هو أحد العقود غير المسماة في القانون ، وأنه لا يندرج تحت أي من العقود المسماة .

2. إبراز حقيقة التمايز العميق بين القِيم الثلاثة للأسهم ؛ الإسمية والدفترية والسوقية ، وهو ما عبّرَ عنه الدراسة باسم " الأصول الثلاثة " للسهم .

3. قدمت الدراسة تعريفا علميا ضابطا لمصطلح " تداول الأسهم " ؛ وهو : " المتاجرة في سوق الأوراق المالية بحقوق مجردة لشركة مساهمة بقصد تحقيق الربح من فروقات الأسعار في الأجل القصير " .

4. إثبات أن " محل عقد تداول الأسهم " له خصائص فنية تخصه وتميزه عن غيره من محالّ العقود المالية ، وهذه الخصائص تجعل " عقد تداول الأسهم " يستقل بذاته كعقد واجب الأفراد والتميز في لقبه وأحكامه وآثاره كعقد مسمى جديد في القانون .

5. إثبات أن " القابلية للتداول " خاصية رئيسة وأولى في " محل عقد تداول الأسهم " ، وعليها تقوم سائر عمليات " التداول المالي " في الأسواق المالية الدولية قاطبة ، سواء أكانت أسواق عملات ، أم أسواق بضائع ومعادن ، فضلا عن أسواق تداول الأسهم والسندات .

6. تحرير خاصية " الانفكاك " كخاصية رئيسة ثانية في " محل عقد تداول الأسهم " ، وإثبات أنها خاصية عضوية في أصل بنية السهم وفي داخله لا وجود للسهم بدونها .

7. إبراز وتحرير مفهوم " الحق المجرد " في اصطلاح فقهاء الشريعة الإسلامية ، وأثره في فهم ماهية محل العقد في السهم بقيمته السوقية في العصر الحديث ، حيث يتم تداول السهم بقيمته

السوقية منفصلا عن أصله العيني الحقيقي ، ومن ثم إثبات التطابق بين دلالة هذا المصطلح في الفقه الإسلامي وبين خاصية " الانفكاك " .

8. تتبع تعريفات السهم عند فقهاء القانون التجاري وتصنيفها من خلال إرجاعها إلى خمسة اتجاهات رئيسة ، وهو مما اختصت به هذه الدراسة .

9. دراسة المذاهب في الخلاف القانوني حول طبيعة السهم ، وذلك من خلال بيان المذهب ، وبيان أدلته ، وأبرز التعريفات المخرجة عليه .

10. تحرير محل النزاع في الخلاف القانوني حول طبيعة السهم ، بهدف تحديد نقاط الاتفاق - وهي كثيرة - ، إلى جانب تحديد نقطة الخلاف الأساسية بين المذاهب المختلفة ، حيث تمثلت في محاولة تحديد " ماهية السهم " والتي تتمثل في المحل المعقود عليه في السهم .

11. الكشف عن سبب الخلاف بين الآراء القانونية بشأن طبيعة السهم ، وأن ذلك يرجع ظاهرة التركيب في تعريفات الأسهم ، وهي من قبيل الخلل في المقدمة الذهنية لدى المعرفين ، حيث تم بناء التعريفات على أساس الخلط بين حالتين مختلفتين تمام الاختلاف للسهم ، وهما : الحالة الدفترية والحالة السوقية ؛ إذ يثبت الاختلاف بينها حسا وعقلا من جهة اسم السهم وآلية تقويمه وسوقه ، فلا يصح إدراجهما تحت تعريف واحد ، وهذا العيب في التعريفات يعرف بعيب التركيب .

12. إن الراجح في الخلاف حول " ماهية السهم " باعتبار أصول الصناعة القانونية هو المذهب الرابع ، وحاصله أن " السهم وثيقة تثبت حق دائنية مالكة " ، بمعنى أن مالك السهم إنما يمتلك وثيقة بدين تثبت أنه دائن تجاه الشركة المصدرة للسهم ، وقد رجحنا هذا المذهب من المنظور القانوني ؛ لقوة أدلته ووجاهتها وانسجامها مع الأصول القانونية ، فضلا عن ضعف أدلة المذاهب الأخرى .

13. إن الراجح في الخلاف حول " ماهية السهم " باعتبار أصول الصناعة المالية يقتضي وجوب الفصل عند تعريف السهم بين حالتيه الحقيقية ( الدفترية ) ، والحقوقية المضاربية ( السوقية ) ، إذ يجب إفراد كل حالة منهما بتعريف مستقل للسهم ، ومن ثم إعادة بناء الأحكام على هذا الأساس الفني الواضح والمتميز .

