

ضرورة تطبيق الحوكمة ووقف البيع على المكشوف لعدم خيانة

المستثمرين

ياسر فنري

ماجستير في العلوم المالية والمصرفية - مدير مالي

تخبط الأسواق المالية في أقل من أسبوع بسبب تقرير نشر من شركة أمريكية بشأن شركات مدرجة في الهند، وفي الفترة نفسها؛ جاء إعلان إفلاس شركة الطيران البريطانية فلاي بي وإلغاء رحلاتها وترك الركاب عالقين.

فما القصة؟ ولماذا يؤثر هكذا تقرير؟ وكيف تنهار الشركات العملاقة؛ فهل أصولها واهية كبيت العنكبوت؟

إن Nathan Anderson الذي تخرّج من جامعة كونيتيكت، قد عمل في مجال شركات إدارة الاستثمار والتمويل في شركة البيانات FactSet Research Systems Inc ثم أسس في ٢٠١٧ شركة Hindenburg Research كشركة أبحاث مالية جنائية؛ تحلل الأسهم والائتمان والمشتقات. فتبحث عن كوارث من صنع الإنسان، كالمخالفات المحاسبية وسوء الإدارة والمعاملات غير المعلنة مع الأطراف ذات الصلة. تطبق هيندينبرغ إجراءً قياسياً يعرف باسم: البائع النشط على المكشوف، فبعد البحث عن هدف محتمل، تضع هيندينبرغ رهاناً على أن السهم سينخفض، ثم تروج لأبحاثها علناً، معلنة عن نفسها كرقيب يحمي المستثمرين من أخطاء المحاسبة والإدارة، بينما تتهمها الشركات التي تستهدفها عادة بالتلاعب بالسوق؛ باستخدام وسائل التواصل الاجتماعي لإيصال الرسالة؛ وتراهن على الشركة المستهدفة، على أمل تحقيق ربح. حيث يضم حساب الشركة على تويتر أكثر من ٢٥٩٠٠٠ متابع، بينما لدى حساب مؤسسها الشخصي ٢٦٥٠٠ متابع آخر.

إن أسلوب البيع على المكشوف هو من البيوع المنهي عنها شرعاً؛ لأنه - في حالتنا - بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من محفظته المالية، أما لأنه لا يملكها أساساً، أو لأنه يملكها ولا ينوي أن يسلمها وقت البيع¹، فيعمد البائع إلى اقتراض أسهم الشركة (بفائدة) يتوقع انخفاض أسهمها من السمسار،

1 البروراي، شعبان محمد إسلام. بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق - بيروت: دار الفكر المعاصر. 1423 هـ/ 2002 م، ص 195

ويحتفظ السمسار بهذه الأوراق المالية لديه، باعتبارها رهناً لضمان السداد، ثم يبيعهها المقترض بالسعر السائد، ثم يشتريها عند انخفاض السعر، ثم يعيد الأسهم لصاحبها، ويحتفظ لنفسه بالفارق الذي تحقق له من خلال هذه العمليات¹، وفيما يلي أهم النقاط الدالة على النهي عن البيع على المكشوف:

- البيع على المكشوف هو تصرفٌ في ملك الغير بغير إذنه .
- قرض الأسهم : بما أن الأسهم أموال مثلية، بمعنى أنها تُردُّ بأمثالها لا بأعيانها، فتكون العلاقة بين البائع على المكشوف والسمسار هي علاقة قرض بفائدة، وهو أمر محرم شرعاً.
- بيع المرهون بيعاً مجحفاً بالرهان أصبح السمسار مرتهناً، والبائع على المكشوف رهنًا، والأسهم المقرضة رهنًا، فإذا لم يف البائع على المكشوف بتسديد الأسهم أو ما يقابلها خلال فترة محددة، يقوم السمسار بالبيع دون الالتفات إلى مصلحة الراهن، أو السوق المالي، فيبيع ليسترد قرضه².

استهدفت هيندينبرغ نحو ٣٠ شركة منذ ٢٠٢٠، وخسرت أسهم تلك الشركات في المتوسط نحو ١٥٪ في اليوم التالي، وفقاً لحسابات بلومبرغ نيوز؛ كما هبطت الأسهم بمتوسط ٢٦٪ بعد ستة أشهر، ومن تلك الشركات نيكولا كورب: بلغت قيمتها السوقية ١.٣٤ مليار دولار، بعد أن كانت ٣٤ مليار دولار. وقد أدانت هيئة المحلفين في أكتوبر الماضي مؤسسها السيد ميلتون بالاحتيال على المستثمرين.

