



**Compliances of the Foreign Investor in the Saudi Capital Market Authority**

Saud Hamoud Alharthi

Law Department, College of Judicial Studies and The Regulations, Umm Al-Qura University, Makkah Al-Mukarramah, Kingdom of Saudi Arabia

**الالتزامات القانونية للمستثمر الأجنبي في سوق المال السعودي**

سعود حمود الحارثي

قسم الأنظمة، كلية الدراسات القضائية والأنظمة، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية



DOI  
<https://doi.org/10.37575/h.edu/22002>

RECEIVED	Edit	ACCEPTED
الاستلام 2024/10/12	التعديل 2024/11/12	القبول 2024/11/21
NO. OF PAGES	YEAR	VOLUME
عدد الصفحات 22	سنة العدد 2025	رقم المجلد 2
ISSUE		
		رقم العدد 13

**Abstract:**

Vision 2030 of Saudi Arabia aims for economic sustainability by advocating for the preservation of capital and diversifying income sources. The Saudi government has been working to encourage foreign investors to invest in the country, putting in place various regulations and controls to ensure that these goals are achieved while protecting investors' rights. To do this, foreign investors must adhere to a set of rules and restrictions, especially concerning their dealings in the Saudi Capital Market Authority, as stated in the Foreign Investment System and the regulations of the Saudi Capital Market Authority and the related circulars. The research concluded that the Saudi regulator requires foreign investors, whether individuals or corporate entities, to comply with the provisions in the laws and regulations concerning investment in the stock market.

The study also recommended that the government bodies managing the stock market in the Kingdom should work on developing monitoring mechanisms for stock market participants, particularly foreign investors, to keep up with modern developments for the growth and advancement of the Saudi national economy.

**Keywords:** Foreign Investor, Securities, Trading, Disclosure.

إلى اعتماده لدى العديد من الدول، وجعله مصدراً من مصادر التمويل الخارجية، ليحل محل القروض الأجنبية التي أثرت سلبياً على الاقتصاد المحلي.

**مختصر:**

هدفت رؤية المملكة ٢٠٣٠ إلى تحقيق الاستدامة الاقتصادية فدعت إلى الحفاظ على رؤوس الأموال، وتتنوع مصادر الدخل، ومن ثم شجعت حكومة المملكة العربية السعودية المستثمرين الأجانب على الاستثمار فيها، ووضعت عدداً من الأنظمة والضوابط للمستثمر الأجنبي؛ لضمان تحقيق الأهداف المرجوة منه، وحفظ حقوق المستثمرين. ولقيام المستثمر الأجنبي بممارسة دوره في عمليات الاستثمار المتاحة له في المملكة فإن هناك مجموعة من الضوابط والقيود يجب عليه الالتزام بها، وعدم مخالفتها، وخاصة فيما يتعلق بتعاملاته في هيئة سوق المال السعودي، ورد النص عليها في نظام الاستثمار الأجنبي، ونظم هيئة سوق المال السعودي، واللوائح والتعاميم ذات الصلة. ولقد خلص البحث إلى أن المنظم السعودي أوجب على المستثمر الأجنبي سواء كان شخصية طبيعية أو اعتبارية ضرورة الالتزام بالنصوص الواردة في الأنظمة واللوائح المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية.

كما انتهى البحث إلى توصية الجهات الحكومية القائمة على إدارة سوق الأوراق المالية بالملكة بضرورة العمل على تطوير وسائل وآليات الرقابة على المتعاملين في البورصة وخاصة المستثمرين الأجانب، وذلك بما يتلاءم مع التطورات الحديثة من أجل تنمية الاقتصاد الوطني السعودي والنهوض به.

**الكلمات الدالة:** المستثمر الأجنبي، الأوراق المالية، التداول، الإفصاح.

**مقدمة:**

يعد الاستثمار بصفة عامة والاستثمار الأجنبي بصفة خاصة أحد أهم القطاعات الحيوية التي صنعت لنفسها مكانة مهمة في عالم اليوم، من خلال الدور المحوري الذي يؤديه في اقتصاديات الدول. وهو الأمر الذي دعا

ولأهمية الاستثمار الأجنبي، وأثاره المهمة على اقتصاد المملكة في وقتنا الحالي وفقاً لما نقدم، جاء اختياري لموضوع الالتزامات القانونية للمستثمر الأجنبي في سوق المال السعودي ليكون موضوعاً لهذا البحث.

#### أهمية البحث:

- ما سبق ذكره ترتكز أهمية هذا البحث في النقاط الآتية:
- ١) ارتباط موضوع البحث بالاستثمار الأجنبي في السوق الاستثماري المالي السعودي، وما يحب على المستثمر الأجنبي من ضوابط والتزامات أثناء ممارسة لعمليات الاستثمار في سوق المال السعودي.
  - ٢) الوقوف على الالتزامات والضوابط التي وضعتها المنظم السعودي لإسقاط الحماية لها من أي إساءة تمس قواعد التداول في السوق، وخاصة من قبل المستثمرين الأجانب.
  - ٣) أهمية ذات الاستثمار الأجنبي، والتشريعات الراعية له، ودورهما الأساسي في تحقيق التنمية المستدامة في المجال الاقتصادي؛ لما لهما من مزايا عديدة، أهمها: الاستقطاب للأموال الأجنبية.
  - ٤) بيان الالتزامات القانونية التي فرضها المنظم السعودي على المستثمر الأجنبي، وذلك فيما يتعلق بعمليات التداول في سوق الأوراق المالية السعودي.
  - ٥) التعرف إلى القيود النظامية التي أوردها المنظم السعودي، التي يستوجب على المستثمر الأجنبي الالتزام بها، وخاصة فيما يتعلق بقواعد الإفصاح والتداول في سوق الأوراق المالية السعودي.

#### إشكالية البحث:

من منطلق أهمية البحث فإن موضوع الالتزامات القانونية للمستثمر الأجنبي في سوق المال السعودي يثير كثيراً من الإشكاليات في الواقع العملي أثناء التعامل في السوق المالية بالطريقة التي حددها المنظم سواء أشخاص أو

وبالنظر لفوائد الكبيرة التي حققتها الاستثمارات الأجنبية باعتبارها آليات أساسية ساعدت في تحقيق كل من الإصلاح أو النمو الاقتصادي في عالم الأسواق الذي أصبح وجهة تلك الدول، سواء في مجال الإنتاج، أو مجال التشغيل والقضاء على البطالة، أو مجال التكنولوجيا، أو ما يستفاد من جلب رؤوس أموال ضخمة تدخل في أسواق تلك الدول المضيفة، وغير ذلك مما يستفاد منه في المجال الاقتصادي<sup>(١)</sup>.

وللاستثمار غير المحلي آثار إيجابية على طرفي الاستثمار سواء المستثمر أو المنتفع من الاستثمار، فال الأول يسعى لاستثمار أمواله بطرق قانونية ذات مناخ استثماري جذاب وملائم، والثاني يسعى لاستقطاب المستثمرين، وأصحاب رؤوس الأموال، وهذا يلزم منه تحقيق التوازن الاستثماري، فيراعي فيه الحقوق، وتقرر فيها الالتزامات، التي تكون لطيفي العلاقة الاستثمارية. وتعد الأنظمة واللوائح الخاصة بالاستثمار المرجع النظامي الرسمي الذي يعبر عن سياسة الدول المضيفة للاستثمار.

وقد سعت المملكة العربية السعودية لتحقيق الاستدامة الاقتصادية فعملت على تطوير الأنظمة واللوائح المنظمة للاستثمار، فقدمت الضمانات والحوافر المحفزة للاستثمار الأجنبي، كما نصت على التزامات يجب أن يلتزم بها المستثمر الأجنبي، وتنبع على من لا يلتزم بها، وذلك سعياً منها في تطبيق رؤية المملكة الاقتصادية ٢٠٣٠ وخاصة فيما يتعلق بجذب الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية للمملكة.

(١) ينظر: كريمة عباس، "ضمانات الاستثمار الأجنبي في الجزائر"، كلية الحقوق، قسنطينة، جامعة الإخوة منتوري، (عام ٢٠١٨م) : ٨٨.

٤. ما نطاق التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح والتداول في هيئة سوق المال السعودي؟

٥. ما الآثار المترتبة على مخالفة المستثمر الأجنبي للقيود والالتزامات القانونية الخاصة بالتداول في سوق المال السعودي؟

#### منهج البحث:

يعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال الوصف الدقيق لمشكلة الدراسة، وما يتعلق بها، من عوامل، وخصائص، وأسباب، مما توفر لدى الباحث من مراجع ومصادر تتعلق بهذه المشكلة، ثم تحليل النصوص النظامية المتعلقة بالالتزامات القانونية والقيود النظامية المتعلقة بالمستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية السعودية، والمنصوص عليها في نظام الاستثمار الأجنبي ونظام هيئة سوق المال السعودي واللوائح والتعاميم ذات الصلة بموضوع البحث، ومدى التطبيق لهذا الالتزامات في سوق المال السعودي، وما هي الصور التي تعد إخلال بهذه الالتزامات، وما الجراءات وعقوبات المترتبة على الإخلال بهذه الالتزامات في النظام السعودي.

#### خطة البحث:

سلك الباحث في دراسته لهذا الموضوع التقسيم التالي:  
المبحث الأول: ماهية الاستثمار في هيئة سوق المال السعودي.

المبحث الثاني: التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة وقيود الاستثمار في المملكة.

المبحث الثالث: التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح والتداول في هيئة سوق المال.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار في هيئة سوق المال السعودي

لما كان الاستثمار هو أهم وسيلة لتحقيق تنمية مالية مستدامة في كثير من الدول، لما يجنيه من فوائد ساعدت في تحقيق تلك التنمية كتحقيق النمو الاقتصادي بتوفير

كيانات، وخاصة حماية المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بمدى توافر المعلومات التي تمكنتهم من اتخاذ قرارهم الصحيح المبنى على أساس سليمة فيما يتعلق بعمليات التداول والاستثمار مع هؤلاء المستثمرين الأجانب، وذلك من خلال التعرف إلى القيود والالتزامات النظمية التي فرضها المنظم السعودي على هؤلاء المستثمرين أثناء عمليات التداول في السوق، ومدى التزامهم بهذه القيود والضوابط، وعدم مخالفتها.

وتبرز الإشكالية الأساسية لهذا البحث في أن: مخالفة المستثمر الأجنبي للالتزامات القانونية المفروضة عليه في سوق الأوراق المالية والإخلال بها، يترتب عليه عدد من الممارسات غير المشروعة في صور مخالفات وجرائم تؤدي إلى الإضرار باقتصاد الدولة بوجه عام، وزعزعة سوق الأوراق المالية بوجه خاص، فيؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية، وعلى الثقة التي يوليه المستثمرون في الأوراق المالية التي تتداول فيها، الذي يترتب عليه العزوف عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية. وعلى ذلك فإن هذه الدراسة تجيب على الإشكاليتين الرئيسيتين الآتتيتين:

١. ما الالتزامات القانونية للمستثمر الأجنبي في سوق المال السعودي؟

٢. ما الآثار المترتبة على الإخلال بهذه الالتزامات؟

ويتفرع عن الإشكاليتين الرئيسيتين عدة إشكاليات فرعية، وهي كما يأتي:

١. من المستثمر الأجنبي في هيئة سوق المال السعودي؟

٢. ما سوق المال السعودي، وأهميتها، ووظائفها، وتطورها؟

٣. ما الالتزامات القانونية للمستثمر الأجنبي الواردة في الأنظمة واللوائح المتعلقة بالتداول في سوق المال السعودي؟

بأنه: موأمة السيولة لملك أصول مالية أو المشاركة فيها بهدف الربح، وجنى منافع غير مادية، كما تم تعريفه أيضاً بأنه: ارتباط حق مالي بأصل مادي يحصل من ارتباطهما دخل مستقبلي، يتلاءم مع ما احتياج المستثمر<sup>(٢)</sup>.