14. كما قدمت الدراسة تعريفاً جديداً وضابطاً للسهم السوقي في حالته الحقوقية المضاربية ؛ وبما يضبط محل العقد فيه ، حيث عرّفت السهم بأنه : " حقوقٌ مُجرّدةٌ في شخصيّة الشركة المُساهمة قابلة للتداول في سوقها " .

### المطلب الثاني : التوصيات :

وأوصي في خاتمة هذه الدراسة بمجموعة من التوصيات ، والتي أرجو أن أوفق شخصيا أو يوفق إخواني الباحثون إلى تحقيقها مستقبلا ، ذلك أنها من وجهة نظري تمثل مسائل وتوصيات جديرة بالعناية والتحقيق ، ويمكنني تلخيص أبرز تلك التوصيات على النحو التالي :

**أولا :** إنه تأسيسا على ما كشفت عنه الدراسة من خصائص نوعية لما اصطلحت عليه باسم " محل عقد تداول الأسهم " وأن العقد الذي ينطوي على هذا المحل هو عقد غير مسمى فإنه يجدر بالتشريعات التجارية والمالية أن تعتنى بهذا العقد المهم ، وذلك من جهة إبرازه وتشخيص طبيعته ، وإشهار خصائصه الفنية ، بالإضافة إلى إفراده مستقلا في باب أو فصل خاص به ، بحيث تُنظَّم أحكام هذا العقد ، وتُحرَّر قواعده وضوابطه ؛ على الوجه اللائق بأهمية العقد وخطره في الواقع ، وبما يحقق مصالحه وينفي مفسده ، ويحمي حقوق المتعاملين به .

**ثالثا :** أوصي بتطوير التشريعات العربية بخصوص ماهية " عقد التداول " ، وذلك بأن تحذو حذو المشرع الأردني ، حيث إنه الوحيد الذي وضع تعريفا خاصة لمصطلح " عقد التداول " ، وقد جاء التعريف مطابقا للواقع العملي في وصف ماهية العقد وأنه مرادف لفكرة المتاجرة أو المضاربة ، حيث عرفه بأنه : " العقد الذي يتم بموجبه شراء أوراق مالية وبيعها " ، ولا ريب أن هذا الاتجاه يُعدُّ تطورا رشيدا باتجاه الضبط الصحيح لفكرة السهم المتداول في سوق الأوراق المالية .

**ثالثا :** أوصي بأن يتم تخصيص دراسة علمية مستقلة حول " الآثار القانونية لعقد تداول الأسهم " ، وليس ذلك من الجانب القانوني النظري فحسب ، وإنما أوصي بأن تتناول الدراسة بصورة ميدانية تتبع المنازعات والقضايا التي تفرعت عن ظاهرة الخفاء والإبهام التي تعترى ماهية السهم .

وبالله التوفيق ، ،

## قائمة المراجع

### أولا : المؤلفات :

1. الحمصي ، علي نديم ، الشركات المساهمة في ضوء القانون الوضعي والفقہ الإسلامي ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر / بيروت ، ط1 ، 1424 هـ / 2003 م .
2. رضوان ، د.أبو زيد ، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن ، ط1 1978م ، دار الفكر العربي - القاهرة .
3. رمضان ، د.زياد و شموط ، د.مروان ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، مصر ، 2008م .
4. الزحيلي ، د. وهبة ، العقود المسماة في قانون المعاملات الإماراتي والقانون المدني الأردني ، ط1 1407 هـ / 1987م ، دار الفكر .
5. سامي ، د.فوزي محمد ، الشركات التجارية .. الأحكام العامة والخاصة دراسة مقارنة ، ط1 1999 ، دار الثقافة للنشر / الأردن .
6. السعدون ، جاسم ، مناخ الأزمة وأزمة المناخ ، ط1 ، 1984م .
7. السعدي ، د. مرتضى حسين إبراهيم ، النظام القانوني لشركات الاستثمار .. دراسة تحليلية مقارنة ، ط1 ، 2011م ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت .
8. السنهوري ، د. عبدالرزاق أحمد ، الوسيط في شرح القانون المدني في الشركة المساهمة [ العقود التي تقع على الملكية ] ، دار إحياء التراث العربي / بيروت .
9. سوار د. محمد وحيد الدين ، حق الملكية في ذاته في القانون المدني ( الكتاب الأول ) ، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، ط2 ، 1997م .
10. السيف ، حسان بن إبراهيم بن محمد ، أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة ، دار ابن الجوزي .
11. الشرقاوي ، د. محمود سمير ، 1986م ، الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة العربية - القاهرة .
12. الشمري ، د.طعمة ، قانون الشركات التجارية الكويتي ، ط1 1986م ، مؤسسة دار الكتب - الكويت .