واستهدفت هيندينبرغ أيضاً شركات صناعة السيارات الكهربائية **Workhorse Group** و **Lordstown Motors**. وراهننت على هبوط وصعود أسهم "تويتر" التي مرت بتقلبات قوية قبل أن ينفذ إيلون ماسك الاستحواذ على الشركة في منتصف شهر يوليو، عندما كان سعر سهم تويتر يقترب من أدنى مستوى له خلال صفقة الاستحواذ على الشركة، وأعلنت هيندينبرغ أنها قامت بصفقة شراء كبيرة³.

لقد عارض المنظمون في أغلب الأوقات شركات البيع على المكشوف، وجمعت وزارة العدل الأميركية في ٢٠٢١ معلومات عن عشرات شركات الاستثمار والباحثين كجزء من مطاردة واسعة لانتهاكات محتملة للتداول من قبل شركات البيع على المكشوف، وكانت هيئة محلفين أمريكية قد أدانت مؤسس نيكولا تريفور ميلتون، بالاحتيال، ووافقت الشركة في عام ٢٠٢١ على دفع ١٢٥ مليون دولار كتسوية

¹ هارون، محمد صبري. أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات وضوابط الانتفاع بها، عمان: دار النفائس. 1419 هـ/ 1999 م، ص 267.

² العوران، أحمد فارس، الأزمة الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي - 2012، ص 415.

³ www.asharqbusiness.com بائع على المكشوف يستهدف إمبراطورية الملياردير أداني - 25 يناير 2023

مع هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية بشأن إقراراتها للمستثمرين. وكانت نيكولا قد ظهرت كشركة مدرجة لأول مرة في يونيو ٢٠٢٠ وبلغت قيمتها ٣٤ مليار دولار بعد بضعة أيام، متجاوزة شركة فورد موتورز. لتصل قيمتها الآن إلى ١.٣٤ مليار دولار. وقد ساعد المبلغون عن المخالفات في الوصول لتلك النتائج.

أصدرت هيندينبرغ تقريرها في ٢٤ يناير قبل أيام فقط من إطلاق شركة **Adani Enterprises Ltd** كأكبر طرح عام أولي للمتابعة في الهند والذي سعى إلى جمع ٢٠٠ مليار روبية (حوالي ٢.٥ مليار دولار)؛ وكان من المفترض أن يتم تمويل النفقات الرأسمالية وسداد ديون وحداتها المختلفة؛ زاعمةً أن التحقيق الذي أجرته لمدة عامين وجد أن مجموعة **Adani** انخرطت في خطة تلاعب في الأسهم والاحتيايل المحاسبي على مدار عقود، وقالت الشركة إنها تباع مجموعة **Adani** على المكشوف من خلال السندات المتداولة في الولايات المتحدة والمشتقات غير المتداولة في الهند، وأن تقريرها يتعلق فقط بتقييم الأوراق المالية المتداولة خارج الهند.

إن من يتتبع كل من المؤسس والشركات يجد أن:

- ارتفع سهم **Adani Group** بنسبة ٣٣٠.٠٪ خلال ٣ سنوات حيث لم يكن يعرفه أحد من قبل.
- لم تتجاوز ثروة المؤسس عام ٢٠١٥ مبلغ ٦.٦ مليار دولار.
- الشركة عبارة عن ٧ شركات رئيسة مدرجة، ارتفعت في المتوسط بنسبة ٨١.٩٪ وأضافت للمجموعة ١٠٠ مليار خلال ال ٣ سنوات الماضية.
- فقدت الشركات السبعة ٨٥٪ من قيمتها الاسمية، بسبب التقييمات المرتفعة للغاية.
- إن لدى المجموعة ٣٨ شركة وهمية في موريشيوس ودبي وقبرص.
- إن ٨ من أصل ٢٢ مسؤول في المجموعة هم من أفراد العائلة.
- تم اتهام المجموعة سابقاً بغسل الأموال من قبل الحكومة الهندية بقيمة ١٧ مليار دولار.
- ونتيجة هذا التقرير هبط مؤشر إس آند بي القياسي لبورصة مومباي بأكثر من ١٪ يوم الجمعة، وهو أسوأ أداء في آسيا؛ كما خسرت المجموعة أكثر من ٥٠ مليار دولار من القيمة السوقية في جلستين، وخسر المؤسس نفسه أكثر من ٢٠ مليار دولار، أي حوالي ٢٠٪ ثروته الإجمالية، وفقاً لمؤشر بلومبيرج للمليارديرات. وتراجعت أسهم أداني إنتربرايزز ١٩٪ يوم الجمعة، لتصل لأدنى مستوى منذ ٢٠١٧؛ وجاء سعر الإغلاق بأقل من ١١٪ من سعر الطرح الإضافي للشركة.