ومن خلال ما تقدم من تعريفات ساقها شراح النظام للاستثمار فإن الباحث يعرف الاستثمار بأنه: هو المساهمة من شخصية مالية في مشاريع تجارية لكمب منفعة معينة خلال مدة زمنية محددة.

#### الفرع الثاني: تعريف المستثمر الأجنبي في النظام السعودي

عرف المنظم السعودي المستثمر الأجنبي، بأنه: "كل ذا مال ولا يمتلك بالجنسية السعودية" كما بينته المادة رقم (١) من نظام الاستثمار الأجنبي السعودي.

وفيما يتعلق بتعريف المستثمر الأجنبي لدى شراح النظام فقد جاءت تعريفاتهم على النحو الآتي:

عرف البعض المستثمر الأجنبي بأنه: من لا يمتلك جنسية وطنية يقوم بتشغيل أمواله في بلد لا يحمل جنسيتها<sup>(٣)</sup>.

وعرف البعض الآخر من الشراح المستثمر الأجنبي بأنه: كيان مالي يوظف أمواله لدعم تنمية اقتصادية بالإسهام بتشغيل الموارد وتوسيع رقعة الإنتاج<sup>(٤)</sup>.

رؤوس الأموال، ومحاربة البطالة، أُعتمِدُ عندها كمصدر أساسي للتمويل الخارجي ليحل محل القروض الأجنبية التي أثرت تأثيراً سلبياً على التنمية الاقتصادية لتلك الدول.

ولبيان ماهية الاستثمار في هيئة سوق المال السعودي موضوع هذا المبحث يقتضي أن نتصدى فيه للتعريف بمفهوم الاستثمار والمستثمر الأجنبي، ثم نتناول التعريف بهيئة سوق المال السعودي وأهميتها وتطورها وذلك في مطليبين على النحو الآتي:

**المطلب الأول: التعريف بالاستثمار والمستثمر الأجنبي**  
للحفاظ على مفهوم الاستثمار والمستثمر الأجنبي في النظام السعودي موضوع هذا المطلب، سوف نتناول بداية التعريف بالاستثمار لدى في النظام السعودي، ثم نتصدى للتعريف بالمستثمر الأجنبي في الفرعين التاليين:

**الفرع الأول: التعريف بالاستثمار في النظام السعودي**  
من الجديد بالذكر أن النظام السعودي تجنب وضع تعريف محدد للاستثمار في نظام الاستثمار الأجنبي السعودي، ولكنه اكتفى بتعريف الاستثمار الأجنبي بأنه: "تعيين رؤوس الأموال الأجنبية في أنشطة مرخص لها نظامياً" كما بينته المادة رقم (١) من نظام الاستثمار الأجنبي السعودي.

ولقد عرف البعض من الاقتصاديين الاستثمار بأنه: موأمة رأس المال لوسائل إنتاجية متطرفة لتزيد من الطاقة الإنتاجية<sup>(١)</sup>.

وفي تعريف أعم وأشمل للاستثمار عرفه البعض من الشراح بأنه: استبدال السيولة بأصول مالية والاحتفاظ بها خلال فترة زمنية معينة بهدف الربح، وتم تعريفه أيضاً

(٢) ينظر: محمد مختار الأمين، "الحماية القانونية من مخاطر الاستثمار الأجنبية: دراسة فقهية مقارنة"، رسالة ماجستير، جامعة أم درمان بالسودان، عام ٢٠١٢م، ص: ٢٣.

(٣) ينظر: ملحم على حسين، "دور المعاهدات الدولية في حماية الاستثمارات الأجنبية الخاصة"، رسالة دكتوراه، حقوق القاهرة، (٢٠٠١م)، ص: ١٨.

(٤) ينظر: محمد عبد العزيز، "الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي"، (ط٢)، دار النافذ للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠١٨م، ص: ٢١.

(١) ينظر: عمر مصطفى جبر إسماعيل، "ضمانات الاستثمار في الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة"، (ط١)، دار النافذ للنشر والتوزيع، (٢٠١٠م)، ص: ٢١.

بطريقة محددة قانونياً، وتنصف هذه العمليات بالصيغة التجارية<sup>(٣)</sup>.

ومما سبق من تعريفات لسوق الأوراق المالية فإن الباحث يعرف سوق الأوراق المالية بأنها: سوق منظمة محددة المكان يتم فيها تداول الأوراق المالية من قبل سمسارة مرخص لهم لحساب المستثمرين وفق النظام وتحظى هذه السوق للرقابة بناء على ما حدد نظاماً من قبل سلطات الدولة المختصة.

**الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية ووظائفها:**  
**أولاً- نشأة سوق الأوراق المالية في المملكة وتطورها:**  
 نشأت سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية ابتداءً في الخمسينيات من القرن الماضي، وكانت نشأتها غير رسمية فلا تعتمد على الأنظمة أو القوانين، واستمرت على هذا الوضع حتى بدأ المشرع في بداية الثمانينيات يصدر التنظيمات الخاصة بالسوق المالية في أنظمة خاصة بها، فكان على إثرها تأسيس هيئة حكومية مستقلة تعنى بالسوق المالية، مخولة لها جميع الصلاحيات التي تساعدها في أداء مهامها.

فكان من أهم وظائفها الإشراف على كل ما يتعلق بالسوق المالي السعودي، من تنظيم، أو تطوير، أو إصدار اللوائح، أو التوجيه والإرشاد بالتعليمات الازمة لتطبيق أنظمة السوق المالي، وهذا كله لأجل توفير مناخ مناسب للمستثمرين وحمايتهم من كل عمل غير مشروع، زيادة في الثقة، والشفافية، التي تعزز من الاستثمار الأجنبي<sup>(٤)</sup>.

**ثانياً-أهمية سوق الأوراق المالية:** تحل سوق الأوراق المالية أهمية بالغة في وقتنا الحالي ذلك أنها تؤدي دوراً

(٣) ينظر: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسوق رأس المال"، (ط: ٣، الإسكندرية، منشأة المعارف، ٢٠١٥م)، ص: ٥.

(٤) ينظر: المنظم السعودي، "نظام السوق المالية"، (المرسوم الملكي رقم: ٣٠/٢٤٦)، تاريخ: ٢٤/٦/٢٠١٤م).

## المطلب الثاني: التعريف ب الهيئة سوق المال السعودي وأهميتها ووظائفها

تهدف المملكة العربية السعودية إلى الزيادة في معدلات الاستثمار؛ بهدف تنمية وتطوير مستدامان، ويظهر ذلك جلياً عند النظر في واقع الاستثمار، أو تطور السوق المالية في المملكة العربية السعودية، وللوقوف على ماهية هيئة سوق المال السعودي وأهميتها ووظائفها موضوع هذا المطلب يقتضي منا بداية أن نتصدى للتعريف ب الهيئة سوق المال السعودي في فرع أول، ثم نبين أهمية سوق المال السعودي ووظيفته في فرع ثان على النحو الآتي:

**الفرع الأول: التعريف ب الهيئة سوق المال السعودي**  
 باستقراء التشريعات المالية السعودية نجد أن المنظم السعودي لم يعرف سوق المال في نظام السوق المالية السعودي، وإنما الذي عرفها هم شراح النظام، فمن تعريفاتهم لها على النحو الآتي:  
 فقد عرفها البعض من الشراح بأنها: مكان منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية بإشراف هيئة تعنى بالالتزام بلوائح البورصة<sup>(١)</sup>.

في حين عرفها البعض من الشراح بأنها: موضع يجري فيه التبادل التجاري للأوراق المالية بواسطة كفاءات تحسن هذا العمل<sup>(٢)</sup>.

وعرفها البعض الآخر من الشراح بأنها: مكان معين منظم تعقد فيه عمليات تبادل المتعاملين -بيعاً وشراء- مختلف الأوراق المالية والعملاء بواسطة وسطاء رسميين

(١) ينظر: شعبان محمد إسلام البروازي، "بورصة الأوراق المالية من منظور الإسلامي - دراسة تحليلية نقدية"، (ط: ١، دمشق، دار الفكر، ٢٠١٢م)، ص: ٢٧.

(٢) ينظر: عمر الحمداني، "آلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دراسة مقارنة"، (ط: ١، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١١م)، ص: ٢٠.

إلى من يتواهون لديهم فائض، الذين يمثلون جانب العرض في أسواق المال بال مقابلة لجانب الطلب الذي يمثله أفراد الطائفة الثانية، حتى يتم التلاقي بين أطراف كل من الطائفتين لابد من وجود من يقوم بهذه المهمة، ولذلك وجدت مؤسسات تقوم بالعمل ك وسيط بين جانب العرض والطلب في سوق المال، مثل: البنوك، وبيوت السمسرة، وصناديق الأدخار، والبورصات<sup>(٣)</sup>.

ولا يمكن إغفال دور سوق الأوراق المالية في تأمين ما يُحتاج إليها من سيولة لتبادل الأسهم، وتسهيل تجميع السيولة النقدية عند التأسيس للشركات أو التوسيع من نشاطها أو تضخيم رأس المال، وكذلك تحفيز المدخرات والاستثمار، ومساعدة الحكومة والشركات على حد سواء في الاقتراض من المستثمرين عبر السندات، ولها - أيضاً - أهمية في تحفيز حوكمة الشركات<sup>(٤)</sup>.

ثانياً - **وظائف سوق الأوراق المالية:** لسوق الأوراق المالية وظائف اقتصادية متعددة سواءً للمستثمر الفرد أو للاستثمار الجماعي كالشركات والمؤسسات، أو للدولة كل، فلم تعد تقتصر مصلحة سوق الأوراق المالية على المضاربين فيها، بل أصبحت مسألة متعلقة بالنظام العام، حيث ارتفت من كونها تسعى إلى تحقيق مصلحة المستثمرين إلى كونها دليلاً على توفير فرص العدالة والمساواة والمصداقية عن طريق مراعاة المعايير العليا في التعامل من ثقة وأمانة، وهو ما يوفر حماية بطريقة غير مباشرة للمستثمرين والدولة معاً<sup>(٥)</sup>.

(٣) ينظر: عبد الغفار حنفي، "الأسواق المالية، دراسة مقارنة"، (ط:١، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٦م)، ص: ٥٩.

(٤) ينظر: صالح احمد البربرى، "قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة"، (ط:١، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١٧م)، ص: ١٨.

(٥) ينظر: عبد الفضيل محمد أحمد، "بورصات الأوراق المالية"، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق جامعة المتصرورة، ٣، (١٩٨٨م)، ص: ٤٤.

مهماً في النهوض بالاقتصاد، وأصبحت مؤشراً دليلاً على المستوى الاقتصادي للدولة، فكلما زاد تطور ونشاط بورصة الأوراق المالية كان ذلك مقياساً لتطورها الاقتصادي. وشكل تطور عمليات البورصة إحدى السمات الملحوظة في الاقتصادات المعاصرة، وأمام ذلك كان لا بد من وسائل جديدة يستطيع من خلالها الوسطاء تشغيل السوق بصورة منتظمة على طلبات العملاء والتمكن من المنافسة الدولية<sup>(٦)</sup>.

