Journal Of the Iraqia University (66-2) April (2024)

ISSN(Print): 1813-4521 OnIine ISSN:2663-7502
Journal Of the Iraqia University
available online at: https://www.iasj.net/iasj/issue/2776

تجزئة الاسهم في سوق الاوراق المالية – دراسة مقارنة –

ا.م.د غالب عبد حسين

كلية الحقوق جامعة تكريت

Stock split in the Stock market - A comparative study -

BY: Assist prof Dr. Ghalib Abed Hussein
Tikrit University- College of Law
ghalibabed@tu.edu.iq

DOI 10.58564/MABDAA.66.2.2024.1018

ملخص

تعتبر عملية تجزئة اسهم الشركات المدرجة في اسواق الاوراق المالية من الاحداث المهمة في حياة الشركات، وكذلك على مستوى التداول في سوق الاوراق المالية ، وتهدف هذه الدراسة الى بيان مفهوم عملية تجزئة الاسهم للشركات المدرجة في السوق، ومدى تأثيرها على القيمة السوقية لاسهم الشركة ، ودرجة سيولتها، وعلى قاعدة الملكية ، والقواعد التي تنظم هذا الحدث والاجراءات المتبعة لإتمامه والاثار التي تترتب على عملية التجزئة ، وقد اخترنا المقارنة بين التشريع العراقي والتشريع السوري . وقد توصلنا الى ان عملية تجزئة الاسهم تؤدي الى زيادة درجة سيولة الاسهم ، واستقطاب فئات جديدة من المستثمرين وخاصةً صغار المستثمرين ، وان هذا الحدث يعزز من كفاءة السوق . كما توصلنا الى ان عملية تجزئة الاسهم قد تكون بتوجيه من هيئات الاسواق المالية للشركات ، او بطلب من الشركات التي تكون القيمة الاسمية لاسهمها مرتفعة في السوق، كما توصلنا الى ان المشرع العراقي لم يقم بتنظيم هذه العملية وقدمنا عدة توصيات من اجل اقرارها وتنظيمها .

كلمات مفتاحية: تجزئة الاسهم ، الشركات المساهمة ، الاسهم

summary

The stock split process of companies listed on the stock markets is considered one of the important events in the life of companies, as well as at the level of trading in the stock market. This study aims to explain the concept of the stock split process for companies listed on the market, and the extent of its impact on the market value of the company's shares, and the degree of their liquidity. On the basis of ownership, the rules that regulate this event, the procedures followed to complete it, and the effects that result from the partition process, we have chosen to compare Iraqi legislation and Syrian legislation. We have concluded that the stock split process leads to an increase in the degree of liquidity of the shares, attracting new categories of investors, especially small investors, and that this event enhances the efficiency of the market. We also concluded that the process of stock split may be under the guidance of corporate financial market authorities, or at the request of companies whose nominal value of shares is high in the market. We also concluded that the Iraqi legislator did not regulate this process and we made several recommendations in order to approve and regulate it.

Keywords: stock split, Joint stock companies, stocks

مقدمة :-

تعتبر اسواق الاوراق المالية في مختلف البلدان –التي توجد فيها هذه الاسواق– محوراً مهما من محاور اقتصاديات تلك البلدان؛ ووسيلة مهمة يتم من خلالها تداول الاموال من الاطراف التي لديها فائض الى الاطراف التي لديها عجز؛ وتحويل تلك الاموال من اموال خاملة الى راس مال فعال يدعم الاستثمار بكافة الانشطة الاقتصادية . وتولي السلطات القائمة على تلك الاسواق جهوداً كبيرة لتطوير اليات عمل هذه الاسواق بما يحقق رفع كفاءتها؛ وشفافية التعامل فيها ؛ من خلال الدور الرقابي الذي تقوم به لمنع الممارسات غير المشروعة بمايدفع

المستثمرين والمدخرين للولوج الى هذه الاسواق لتوظيف مدخراتهم واموالهم ؛ وتحفيز الشركات المدرجة اسهمها في السوق لمتابعة جميع المتغيرات الحاصلة في اسعار تلك الاسهم ودفعها الى تحسين اداءها الاداري والمالي وتحسين ربحيتها ممايؤدي الى تحسين اسعار تلك الاسهم . ولما كان تداول الاوراق المالية هو عماد عمل الاسواق فقد اولته الجهات الرقابية القدر الكبير من الاهمية؛ ابتداءا من شروط ادراج الاوراق المالية ؛ والافصاح عن المعلومات – خصوصاً المعلومات الجوهرية – واتخاذ الوسائل اللازمة لمنع التعاملات غير المشروعة خصوصا تعاملات المطلعين بناءاً على المعلومات التي يحوزونها . ومن جانبها تسعى ادارات الشركات المدرجة اسهمها الى اتباع الوسائل والاليات التي تسمح بها قواعد التداول واجراءاتها بالشكل الذي يحقق انسيابية تداول اسهمها للحفاظ على قيمها في السوق وتعزيزها ومنعها من الهبوط او الانهيار .ومن الوسائل والآليات التي تقوم بها تلك الشركات احيانا هو قيامها بتجزئة (تقسيم عدد) اسهمها الحالية ذات القيمة الاسمية المعينة بقيمة اسمية اقل. وبحسب الاسباب والمبررات التي تدفع الشركات للقيام بهذه العملية .

- **مشكلة الدراسة** :- تتمثل مشكلة الدراسة – من جهة – في ان بعض عمليات تجزئة الاسهم التي تقوم بها الشركات قد تتم دون معرفة الدوافع الحقيقية لقيام الجهات الادارية في الشركات للقيام بهه العملية؛ مما قد يدفع المستثمرين – وخصوصاً صغار المستثمرين الجدد– للانخراط في هذا الحدث؛ ودون ان تكون الاجراءات الرقابية من قبل الجهات الرقابية على اسواق الاوراق المالية متناسبة مع هذه العملية مما يؤدي الى وقوع هؤلاء المستثمرين ضحية للتحايل والغش.

فهذه العملية في كثير من الاحيان تؤدي الى زيادة سيولة الاسهم وتحسين اسعارها وتجذب عدد كبير من المستثمرين الجدد. وهل ان هذه العملية تتم دائماً دون ان باتباع اساليب احتيالية من قبل الجهات الادارية القائمة عليها وتؤدي بهم في النهاية الى خسارة الكثير من اموالهم؟ ومامدى تأثير هذه العملية على القيمة السوقية للاسهم؟ وهل ان الدور الرقابي الذي تقوم به الاسواق يتناسب مع هذا الحدث في حياة الشركات؟ خصوصاً اذا تم اتخاذ قرار التجزئة بناءً على تعاملات المطلعين من ادارة الشركة بسبب المركز السيء للشركة فيكون قرار التجزئة فرصة سانحة لهم للتخلص من اسهم بسعر مناسب قبل الكشف عن تلك المعلومات؟، ومن جهة اخرى قد تلزم الجهات القائمة على الاسواق الشركات بتجزئة اسهمها، وقد لايتناسب هذا الامر بشكل عام مع واقع تداول اسهم تلك الشركات واسعار اسهمها فهل تستطيع الشركات الاعتراض او رفض هذا الامر؟ .

- **اهمية الدراسة** :- تتجسد اهمية مثل هذا النوع من الدراسات في تبصير المستثمرين قبل قيامهم بالاستثمار والتداول على اسهم الشركات التي يتقرر تجزئة اسهمها في السوق؛ وبيان الثغرات التشريعية التي قد تنفذ منها مجالس ادارة الشركات عند اقدامها لاتخاذ قرارات التجزئة؛ وتهدف هذه الدراسة الى بيان الدور الحيوي لعملية التجزئة للشركات التي تتسم التعاملات على اسهمها بنوع من الركود . كما ان هذه الدور تكشف بعض الجوانب الرقابية على الشركات . كما تبين هذه الدراسة الواقع التشريعي في العراق لمثل هذا الحدث المهم .
- **اهداف الدراسة** :- تهدف هذه الدراسة الى بيان جدوى القيام بعمليات تجزئة الاسهم ، والى اي مدى يؤثر قرار التجزئة على قيمة السهم، وحجم تداول الاسهم والكيفية التي يتم من خلالها منع التلاعب عند اتخاذ مثل هكذا قرار، وكيفية حماية المستثمرين الذين سينخرطون في هذه العملية واقتناء الاسهم التي تمت تجزئتها. وبيان الحاجة الى تنظيم مثل هذه العملية في سوق العراق للأوراق المالية ومايرتبط به من قواعد في التشريعات ذات الصلة .
- **خطة الدراسة** :- للوصول الى الهدف المنشود من هذه الدراسة والتعمق فيها والتحليل بشكل مناسب فقد قسمنا هذه الدراسة الى مبحثين ؛ وكمايأتي :

المبحث الاول :- ماهية تجزئة الاسهم ودوافع القيام بها .

المبحث الثاني :- القواعد الاجرائية للتجزئة والاثار المترتبة عليها .