ونفت شركة أداني إنتربرايزس دراستها تأجيل أو خفض سعر بيع الأسهم البالغة قيمتها ٢.٥ مليار دولار، بعد أن تراجع أسهمها؛ وقالت مجموعة **Adani Group** يوم الخميس: إنها تبحث في اتخاذ إجراء قانوني ضد شركة الأبحاث، ووصفت تقرير هيندينبرغ بأنه: مؤذ بشكل خبيث، ومزيف، وغير خاضع للبحث. وفي ردها المؤلف من ٤١٣ صفحة لإعادة الثقة مع المستثمرين والتي باءت بالفشل، تعمقت خسائر سوق الأسهم وأدت عملية البيع التي استمرت ٣ أيام الآن إلى محو ما يقرب من ٧٢ مليار دولار من القيمة السوقية للمجموعة¹.

وبقراءة متعمقة نجد :

١ - إن من غير المرجح أن تنفجر فقاعة **Adani** في الوقت الحالي؛ ما لم يكن هناك تغيير في الريح السياسية، مثال ذلك مجموعات مثل **HNA** و **Evergrande** الصينية بدأت معاناتها بعد أن شنت الحكومة المركزية حملة ضد الشركات الخاصة، التي اعتبرت أنها سعت بتهور لصفقات الاستثمار في الخارج، وتناقش **Evergrande** حالياً اقتراح إعادة الهيكلة مع الدائنين، بينما انخفضت ثروة رئيسها إلى حوالي ٣ مليارات دولار من ٤٢ مليار دولار، وفقاً لمؤشر بلومبيرج للمليارديرات².

لقد تضخمت ثروة **Adani** في ظل صعود زعيم المعارضة القومية الهندوسية بشكل سريع؛ وتمكين إمبراطوريته الصناعية، من تشغيل المطارات إلى بناء قدرات تصنيع الهيدروجين الأخضر، حيث تدير الشركات اليوم بعضاً من أكبر الموانئ في الهند، وتخزن ٣٠٪ من الحبوب، وتشغل خمس خطوط نقل الطاقة، وتستوعب ربع الحركة الجوية التجارية، وربما تنتج ٢٠٪ من الأسمت؛ كما استثمرت في موانئ ذات مواقع استراتيجية في أستراليا وإسرائيل وسريلانكا.

وفي ظل الأحداث المتسارعة سيطلب حزب المؤتمر المعارض بالهند عقد جلسة بالبرلمان حول نزاع قطب الأعمال غوتام أداني مع شركة البيع على المكشوف الأميركية وتأثير تهايوي الأسهم على الملايين من صغار المستثمرين، يطلب فيه تعليق الأعمال العادية المقررة الخميس لمناقشة استثمارات القطاع العام في شركات تخسر قيمها السوقية، وتشكل تهديداً لمخزونات تحققت بصعوبة بالغة للملايين الهنود. هذا مؤشر على أنّ مشكلات "أداني" قد تتحول لصداق سياسي لرئيس الوزراء الهندي ناريندرا مودي³.

¹ خسائر مجموعة أداني تصل إلى 72 مليار دولار - الأثنين 30 يناير 2023 arabic.arabianbusiness.com

² washingtonpost.com - What Adani Short Seller Hindenburg Can Learn From Elliott - January 27, 2023

³ المعارضة الهندية تدعو البرلمان لمناقشة انهيار أسهم "أداني" - 02 فبراير 2023،

www.asharqbusiness.com

٢- على الرغم من أن الاستثمار سيستمر وسيمضي قدماً من قبل الشركاء الحاليين؛ في محاولة لإثبات جدارة المجموعة والتأكيد على صلابتها في ظل إعلان المجموعة العالمية القابضة الاستثمار في الاستثمار بحوالي ١٧. ٣٨١ مليون دولار¹ تأكيداً لصحة استثمارها ٢ مليار دولار قبل حوالي ٤ أشهر. وقد تمكنت الشركة من تأمين الاكتتاب في بيع الأسهم يوم الثلاثاء على الرغم من أن سعر سوق الأسهم كان أقل من سعر عرض الإصدار إلا أن الشركة وفي إعلان في وقت متأخر من الليل ١ فبراير، قال أداني إنه يسحب بيع السهم لأن سعر سهم الشركة قد تذبذب على مدار اليوم، ونظراً لهذه الظروف الاستثنائية، شعر مجلس إدارة الشركة أن المضي قدماً في الإصدار لن يكون مناسباً²، طبعاً الأمر الذي أكد على غموض من نوع ما لدى الشركة وأدى إلى تراجع أسهمها بالحد الأعلى يومي الخميس والجمعة وبالتالي إيقاف التداول على الأسهم من قبل السوق المالي.