وتتمثل الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأنها تؤدي دوراً مهماً في المجال المالي كتحويل الأموال الجامدة من مدخرات إلى شركات تعمل تحت رعاية الدولة، فتعمل الدولة على إدارتها والتوجيه في الإنتاج، والخدمات التي يحتاجها المجتمع، ويعقب ذلك التسهيلات والخدمات التي تساعد الشركات العاملة في السوق المالي على التوسيع، وخدمة الاقتصادي الوطنيجزئي أو الكلي، ويرجع ذلك إلى أن التعامل في سوق الأوراق المالية يعتمد - في الأساس - على حسابات دقيقة، ومنهجية وتحليلية سليمة، وتحطيط فعال<sup>(٧)</sup>.

وترتبط عمليات سوق الأوراق المالية بعمليات إقراض واقتراض النقود، وأساس ذلك أن بعض الكيانات الاقتصادية أو بعض الأفراد يوجد لديهم فائض في رأس المال يحتاجون إليه لفترة من الزمن أيًّا كانت مدتها، وفي هذه الحالة تكون لديهم الرغبة في استثمار هذه الأموال؛ كي يتحقق لهم ربح من هذا الاستثمار، وفي المقابل قد يحقق لدى بعض الكيانات الاقتصادية عجز وقصور في الموارد الالزمة لممارسة النشاطات الاقتصادية، وحاجة

(٦) ينظر: صالح راشد الحمراني، "دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق جامعة القاهرة، عام (٢٠٠٠)، ص: ١٤.

(٧) ينظر: الحمداني، "الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة"، ص: ٣٦.

وقيود الاستثمار في المملكة، وذلك في مطابق على النحو الآتي:

### المطلب الأول: التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة واللوائح والاتفاقيات:

لبيان كيفية التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة واللوائح والاتفاقيات المنصوص عليها في المملكة والمتعلقة بنشاط الاستثمار موضوع هذا المطلب يقتضي أن نقسم المطلب إلى فرعين على النحو الآتي:

**الفرع الأول: التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة واللوائح:** في سبيل قيام المستثمر الأجنبي بممارسة نشاطه الاستثمار في المملكة ومن خلال سوق الأوراق المالية السعودية فقد أصدرت هيئة السوق المالية السعودية مجموعة من الضوابط والقواعد المنظمة للحركة المالية لسيما الاستثمار للمؤسسات المالية غير المحلية والمؤهلة في الأوراق المالية العاملة في الأسواق السعودية، وتهدف هذه الضوابط والقواعد إلى ضبط الإجراءات، وتعيين المتطلبات، وسن الشروط الازمة لتحديد أهلية المستثمرين الأجانب للاستثمار، وتحديد الالتزامات الواجبة على العاملين في ذلك الشأن<sup>(١)</sup>، وهذا ما أشارت المادة (١٣) من القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية على وجوب الالتزام بجميع الأحكام المنصوص عليها في الأنظمة، والمشروحة باللوائح التنفيذية ذات العلاقة.

ووجوب التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة واللوائح والاتفاقيات أساسه النظامي في المادة (١٥) من نظام الاستثمار الأجنبي السعودي التي أشارت إلى أنه: على المستثمر الالتزام بجميع الأنظمة واللوائح التي سنتها

(٣) ينظر: هيئة السوق المالية السعودية، "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة"، الصادرة بموجب القرار رقم (٢٠٢٣-٢٦-٢) وتاريخ: ٩/٥/٢٠٢٣ الموافق ٢٧/٣/٢٠٢٣ م.

كما أن لسوق المالية كذلك وظيفة تمويلية تمثل بالإقراض، إذ إنها تقوم بتحويل أرصدة من لديه فائض مالي إلى من لديه عجز مالي، وتعمل على تخصيصها وتوجيهها نحو أنشطة استثمارية متعددة فتمويلها كي تفتح مجالات استثمارية متاحة كتجارة، أو صناعة، أو عمران؛ كي يتقدم الاقتصاد في البلاد، وتحوّل الأموال من ادخار إلى استثمار<sup>(٤)</sup>.

ولسوق الأوراق المالية وظيفة تمثل في التشجيع على الادخار؛ لأن البورصة التي تعتمد عليها الحرية الاقتصادية داعية إلى تمويل المشاريع، والاستفادة منها في تطوير الاقتصاد الوطني، ومن ثم نمو وزيادة حجم التداولات في البورصة وزيادتها<sup>(٥)</sup>.

### المبحث الثاني: التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة وقيود الاستثمار في المملكة:

ولما كان من أهم أهداف رؤية ٢٠٢٣ رفع المستوى الاقتصادي، سعت المملكة إلى تنويع مصادر الدخل، فشجعت المستثمرين، وسنت الأنظمة والقواعد والضوابط الميسرة لسوق، لضمان تحقيق أهدافها المرجوة من الاستثمار كحفظ حقوق طرف الاستثمار.

وفي سبيل قيام المستثمر الأجنبي بممارسة دوره في عمليات الاستثمار المتاحة له في المملكة فإن هناك مجموعة من الضوابط والقيود يجب عليه الالتزام بها وعدم مخالفتها ورد النص عليها في الأنظمة واللوائح الخاصة بالاستثمار الأجنبي في المملكة. وسوف نتناول في هذا المبحث كيفية التزام المستثمر الأجنبي بالأنظمة

(١) ينظر: جمال عبد العزيز العثمان، "الافتتاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة"، (ط: بدن، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١١ م). ص: ٤٤.

(٢) ينظر: هندى، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، ص: ٢٣.

لأحكام الباب الثالث من هذه القواعد للاستثمار في الأseم المدرجة في السوق الرئيسة.

وقد أشارت المادة رقم (٧) إلى الشروط المتعلقة بتأهيل المستثمر الأجنبي للاستثمار في سوق المالية السعودية، فمن أهم هذه الشروط: أن يكون مؤهلاً للاستثمار، وذلك يتطلب منه عدة أمور:

١- أن يكون اعتباري الشخصية.  
٢- بلوغ أصوله المالية عند طلب الاستثمار قيمة (١٨٧٥٠٠٠٠٠٠) ألفاً وثمانين مئة وخمسة وسبعين مليون ريال سعودي أو أكثر أو ما يعادلها.

ويجب عليه الالتزام بما ورد في اتفاقية تقييم المستثمر الأجنبي، والالتزام بالقواعد المتعلقة بالتعامل مع الأشخاص المرخص لهم، والقواعد المتعلقة بمتطلبات الإفصاح والقيود الواردة بملكية الأجانب المشار إليها في نظام السوق المالية أو لواحه التنفيذية، إذ إن المادة رقم (٥٦) من نظام سوق المال السعودي أشارت بأن عليه كامل المسؤولية عن تعويض الضرر المادي أو المعنوي، إذا ترتب عليه إضرار أو تضليل لعميل في سوق البورصة<sup>(٣)</sup>.

وكذلك الالتزام بما ورد في لائحة سلوكيات السوق من حيث التنبه بالتلاء بالسوق والتداول بناءً على معلومات داخلية، أو تقديم بيانات غير صحيحة أو مضللة، وكل الممارسات غير النظامية التي تتطوّي على الاحتيال أو الغش أو التدليس، وهو ما أشارت المادة (٤٩) من نظام سوق المال السعودي باعتبار أن كل

(٣) حيث ورد النص على ذلك في المادة (٥٦) من نظام السوق المالية السعودي بأنه: أ - يكون مسؤولاً عن تعويض الأضرار المادية أي شخص يصرح، أو يكون مسؤولاً عن شخص آخر صرح، شفاهة أو كتابة ببيان غير صحيح يتعلق بواقعة مادية جوهرية، أو يغفل التصريح ببيانات تتعلق بذلك الواقع، إذا ترتب على ذلك تضليل شخص آخر بشأن بيع ورقة مالية أو شرائها. ولا يشترط لقيام المسؤولية طبقاً لأحكام هذه المادة أن توجد علاقة بين مدعى الضرر والمدعى عليه بالتعويض، ويتعين على الشخص مدعى الضرر إثبات.

المملكة، والتعليمات أو الاتفاقيات الدولية التي تكون المملكة طرفاً فيها<sup>(٤)</sup>.

وباستقراء النص سالف الذكر نجد أن المنظم السعودي أوجب على المستثمر الأجنبي سواءً كان شخصاً طبيعياً، أو شخصاً اعتبارياً ضرورة الالتزام بالنصوص الواردة في الأنظمة واللوائح المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وتشمل هذه النصوص كل ما ورد في نظام السوق المالية من قواعد السوق ولواحه التنفيذية بما في ذلك سلوكيات السوق، فيجب على المستثمر الأجنبي المؤهل الالتزام بكل ما تضمنته هذه القواعد من حيث شروط التأهيل، وتقديم المستندات والمعلومات المنصوص عليها في النظام<sup>(٥)</sup>. وقد عرف المنظم السعودي المستثمر الأجنبي بأنه: مستثمر أجنبي مؤهل وفقاً

(١) نصت المادة (١٥) من نظام الاستثمار الأجنبي السعودي على أنه: "يلتزم المستثمر الأجنبي بالتقيد بكل الأنظمة واللوائح والتعليمات المعمول بها في المملكة العربية السعودية وبالاتفاقيات الدولية التي تكون طرفاً فيها".

(٢) حيث ورد النص على الشروط المتعلقة بتأهيل المستثمر الأجنبي للاستثمار في سوق المالية السعودية في المادة (٧) من القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية بالقول: أ) يشترط لأن يكون المستثمر الأجنبي مستثمراً أجنبياً مؤهلاً للاستثمار في الأseم المدرجة في السوق الرئيسة استيفاء شروط التأهيل الآتية:

أ. يكون الشخص ذات صفة اعتبارية. ٢. أن تبلغ قيمة الأصول التي يملكها، أو يديرها، أو يقوم بحفظها هو أو مجموعته عند التقدم بطلب فتح حساب استثماري (١٨٧٥٠٠٠٠٠) ألفاً وثمانين مئة وخمسة وسبعين مليون ريال سعودي أو أكثر أو ما يعادلها، وللهيئة خفض الحد الأدنى لهذه الأصول. ب) لا ينطبق الشرط الوارد في الفقرة الفرعية (٢) من الفقرة (١) من الفقرة (٢) من الفرات الآتية: ١) صناديق تقاعد هدفها الرئيس جمع رسوم أو اشتراكات دورية من المشاركين فيها أو لصالحهم لغرض تعويضهم عن ذلك وفق آلية محددة. ٢) صناديق وقفية، هدفها الرئيس تقديم المنح إلى المنظمات أو المؤسسات أو الأفراد للأغراض العلمية والتعليمية والثقافية، ويشمل ذلك صناديق أوقاف الجامعات. ٣) عميل صانع السوق، على أن تتحقق مؤسسة السوق المالية من أن الحساب الاستثماري للأغراض صناعة السوق. ٤) الجهات الحكومية والبنوك المركزية والصناديق الاستثمارية المملوكة بالكامل بشكل مباشر أو غير مباشر لجهة حكومية، بما في ذلك الصناديق السيادية والصناديق التي تأخذ شكل صناديق التقاعد والأوقاف. ٥) المنظمات الدولية التي تكون المملكة عضواً فيها والمؤسسات التابعة لها.

٣. معاقبة المخالف للمواد النظامية رقم (٤٩)، و(٥٠)، من هذا النظام بالسجن وتقدير فترة السجن كحد أعلى خمس سنوات، إضافة إلى التعويضات والغرامة المالية التي نص عليها النظام.