- **منهج الدراسة** :- اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وبالأسلوب المقارن بين التشريع العراقي والتشريع السوري، وبالاستعانة ببعض المعلومات والبيانات المستمدة من المصادر والمراجع العلمية، والابحاث المنشورة في المجلات العلمية المتخصصة؛ وبعض مواقع الشبكة العنكبوتية المعتبرة؛ المتعلقة بموضوع الدراسة وصولاً الى النتائج التي توصلنا اليها والتوصيات المقترحة للمشرع العراقي.

المبحث الأول ماهية تجزئة الاسهم ودوافع القيام بها

تلجأ الشركات الى القيام بتجزئة اسهمها تحت عدة مبررات، ودوافع؛ وقد تخفي الشركات وراء هذه العملية معلومات عن الشركة لا تود الافصاح عنها في السوق؛ وهذه العملية قد تختلط او تشتبه مع عمليات اخرى مثل توزيع اسهم الارباح او التجزئة العكسية للاسهم ؛ وسنبين

في هذا المبحث ماهية تجزئة الاسهم والاحداث التي تشتبه معها ومبررات لجوء الشركات للقيام بعملية التجزئة من خلال تقسيم هذا المبحث الى مطلبين ؛ نتناول في الاول ماهية تجزئة الاسهم في سوق الاوراق المالية وتمييزها من الاحداث التي تشتبه بها؛ ونوضح في المطلب الثاني مبررات لجوء الشركات لعملية التجزئة .

المطلب الأول مفهوم تجزئة الاسهم وتمييزها من الاحداث التي تشتبه بها

قد يتبادر للذهن للوهلة الاولى ان ما نقصده بتجزئة الاسهم هو تجزئة قيمة السهم عند اصداره للمرة الاولى (تجزئة قيمة الاصدار). وهذه صفة وخصيصة لصيقة بالسهم عند اصداره؛ فمن حيث الاصل ان الاسهم غير قابلة للتجزئة(القليوبي،١٣٥،١٩٩٢). فلايجوز اصدار شهادات للاسهم بجزء من السهم والتداول بها (ربع السهم مثلا او ثمنه). او ان تصدر شهادة بعدد من الاسهم ونصف(Richard&Edward,1998,30). ولايجوز ان تصدر باقل من قيمتها الاسمية؛ وقد اشارت لذلك صراحة المادة ٣٠ من قانون الشركات العراقي النافذ المعدل (قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل (منشور بجريدة الوقائع العراقية ٣٦٨٥ في ١٩٩٧/٩/١). والمادة ٩٥ من قانون الشركات السوري النافذ المعدل (قانون الشركات السوري الصادر بالمرسوم التشريعي ٢٩ لسنة ٢٠١١). فاذا آلت ملكية السهم لأكثر من شخص واحد (باي طريقة من طرق الملكية الهبة او الوصية او الارث) فلايجوز استعمال حقوق هذا السهم الامن خلال شخص واحد من بينهم. وسنبين في مايلي تعريفاً لتجزئة الاسهم وتمييزه ممايشتبه به من مصطلحات ؛ من خلال تقسيم هذا المطلب الى فرعين ، نبين في الفرع الاول تعريف تجزئة الاسهم ، ونناقش في الثاني تمييز عملية تجزئة الاسهم مما يشتبه بها من عمليات اخرى.

الفرع الأول تعريف تجزئة الاسهم

عرف البعض تجزئة الاسهم بانها عبارة عن زيادة عدد اسهم الشركة المدرجة في السوق عن طريق تخفيض القيمة الاسمية، حيث يحدد العدد وفق النسبة التي سيتم التجزئة على اساسها، اذ يمكن تقسيم السهم الى اثنين او ثلاثة او اكثر(Nelson ,2009,588). وهناك من يعرفها بانها قرار مؤسسي يتم بموجبه تقسيم القيمة الاسمية للسهم الى اكثر من وحدة واحدة وبالتالي سيزداد عدد الاسهم دون اضافة اي قيمة اضافية للسهم الواحد وهذا يعني ان قرار التجزئة جاء لزيادة عدد اسهم الشركة دون احداث اي تغيير في حقوق المساهمين، وبدلا من ذلك ستتغير القيمة الاسمية للسهم دون ان يكون هناك اي خلق للقيمة نتيجة لذلك(دلول و ابو رغيف،٢٠٢٢ ،٣٢٤). وبالتالي فان عملية تجزئة الاسهم تستهدف تقسيم الاسهم الاسمية المدرجة بنسبة معينة بحسب قرار التقسيم فاذا كانت العملية تستهدف تقسيم الاسهم بنسبة ١ الى ٤ مثلا فان عدد الاسهم سيتضاعف اربعة مرات، فمثلا اذا مان عدد الاسهم ١٠٠٠ سهم وكانت نسبة التجزئة ١ الى ٤ فان عدد الاسهم سيتضاعف الى ٤٠٠٠ سهم وستقل قيمة الاسهم لتكون ربع قيمته قبل التجزئة، فاذا كانت قيمة السهم الواحد ٤ دنانير قبل التجزئة فان قيمة السهم بعد التجزئة ستكون دينار واحد. وبشكل عام فكلما انخفضت قيمة السهم فان ذلك سيدفع الكثير من صغار المستثمرين لاقتناء الاسهم . وعرفت تجزئة الاسهم ايضا بانها زيادة في عدد الاسهم العادية للشركة الى عدد اكبر دون ان تتحمل الشركة اية تكلفة لهذه العملية، ويكون التغيير من خلال اجراء التخفيض في القيمة الاسمية بنسبة معينة ممايضاعف من عدد اسهم الشركة وبدون حدوث تغيير في عدد المساهمين وفي القيمة الكلية لحقوق الملكية العادية وانما التغيير يحصل في عدد الاسهم المصدرة والقيمة السوقية(حنفي،٢٠٠٥ ،٢٣٥)؛(الكسادي،٢٠٠٧ ،١٨).ومن خلال ماسقناه من تعاريف فان تجزئة الاسهم من الناحية العملية لاتتعدى فكرة تخفيض القيمة الاسمية لاسهم الشركة التي اتخذت قرار التجزئة بنسبة معينة مع بقاء حقوق الملكية قيمة راس المال السوقي لاسهم الشركة ثابتة دون تغيير؛ ودون ان تؤدي عملية التجزئة الى على راس المال سواء المصدر او المدفوع؛ ودون ان يكون لها تأثير على حقوق الملكية للمساهمين، وهذه العملية سوف تتيح لصغار المدخرين من الدخول الى الشركة كمساهمين جدد نتيجة لاقتنائهم الاسهم بعد عملية التجزئة. وتجدر الاشارة الى ان المشرع العراقي لم يتعرض لمفهوم تجزئة الاسهم في قانون الشركات ولافي قانون سوق الاوراق المالية وانما تعرض له فقط في تعليمات اجراءات الرهن والحجز على الاوراق المالية (اللائحة التنظيمية لإجراءات الرهن والحجز على الاوراق المالية) لسنة ٢٠٢٢ الصادرة من هيئة الاوراق المالية ؛ حيث نصت الفقرة (٦) من هذه اللائحة على انه :" في حال تجزئة القيمة الاسمية للأوراق المرهونة يقوم المركز بوضع اشارة الرهن على الاوراق المالية الناتجة عن عملية التجزئة ويقوم المركز بتثبيت اشارة الرهن على الاسهم المجانية مالم ينص عقد الرهن على خلاف ذلك "؛ بينما نجد ان المشرع السوري قد اشار الى تجزئة الاسهم في المادة ٩٥ من قانون الشركات السوري والتي نصت على انه :" على الهيئة العامة غير العادية للشركة مراعاة لأحكام الفقرة ٣من المادة ٩١ ان تقرر تعديل القيمة الاسمية للسهم بدمج الاسهم عندما تصدر

سهما جديدا مقابل عدد من الاسهم القديمة او بتجزئة الاسهم عندما تصدر عددا من الاسهم الجديدة مقابل سهم قديم بعد الحصول على موافقة هيئة الاوراق اذا كانت الشركة مساهمة عامة ويجب دائما ان تكون قيمة السهم او الاسهم الناتجة عن عملية الدمج او التجزئة مساوية لقيمة السهم او الاسهم قبل اجرائها". كما ان – أي المشرع السوري اصدر دليلا لإجراءات تجزئة الاسهم للشركات المدرجة (الصادر بالقرار ٦٦١ في ٢٠١١/٤/٧ من سوق دمشق للأوراق المالية) نظم فيه خطوات واجراءات التجزئة .

الفرع الثاني تمييز تجزئة الاسهم مما يشتبه بها عمليات

ذكرنا في ماتقدم ان تجزئة الاسهم تقتضي زيادة عدد الاسهم مع تخفيض قيمة السهم بنفس نسبة الزيادة في عدد الاسهم؛ اي تخفيض الاسمية للسهم، وهناك بعض العمليات التي تقوم بها الشركات والتي تستهدف منها الحفاظ على نطاق تداول اسهمها وحماية قيمتها السوقية، وترتأي الشركة زيادة قيمة الاسهم؛ او انها في بعض الاحيان–اي الشركات – ترتأي توزيع الارباح على شكل اسهم .