13. العبيدي ، د. علي هادي ، الوجيز في شرح القانون المدني ( الحقوق العينية ) دراسة مقارنة ، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، ط 1 / الإصدار الرابع ، 2005م .
14. العريني ، د. محمد فريد ، الشركات التجارية ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2003م .
15. العكيلي ، عزيز ، الوسيط في الشركات التجارية ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، ط 3 ، 2012م / 1433هـ .
16. القليوبي ، د.سميحة ، الشركات التجارية ، ط 2 1988م ، دار النهضة العربية - القاهرة .
17. الماضي ، طارق ، أسواق الأسهم " صراع الدببة والثيران " ، شركة مطابع هلا ، ط 1 ، 1430هـ / 2009م .
18. المحيسن ، أسامة نائل ، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس ، ط 1 2008م ، دار الثقافة - عمان .
19. المصري ، د. رفيق يونس ، فشل الأسواق المالية ( البورصات ) ، ط 1 ، 1427هـ / 2007م ، دار المكتبي ، دمشق .
20. الميداني ، د. محمد أيمن عزت ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ، الظهران 1989م .
21. ناصيف ، د. إلياس ، موسوعة الشركات التجارية ، ط 1 ، 2000م .
22. الندوي ، خورشيد أشرف ، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية .
23. هارون ، د. محمد صبري ، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات .
24. يونس ، د.علي حسن ، الشركات التجارية ، 1991م .

### ثانيا : الرسائل العلمية :

25. بسيوني ، عبد الأول عابدين محمد ، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة .. دراسة فقهية مقارنة ، ط 1 ، 2007م ، دار الفكر الجامعي / مصر .
26. الجهني ، حمدي بن حمزة بن زيد ، أزمة سوق الأسهم 1427هـ - 2006م ، ط 1 ، 1427هـ / 2006م ، الحقوق محفوظة للمؤلف .



27. الخليل ، د. أحمد بن محمد ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي .
28. سميرة ، بوفامة ، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير .. دراسة مقارنة ، رسالة ماجستير / كلية الحقوق / جامعة منتوري - قسنطينة ، الجزائر ، 2005 م .
29. العبادي ، د. عبد السلام داود ، الملكية في الشريعة الإسلامية ، ط1 ، 1394هـ/1974م ، مكتبة الأقصى - عمان .
30. مولود ، د. عبد الباسط كريم ، تداول الأوراق المالية .. دراسة قانونية مقارنة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، ط1 ، 2009م .

### ثالثا : الأبحاث العلمية :

31. دنيا ، أ.د. شوقي أحمد ، " التلاعب في الأسواق المالية " ، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ يوافق 25-29 ديسمبر 2010م .
32. عيسى ، محمد حلمي السيد ، التكيف الفقهي للأسهم دراسة فقهية مقارنة ، مجلة الشريعة والقانون بالقاهرة ، العدد 24 ، ج 2 ، 2002م .
33. ياملكي ، د. أكرم ، الطبيعة القانونية لأسهم الشركات .. دراسة مقارنة ، بحث منشور في مجلة الدراسات القانونية ، جامعة بيروت العربية ، لبنان ، العدد السابع ، تموز 2001 .

### رابعا : الأعمال الموسوعية :

34. مجمع الفقه الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة الخامسة ، العدد الخامس ، الجزء الثالث ، 1409هـ/1988م .
35. وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية - دولة الكويت ، الموسوعة الفقهية الكويتية .

### خامسا : المواقع الإلكترونية :

36. إف أكس بورصة ( [www.fxborssa.com](http://www.fxborssa.com) ) .
37. جوريسبيديا القانون المشارك، الموسوعة القانونية الإلكترونية الحرة ( <http://ar.jurispedia.org> ) .
38. هيئة أسواق المال الكويتية ( <http://www.kuwaitcma.org> ) .

39. هيئة الأوراق المالية الأردنية ( <http://www.jsc.gov.jo> ) .
40. الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية ( <http://www.efsa.gov.eg> ) .
41. وزارة التجارة والصناعة الكويتية ( <http://www.moci.gov.kw> ) .
42. ويكيبيديا ، الموسوعة الإلكترونية الحرة ( <http://ar.wikipedia.org> ) .