ذلك يجب عليه الالتزام بما ورد في نظام مكافحة غسل الأموال (٣)، حيث أشار النص إلى ضرورة الالتزام لما في المادة رقم (٢) منه فجعلت كل من قام بتحويل الأموال أو نقلها، فهو مرتكبًا لجريمة غسيل أموال، وكذلك إذا اكتسبها أو أخفاها مع علمه بأنها متحصلات جريمة؛ تسترًا على المصدر غير المشروع لتلك الأموال، أو ساعد شخصًا متورطًا فيها بتقديم المشورة، أو التحرير، أو النصح أو التوجيه، أو التواطؤ والتآمر، أو التستر، فإنه كذلك يكون مرتكبًا لجريمة غسيل أموال.

وكذلك الالتزام بما ورد في نظام جرائم الإرهاب وتمويله (٤)، حيث أشارت المادة (٤٧) منه، إلى العقوبة

(٣) حيث ورد النص على هذا الالتزام في المادة الثانية من نظام مكافحة غسل الأموال الصادر بالمرسوم الملكي الكريم رقم (م) ٢٠/١٤٣٩ هـ و تاريخ ٥٢/١٤٣٩هـ بالقول: يعد مرتكبًا جريمة غسل الأموال كل من قام بأي من الأفعال الآتية: تحويل أموال أو نقلها أو إجراء أي عملية بها، مع علمه بأنها متحصلات جريمة؛ لأجل إخفاء المصدر غير المشروع لتلك الأموال أو تمويده، أو لأجل مساعدة أي شخص متورط في ارتكاب الجريمة الأصلية التي تحصلت منها تلك الأموال للإفلات من عواقب ارتكابها.

اكتساب أموال أو حيازتها أو استخدامها، مع علمه بأنها من متحصلات جريمة إخفاء، أو تمويده طبيعة أموال، أو مصدرها، أو حركتها، أو ملكيتها، أو مكانها، أو طريقة التصرف بها أو الحقوق المرتبطة بها، مع علمه بأنها من متحصلات جريمة الشروع في ارتكاب أحد الأفعال المنصوص عليها في الفقرات (١) و(٢) و(٣) من هذه المادة، أو الاشتراك في ارتكابها بطريق الاتفاق، أو تأمين المساعدة، أو التحرير، أو تقديم المشورة، أو التوجيه، أو النصح، أو التسهيل أو التواطؤ أو التستر أو التآمر".

(٤) حيث ورد النص عن ذلك في المادة (٤٧) من نظام مكافحة جرائم الإرهاب وتمويله الصادر بالمرسوم الملكي الكريم رقم (م) ٢١ ب تاريخ ١٢/١٤٣٩ هـ بأنه: يُعاقب بالسجن مدة لا تزيد على (خمس عشرة) سنة ولا تقل عن (خمس) سنوات، كل من قام بتقديم أموال أو جمعها أو تسلمهما أو خصصها أو نقلها أو حولها أو حازها أو دعا إلى التبرع بها- بأي وسيلة كانت ب بصورة مباشرة أو غير مباشرة من مصدر مشروع أو غير مشروع- بغرض استخدامها كليًا أو جزئيًا لارتكاب أي من الجرائم المنصوص عليها في النظام، أو كان عالمًا بأنها سوف

شخص قام عمداً بعمل يولد انطباعات غير صحيحة، أو فيها تضليل للسوق أو الأسعار، أو القيمة المالية، فهو مخالف لأحكام هذا النظام (١).

وعليه -أيضاً- يلتزم بما ورد في قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، حيث نبه نص المادة (٥٧)

من نظام سوق المال السعودي على ذلك (٢)، فجعلت:

١. المخالف للمادة (٤٩) من هذا النظام أو القواعد واللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالي المنظمة والشارحة للنظام، كمن أجرى صفقة هدف من ورائها إلى التلاعب في سعر الأوراق المالية فحينئذ يكون مسؤولاً عن أي أضرار صدرت نتيجة تلاعبه، ويلزمه التعويض لأي شخص حصل له، ويكون التعويض بالقدر الذي حصل به التأثر من جراء الشخص المتلاعب.

٢. تكون التعويضات نظامية بموجب هذه المادة من هذا النظام.

(١) حيث ورد النص على ذلك في المادة (٤٩) من نظام السوق المالية السعودي بأنه: أ- يعد مخالفًا لأحكام هذا النظام أي شخص يقوم عمداً بعمل أو يشارك في أي إجراء يُوجَد انطباعًا غير صحيح، أو مضللاً بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية، بقصد إيجاد ذلك الانطباع، أو لحث الآخرين على الشراء أو البيع، أو الاكتتاب في تلك الورقة، أو الإحجام عن ذلك، أو لحثهم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة، أو الإحجام عن ممارستها.

(٢) حيث ورد النص على ذلك في المادة (٥٧) من نظام السوق المالية، السعودي بأنه: أ- أي شخص يخالف المادة التاسعة والأربعين من هذا النظام، أو أياً من اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة بناء على تلك المادة، وذلك بالتصريف أو إجراء صفقة للتلاعب في سعر ورقة مالية على نحو متعدد، أو يشترك في ذلك التصرف أو الإجراء، أو يكون مسؤولاً عن شخص آخر قام بذلك، يكون مسؤولاً عن تعويض أي شخص يشتري أو بيع الورقة المالية التي تأثر سعرها سلبيًا بصورة باللغة نتيجة لهذا التلاعب، وذلك بالقدر الذي تأثر به سعر شراء أو بيع الورقة المالية من جراء تصرف ذلك الشخص.

ب- تقدر التعويضات المستحقة على أي شخص مدعى عليه بموجب هذه المادة، والحقوق المتعلقة بالتعويض وتوزيع مبالغه على المسؤولين عنه بطريقة تتنق مع الأحكام المنصوص عليها في الفقرة (٥) من المادة الخامسة والخمسين من هذا النظام.

ج - بالإضافة إلى الغرامات والتعويضات المالية المنصوص عليها في هذا النظام يجوز للجنة -بناء على دعوى مقامة من الهيئة- معاقبة من يخالف المادتين التاسعة والأربعين، والخمسين من هذا النظام بالسجن لمدة لا تزيد عن خمس سنوات.

كما يتمتع المستثمر الأجنبي في اتفاقية المبادلة بالمنافع الاقتصادية والأوراق المالية محل الاتفاقية في حال تم قبوله كمستثمر مؤهل، وفي حال تم تنفيذ صفقات مبادلة خاصة به، كما يجوز استمرار الصفقة سنة مالية من تاريخ فتح حساب لدى مركز الإيداع على ألا تبلغ استمراره ١٠٪ من الأسماء بعد مرور هذه المدة<sup>(٢)</sup>.

وفيما يتعلق بآلية استفادة المستثمر الأجنبي باتفاقية المبادلة بالمنافع الاقتصادية والأوراق المالية في نطاق تحويل الأوراق المالية موضوع هذه الاتفاقية فإنه يتم وفق الآتي:

١. تقديم طلب تحويل فيه تفاصيل لكل ما يتعلق بها من أوراق مالية، وغيره، وفق النموذج الذي أعده السوق لهذا العرض.
٢. فتح حساب لدى مركز الإيداع.
٣. عمل الإجراءات الالزامية لتنفيذ عملية التحويل من حساب اتفاقية المبادلة الخاص بالمستثمر الأجنبي المؤهل إلى المعنى بموجب التعليم الصادر بهذا الشأن.
٤. يكون التحويل بعد التأكيد من خلوه من التزامات كايرهن، أو بيع.
٥. تقدر التكلفة لعملية التحويل بعشرين سعودي للشركة الواحدة، خلال أيام العمل<sup>(٣)</sup>.

#### **المطلب الثاني: التزام المستثمر الأجنبي بقيود الاستثمار في المملكة**

ساهمت الإجراءات المتخذة لدى المملكة العربية السعودية في رفع الجاذبية للسوق المالي، فدخول المستثمر الأجنبي في ارتفاع في سوق الأسهم وهذا بصورة

بالسجن بين خمس إلى خمس عشرة سنة، لكل من قدم أموال، أو حوالها، أو سلمها، أو دعا إلى التبرع بها، بأي طريقة، ومن أي مصدر، بعرض الاستخدام لها في الجرائم المنصوص عليها في النظام، وكانت هذه العقوبة كذلك لمن علم أنها مستخدمة في تمويل أي مشروع إرهابي خارج المملكة أو داخلاها.

#### **الفرع الثاني: التزام المستثمر الأجنبي بالاتفاقيات الدولية التي تكون المملكة طرفاً فيها:**

كما سبق القول فإن هذا الالتزام المفروض على عاتق المستثمر الأجنبي يجد أساسه في المادة (١٥) من نظام الاستثمار الأجنبي في المملكة. وهذا الالتزام يفرض على المستثمر الأجنبي بأن يلتزم بكل الاتفاقيات ذات الصلة بالأنظمة واللوائح بما في ذلك اتفاقيات المبادلة التي تتيح للمستثمر الأجنبي الاستثمار في الأوراق المدرجة في حال عدم توفر شروط التأهيل لديه، أو عند رفض طلب التأهيل من قبل الشخص المرخص له، ولأغراض هذه الاتفاقية قامت الهيئة بإصدار التعليم بشأن السماح للأشخاص المرخص لهم بإبرامها مع المستثمر الأجنبي؛ وذلك لغرض نقل المنافع الاقتصادية والأوراق المالية المدرجة في سوق المالية السعودية إلى هؤلاء المستثمرين من خلال التبادل التجاري ضمن اتفاقيات المبادلة التي لا تتجاوز مدتتها أربع سنوات من تاريخ توقيعها، ويطلق على المستثمر الأجنبي في هذه الحالة المستفيد النهائي، وتعد أمواله وأصوله أموال وأصول عميل وفق ما ورد في لائحة الأشخاص المرخص لهم، مع العناية بالأحكام التي أوجبت الفصل بين أموال العميل وأصوله عن أموال الشخص المرخص له وأصوله<sup>(٤)</sup>.

تستخدم كلياً أو جزئياً في تمويل جريمة إرهابية داخل المملكة أو خارجها أو كانت مرتبطة فيها ....

(١) ينظر: سعد سعيد مقبل آل جمعان، "التطورات القانونية في قانون الاستثمار الأجنبي في المملكة العربية السعودية"، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية القانون بجامعة الخرطوم، عام (٢٠١٥م)، ص: ٥٣.

(٢) محمد عبد اللطيف خطاب، "أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في الاستثمار المحلي للمملكة العربية السعودية" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية،

(٤٦)، عام (٢٠١٦م)، ص: ١٣٦.

(٣) ينظر: خطاب، "أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في الاستثمار المحلي للمملكة العربية السعودية"، ص: ١٣٦.

٣. القيود المذكورة في الأنظمة الأساسية للشركات المدرجة في تداول وما يتعلق بها تعليمات صادرة عن الجهات الرقابية والإشرافية وخاضعة لها تلك الشركات<sup>(٢)</sup>.

### ثالثاً- القيود الواردة على استثمارات المستثمر الاستراتيجي الأجنبي:

عرف المنظم السعودي المستثمر الأجنبي الاستراتيجي في المادة (٢) من القواعد المنظمة للاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية بأنه: تلك الشخصية الاعتبارية التي تهدف إلى تملك نسب مباشرة في أسهم شركات مدرجة لفترة معينة تحد بستين، لأجل المساهمة في رفع مستواها المالي أو التشغيلي.

وعرف بعض الشرح المستثمر الأجنبي الاستراتيجي بأنه: هو المستثمر الأجنبي الذي لا تطبق عليه نسبة محددة من قيمة الاستثمار ولا الحد الأدنى من رأس المال، ولا يخضع للقيود التي تطبق على المستثمرين الأجانب المؤهلين أو عن طريق اتفاقية مبادلة، ويسمح له بتملك كامل الأسهم في الشركات المدرجة بشكل استراتيجي بشرط لا يتصرف بأسهمه لمدة عامين<sup>(٣)</sup>.