اولاً:– تمييز تجزئة الاسهم من التجزئة العكسية للاسهم:–

يقصد بالتجزئة العكسية تقليل عدد الاسهم المتداولة في السوق لشركة معينة وما يقابل ذلك من زيادة في اسعار اسهم تلك الشركة تتناسب مع نسبة تقليل عدد تلك الاسهم في السوق ، فمثلاً اذا كانت نسبة التقليل بمقدار النصف فان الشخص الذي يمتلك ١٠٠ سهم سوف يكون بحيازته بعد العملية ٥٠ سهما فقط . ومن الاسباب التي تدفع الشركات الى القيام بمثل هذه العملية هو انخفاض نسب التداول على اسهم الشركة والتي سببها اعتقاد المضاربين وبعض المستثمرين ان الانخفاض الكبير في اسعار الاسهم يدل على الاستثمار السيء ، وبالتالي ترفع التجزئة العكسية اسعار الاسهم الى الزيادة مما قد يشكل حافزاً لدى المستثمرين بالإقبال على شراء الاسهم وتداولها. كما ان هناك بعض اسواق الاوراق المالية مثل بورصة نيويورك تفرض شروطا تتعلق بسعر السهم لإبقاء اسهم الشركة مدرجة؛ حيث تنعرض الشركة لخطر الشطب اذا اغلق سعر سهمها اقل من ١٠٠ دولار لمدة ٣٠ يوم تداول متتالي (https://ar.pharoskc.com/تاريخ الزيارة ٢٠٢٣/١١/٢٠).

ثانياً:– تمييز تجزئة الاسهم من توزيعات الاسهم :–

في بعض الاحيان يرى القائمون على ادارة شركة معينة ان اسعار اسهم شركتهم في السوق مرتفعة بشكل معين مما قد يكون سبباً من انخفاض عدد المستثمرين الراغبين بالشراء والتداول على هذه الاسهم وهو ما ينعكس سلباً على قيمة السهم ؛ فتقوم الشركة بتوزيع اسهم على المساهمين بدلاً من توزيعات نقدية. وتحدد حصة كل مساهم من هذه الاسهم تبعاً لحصته في راس مال المؤسسة(هندي،٢٠٠٥، ٣٩٥). وهو ما سيؤدي بالنتيجة الى زيادة عدد الاسهم التي يمتلكها كل مساهم في الشركة بنسبة مايمتلكه في الشركة. وتوزيعات الاسهم تؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للسهم بشكل يجذب معه المستثمرين لشراء هذه الاسهم. وعملية توزيعات الاسهم هذه لاتؤثر على القوة الايرادية للشركة (هندي،٢٠٠٣، ٢١٣).وفي المجمل فان عملية توزيعات الارباح سوف تؤدي الى انخفاض سعر السهم بنسبة تقترب من قيمة التوزيعات ؛حيث ان قيمة التوزيع التي تتم ستخرج من راس مال الشركة وهذا يعني ان قيمة السهم ستتراجع بمقدار هذه القيمة للتوزيعات فالسهم الذي قيمته ٢٠ دينار قبل التوزيع وتم توزيع ٣ دنانير خلال عملية التوزيعات وهذه ال ٣ دنانير هي الربح النقدي للسهم وهذا سيؤدي الى تراجع قيمة السهم الى ١٧ دينار بدلا من ٢٠دينار. وبالتالي فان توزيعات الاسهم ماهي الا وسيلة لجذب المحللين، والوصول بالسعر للنطاق المثالي للتداول، فهي بحد ذاتها لاتزيد من ثروة المساهمين بشكل مباشر، لأنها زيادة في عدد الاسهم التي يتم تداولها دون التأثير على نسبة الملكية لمساهمي الشركة (حماد، ٢٠١٦، ٥٥٥). وبالنتيجة فان اهم الآثار الجوهرية لعملية توزيع الاسهم هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، ولهذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها آما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم (الكراسنة،٢٠١٠، ١٥). لكن اهم الفروقات بين تجزئة الاسهم وتوزيعات الاسهم ان راس المصدر والمدفوع لايتأثر بعملية التجزئة، في حين انه يزيد في عملية توزيعات الاسهم بقيمة الاسهم المجانية التي يتم توزيعها ومن ثم تتأثر المؤشرات المرتبطة براس المال المدفوع وعدد الاسهم المصدرة (عدمان،٢٠١٧، ٤٩). وتتماثل عملية التجزئة مع توزيعات الاسهم في مايخص سيولة السهم في ان كل منهما تزيد من سيولة السهم نتيجة لزيادة عدد الاسهم المتداولة ، كما ان ربحية السهم سوف تنخفض في كلا الحالتين بسبب زيادة عدد الاسهم دون زيادة مقابلة في الاصول المستثمرة، وتنخفض القيمة السوقية للاسهم في عملية توزيعات الاسهم ، لكن هذا الانخفاض في قيمة السهم لايعني بالضرورة انخفاض القيمة السوقية للاسهم ككل؛ وذلك لان هذا الانخفاض الذي طرأ على القيمة السوقية للسهم تعوضه بالمقابل الزيادة الحاصلة في عدد الاسهم؛ كما انه في بعض الحالات قد ترتفع القيمة الكلية للاسهم ، خصوصاً اذا نظر المتعاملون في السوق الى عملية التوزيعات بصورة اسهم على انها اشارة ايجابية من الشركة. واجاز المشرع

العراقي توزيعات الاسهم وذلك في المادة ٥٥ من قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل وذلك بنصها :(للهيئة العامة في الشركات المساهمة والمحدودة تغطية زيادة راس المال بإحدى الطرق الاتية : اولا: اصدار اسهم جديدة تسدد اقيامها نقداً .ثانياً: تحويل اموال من الفائض المتراكم او علاوات الاصدار (الاحتياطي الاساسي) الى اسهم توزع على المساهمين بنسبة مساهمة كل منهم براس المال). وهو ايضا موقف المشرع السوري في المادة ٩٥ من قانون الشركات .

المطلب الثاني دوافع ومبررات القيام بعملية تجزئة الاسهم

يرى العديد من المختصين في ميدان اسواق الاوراق المالية، وفي العلوم المالية ان لسهم اي شركة يتم التداول على اسهمها في السوق نطاق مثالي لسعر هذا السهم وكلما كان سعر السهم ضمن هذا النطاق المثالي فان قيمة المنشأة سوف ترتفع. ولكي تكون اسعار الشركات ضمن مديات النطاق السعري المثالي قيلت بهذا الشأن عدة نظريات تفسر ظاهرة تجزئة الاسهم؛ ودوافع ومبررات اخرى تدفع الشركات للقيام بعملية تجزئة الاسهم، وسوف نبين في هذا المطلب الفرضيات التي تفسر عملية التجزئة ؛ والدوافع والمبررات التي تدفع الشركات للقيام بها، كل ذلك من خلال تقسيم هذا المطلب الى فرعين؛ نناقش في الاول تلك الفرضيات؛ ونبين في الثاني المبررات والدوافع .

الفرع الأول الفرضيات التي تفسر ظاهرة تجزئة الاسهم

ان اقدام القائمين على ادارة الشركة على القيام بعملية تجزئة الاسهم – بشكل عام– لا يأت من فراغ؛ او بطريقة عبثية؛ انما ينبغي ان يكون نتيجة لدراسة منطقية لواقع السوق؛ من خلال التحليل المالي الذي يقوم به المختصون والذي يعتمد عليه قرار التجزئة، وقد قيلت بشأن تفسير ظاهرة تجزئة الاسهم عدة فرضيات قال بها المختصون بالعلم المالي ؛ تكاد تكون الاساس لتفسير ظاهرة تجزئة الاسهم ؛ وسنناقش تباعاً اهم هذه الفرضيات :-

اولاً:- فرضية النطاق السعري المثالي(TRADING RANG):-

مفاد هذه النظرية ان هناك نطاق سعري معين لسهم اي شركة مدرجة في السوق؛ اي ان سعر سهم هذا الشركة في السوق يجب ان يتراوح بين حدين؛ لا يزيد عنهما ولايقل؛ وهو ما يسمح بالتالي لكافة شرائح المستثمرين (كبارهم وصغارهم) من الاقبال على شراء اسهم الشركة؛ فلايكون مرتفعاً نسبياً ليكون في متناول طائفة واحدة منهم فقط، وبالمقابل يجب ان لايكون منخفضاً بشكل ينبئ عن ان الشركة غير ذات تأثير في السوق، ممايؤثر بالنتيجة على القيمة الحقيقية التداولية للسهم؛ وسيولته (Jain&Robbani,2011,3) . كما ان هذا السعر يفترض ان يكون متوافقا ومتناسباً مع اسعار الاسهم المدرجة في سوق الاوراق المالية؛ وعند هذا النطاق السعري يتحقق افضل مدى لسيولة السهم وعندما يتم تجاوز هذا النطاق السعري الى مديات مبالغ بها؛ ويتخذ القائمون على الشركة قرار التجزئة (Easley & other,2001,35).