٣- حققت الشركات عائدات إجمالية قدرها ٢٥ مليار دولار، أي ما يعادل ٠.٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي الهندي، وصافي ربح قدره ١.٨ مليار دولار؛ حيث يمثل إنفاقها الرأسمالي السنوي المجمع حوالي ٥ مليار دولار ٤٪ من إجمالي الشركات العامة غير المالية في الهند، هذه الإنجازات لم تشفع للمجموعة، فأحداث الأيام القليلة الماضية دفعت البنوك المركزية للتدقيق في أمور انكشاف البنوك المحلية على المجموعة، كالبنك المركزي الهندي والبنك المركزي الإماراتي كما أنه وحدة الثروة في سيتي جروب توقفت عن تقديم قروض هامش لعملائها مقابل الأوراق المالية لمجموعة أداني.

٤ - تركز العديد من الشكاوى على حوكمة الشركة، بدءاً من استخدام مدققين غامضين ومتاهة من الشركات الوهمية، والموارد المالية غير الشفافة. وشبكة معقدة من الصناديق والشركات الوهمية، بعضها يقع في موريشيوس، والتي تتفاعل مع ٥٧٨ شركة تابعة منتشرة عبر الشركات السبع المدرجة في البورصة. والتي شاركت العام الماضي في ٦٠٢٥ صفقة مع أطراف ذات صلة. وقال جاري دوغان، الرئيس التنفيذي لمكتب CIO العالمي: تضرب القضايا قلب مشهد قطاع الشركات الهندي، حيث يهيمن عليها عدد من التكتلات الخاضعة لسيطرة العائلات بحكم طبيعتها، وهي تتسم بالغموض، ويتعين على المستثمرين العالميين أن يبحثوا في حوكمة الشركات لكي يثقوا بها.

1 "العالمية القابضة" الإماراتية تستثمر 381 مليون دولار في طرح "مجموعة أداني" - 30 يناير 2023، alarabiya.net
 2 إيقاف مفاجئ لأسهم ملياردير الهند.. الخسائر تخطت 104 مليار دولار - الخميس 02 فبراير، arabictrader.com.

لقد كان للإسلام فضل وسبق في تأكيد فرضية توافر المعلومات الصادقة الأمينه عند التعامل بصفة عامة، وفي مجال الأسواق بصفة خاصة، يقول الله عز وجل: **يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ** (التوبة: ١١٩)، ويقول الرسول صلى الله عليه وسلم: (التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصديقين والشهداء)، ويقول صلى الله عليه وسلم: (البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما). لذلك يؤكد الفقهاء أن أي عقد بُني على معلومات مضللة فهو باطل أو فاسد حسب الأحوال، ويقود إلى الظلم وأكل أموال الناس بالباطل كبيع النجش الذي يقوم على معلومات كاذبة لإغراء المشتريين على الشراء؛ ولا فرق هنا إذا كان البيع سلعة أو سهماً مالياً أو حصة في شركة؛ فانتشار المعلومات الكاذبة، وافتعال شائعات لا أساس لها من الصحة بهدف إحداث تأثير معين على المتعاملين، وتحقيق مغنم من وراء ذلك دونما وجه حق، إنما هو من نماذج التدليس وأكل أموال الناس بالباطل، فأى مدير مخول بالتوقيع على نشر معلومة عن الشركة التي يديرها مسؤول عن مصداقية وشفافية هذه المعلومات لما قد تُحدثه من أثر على متلقي هذه المعلومة و عليه يجب أن يحاسب بقول الله عز وجل: **وَقَفُّوهُمْ إِنِّي أَنَا مَسْئُولُونَ** (الصفات: ٢٤).