وتمثل أهم القيود الواردة على استثمارات المستثمر الاستراتيجي الأجنبي وفق ما ورد في تريعات القواعد المنظمة لتملك المستثمرين، فيما يأتي<sup>(٤)</sup>:

ملحوظة في الآونة الأخيرة، وعلى الرغم من ذلك إلا أنه لا زالت هناك بعض القيود التي فرضت على استثمارات المستثمرين الأجانب في المملكة، وهو ما نعرض له في فرعين، هما:

#### الفرع الأول: القيود الواردة على استثمارات المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية:

##### أولاً- القيود الواردة على استثمارات المستثمر الأجنبي المؤهل:

تخضع استثمارات المستثمرين الأجانب المؤهلين لجملة من القيود ورد النص عليها في القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة وهذه القيود هي:

١. عدم السماح للمستثمر الأجنبي تملك أكثر من ١٠ % من الأسهم القابلة للتحويل.

٢. عدم السماح للمستثمرين الأجانب مجتمعين تملك أكثر من ٤٩ % من الأسهم القابلة للتحويل

٣. الالتزام بالقيود المنصوص عليها في الأنظمة الأساسية للشركات والتعليمات التي تصدرها الجهات الإشرافية أو الرقابية، مع خضوع تلك الشركات لها.

##### ثانياً- القيود الواردة على استثمارات المستثمر الأجنبي عن طريق اتفاقية مبادلة:

١. يجب ألا يصل إجمالي الأوراق المالية موضوع الصفقات المبادلة المنفذة لصالح كل مستفيد نهائي ١٠ % أو أكثر من الأسهم القابلة للتحويل والخاصة بالمصدر.

٢. القيود الخاصة بتملك الأجانب أسهم في الشركات المساهمة.

(٢) ينظر: هيئة السوق المالية، "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة"، ص: ٤.

(٣) ينظر: يحيى الجدران، "قانون الاستثمار السعودي في ظل رؤية المملكة ٢٠٣٠، إشكالية التعارض بين جذب الاستثمار الأجنبي المباشر FDI وانضباطه، دراسة تحليلية نقدية مقارنة مع قواعد البنك الدولي"، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، مركز جيل البحث العلمي، (٣٦)، عام: ٢٠١٦م، ص: ٧١.

(٤) ينظر: هيئة السوق المالية، "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة"، ص: ٤.

(١) انظر في ذلك: المادة (١٤) من القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية.

٤. شركة البحري: ورد ضابط في المادة رقم (٨) من النظام الأساسي للشركة أن الأسهم لشركة البحري إسمية، فلا يحق للأجانب تملكها إلا في حالة الإرث.

٥. مدينة المعرفة: يقتصر تملك أسهم شركة مدينة المعرفة الاقتصادية على السعوديين فقط.

ثانياً-الشركات التي تفرض قيوداً بنسبيه على استثمارات المستثمر الأجنبي فيها:

١. شركة سابك: لا يحق للشخص الواحد امتلاك أكثر من ١ % من رأس مال الشركة، باستثناء المؤسسات العامة السعودية.

٢. البنك السعودي للاستثمار: ورد ضابط في النظام الأساسي للبنك السعودي يمثل في أنه: لا نقل الأسهم للأشخاص السعوديين عن ٦٥ % من مجموع أسهم البنك.

٣. الدوائية: لورود القيد بعدم جواز تداول أسهمها بعد انقضاء زمن الحظر لغير المواطنين السعوديين وذلك حسب ما جاء في المادة رقم (١٠)، من نظامها الأساسي.

**المبحث الثالث: التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح والتداول في هيئة سوق المال**

إن المتأمل في اقتصادات اليوم يجد أن معظم هذه الاقتصاديات تعتمد على سوق الأوراق المالية، وما لا شك فيه أن هذا السوق يعبر عن القوة الاقتصادية للدول في الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، ويدع القلب النابض والمحرك الرئيس لهذه الاقتصادات، الذي بحركه يتحرك الاقتصاد وهو المؤشر للكشف عن تقدم الاقتصاد الوطني أو تأخره.

وفي سبيل ذلك؛ فإن الأنظمة والتشريعات واللوائح المنظمة لأسواق رأس المال تضع عدداً من الضوابط والقيود التي يجب على جميع المتعاملين في السوق الالتزام بها وعدم مخالفتها، وخاصة إذا ما كان هذا

١. كل ما ورد في الأنظمة الأساسية للشركة المدرجة، أو تعليمات الجهة الإشرافية أو الرقابية التي تخضع لها تلك الشركة.

٢. كل ما ورد في مواد نظامية خاصة بالشركات الأجنبية المساهمة.

٣. عدم السماح بالتصرف في أي سهم من الأسهم التي امتلكها خلال أول سنتين من تاريخ التملك. وبناءً على ما تقدم؛ فإنه لا يسمح بموجب القواعد المنظمة للاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في المملكة بأنه لا يسمح بموجب هذه القواعد لأي مستثمر أجنبي سواء كانوا مؤهلين أو عن طريق اتفاقية مبادلة ما عدا المستثمر الاستراتيجي الأجنبي، بمتلك أكثر من ١٠ % في أسهم أي شركة مدرجة، ولا يمكن أن تتجاوز نسبة ٤٩ % لأسهم الأجانب مجتمعين بما فيهم المقيمين وغير المقيمين في أي شركة مدرجة في البورصة، ويجب عليهم الالتزام وعدم التفريط بالقيود النظمية الخاصة بمتلك الأجانب للشركات المساهمة، مما يعني عدم التفريط بأي من قواعد الاستثمار الأجنبي في السعودية التي تحظر على الشركات الأجنبية الاستثمار العقاري في المدينتين المقدستين: "مكة المكرمة والمدينة المنورة" كامتلاك أسهم في شركة جبل عمر، وشركة طيبة.

**الفرع الثاني: القيود الواردة على استثمارات المستثمر الأجنبي في أنظمة بعض الشركات المدرجة**  
أولاً- الشركات التي لا يسمح للأجانب تملك فيها، هي:

١. شركة مكة للإنشاء والتعمير.
٢. شركة جبل عمر للتطوير.
٣. شركة طيبة القابضة.

وذلك لخضوعهن لأنظمة، وتعليمات، وتعاميم الجهات ذات العلاقة بالمملكة، فيقتصر تملك أسهمها على مواطنى المملكة.

الفرع الأول: التعريف بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وأهميته:

أولاً- تعريف الإفصاح في النظام السعودي ولدى شراح النظام:

باستقراء نظام سوق المال السعودي لم أجد نصاً نظامياً أورد المنظم فيه تعريف الإفصاح في سوق الأوراق المالية والمقصود به. إلا أن المنظم أشار إلى ضرورة الالتزام بقواعد الإفصاح وتضمينها نشرات الإصدار في سوق الأوراق المالية؛ حيث أشارت المادة رقم (٤٨) فقرة (أ) من نظام سوق الأوراق المالية السعودي على أنه يلزم الهيئة تحديد نماذج للإفصاح، وما يتعلّق بها من تعليمات الإفصاح، كالمعلومات التي تتضمن نشرات الإصدار، أو التقارير الدورية المعينة للجهات ذات العلاقة لتقديمها للهيئة أو الإعلان عنها عند الحاجة. وأشار دليل المصطلحات الاستثمارية الصادر عن هيئة السوق المالية السعودي بالإفصاح بأنه: لا بد أن يشمل كل المعلومات الالزامية، والمطلوبة، للقوائم المالية، لأجل إرشاد مستخدميها في اتخاذ أي قرار.

وفيما يتعلّق بتعريف الإفصاح في سوق الأوراق المالية لدى شراح النظام: عرف بعض من الشراح الإفصاح بأنه: تعهد تلتزم به الجهات المصدرة للأوراق المالية بنشر المعلومات والبيانات والتقارير المرتبطة بنشاطها المالية، وأوضاعها الاقتصادية، وتقديمها بصفة دورية، للجهات الرقابية المشرفة، وإتاحتها للجمهور عموماً والمساهمين خصوصاً، بكل وسيلة تمكنهم من الاطلاع عليها<sup>(٢)</sup>.

في حين يرى بعض من الشراح بأن الإفصاح في سوق الأوراق المالية يقصد به: تعهد الشركات العاملة في سوق

المتعامل مستثمر أجنبي، وذلك بغية الحفاظ على الاقتصاد الوطني وحمايته من التلاعب والإضرار به من خلال التعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية. ولبيان التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح والتداول في هيئة سوق المال موضوع هذا البحث يقتضي أن نقسم الحديث فيه إلى مطابين على النحو الآتي:

**المطلب الأول- التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح في هيئة سوق المال:**

يتوقف نجاح سوق الأوراق المالية على تطبيق عدد من القواعد والمبادئ، منها: الالتزام بتطبيق الإفصاح حيث إن هذا المبدأ يعد أحد الأركان الأساسية لنظام اقتصاد السوق وتفاعل آلياته بكفاءة، فيجب أن يكون الإفصاح عادلاً ومدققاً ويتّم بالشفافية، وأن تدعمه آليات تنفيذ قوية؛ لأن الإفصاح يعد ركناً أساسياً من الأركان التي تقوم عليها جميع البورصات عموماً، وبورصة الأوراق المالية خصوصاً، فضلاً عن كونه من أهم المعايير التي تقاس بها كفاءة البورصة وتطورها. كما أنه يمكن المستثمرين من مراقبة استثماراتهم وحماية الاستثمارات ودفع المستثمر لاتخاذ قرار الاستثمار الصائب من عدمه<sup>(١)</sup>.

إن الالتزام بقواعد الإفصاح أحد السبل الكفيلة لمحافظة على سوق الأوراق المالية، وحماية أموال المساهمين والمستثمرين في الوقت نفسه. وللوقوف على التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح في هيئة سوق المال سوف أتناوله في فرعين وفق الآتي:

(٢) ينظر: عصام حنفي، "الالتزام بالإفصاح والشفافية"، (١: ط، ٢٠٠٦م)، ص: ١١٩. النهضة العربية،

(١) عصام حنفي محمود، "الالتزام بالإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية"، (٢: ط، دار النهضة العربية، ٢٠١٩م)، ص: ١٩.

في سوق الأوراق المالية، ومن ثم حماية المستثمر والمتعامل في السوق عن طريق تمكينه من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم، فمن الأمور ذات الأهمية بالنسبة للمستثمر الوقوف على الشخصيات المساهمة التي تملك نسبة كبيرة في رأس مال، أو أصول الشركة وذلك من أجل إعلام المستثمر إلى احتمال إحداث تغيير في المجلس الإداري للشركة أو في نظامها الأساسي، ويمثل الغرض من الإفصاح عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة خلال فترة وجيزة أو بشكل فوري ولا يوجد إخلال بمبادئ سريمة المهنة؛ لأن الشراء يكون علناً وفي البورصة إلى جانب أن الأسهم تكون اسمية<sup>(٣)</sup>.

**الثاني: المحافظة على الثقة في سوق رأس المال:**  
يساعد نظام الإفصاح والالتزام به على جذب رؤوس الأموال، وتشجيع التداول في سوق الأوراق المالية، ومن ثم يؤدي إلى خلق السيولة، وهو الذي يترتب عليه إعطاء كفاءة أعلى لسوق رأس المال، ويتربّ على عدم الالتزام بالإفصاح أو الإفصاح بطريقة غير سليمة هدراً للأموال وبالتالي ضياع نزاهة السوق<sup>(٤)</sup>.