ثانياً:- فرضية الاشارة (او فرضية التأشير):-

ويشار لها ايضا (بالمحتوى المعلوماتي)، ومفاد ذلك ان عملية التجزئة التي تقوم بها الشركة تحمل بين طياتها اشارة من ادارة الشركة التي قامت بالتجزئة تحمل معلومات مهمة جدا على الاداء الجيد للشركة وتحسن اداءها مستقبلاً مما يعزز نمو الارباح في المستقبل، وتعزيز التدفقات النقدية، مما يعطي اشارة ايجابية للمستثمرين بان الشركة لم تقم بهذه العملية وتحمل تكاليفها المرتفعة مالم يكن ذلك مؤشرا على نمو التدفقات في المستقبل– وفقاً للمعلومات التي تريد الشركة ايصالها للجهات العاملة في سوق التداول– وهو ما سيشجعهم للاستثمار في اسهم تلك الشركة وشراءها؛ وهو مايزيد من حجم الطلب على اسهم تلك الشركة وزيادة حجم التداول عليها(الحميدي و عسلي ،٢٠١٦، ٨).

ثالثاً:- فرضية السيولة:-

يقصد بالسيولة؛ القدرة على تحويل السهم الى نقد بأسرع وقت ممكن، وباقل التكاليف، وبسعر يقترب من آخر سعر للتداول على السهم.

وهذه الفرضية على ارتباط وثيق بفرضية النطاق السعري المثالي او الامثل؛ ومفاد هذه الفرضية ان انخفاض اسعار الاسهم عند حد معين سوف يزيد من مستوى سيولة هذه الاسهم ويحسنها؛ اذ انه سوف يؤدي الى توجيه سعر السهم باتجاه السعر الاسمي لقيمة اسهم الشركة، ونحو حجم التداول الامثل للسهم؛ وان عملية التجزئة هي التي ستقود السهم نحو السعر الحقيقي والحجم الامثل لتداوله؛ وهذا ما سيمكن اصحاب رؤوس الاموال البسيطة من الاتجاه نحو التداول على هذا السهم مستندين على انخفاض سعر ذلك السهم (دلول و ابو رغيف،٢٠٢٢، ٣٢٥)(Jupta,2012 ,113).على ان هذه النظريات ترتبط –الى حد ما– ببعضها البعض؛ وهذه الفرضيات هي التي تفسر عملية التجزئة، ومهما يكن من امر فان هناك دوافع ومبررات تدفع الشركات للقيام بتجزئة اسهمها على علاقه بهذه الفرضيات؛ وهذا ما سنبينه في الفرع التالي.

الفرع الثاني مبررات ودوافع تجزئة الاسهم

تمثل الاسهم العادية للشركات – والتي يتم تداولها في اسواق الاوراق المالية – المرآة الحقيقية لواقع الشركات المدرجة اسهمها للتداول في تلك الاسواق(الحميدي وعسلي ، ٢٠١٦، ١). وكلما كان السهم على قدر عالي من السيولة انعكس ذلك على كفاءة الاسواق؛ وعلى المردود الايجابي للشركات وللمستثمرين على حد سواء؛ لذلك فان القائمين على ادارة الشركات يهمهم كثيراً متابعة ومراقبة اسعار اسهم شركاتهم لتبقى ضمن المستوى المقبول للتداول ، لان ارتفاع هذه الاسعار كثيراً – او انخفاضها بشكل ملحوظ له تداعياته الخطيرة على مستويات التداول والاسعار. كما ان بعض الشركات قد تتسم بضيق قاعدة الملكية – اي قلة عدد المساهمين فيها– وقد تكون مهددة بالاستحواذ عليها من قبل الشركات الاخرى او غيرها من الفئات ، فتلجأ الى عملية التجزئة لتوسيع قاعدة الملكية وزيادة عدد المساهمين؛ او ان اسهمها لاتتمتع بقدر عالي من السيولة. وقد تخفي عملية التجزئة دوافع اخرى لدى القائمين على ادارة الشركة؛ لاتتبين الا بعد فترة معينة من العملية وقد تخفي بين طياتها سوء نية من قبل تلك الادارات. وعلى هذا الاساس فان هنالك العديد من الاسباب والدوافع والمبررات التي تدفع الشركات للقيام بعملية تجزئة الاسهم ؛ سنوردها في مايأتي :-

أولاً: تخفيض السعر السوقي للسهم :-

هنالك عدة مصطلحات لقيمة السهم ؛ وكل واحد من هذه المصطلحات يعبر عن قيمة مختلفة للسهم (والذي نقصده هنا السهم العادي) فهناك القيمة الاسمية للسهم؛ وتمثل قيمة السهم عند الاصدار(وبحسب المادة ٣٠ "المعدلة" من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل تكون القيمة الاسمية للسهم الواحد ديناراً واحداً ولايجوز اصدار اسهم بقيمة اقل او اعلى من ماذكر باستثناء ما تنص عليه المواد ٥٤ الى٥٦ من قانون الشركات (المتعلقة بزيادة راس المال عرض الاسهم للبيع في السوق) (وحددتها المادة ٩١ من قانون الشركات السوري الصادر بالمرسوم التشريعي رقم ٢٩ لسنة الصادر في ٢٠١١/٢/١٤ والمنشور في الجريدة الرسمية ومجموع القيم الاسمية للاسهم يشكل راس المال المصدر. وهناك القيمة الدفترية للسهم ؛ وهي تساوي قيمة راس المال مقسوماً على عدد الاسهم؛ وتمثل نصيب السهم في حقوق الملكية او اصول الشركة وتتناسب القيمة الدفترية للسهم عكسيا مع عدد الاسهم المصدرة فكلما زادت الاسهم المصدرة انخفضت قيمة السهم الدفترية. وهنالك القيمة السوقية للسهم وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق؛ وهو اخر سعر اقفال تم تسجيله للتداول على السهم في سوق الاوراق المالية؛ وهذا في الاسواق قد يزيد او ينقص عن قيمته الدفترية تبعا لماتحققه الشركة من ارباح او العكس فكلما كانت كان اداء الشركة جيداً انعكس ذلك على قيمة السهم وبخلافه اذا كان اداء الشركة سيئاً فان ذلك سيؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم. (دويدار، هاني ، ١٩٩٤، ٥٢٠)؛ (رضوان ،فايز نعيم ، ١٩٩٤، ٣٩١)؛(طه، مصطفى كمال ، ١٩٩٨، ١٩٥).ويعتبر تخفيض القيمة السوقية للسهم من ابرز الاسباب التي تدفع الشركات للقيام بعملية تجزئة اسهمها؛ وخصوصاً عندما تكون اسعار تلك الاسهم في السوق مرتفعة بشكل ملحوظ ؛ وبعيدة عن الاطار السعري الامثل؛ فتقوم الشركة بالتجزئة لاستقطاب صغار المستثمرين ولكي تكون تلك الاسهم في متناول شريحة اكبر من المستثمرين؛ وان لا يبقى تملك تلك الاسهم حكراً بيد شريحة صغيرة من المستثمرين بسبب ارتفاع اسعارها في السوق، وخصوصا عندما يكون راس المال المصدر للشركة ضخماً؛ فتصل التجزئة بسعر السهم الى السعر الطبيعي، ويصبح في متناول شرائح اوسع من المستثمرين. وامكانية تحديد سعر الاغلاق على اساس وحدة التعامل ١٠٠ سهم عند قيمة اجمالية منخفضة (دليل تجزئة القيمة الاسمية للسهم – ادلة استرشاديه –الجزء التاسع عشر، منشورات الهيئة العامة للرقابة المالية ،جمهورية مصر العربية ،٦).على الرغم من ان هناك العديد من الشركات الكبرى في العالم التي لم تقم بأي عملية لتجزئة اسهمها على الرغم من اسعار اسهمها خارج مايسمى المعدل الامثل للتداول او الاطار السعري الامثل مثل شركة (Away Hath Berkshire) الامريكية وتفضل احتفاظ حملة الاسهم بالأسهم لفترة طويلة مدفوعة بذلك بنجاح اعمالها بعيداً عن الاطار السعري الامثل وماقد يمثله من مشكلة في تداولات الاسهم وسيولتها(الكسادي، ٢٠٠٧،٢٣).

ثانياً: تحسين سيولة السهم بعد التجزئة :-

قد ترى بعض الشركات ان اسهمها لاتتمتع بالسيولة الكافية او المناسبة؛ وقد يرجع ذلك الى الارتفاع في قيمتها السوقية، وهو ماينعكس سلبا على ديناميكية تداول السهم ، وعلى اقبال المستثمرين على هذا السهم، لان عامل السيولة عامل مهم بالنسبة للمستثمرين في اي قطاع وخصوصا استثمارهم في سوق الاوراق المالية؛ ولذلك تلجأ الشركة الى عملية تجزئة اسهمها، ومايترتب على ذلك من زيادة في عدد الاسهم المتداولة في السوق، وانخفاض قيمتها السوقية؛ ممايشجع الكثير من صغار المستثمرين على اقتناء تلك الاسهم وبالتالي زيادة سيولتها وامكانية تحويلها الى نقد بيسر وسهوله.