**الثالث: بيان المركز المالي للشركة وكيفية إدارتها في السوق:** يعكس دقة الإفصاح للمعلومات عن رؤية واضحة للسياسة المالية الصادرة عن المركز المالي للشركة التي يتم تداول أسهمها في البورصة، وهو ما يساعد المتعاملين معها على فهم جميع سياساتها وأنشطتها، ومدى التزامها بالمعايير الأخلاقية، وكذلك الوقوف على مدى استفادتها من علاقاتها مع المجتمع

(٣) ينظر: أحمد خالد محرم، "دور مبدأ الشفافية والإفصاح في مكافحة الفساد المالي في سوق الأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة بنها، عام ٢٠٢٠م، ص: ٧٠.

(٤) ينظر: قرباش محمد؛ وهمام القوصي، "الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقاً للتشريع السوري، مفهومه وأنواعه"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات الجامعية، المجلد: (٣٣)، العدد: (٤٠)، عام: (٢٠١١م)، ص: ٢٥٤.

المال بتقديم المعلومات صحيحة وتوصيلها بصفة دورية للجهات الرقابية للبورصة وهيئة سوق المال<sup>(١)</sup>.

ومن خلال ما تقدم فإننا نخلص للقول: إن الإفصاح في سوق الأوراق المالية هو: التزام الجهات المتعاملة في سوق الأوراق المالية بعدم حجب المعلومات أو البيانات أو التقارير المرتبطة بالأوراق المالية المتعاملة عليها إلى الغير، سواء أكانوا مساهمين أم جهات رقابية أم مستثمرين محتملين أو غيرهم.

### ثانياً- أهمية الإفصاح في سوق الأوراق المالية:

تستند أهمية الإفصاح لدى سوق الأوراق المالية إلى ضرورة توافر مستوى كافٍ من المعلومات التي من شأنها مساعدة المتعاملين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تجنب اتخاذ قرارات غير سليمة يترتب عليها نتائج سلبية عند رغبتهم في الاستثمار في هذا السوق من خلال التداول فيه. وتمثل هذه الأهمية في الآتي:

**الأول: توفير المعلومات الكافية للمتعاملين في سوق رأس المال:** تعدد الدقة في الإفصاح المالي أحد السمات الأساسية لمتابعة أنشطة شركة ما، وتقدير أدائها لاسهامه في تحسين هيكل وأنشطة الشركة وتوضيحها، والسياسات المعمول بها في الشركة، إضافة إلى تقييم أداء الشركة من الناحية الأخلاقية، كما تعدد الدقة في الإفصاح المالي أحد العوامل التي تجذب رؤوس الأموال؛ لأنها على سلوكيات وتوجهات المستثمرين، لأنها بها تزداد الثقة لدى المستثمرين، ويحل محل الخوف الأمان، سواء بوجه خاص بالشركة، وبوجه عام للقطاع المالي<sup>(٢)</sup>.  
**والحكمة من الإفصاح عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة تهدف إلى توفير الشفافية والمعلومات الكافية**

(١) ينظر: البربرى، "قواعد الشفافية والإفصاح"، ص: ٢٧.

(٢) ينظر: حمدان بن درويش العامدي، "الالتزام بالإفصاح والشفافية في نظام حوكمة الشركات السعودية"، (ط:١، الرياض، مكتبة القانون والاقتصاد، ٤٣٨)، ص: ٧٢.

**تحديد الحد الأدنى للأصول المدارة في السوق المالية والخاضعة لسحوبات مالية في سوق الأوراق المالية.**

٢. إذا وقعت أي من الأحداث المذكور أعلاه، وظهر للمستثمر الأجنبي المؤهل أن الإفصاح عن ذلك لمن رخص له في سوق المال يؤدي إلى الإضرار بشكل أساسي سواء بنشاطاته وبأعماله أو بنشاطات لغيره كأن تكون لطرف ثالث، فإن عليه إشعار الهيئة فور وقوعه ويكون بدلاً عن إشعار المرخص له (المقيم).

٣. ضرورة تزويد الهيئة بالمعلومات والمستندات، المهمة دون تأخير.

٤. وجوب أن تكون الإشعارات أو المستندات، أو المعلومات المفصحة والخاصة بالشخص المرخص له كاملة وواضحة لا غموض فيها، وصحيحة لا فساد فيها، وبينة غير مضلة.

**ثانيًا- التزام المستثمر الأجنبي المرخص له بالإفصاح:**  
نبه المشرع السعودي إلى بعض الحالات التي يلزم على المستثمر الأجنبي، أو المرخص له الإفصاح عنها، مع إشعار الهيئة بذلك كما في المادة رقم (١٨) من القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية في الأوراق المالية المدرجة، وفق الآتي:

١. يلزم المستثمر الأجنبي إشعار الهيئة أو الشخص المرخص في مدة لا تزيد عن ثلاثة أيام في الحالات الآتية:

أ- إذا تم إلغاء تعامله مع مدير المحفظة الأجنبي مع مدير محفظة أخرى أجنبي جديد لغرض استثمار أمواله.

ب- إذا فقد شرطاً من الشروط الواجب استيفائها.

المحلى، حتى تتخذ قرارات سليمة عن الصعوبات التي تواجهها الشركة، وكيفية التعامل معها عاجلاً أو آجلاً<sup>(١)</sup>.

**الفرع الثاني: متطلبات الإفصاح من قبل المستثمر الأجنبي وحالاته في سوق الأوراق المالية السعودي.**

**أولاً- نطاق الإفصاح من قبل المستثمر الأجنبي في سوق الأوراق المالية السعودية:**

من المهام الأساسية التي تقوم بها هيئة سوق المال السعودي والتي ورد النص عليها في نظام السوق المالي السعودي كما أشارت إليه الفقرة (٦) من المادة رقم (٥) من نظام السوق المالية السعودي؛ هو المراقبة للإفصاح المتعلق بمعلومات الأوراق المالية، والجهات ذات العلاقة المصدرة لها، وكيفية تعامل المساهمين أو المستثمرين فيها، مع تنظيم وتوفير المعلومات الواجب على المشاركين الإفصاح عنها للجمهور وحاملي الأسهم.

وتتمثل متطلبات الإفصاح التي أوجب المنظم السعودي للمستثمر الأجنبي الإفصاح عنها، التي ورد النص عليها في المادة (١٦) من القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية في الأوراق المالية المدرجة في الآتي:

١- وجوب الإشعار للشخص المؤهل المقيم الذي يتم التعامل معه خلال فترة زمنية معقولة لا تزيد عن ٣٠ يوماً عندما يحدث الآتي:

أ- عند التعامل بين المستثمر الأجنبي المؤهل مع مدراء محافظ جدد لأجل استثمار أموالهم في الأوراق المالية.

ب- إطلاع المستثمر الأجنبي المؤهل على الشروط المنصوص عليها في الضوابط والقواعد المنظمة ولو لم تكن مستوفاة، باستثناء أي تغيير في

(١) ينظر: محمد سعد الحربي، "الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية وأثارها القانونية- دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية الحقوق، الأردن، (٢٠١٢م)، ص: ٣٤.

الأجنبي ويستثنى من ذلك التغييرات التي تحدث في متطلبات الحد الأدنى لحجم الأصول المدارة من قبل المستثمر الأجنبي نتيجة للعوامل المالية في السوق أو سحوبات المستثمر من أصول الصندوق المدارة من قبله.

٥. استثمار أموال مدير محفظة أجنبي جديد في الأوراق المالية.

**الآثار المترتبة على عدم التزام المستثمر الأجنبي بقواعد الإفصاح في سوق الأوراق المالية:**

أورد المنظم السعودي في المادة رقم (٥٦) من نظام السوق المالية بأن مسؤولية الأشخاص الملزمين بالإفصاح عند الإلقاء بمعلومات كاذبة وغير صحيحة لواقعة مادية جوهرية، سواء كان مشافهة أو كتابة، وحصل به التضليل لشخص آخر بشأن بيع الأوراق المالية أو شرائها التعويض عن الأضرار المادية<sup>(٢)</sup>.

وهو ما قضت به لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية في القضية رقم ٣٦١/٣٦، وال الصادر فيها قرار لجنة الفصل رقم ٣٤٦١ وتاريخ ٢٢١/٢/٢١، والمؤيد من لجنة الاستئناف بالقرار رقم ٢٣٦٨ وتاريخ ١٩/٤/٤٣١ هـ<sup>(٣)</sup> إذ تتلخص القضية تقدم المدعية

(٢) حيث ورد النص على ذلك في (٥٦) من نظام السوق المالية السعودي بالقول: "أ - يكون مسؤولاً عن تعويض الأضرار المادية أي شخص يصر، أو يكون مسؤولاً عن شخص آخر صرح، شفاهة أو كتابة ببيان غير صحيح يتعلق بواقعة مادية جوهرية، أو يغفل التصريح ببيانات تتعلق بتلك الواقعية، إذا ترتب على ذلك تضليل شخص آخر بشأن بيع ورقة مالية أو شرائها. ولا يشترط لقيام المسؤولية طبقاً لأحكام هذه المادة أن توجد علاقة بين مدعى الضرر والمدعى عليه بالتعويض .....".

(٣) التي تتلخص وقائعها: في أن المدعية تقدمت إلى اللجنة بلائحة دعوى متضمنة أنها قامت بشراء إجمالي (٢٠,٨٤٥) سهماً من أسهم شركة (١) خلال الفترة من تاريخ ٢٠١٤/٩/٢٤ إلى تاريخ ٢٠١٤/١٠/١٠، وتنعي مخالفة المدعى عليهم لنظام الشركات، ولنظام السوق المالية، ولواحجه التنفيذية، ب تقديم بيانات مضللة، ومعلومات غير صحيحة، تتضمن تضخيماً للإيرادات والأرباح، والإفصاح عن معلومات غير صحيحة، وإغفال الإفصاح عن حقيقة النتائج المالية، مما دفعها إلى شراء الأسهم محل الدعوى. وطلبت التعويض عما لحقها من خسائر من جراء ذلك. وقد نظرت الدعوى، وصدر بشأنها قرار لجنة الفصل

## ٢. هيئة سوق المال:

يلزم المستثمر بإشعار الهيئة في الحالات الآتية:

أ- إذا تمكّن من التعامل مع الشخص المرخص له البديل.

ب- إضرار المستثمر الأجنبي بشكل جوهري بأعماله ونشاطاته، أو نشاطات أي طرف ثالث وأعماله لأي أحداث يجب إشعار الشخص المرخص له.

**ثالثاً- الحالات الواجبة على الشخص المرخص له بالإفصاح عنها:**

يلزم الشخص المرخص له بإشعار المستثمر الأجنبي والهيئة في حال حدوث الآتي<sup>(٤)</sup>:

أ- المستثمر الأجنبي: ١. إشعاره كتابياً بالقرار المتخذ حول طلبه المقدم للتأهيل.

ب- هيئة سوق المال: يلزم الشخص المرخص له بإشعار الهيئة عند حدوث ما يأتي:

١. على الشخص المرخص له البديل الذي يتعامل مع المستثمر الأجنبي بإشعار الهيئة بذلك دون تأخير.

٢. إشعار الهيئة فور انتهاء مدة اتفاقية تعييم المستثمر الأجنبي أو فسخها إذا اتضح له عدم استمرارية المستثمر الأجنبي ضوابط التأهيل وشروطه المذكورة في القواعد المنظمة.

## ٣. المخالفة لمتطلبات التأهيل.

٤. علمه أنه لم يعهد مستوفياً لشروط التأهيل أو قد لا يكون مستوفياً مستقبلاً للمستثمر

(١) ينظر: هيئة السوق المالي السعودي، "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة"، الصادرة بموجب القرار رقم

٢٠٢٣-٢٢٦ (٢٢٣/٣/٢٧) وتاريخ: ٩/٥/٤٤١ هـ الموافق ٢٠٢٣ م.

وبناءً على عشر ألفاً وسبعين ريالاً وخمسة وخمسين هللة.

٢. عدم النظر فيما عدا ذلك من طلبات.

ولقد تم تأييد قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية من قبل لجنة الاستئناف بقرارها، رقم ٣٤٦١/٢٠٢١ م لعام ١٤٤٣هـ.

ولقد أثبتت لجنة الاستئناف قضاها بأنه: ثبت لدى اللجنة أن المدعى عليه الثاني قد مارس التضليل بنوعيه الواردين في الفقرة (أ) من المادة (٥٦) من نظام السوق المالية، التي تقتضي بأن:

المسؤولية عن التعويض للأضرار المادية لكل شخص صرح سوء، كان بطريقة كتابية أو شفاهية ببيانات غير صحيحة تتعلق بواقعة مادية جوهرية، أو أغفلها، فتعلق به تضليل شخص آخر بشأن التعامل في سوق الأوراق المالية.

وهذا ما وقع في هذه القضية فقد قام المدعى عليه الثاني بذكر معلومات مضللة وغير صحيحة، من خلال القيام باعتماد نتائج الشركة المالية لعام ٢٠١٣، ٢٠١٤ م مع علمه بعدم ثبوتها أو صحتها، وكذلك النتائج المعدلة مع علمه واطلاعه على ذلك وإصراره في الاستمرار في التلاعب بالقواعد المالية التي دفعت المستثمرين ومن ضمنهم رفع الدعوى، الذي يثبت الحق للمدعية بالرفع ضد المدعى عليه.

**المطلب الثاني: التزام المستثمر الأجنبي بقواعد التداول في هيئة سوق المال**

يقع على عاتق المستثمر الأجنبي التزام بعدم مخالفة القواعد الخاصة بالتداول الوارد النص عليها في نظام هيئة سوق المال واللوائح التنظيمية الصادرة بخصوص التداول وأحكامها في سوق المال السعودي. وعليه فإنه يحظر على المستثمر الأجنبي القيام بأي أفعال أو إجراءات تؤدي إلى التلاعب بالأوراق المالية المطروحة للتداول في سوق الأوراق المالية.

بلاصة دعوى متضمنة شراء (٢٢,٨٤٥) سهماً من أسهم شركة (أ) وذلك من تاريخ ٢٠١٤/٠٩/٢٤ م إلى تاريخ ٢٠١٤/١٠/٢٤ م، وتمثل الدعوى بمخالفة المدعى عليه لنظام السوق المالية، ونظام الشركات ولوائحهما التنفيذية، فقد قدموا بيانات غير حقيقة ومعلومات غير صحيحة، تتضمن تضخم الأرباح والإيرادات، فكان الإفصاح فيها غير حقيقي، وهو ما دفعها لشراء الأسهم محل الدعوى. وطلب التعويض للخسائر من جراء هذه المخالفة.

وبعد النظر في الدعوى أصدرت لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ما يأتى:

١. إلزام المدعى الثاني والسادس تعويض المدعية بمبلغ (٧١٧.١٠٤.٥٥)، سبعمائة

في منازعات الأوراق المالية رقم ٣٤٦١/٢٠٢١ م لعام ١٤٤٣هـ، القاضي بالآتي:

أولاً- إلزام المدعى عليه الثاني، والمدعى عليه السادس (غيابياً) - متضامنين - بتعويض المدعية، بمبلغ سبعمائة وسبعين ألفاً وسبعين ريالاً وخمسة وخمسين هللة (٧١٧.١٠٤.٥٥).

ثانياً: رفض ما عدا ذلك من طلبات. ولقد تم تأييد قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية من قبل لجنة الاستئناف بقرارها، رقم ٣٤٦١/٢٠٢١ م لعام ١٤٤٣هـ.

لقد أثبتت لجنة الاستئناف قضاها بأن: ثبت لدى اللجنة أن المدعى عليه الثاني قد مارس التضليل بنوعيه الواردين في الفقرة (أ) من المادة (٥٦) من نظام السوق المالية، التي تقتضي بأنه: "يكون مسؤولاً عن تعويض الأضرار المادية لأي شخص يصرح شفاهة أو كتابة ببيان غير صحيح يتعلق بواقعة مادية جوهرية، أو يغفل التصريح ببيانات تتعلق بتلك الواقعية، إذا ترتب على ذلك تضليل شخص آخر بشأن بيع ورقة مالية أو شرائها". وأن الثابت من وقائع الدعوى: بأن المدعى عليه الثاني قام بالإفصاح عن معلومات غير صحيحة ومضللة من خلال قيامه باعتماد النتائج المالية للشركة، على الرغم من ثبوط علمه بعدم صحتها، وإغفال الإفصاح عن المعلومات الصحيحة، وهذا ثابت من خلال قيام المدعى عليه بإغفال الإفصاح عن حقيقة النتائج المالية للشركة لعام ٢٠١٣، وكذلك النتائج المالية المعدلة مع ثبوت اطلاعه عليه وإصراره على التلاعب بالقواعد المالية للشركة مما أوجد للمستثمرين، ومن ضمنهم المدعية انتساباً بسلامة المركز المالي للشركة، والمتنشورة في السوق السعودي تداول، وكذلك سلامة القوائم المالية للشركة المعدلة، التي ثبت عدم صحتها، والذي يثبت معه حق المدعية في الرجوع على المدعى عليه الثاني بالمسؤولية عن التعويض، وذلك بسبب توافر ركن علاقة السببية بين الضرر الذي لحق بالمدعية وتصرفات المدعى عليه، واعتماده للقواعد المالية للشركة، مما يثير مسؤوليته، وبوجوب التعويض عن الأضرار التي لحقت بالمدعى".

وباستقراء النصوص سالفة الذكر نجد أن المنظم السعودي في المادة (٤٩) من نظام سوق المال قد ربط بين سلوكيات التلاعب والانطباع غير الصحيح، أو المضلل بشأن الأسعار، أو القيمة الورقية، أو السوق، وهذا الانطباع يمكن الوصول إليه من خلال عملية التداول عن طريق ما يطلق عليه بالمعاملات الوهمية أو الصورية والتي تشتمل على الصفقات أو أوامر التداول التي تؤدي إلى التأثير المفتعل على الأسعار سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

وبناءً على ما سبق؛ فإن هذا النص يمكن أن يقع تحت نطاقه السلوكيات التي تؤدي إلى التأثير المفتعل على الأسعار على نحو مباشر والتي تتم التداول بإجراء صفقات البيع أو الشراء، لأن هذه السلوكيات تؤدي إلى خلق انطباع غير صحيح أو مضلل بشأن أسعار الأوراق المالية.

وفيما يتعلق بالآثار المترتبة على عدم التزام المستثمر الأجنبي بقواعد التداول في سوق الأوراق المالية فإن أي مخالفة لما ورد في هذه القواعد ستؤدي إلى التأثير المفتعل على الأسعار بطريقة غير مباشرة من خلال عملية التداول باستغلال تأثير العرض والطلب وتأثير السيولة وتأثير المعلومات، وذلك لأن هذه السلوكيات تدخل ضمن الأعمال والتصерفات التي تهدف إلى خلق انطباع كاذب أو مضلل بشأن التداول الوهمي في السوق. ولقد رتب المنظم على مخالفة الضوابط الخاصة بالتداول والوارد النص عليها في المادة (٤٩) جزاءات ورد النص عليها في المادة (٥٧) من نظام سوق المالي<sup>(٢)</sup>.

ضرورة الالتزام بما ورد في المادة رقم (٤٩) من نظام السوق المالية السعودي؛ إذ ورد فيها الآتي:

١. يُعد مخالفًا لأحكام النظام كل من يقوم بعمل أو يشارك في أي إجراء فيه معلومات غير صحيحة، تهدف إلى التضليل بشأن السوق أو الأسعار، أو القيمة للأوراق المالية، بهدف إيجاد انطباع جيد عند الآخرين، أو فيه حث على البيع والشراء، أو الحث على الاكتتاب في الأسهم في السوق المالية.
  ٢. تحديد الأعمال أو قصر التصرفات من مهام الهيئة إذا خالفت الفقرة (أ) من نفس المادة.
- ولقد ورد النص كذلك عليه في المادة (٢ فقرة أ، ب) من اللائحة الخاصة بسلوكيات السوق الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بقرار رقم ١ - ١١ - ٢٠٠٤ وفيها ما يأتي:

١. حظر التصرفات والممارسات التي يظهر فيها تضليل أو تلاعب فيما يتعلق بالصفات المالية، إذا كان الشخص يعلم طبيعة تلك التصرفات أو الممارسات.
٢. حظر القيام بإدخال أمر، أو إجراء صفقة مالية بشكل مباشر، أو غير مباشر، بهدف تكوين ما يأتي:
  - أ- انطباع كاذب يوحي بوجود نشاط التداول في الأسواق المالية.
  - ب- سعر غير حقيقي ومصطنع لعرض أو طلب أو تداول في الأوراق المالية<sup>(١)</sup>.

<sup>(٢)</sup> حيث ورد النص في المادة (٥٧) من نظام السوق المالي السعودي بأنه: "أ- أي شخص يخالف المادة التاسعة والأربعين من هذا النظام، أو أيًّا من اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة بناءً على تلك المادة، وذلك بالتصرف أو إجراء صفة للتلاعب في سعر ورقة مالية على نحو متعمد، أو يشتراك في ذلك التصرف أو الإجراء، أو يكون مسؤولاً عن شخص آخر قام بذلك، يكون مسؤولاً عن تعويض أي شخص يشتري أو يبيع الورقة المالية التي تأثر سعرها سلباً

<sup>(١)</sup> المادة (٢ فقرة أ، ب) من لائحة سلوكيات السوق بموجب القرار رقم ١١ - ٢٠٠٤ و تاريخ ٢٠٠٨/١٤٢٥ هـ الموافق ١٠/٢٠٠٤ م والمعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٢ - ١١ - ٢٠٢١ هـ و تاريخ ٦/١٤٤٢ و الموافق ٢٥/١/٢٠٢١ م.