ثالثاً: توسيع قاعدة الملكية:-

قد يكون احد دوافع الشركات للقيام بعملية التجزئة هو توسيع قاعدة الملكية، وزيادة عدد المساهمين، خصوصاً اذا كان مساهمي الشركة من نوع المستثمر المؤسسي يشكلون نسبةً معتبرةً فيها؛ وقلة المستثمرين الافراد ، والمقصود بالمستثمر المؤسسي الاشخاص المعنوية كالشركات والمؤسسات وغيرها، وتختلف حسابات المساهم الفرد عن المساهم المؤسسي، فقد يكون ولاء المساهم الفرد اكثر ولاءً للشركة في حالات الاستحواذ والسيطرة عليها، وكذلك في مايخص على الاعتراض على بعض قرارات مجلس الادارة ، ومن هنا فان القيام بعملية التجزئة سوف تستقطب الكثير من صغار المستثمرين الافراد بسبب انخفاض اسعارها، وهو ماتسعى اليه الشركة ليكون نوع من الضمانة لها امام محاولات الاستحواذ والسيطرة مستقبلاً (Angel,1997,62).

رابعاً: تحفيز الوسطاء على زيادة التداول على اسهم الشركة:-

قلنا ان عملية التجزئة سوف تنخفض معها القيمة الاسمية للاسهم، وبعد اتمام عملية التجزئة مباشرة سوف تنخفض اسعار الاسهم في السوق، وهو ماستزداد معه عمولات الوسطاء والتي سيدفعها المستثمرون الجدد الذين سيقبلون على التداول بتلك الاسهم ؛ وهذه العمولات ستحفز الوسطاء لتنشيط التداول؛ وتوجيه عملائهم للاستثمار في هذه الاسهم .

خامساً: الامتثال للقواعد المنظمة للسوق وتوجيهات الجهات الرقابية :-

في بعض الاسواق تتمتع الجهات الرقابية صلاحية توجيه الشركات للقيام بعملية تجزئة اسهمها ؛ اذا رأت الجهات الرقابية ان اسعار اسهم تلك الشركات تتسم بالارتفاع بالقدر الذي يوسم التداول على تلك الاسهم بالركود، وعدم الاقبال على تداول اسهمها لفترة معينة (بحسب القواعد المنظمة لأعمال السوق) فتقوم الجهات الرقابية بإخطار تلك الشركات بضرورة القيام بعملية تجزئة لأسهمها لتعزيز التداول على تلك الاسهم وانعكاس ذلك على كفاءة السوق.

المبحث الثاني القواعد الاجرائية للتجزئة والآثار المترتبة عليها

حيث اننا في هذه الدراسة اخترنا الاسلوب المقارن للقيام بدراستنا، بين التشريع العراقي والتشريع السوري ؛ وحيث ان المشرع لم يضع قواعد اجرائية لعملية التجزئة فإننا سنسلط الضوء على القواعد التي اوردها المشرع السوري، ومدى امكانية اسقاطها على واقعنا التشريعي المتعلق بسوق الاوراق المالية، لإمكانية حض المشرع العراقي لتنظيم هذه العملية . ومما تجدر الاشارة اليه فان اغلب التشريعات العربية (في الخليج العربي وبلاد الشام ومصر والمغرب العربي) بدأت ومنذ فترة لابأس تنظر لتجزئة الاسهم باهتمام؛ مما يدلل على انعكاسات تلك العملية على كفاءة اسواق الاوراق المالية في تلك البلدان . وانطلاقاً من ذلك سوف نقسم هذا المبحث الى مطلبين؛ نبين في المطلب الاول القواعد الاجرائية لعملية تجزئة الاسهم، وفي المطلب الثاني سنتعرض للآثار التي تترتب على هذه العملية .

المطلب الأول القواعد الاجرائية لعملية تجزئة الاسهم

ان عملية التجزئة ليست بالعملية الاعتباطية او العادية في حياة الشركات، وانما هي من الاحداث المهمة التي تقتضي صدور قرار من الهيئة العامة – الجمعية العمومية– للشركة. واتخاذ الهيئة العامة للقرارات الهامة في حياة الشركة تتطلب اجراءات معينة ؛ منها مايتعلق بالدعوة للاجتماع وتبليغ المساهمين ، والنصاب المطلوب للقرار، ومنها مايتعلق بإشعار الجهات الرقابية عن القرارات الرقابية بالقرارات التي ستتخذها الشركة . وكما سبقت الاشارة فان المشرع العراقي لم يتطرق الى تجزئة الاسهم في قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل ولافي قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ .ولكنه ذكر التجزئة في تعليمات اجراءات الرهن والحجز على الاوراق المالية (اللائحة التنظيمية لإجراءات الرهن والحجز على الاوراق المالية) لسنة ٢٠٢٢ الصادرة من هيئة الاوراق المالية. بينما نظم المشرع السوري اجراءات التجزئة في دليل إجراءات تجزئة الاسهم للشركات المدرجة (الصادر بالقرار ٦٦١ في ٢٠١١/٤/٧ من سوق دمشق للأوراق المالية)؛ وسنفصل هنا هذه الاجراءات ومراحلها بحسب ما اورده المشرع السوري في دليل اجراءات التجزئة .

اولاً : اخطار سوق الاوراق المالية بنية الشركة القيام بعملية التجزئة :-

بما ان حدث التجزئة يعتبر حدثاً مهماً ستقوم به الشركة فلابد من اخطار السوق برغبة الشركة القيام بعملية التجزئة وذلك قبل الدعوة لانعقاد الهيئة العامة للشركة. وحيث ان مجلس الإدارة هو الذي تقع على عاتقه القيام بواجبات الادارة وتسيير امور الشركة . وبالتالي فهو المكلف بإخطار السوق بنية الشركة القيام بتجزئة اسهمها؛ وهو المكلف بدعوة الهيئة العامة للانعقاد. ومما لاشك فيه ان قرار مجلس الادارة لابد ان

يتضمن دراسة متكاملة للأسباب التي تدفع الشركة للقيام بمثل هذا الحدث المهم . وقد اشار المشرع السوري الى اخطار السوق من قبل الشركة بموجب المادة (٢) من دليل تجزئة الاسهم بنصها :" يتوجب على الشركة المدرجة الراغبة بتجزئة أسهمها، وقبل الإعلان عن الدعوة لانعقاد الهيئة العامة، أن تقوم بإرسال كتاب إلى السوق توضح فيه تاريخ الإعلان عن موعد انعقاد الاجتماع المذكور أو تاريخ إرسال الدعوات للمساهمين لحضور الاجتماع مع تحديد التاريخ المقرر لعقد الاجتماع" وتقوم السوق بعد ذلك بتزويد الشركة بنسخة من سجل المساهمين لغرض ارسال الدعوات لحضور الاجتماع (المادة (٣) من دليل تجزئة اسهم الشركات المدرجة السوري). ويبدو ان قيام السوق بتزويد الشركة بنسخة من سجل المساهمين هو لضمان حق المساهمين بحضور الاجتماع واباء رايهم، ولمنع التلاعب الذي قد يحصل في عدم ارسال الدعوات الى عدد من المساهمين؛ هذا التلاعب الذي ينتج عنه قيام المسؤولية عند حدوثه، لان حق حضور اجتماعات الهيئة العامة والتصويت على القرارات حق كفلته جميع التشريعات للمساهمين، وقد نص عليه المشرع العراقي في الفقرة اولاً من المادة (٨٨) من قانون الشركات بنصها:" في الشركة المساهمة، تكون الدعوة لحضور اجتماع الهيئة العامة بنشر اعلان بها في النشرة وفي صحيفتين يوميتين، وفي سوق قانوني للأوراق المالية"، والمقصود هنا سوق العراق للأوراق المالية . وهو ما ذهب اليه المشرع السوري في الفقرة ٣ من المادة ١٢٠ من قانون الشركات السوري. والعلة من اخطار سوق الاوراق المالية الذي اشترطه المشرع السوري هو لأهمية حدث التجزئة في حياة الشركات وتجسيداً للدور الرقابي الذي تقوم السوق على الشركات المدرجة اوراقها المالية للتداول في السوق، اذ انه بدون موافقة السوق لا تستطيع الشركات اقرار عملية التجزئة مهما كانت الاسباب والمبررات. وتجدر الاشارة هنا الى انه في بعض الاسواق يمكن ان تكون التجزئة اجبارية وليس اختيارية؛ عندما تتخذ هيئات الاوراق المالية قراراً بالتجزئة؛ وهو ماحصل فعلا في بورصة قطر عندما قررت هيئة قطر للأسواق المالية عام ٢٠١٩ تجزئة اسهم الشركات ووحدات الصناديق المدرجة في بورصة قطر؛ لتكون القيمة الاسمية للسهم ريالاً واحداً، وحددت فترة زمنية اعتبارا من ٢٠١٩/٦/٩ ولغاية ٢٠١٩/٧/٧ لإكمال عملية التجزئة؛ وبالفعل اكتملت تجزئة كافة الشركات البالغة ست واربعون ، شركة ووحدات الصناديق البالغة اثنان في ٢٠١٩/٧/٨. كما انه في السوق السعودي قرر مجلس الوزراء عام ١٩٩٨ تجزئة القيمة الاسمية لمعظم الشركات من ١٠٠ ريالاً الى ٥٠ ريالاً ؛ ثم في عام ٢٠٠٦ وبناء على قرار مجلس الوزراء السعودي صدر قرار مجلس هيئة الاوراق المالية السعودي رقم ٤-١٥٤-٢٠٠٦ في ١٤٢٧/٢/٢٧ هـ لتجزئة القيمة الاسمية لاسهم الشركات الى ١٠ ريالات وفي عام ٢٠٢٣ سمح نظام الشركات السعودي الجديد بإلغاء الحد الدنى للقيمة الاسمية وتحديدها في نظام الشركات الاساس .