- الأخرى الخاصة بتملك غير المواطنين في الشركات المساهمة، التي تحظر على الشركات الأجنبية الاستثمار في الجانب العقاري في الأراضي المقدسة (مكة المكرمة، والمدينة المنورة)، كامتلاك أسهم في شركة جبل عمر، وشركة طيبة.
٤. الإفصاح في سوق الأوراق المالية هو التزام الجهات المتعاملة في سوق الأوراق المالية بالنشر أو الإعلان عن بيانات ومعلومات وتقارير متعلقة بالأوراق المالية المتعاملة عليها إلى الغير، سواءً أكانت مساهمين أم جهات رقابية أم مستثمرين محتملين أو غيرهم.
٥. أهمية الإفصاح في سوق الأوراق المالية تأتي من ضرورة توافر مستوى كافٍ من المعلومات التي من شأنها مساعدة المتعاملين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تجنب اتخاذ قرارات غير سلية يترتب عليها نتائج سلبية عند رغبهم في الاستثمار في هذا السوق من خلال التداول فيه.
٦. من المهام الأساسية التي تقوم بها هيئة سوق المال السعودي تنظيم الإفصاح والرقابة الكاملة للمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، أو المتعلقة بالهيئات أو الجهات المصدرة لها، وقواعد تعامل الأشخاص المستثمرين وكبار المساهمين، وتوفير المعلومات الواجب على المشاركين الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
٧. يجب على المستثمر الأجنبي الالتزام بما تفرضه قواعد الإفصاح في سوق الأوراق المالية وعدم مخالفتها؛ لأن عدم الالتزام بتطبيق قواعد الإفصاح يؤدي إلى الإخلال بالثقة في سوق الأوراق المالية، فيتولد عنها بيئه تظهر فيها أنشطة وممارسات غير مشروعة ناتجة عن هذا الإخلال، وذلك بسبب غياب كل وسيلة طبيعية

## خاتمة: وتشمل النتائج والتوصيات

### أولاً- النتائج:

١. أن المنظم السعودي أوجب على المستثمر الأجنبي سواءً كان شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً ضرورة الالتزام بالنصوص الواردة في الأنظمة واللوائح المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وتشمل هذه النصوص كل ما ورد في نظام السوق المالية من قواعد السوق ولوائح التنفيذية بما في ذلك سلوكيات السوق.
٢. أوجب المنظم السعودي على المستثمر الأجنبي الالتزام بكل الاتفاقيات ذات الصلة بالأنظمة واللوائح المتعلقة بالتداول في سوق الأوراق المالية بما في ذلك اتفاقيات المبادلة التي تتيح للمستثمر الأجنبي الاستثمار في الأوراق المدرجة في حال عدم توافر شروط التأهيل لديه أو عند رفض طلب التأهيل من قبل الشخص المرخص له.
٣. لا يسمح بموجب القواعد المنظمة للاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في المملكة لأي مستثمر أجنبي سواءً كان مؤهلاً أو عن طريق اتفاقية مبادلة ما عدا المستثمر الاستراتيجي الأجنبي بتملك أكثر من ١٠ % في أسهم أي شركة مدرجة، ولا يمكن أن تتجاوز نسبة ملكيتهم ٤٩ % بما فيهم المستثمرين الأجانب المقيمين وغير المقيمين في أي شركة مدرجة في البورصة، ويجب عليهم التقيد بالقواعد والضوابط النظامية

بصورة باللغة نتيجة لهذا التلاعب، وذلك بالقدر الذي تأثر به سعر شراء أو بيع الورقة المالية من جراء تصرف ذلك الشخص. ب- - قدر التعويضات المستحقة على أي شخص مدعى عليه بموجب هذه المادة، والحقوق المتعلقة بالتعويض وتوزيع مبالغة على المسؤولين عنه بطريقة تتنق مع الأحكام المنصوص عليها في الفقرة (هـ) من المادة الخامسة والخمسين من هذا النظام. ج- - بالإضافة إلى الغرامات والتعويضات المالية المنصوص عليها في هذا النظام يجوز للجنة بناءً على دعوى مقامة من الهيئة معاقبة من يخالف المادتين التاسعة والأربعين، والخمسين من هذا النظام بالسجن لمدة لا تزيد عن خمس سنوات".

لحماية المتعاملين الجدد أو البسطاء من التغير  
بهم.

٣. أوصي هيئة سوق المال في المملكة بضرورة  
القيام بالدور المناط بها من الإشراف والرقابة  
على كل عملية تتم في سوق المال، لاسيما فيما  
يتعلق بمخالفة تطبيق قواعد وضوابط الإفصاح  
والتداول في السوق المالية، وذلك بالنص على  
العقوبات الجزائية التي تُوقع على غير الملتحمين  
بهذه القواعد ومخالفتها ومن بينهم المستثمر  
الأجنبي؛ لتكون رادعاً لهم عند مخالفة تلك  
القواعد وعدم الالتزام بها.

٤. أوصي القائمين على هيئة سوق المال في  
المملكة بضرورة القيام بالدور المناط بهم في نشر  
المعلومات الجوهرية الواجب الإفصاح عنها التي  
تهم المستثمرين من خلال تقارير أو دوريات  
خاصة، وتكون عبر الواقع الإلكترونية الرسمية  
الخاصة بالهيئة حتى يكون المستثمرون والجمهور  
على علم بها، وهو ما نأمل أن يكون في أرض  
الواقع في وقت قريب لا سيما بعد تطبيق رؤية  
المملكة الاقتصادية ٢٠٢٣ التي من أهم أهدافها:  
جذب الاستثمارات الخارجية للمملكة وخاصة  
الاستثمارات في سوق الأسهم والأوراق المالية.

#### المراجع:

أحمد، عبد الفضيل محمد، "بورصات الأوراق المالية"،  
مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق  
جامعة المتchorة، ٣، (١٩٨٨م).

إسماعيل، عمر مصطفى جبر، "ضمانات الاستثمار في  
الفقه الإسلامي وتطبيقاته المعاصرة"، (ط:١، دار  
النفائس للنشر والتوزيع، ٢٠١٠م).

آل جمعان، سعد سعيد مقبل، "التطورات القانونية في  
قانون الاستثمار الأجنبي في المملكة العربية

يحصل الأطراف المستقيدة منها على معلومات  
متعلقة بالسوق المالي والأوراق، أو الأسهم المالية  
من الجهات الملزمة بها.

٨. يقع على عاتق المستثمر الأجنبي التزام بعدم  
مخالفة القواعد الخاصة بالتداول والوارد النص  
عليها في نظام هيئة سوق المال واللوائح  
التنظيمية الصادرة بخصوص التداول وأحكامها  
في سوق المال السعودي. وعليه فإنه يحظر على  
المستثمر الأجنبي القيام بأي أفعال أو إجراءات  
تؤدي إلى التلاعب بالأوراق المالية المطروحة  
للتداول في سوق الأوراق المالية.

#### ثانياً- التوصيات:

١. أوصي الجهات الحكومية القائمة على إدارة سوق  
الأوراق المالية بالمملكة ضرورة العمل على  
تطوير وسائل الرقابة وألياتها على المتعاملين في  
البورصة وخاصة المستثمرين الأجانب، وذلك بما  
يتلاءم مع التطورات الحديثة لمكافحة الفساد  
المالي في هذا السوق، من خلال إرساء كافة  
النصوص النظامية واللوائح الخاصة بالالتزامات  
والقيود المتعلقة بتعاملات المستثمرين الأجانب  
داخل سوق الأوراق المالية السعودي وتطبيقها،  
من أجل تنمية الاقتصاد الوطني السعودي  
والنهوض به.

٢. أوصى الجهات الحكومية القائمة على إدارة سوق  
الأوراق المالية بالمملكة بمراقبة كافة عمليات  
تداول الأوراق والأسهم المالية في البورصات  
بشكل دائم وإقرار ما هي الآليات المناسبة  
لتفعيلها، وإنشاء إدارة مؤهلة ومتخصصة تقوم  
بتتنفيذ هذه المهام، وذلك تفادياً لوقوع الإضرار  
بسوق البورصة والمتعاملين فيها، ومنها إجراءات  
الإفصاح السريع للجمهور عن كل حالة يتم فيها  
التلاعب بالأسعار أو عمليات بيع وهمية، وذلك

حنفي، عبد الغفار، "الأسواق المالية، دراسة مقارنة"، (ط: ١، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٦ م).

خطاب، محمد عبد اللطيف، "أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في الاستثمار المحلي للمملكة العربية السعودية" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (٤٩)، عام: (٢٠١٦ م).

السعدي، هيئة السوق المالي، "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة"، الصادرة بموجب القرار رقم (٢-٢٦/٩/٥) وتاريخ: ١٤٤٤ هـ الموافق ٢٠٢٣/٣/٢٧ م.

عباس، كريمة، "ضمانات الاستثمار الأجنبي في الجزائر"، كلية الحقوق، قسنطينة، جامعة الإخوة منتوري، (عام ٢٠١٨ م).

عبد العزيز، محمد، "الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي"، (ط: ٢، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠١٨ م).

العثمان، جمال عبد العزيز، "الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة"، (ط: بدن، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١١ م).

الغامدي، حمدان بن درويش، "الالتزام بالإفصاح والشفافية في نظام حوكمة الشركات السعودية"، (ط: ١، الرياض، مكتبة القانون والاقتصاد، ١٤٣٨ هـ).

محرم، أحمد خالد، "دور مبدأ الشفافية والإفصاح في مكافحة الفساد المالي في سوق الأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة بنها، عام ٢٠٢٠ م.

السعودية"، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية القانون بجامعة الخرطوم، عام (٢٠١٥ م).

الأمين، محمد مختار الأمين، "الحماية القانونية من مخاطر الاستثمار الأجنبية: دراسة فقهية مقارنة"، رسالة ماجستير، جامعة أم درمان بالسودان، عام (٢٠١٢ م).

البريري، صالح احمد، "قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة"، (ط: ١، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١٧ م).

البرواري، شعبان محمد إسلام، "بورصة الأوراق المالية من منظور الإسلامي - دراسة تحليلية نقدية"، (ط: ١، دمشق، دار الفكر، ٢٠١٢ م).

الجدran، يحيى، "قانون الاستثمار السعودي في ظل رؤية المملكة ٢٠٣٠، إشكالية التعارض بين جذب الاستثمار الأجنبي المباشر FDI وانضباطه، دراسة تحليلية نقدية مقارنة مع قواعد البنك الدولي"، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، مركز جيل البحث العلمي، (٣٦)، عام: (٢٠١٦ م).

الحربي، محمد سعد، "الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية وأثارها القانونية- دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية الحقوق، الأردن، (٢٠١٢ م).

حسين، ملحم على، "دور المعاهدات الدولية في حماية الاستثمارات الأجنبية الخاصة"، رسالة دكتوراه، حقوق القاهرة، (٢٠٠١ م).

الحمداني، عمر، "آلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دراسة مقارنة"، (ط: ١، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١١ م).

الحرماي، صالح راشد، "دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق جامعة القاهرة، عام (٢٠٠٠ م).

المنظم السعودي، "نظام الاستثمار الأجنبي"، (المرسوم الملكي رقم: (١/م) وتاريخ: ١٤٢١/٥ هـ).

المنظم السعودي، "نظام السوق المالية"، (المرسوم الملكي رقم: (٣٠/م) وتاريخ: ١٤٢٤/٦ هـ).

المنظم السعودي، "نظام مكافحة جرائم الإرهاب وتمويله"، (المرسوم الملكي رقم: (٢١/م) وتاريخ: ١٤٣٩/٢/١٢ هـ).

المنظم السعودي، "نظام مكافحة غسل الأموال"، (المرسوم الملكي رقم: (٢٠/م) وتاريخ: ١٤٣٩/٢/٥ هـ).

هندى، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسوق رأس المال" ، (ط:٣، الإسكندرية، منشأة المعارف، ٢٠١٥ م).

محمد، قرياش؛ القوصي، همام، "الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقاً للتشريع السوري، مفهومه وأنواعه"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات الجامعية، المجلد: (٣٣)، العدد: (٤)، عام: (٢٠١١ م).

محمود، عصام حنفي، "الالتزام بالإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية" ، (ط:٢، دار النهضة العربي، ٢٠١٩ م).

محمود، عصام حنفي، "الالتزام بالإفصاح والشفافية" ، (ط:١، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦ م).

المنظم السعودي، "السوق المالية السعودي" ، (المرسوم الملكي رقم: (٣٠/م) وتاريخ: ١٤٢٤/٦/٢ هـ).

المنظم السعودي، "لائحة سلوكيات السوق" (بموجب القرار رقم ١ - ١١ - ٢٠٠٤ وتاريخ ٢٠٢٥ هـ الموافق ١٠/٢٠٠٤ م).