ثانياً: ارسال الدعوات للمساهمين لحضور الاجتماع :-

بعد تزويد السوق للشركة بنسخة من سجل المساهمين، فانه وبحسب المادة ٤ من دليل تجزئة اسهم الشركات المدرجة (السوري) تلتزم الشركة بتوجيه الدعوات للمساهمين لحضور الاجتماع؛ وقد ذكرنا ان توجيه الدعوة في التشريع العراقي يتم بنشر اعلان في النشرة وفي صحيفتين يوميتين وفي سوق العراق للأوراق المالية؛ لان حق المساهم في حضور اجتماعات الهيئة العامة والتصويت على قراراتها حق كفلته التشريعات؛ وهذا ما اكدته المواد ٨٨ و٩٧ من قانون الشركات العراقي والمادة ١٧٧ من قانون الشركات السوري ؛ ويكون لكل عضو اصوات تقابل عدد اسهمه في الشركة . ويجب ان لاتقل المدة بين توجيه الدعوات وانعقاد الاجتماع عن ١٥ يوما.

ثالثاً: تداول المساهمين في الفترة الواقعة ما بين ارسال دعوات حضور الاجتماع وانعقاده:-

نصت المادة ٤ من دليل تجزئة اسهم الشركات السوري على انه في حال قيام احد المساهمين بالتداول خلال الفترة الواقعة بين ارسال الدعوات واليوم السابق لانعقاد الهيئات العامة فانه سيفقد حقه في حضور اجتماع الهيئة العامة " . وهذا الامر منطقي جداً لان المساهم الذي قام بالتداول على اسهمه في هذه الفترة(بالبيع) قد نزع عن نفسه صفة المساهم، ليحل محله فيما بعد المستثمر الي قام بالشراء والذي سيدخل سجل المساهمين ويكون مشمولاً بآثار عملية التجزئة. ويحق له حضور اجتماع الهيئة العامة المشار اليه (المادة ٥ من دليل تجزئة اسهم الشركات المدرجة السوري).

رابعاً: ايقاف التداول في يوم اجتماع الهيئة العامة :-

وهذا ما اقرته المادة ٦ من دليل تجزئة اسهم الشركات المدرجة السوري . اذ ليس من المعقول ان يقوم بالتداول اشخاص يصوتون على قرار التجزئة في اللحظة التي يخرجون منها من الشركة عندما يقومون ببيع اسهم؛ ولتعلق هذا الامر بسجل المساهمين عند حضور الاجتماع والذين سيمسهم قرار التجزئة بعد ذلك.

خامساً: قرار الهيئة العامة بتجزئة الاسهم :-

بعد موافقة السوق على طلب الشركة؛ ووفقاً للموعد المحدد الذي تم توجيه الدعوات للمساهمين لحضوره ،تتم مناقشة واقرار قرار التجزئة؛ والهيئة العامة هنا هي الهيئة العامة غير العادية، لان حدث التجزئة يعتبر من الاحداث المهمة في حياة الشركة وبالتالي فانه يكون من اختصاصات الهيئة العامة غير العادية . وفي هذا الاجتماع يجب ان يتوفر النصاب القانوني اللازم للانعقاد والتصويت ؛ وتختلف التشريعات في كل دوله لتحديد النصاب المطلوب للتصويت على القرارات، ومهما يكن من امر فان لكل مساهم حق التصويت بعدد الاصوات التي يمتلكها . وعند صدور قرار التجزئة – بالنصاب الذي يحدده القانون –يجب اعلام السوق وارسال محضر اجتماع الهيئة العامة الذي تضمن صدور قرارا التجزئة في اليوم التالي للانعقاد(المادة ٧ من دليل تجزئة اسهم الشركات المدرجة السوري).

سادساً: عودة التداول على اسهم الشركة في اليوم التالي لانعقاد الهيئة العامة :-

اجاز المشرع السوري في المادة ٨ من دليل تجزئة الشركات المدرجة عودة التداول على اسهم الشركة في اليوم التالي لانعقاد الهيئة العامة والذي تم فيه صدور قرار التجزئة. ويبدو لنا ان السماح بالتداول في اليوم التالي ينطوي على جانبين؛ الاول هو اعطاء المساهمين الذين لم يروق لهم قرار تجزئة الاسهم ولم يصوتوا عليه للخروج من الشركة قبل اتمام عملية التجزئة؛ والجانب الثاني هو اعطاء فرصة للمستثمرين الجدد(المتداولين) في هذه المرحلة بالدخول مباشرة الى الشركة، والاستفادة من قرار التجزئة . على ان المساهمين الذين سيطبق عليهم التجزئة هم المساهمون الذين الواردة اسماءهم في سجلات الشركة في مركز المقاصة والحفظ المركزي والمحددة بنهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ الموافقة على تجزئة الاسهم لدى هيئة الاوراق المالية .

سابعاً: ايقاف التداول والعمليات الاخرى في يومي العمل التاليين لغلق السجل:-

بعد ارسال محضر اجتماع الهيئة العامة غير العادية المتضمن اتخاذ قرار التجزئة وانقضاء فترة ال (١٥) يوماً التي تلي المصادقة على قرار التجزئة من قبل الهيئة العامة غير العامة يتم ايقاف التداول على السهم في يومي العمل التاليين بعد انقضاء مدة ال (١٥) يوماً والتي كان التداول فيها مباحاً ؛ كما تتوقف جميع عمليات التحويل او الايداع او النقل او القيود الاخرى للملكية المتعلقة بالرهن او حبس الاسهم او حجزها خلال هذين اليومين (المواد ٩ و ١٠ من دليل التجزئة السوري). ويبدو ان هذا الايقاف مردة اتاحة الفرصة لمركز المقاصة والحفظ المركزي لغرض اعداد سجل المساهمين الجديد .

ثامناً:- اعداد سجل المساهمين الجديد وتسجيل ملكية الاسهم التي نتجت عن عملية التجزئة:-

خلال يومي العمل الذي يتوقف فيهما التداول يتولى مركز المقاصة والحفظ المركزي اعداد السجل الجديد للمساهمين مليكة الاسهم التي شملتها التجزئة؛ لأننا قلنا ان هناك فترة ١٥ يوماً بعد صدور قرار التجزئة يسمح بالتداول خلالها ؛ وبانقضاء هذه المدة فان كثير من التغييرات تجري على سجل المساهمين (بائعين ومشترين) اي ان هناك من يخرج من الشركة، وهناك من يدخل لها كمساهم جديد؛ كما انه وخلال هذه الفترة قد تكون هناك عمليات تتعلق بملكية الاسهم من رهن او حجز او حبس وغيرها. لذلك فانه بعد انقضاء مدة الخمسة عشر يوما – وبالطبع يومي العمل التاليين الذين يتبعانها والذي يتوقف فيهما التداول– يُصدر مركز المقاصة والحفظ المركزي سجل المساهمين الجديد والعمليات التي تمت على الاسهم التي تمت عليها عميلة التجزئة.

تاسعاً: احتساب السعر المرجعي الجديد لاسهم الشركة بعد التجزئة :-

يقصد بتحديد السعر المرجعي للسهم عموماً هو اعادة تقييم سعر السهم مرة اخرى بناءً على فترة سابقة مر بها السهم مر بها السهم (https://www.gomhuriaonline.com/Gomhuria/734149.html تاريخ الزيارة ٢٠٢٤/٣/٢١). ويتم احتساب السعر المرجعي الجديد للسهم بعد عملية التجزئة من خلال تجزئة القيمة السوقية للشركة، وذلك بقسمة القيمة السوقية للشركة قبل التجزئة على عدد الاسهم بعد التجزئة، والسؤال الذي يتبادر للذهن هنا هو كيف يتم احتساب القيمة السوقية للشركة؟ وفي اي يوم يتم احتسابها قبل التجزئة ؟

وللإجابة على السؤال الاول فان المقصود بالقيمة السوقية للشركة هو قيمة الشركة استناداً الى القيمة الاجمالية لكل اسهمها التي تم تداولها . والقيمة السوقية لأي سهم تمثل السعر الذى يتم به تداول السهم بأحد الاسواق ، وهناك عدة معايير وعوامل تتأثر بها القيمة السوقية للسهم، منها مايرتبط بالأرباح؛ وكذلك مدى قدرة الشركة على الاستمرار بتوزيع الارباح؛ لكن العامل الاهم هو عامل العرض والطلب الذي يسم به السوق (الغندور ،٢٠٢٣، ٢٣). وبالنسبة للإجابة على التساؤل الثاني فان اليوم الذي يتم فيه احتساب القيمة السوقية للاسهم قبل التجزئة فقد حدده المشرع السوري بانه سعر اغلاق اخر جلسة للتداول بنهاية اليوم الخامس عشر من قرار التجزئة الذي اتخذته الهيئة العامة غير العادية للشركة، وعند عدم جلسة للتداول في ذلك اليوم فان سعر اغلاق اخر جلسة تداول قبل هذا اليوم هو السعر المعتمد (بحسب المادة ١٣ من

دليل تجزئة اسهم الشركات المدرجة السوري). فتقسم القيمة السوقية للشركة في ذلك اليوم على عدد الاسهم الناتج عن التجزئة ليكون سعراً مرجعيا. اي القيمة الاسمية الجديدة للسهم بعد التجزئة .

عاشراً: نشر خبر تعديل السعر المرجعي والقيمة الاسمية للسهم من قبل السوق :

ويتم نشر خبر السعر المرجعي والقيمة الاسمية للسهم من قبل سوق الاوراق المالية وفقاً للإجراءات المتبعة في هذا السوق . وحيث ان الاسواق حالياً تعتمد الانظمة الالكترونية فان مما لاشك فيه ان يصار الى نشر الخبر على الموقع الرسمي للسوق على الشبكة العنكبوتية، وعلى شاشات العرض الموجودة في مقصورة التداول، لتكون هذه المعلومة في متناول الجميع وبالوقت المناسب تطبيقاً لمبدأ الفصاح والشفافية التي تتسم بها اسواق الاوراق المالية .

المطلب الثاني الآثار التي تترتب على عملية التجزئة

ذكرنا في مستهل هذه الدراسة الفرضيات والمبررات والدوافع التي تدفع الشركات للقيام بعملية تجزئة اسهمها، وقد وجدنا ان هناك عمليات اجبارية للتجزئة تفرضها اسواق الاوراق المالية مدفوعة بعوامل عديدة منها زيادة فرص الاختيار امام كافة المتعاملين في السوق؛ وزيادة مديات الاستثمار في الاسواق؛ وزيادة نسبة السيولة في السوق ومعدل دوران التداول؛ وجذب صغار المستثمرين؛ وتوسيع قادة ملكية الشركة. وقد تكون التجزئة اختيارية من قبل العاملين على ادارة الشركة مدفوعين بنفس الاسباب او لأسباب اخرى؛ وقد لاحظنا ايضاً ان قيام الشركة بعملية التداول لا تأتي بمعزل عن موافقة السوق واتباع الاجراءات التي ترسمها الاسواق للسماح للشركات للقيام بعمليات التجزئة. والمتابع لحركة الاسواق العالمية يجد ان اغلب عمليات التجزئة التي تقوم بها الشركات تتمخض عنها جملة من الآثار؛ وقد تختلف هذه الاثار بين حالة واخرى؛ لان الاسواق عموماً محكومة اساساً بعوامل العرض والطلب؛ وسنبين هنا اهم الآثار التي تتمخض عنها عمليات التجزئة. وسنقسم هذا المطلب الى فرعين، نبين فري الفرع الاول آثار التجزئة على السوق، وفي الفرع الثاني نوضح اثار التجزئة على الشركة والمساهمين .

الفرع الأول اثار التجزئة على سوق الاوراق المالية

اولاً: ازدياد سيولة السهم :-

يعتبر ازدياد سيولة اي اصل في اي سوق مالي امراً مهماً لتعزيز كفاءة هذا السوق، لأنها ستتيح الدخول او الخروج من هذا السوق بسلاسة ويسر. اذ تتعزز كفاءة اي سوق عندما يسهل فيه تحويل الاصل الى نقد؛ وبما ان تجزئة الاسهم تؤدي الى انخفاض القيمة الاسمية للاسهم، فإنها ستكون عامل جذب لفئات جديدة من المستثمرين مما يترتب عليه ازدياد حجم التداول على الاسهم وبالتالي زيادة سيولتها (Huang & other,2013,7)،(Deniss&Strickland,2003,368). اي تحويل الاسهم الى نقد؛ لان انخفاض سعر السهم سيسهل على المالك بيعه وعلى المشتري من القيام بشرائه فتزداد سيولته.

ثانياً: ازدياد حوافز الوسطاء ونسب العمولات:-

حيث ان تجزئة الاسهم، وانخفاض اسعارها، ستدفع الكثير من الوسطاء الى توجيه النصح الى عملاءهم للاستثمار والتداول في هذه الاسهم، مما سيضخم حجم وكميات التداول على الاسهم، وبالتالي زيادة العمولات التي يتقاضاها الوسطاء من المتعاملين الافراد تتناسب مع كميات الاسهم.

ثالثاً: تحفيز صناع السوق لشراء اسهم الشركة:-

ان انخفاض اسعار اسهم الشركة بعد عملية التجزئة سوف يرفع من حجم حركة اسعار تلك الاسهم، ويكون هذا الانخفاض محفزاً لصناع السوق لشراء اسهم الشركة .

الفرع الثاني اثار عملية التجزئة على الشركة والمساهمين

اولاً: توسيع قاعدة الملكية:-

قد يكون عدد المساهمين قبل تجزئة الاسهم قليلاً، وتتحكم بملكية الشركة فئة قليلة من المساهمين؛ خصوصاً اذا كان اغلبهم من المساهمين المؤسسيّين (شركات ومؤسسات)، وهذه الفئة من المساهمين قد لا تربطهم بالشركة اواصر الواء او الرغبة في البقاء في الشركة خصاصاً عند تعرضها لصفقات الاستحواذ؛ وبالتالي فان تجزئة الاسهم وتخفيض قيمة الاسهم سيدفع العديد من المستثمرين الافراد للتداول على اسهم هذه الشركة واكتسابهم صفة المساهم فيها؛ وهؤلاء المساهمين الافراد سيكونون اكثر ولاءً للتمسك بشركتهم؛ والتصويت على القرارات

في الهيئات العامة للبقاء في الشركة وعدم الخروج منها؛ والوقوف امام محاولات الاستحواذ عليها، بخلاف المساهمين المؤسسيّين الذين اشرنا اليهم انفاً، وهكذا فان عملية التجزئة ستوسع من قاعدة الملكية وتزيد من عدد المساهمين .

ثانياً: ارتفاع القيمة السوقية لاسهم المساهمين:-

حيث ان عملية التجزئة ستؤدي الى جذب فئات جديدة من المستثمرين (وخصوصاً صغار المستثمرين) فان عمليات العرض والطلب على اسهم الشركة سوف تتغير ايجاباً؛ وحيث ان ارتفاع الاسعار يعتمد على زيادة الطلب؛ فان عملية الطلب هذه سوف تزيد من اسعار الاسهم التي ستنعكس بالفائدة على المساهمين نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للاسهم .

النتائج :-

من خلال استعراضنا لعملية تجزئة الاسهم توصلنا الى النتائج الاتية :-

١- لم ينظم المشرع العراقي عملية تجزئة الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية؛ وربما مرد ذلك انخفاض القيمة الاسمية للسهم في التشريع العراقي والتي حددها بدينار واحد.

٢- من خلال استعراضنا للدراسات والابحاث التي تعرضت لتجزئة الاسهم وجدنا ان هذه العملية تزيد من سيولة الاسهم في الاسواق، وتشجع على استقطاب فئات جديدة من المستثمرين .

٣- لاحظنا ان تجزئة الاسهم لا تؤثر في هيكل حقوق الملكية في الشركة (راس المال المدفوع والاحتياطات والارباح المحتجزة) لكنها قد تحسن من مستوى اسعار الاسهم .

٤- ان عملية تجزئة الاسهم تعزز من رقابة الاسواق والجهات الرقابية على الشركات المدرجة خصوصاً وان عملية التجزئة تقترن بموافقة الاسواق ، وفي بعض الحالات تكون اجبارية بتوجيه من هيئات الاسواق المالية التي تراقب مستويات تداول واسعار الاسهم في السوق وهو ماقامت به هيئة اسواق المال السعودية والقطرية .

٥- استعرضنا في دراستنا للقواعد والاجراءات المنظمة لعملية التجزئة في التشريع السوري وحاولنا ايجاد مقاربة في التشريع العراقي للسير على نهج المشرع السوري خصوصاً وان سوق الاوراق المالية في العراق وسوريا متقاربة من حيث انها اسواق ناشئة ولازال التداول فيها بمستويات منخفضة .

التوصيات :-

١- نوصي المشرع العراقي بوضع تنظيم لتجزئة اسهم الشركات المدرجة اسهمها للتداول في سوق العراق للأوراق المالية على غرار ما هو موجود في التشريعات العربية . من خلال وضع اطار تشريعي متكامل لهذه العملية

٢- تعديل اختصاصات الهيئات العامة في شركات المساهمة ومجالس الادارة في قانون الشركات ليكون من بينها اقرار عمليات التجزئة .

٣- قيام هيئة الاوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية بحملات توعوية وتثقيفية تبين محاسن عمليات التجزئة لصغار المستثمرين .

٤- تعديل القيمة الاسمية للاسهم ورفع سعر السهم من دينار واحد الى الف دينار لكي تتناسب مع الواقع النقدي في العراق .

المصادر والمراجع :

اولاً :- العربية

١- حماد، حسام الدين محمد احمد محمد ، ٢٠١٦، اثر توزيعات وتجزئة الاسهم في الاجل الطويل في سوق الاسهم المصرية، مصر، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، المجلد السابع، ملحق العدد الرابع ٢٠١٦.

٢- الحميدي، احمد و عسلي،حازم ، ٢٠١٦، دور تجزئة الاسهم في الاداء السوقي للمصارف(دراسة حالة)، سوريا، مجلة بحوث جامعة حلب، سلسة العلوم الاقتصادية ،العدد ٢١.

٣- حنفي، عبد الغفار ،٢٠٠٥، اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية :اسهم-سندات-وثائق استثمار- الخيارات، الاسكندرية، الدار الجامعية.

٤- دلول، عماد عبد الحسين و ابو رغيف، كفاء علي عيسى ، تجزئة الاسهم واثرها على سعر السهم وحجم التداول (دراسة تطبيقية علة عينة من الشركات اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو)،٢٠٢٢، الجزائر، أفلو، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي ، المجلد05 /العدد ١.

٥- دويدار، هاني ، العقود التجارية والعمليات المصرفية، ١٩٩٤، الاسكندرية / مصر ، دار الجامعة الجديدة.

٦- رضوان، فايز نعيم ، الشركات التجارية، الطبعة الاولى، المنصورة، مصر، مكتبة الجلاء الجديدة.

٧- طه، مصطفى كمال ، الشركات التجارية، ١٩٩٨، الاسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة،.

٨- عدمان، فايزة،٢٠١٣، سياسة توزيع الارباح واثرها على القيمة السوقية لاسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة-دراسة قياسية لاسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين ٢٠٠٥-٢٠١٣- ، رسالة ماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3 .

٩- الغندور، محمد مصطفى ، ٢٠٢٣، اثر ادارة الفروق الضريبية على العلاقة بين جودة الارباح المحاسبية والقيمة السوقية للسهم – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الاوراق المالية المصري، دمياط، مصر المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية ، جامعة دمياط، المجلد الرابع ، العدد الاول ، الجزء الثاني.

١٠- القليوبي ،سميحة ، ١٩٩٢،الشركات التجارية ، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية.

١١-الكراسنة، ابراهيم ،٢٠١٠ ، ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات ، ابو ظبي، الامارات العربية المتحدة صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية .

١٢- الكسادي، محمد صالح سالم ،دوافع تجزئة اسهم الشركات المساهمة العامة في سوق دبي المالي،٢٠٠٧، الاردن، رسالة ماجستير، كلية ادارة المال والاعمال، جامعة آل البيت.

١٣- هندي، منير ابراهيم ، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية،٢٠٠٣، الاسكندرية ،مصر، منشأة المعارف.

- هندي، منير ابراهيم ،٢٠٠٥، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ،الطبعة الثانية ، الاسكندرية، مصر، منشأة المعارف.

ثانياً :- الاجنبية :-

1- .Angel, James J .1997," picking your tick : Toward a new theory of stock splits", Journal of Applied Corporate Finance, Vol.10, Fall,.

2- Deniss, Patrick, Strickland ,Deon,2003, The Effect Of Stock Splits On Liquidity And Excess Returns: Evidence From Shareholder Ownership Composition, The Journal of Financial Research , Vol.26.Issue 3.

3- Easley, David ,O'Hara ,Maureen & Saar, Gideon,2001, How Stock Splits Affect Trading: A Microstructure Approach, The Journal of Financial and Quantitative analysis,vol.36,NO.1

4- Gupta, Anjalia, Stock Split-An Instrument to Effect share price,2012, International Journal for Research in Education (IJRE),Vol,1,Issu,1.

5- Huang, Gow Cheng , Liano ,Kartono, & Pan, Ming Shium.2013 The Effect of Stock Splits on Stock liquidity, Springer Science+ Business Media, New York.

6- Jain, Ajeet & Robbani Mohammad G. The effect of stock split announcement on abnormal return during a financial crisis,2011,Alabama, A& M University, Journal of finance and Accountancy .

7- L, Bechman ,K & J, Raaballe, 2004,Denmark, The Differences Between Stock Splits and Stock Dividends Evidence from Denmark. Copenhagen Business School[wp].Working Papers/ Department of Finance. Copenhagen Business School No. WP 2004-1.

8- Nelson, Stephen L,2009 All-in-one for Dummies, Canada, ,Wiley publishing ,Inc.

9- Richard, Teweles & Edward, Bradley,1998, The Stock Market, New york,7th Edition,.

ثالثاً: التشريعات :-

١- قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل (منشور بجريدة الوقائع العراقية ٣٦٨٥ في ١٩٩٧/٩/١).

٢- قانون سوق الاوراق المالية العراقي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ منشور بالوقائع العراقية العدد٣٩٨٣ في ٢٠٠٤/٦/١.

٣- اللائحة التنظيمية لإجراءات الرهن والحجز على الاوراق المالية لسنة ٢٠٢٢ الصادرة من هيئة الاوراق المالية العراقية.

٤- قانون الشركات السوري الصادر بالمرسوم التشريعي ٢٩ لسنة ٢٠١١ .

٥- دليل اجراءات تجزئة اسهم الشركات المدرجة السوري الصادر بالقرار ٦٦١ في ٢٠١١/٤/٧ من سوق دمشق للأوراق المالية.

٦- دليل تجزئة القيمة الاسمية للسهم – ادلة استرشاديه- الجزء التاسع عشر، منشورات الهيئة العامة للرقابة المالية ، جمهورية مصر العربية.

رابعاً:- المواقع الالكترونية :-

1- https://ar.pharoskc.com/ تاريخ الزيارة ٢٠٢٤/١/١٠

2- https://www.gomhuriaonline.com/Gomhuria/734149.html تاريخ الزيارة ٢٠٢٤/٣/٢١

- **Arabic sources**

1- Adman, Fayza, 2013, Dividend Distribution Policy and its Impact on the Market Value of Shares of Economic Institutions Listed on the Stock Exchange - A Standard Study of Bank Shares Listed on the Amman Stock Exchange during the Period 2005-2013 - Master's Thesis in Institutional Finance, College of Economic Sciences, Commercial and Management Sciences, Department of Management Sciences, University of Algeria 3.

2- Al-Hamedi, Ahmed and Asali, Hazim, 2016, The role of stock splits in the market performance of banks (case study), Syria, Aleppo University Research Journal, Economic Sciences Series, Issue 21.

3- Al-Karasnah, Ibrahim, 2010, Practical guidance in evaluating stocks and bonds, Abu Dhabi, United Arab Emirates, Arab Monetary Fund, Economic Policy Institute.

4- Al-Kasadi, Muhammad Saleh Salem, Motives for the Split of Shares of Public Joint Stock Companies in the Dubai Financial Market, 2007, Jordan, Master's Thesis, College of Finance and Business Administration, Al Al-Bayt University.

5- Dalloul, Imad Abdel Hussein & Abu Ragheef, Kifaa Ali Issa, stock split and its impact on the share price and trading volume (an applied study on a sample of Japanese companies listed on the Tokyo Stock Exchange), 2022, Algeria, Aflo, Journal of Legal and Economic Research, University Center , Volume 05 / Issue 1.

6- Dowidar, Hani, Commercial Contracts and Banking Operations, 1994, Alexandria / Egypt, Dar AL- jamiah AL- Jadeda.

7- Hammad, Hossam El-Din Mohamed Ahmed Mohamed, 2016, The impact of long-term stock dividends and splits in the Egyptian stock market, Egypt, Scientific Journal of Commercial and Environmental Studies, Suez Canal University, Volume Seven, Supplement to Issue 4.

8- Hanafi, Abdel Ghaffar, 2005, Basics of Investing in the Stock Exchange: Stocks - Bonds - Investment Documents - Options, Alexandria, AL-dar AL jamieia.

9- Hindi, Mounir Ibrahim, Basics of Investing in Securities, 2003, Alexandria, Egypt, Al-Ma'arif facility.

- Hindi, Mounir Ibrahim, 2005, Modern Thought in the Structure of Corporate Finance, second edition, Alexandria, Egypt, Al-Ma'arif facility

10- Taha, Mustafa Kamal, Commercial Companies, 1998, Alexandria, Egypt Dar AL- jamiah AL- Jadeda.

- **LEGISLATIONS**

1- The Iraqi Companies Law No. 21 of 1997 (published in the Iraqi Gazette No. 3685 on September 1, 1997).

2- The Iraqi Securities Market Law No. 74 of 2004, published in the Iraqi Gazette No. 3983 on 6/1/2004.

3- Regulations for mortgage and seizure procedures on securities for the year 2022 issued by the Iraqi Securities Commission.

4- The Syrian Companies Law issued by Legislative Decree No. 29 of 2011.

5- Guide to splitting shares of companies listed on the Damascus Stock Exchange.

6- Guide to Splitting the Nominal Value of Shares - Guidance Guides - Part Nineteen, Publications of the Financial Supervision Authority, Arab Republic of Egypt.