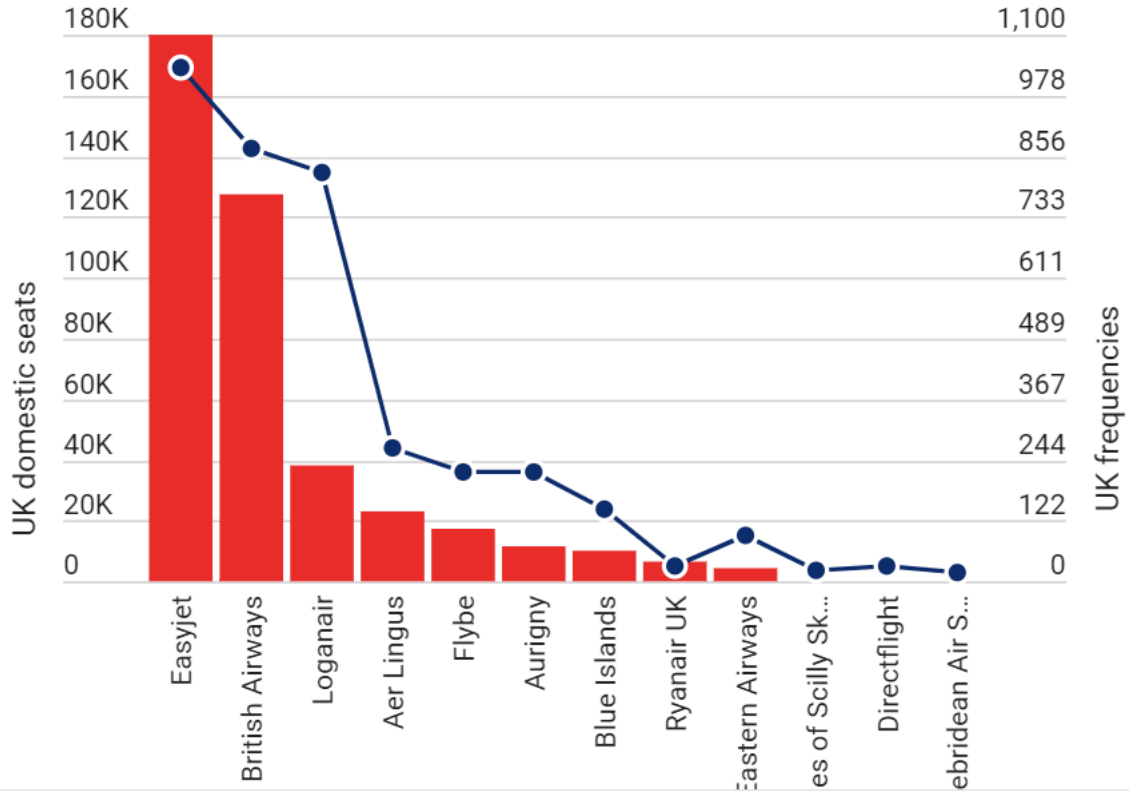
وبناء عليه، وتأكيدا على موضوع الحوكمة ننظر في موضوع شركة الطيران البريطانية فلاي بي المتعثرة للمرة الثانية خلال ٣ سنوات، فذلك قد وضع الوظائف على المحك، وترك الركاب عالقين؛ وقالت شركة فلاي بي، حيث استدعت الشركة محاسبي الإفلاس مرة أخرى، وأخطرت الركاب أنه تم إلغاء جميع الرحلات الجوية، بما في ذلك خطوطها الدولية من سويسرا وهولندا.

وكانت الشركة قد أفلست في مارس / آذار ٢٠٢٠، وألغت ٢٤٠٠ وظيفة بعد أن أدت القيود فرضت بسبب كورونا الذي قضى على جزء من صناعة السفر؛ لكن بعد أن اشترت شركة تايم أوبكو، المرتبطة بصندوق التحوط الأمريكي سايروس كابيتال، أعمال فلاي بي وأصولها في أبريل ٢٠٢١؛ أعادت إطلاق الشركة في أبريل / نيسان من العام الماضي، بقيادة الرئيس التنفيذي ديف بفليجير، الرئيس التنفيذي السابق لشركة الطيران الإقليمية رافن إير والتي مقرها ألاسكا، وتم تسيير رحلات على العديد من المسارات الجوية نفسها من بلفاست وبرمنغهام ولندن هيثرو، بخطة تشغيل تصل إلى ٥٣٠ رحلة أسبوعياً

- للمرة الثانية خلال 3 سنوات.. "فلاي بي" البريطانية تعلن إفلاسها – 2023-01-28 alqaheranews.net¹

عبر ٢٣ مسارا، وصارت تعتبر خامس مشغل لخطوط الطيران في إنجلترا بحصة ٤.١٪ من إجمالي السعة المحلية؛ ويظهر الشكل التالي موقع الشركة ضمن سوق الطيران العامل في المملكة المتحدة:

Planned UK domestic capacity and frequencies by airline (w/c Jan. 30, 2023):



وفي وقت سابق من هذا الشهر، كشفت فلاي بي النقاب عن جدول صيفي، وقالت: إنها ستقدم مسارين جديدين من مقرها في برمنغهام. كما خططت لإعادة الرحلات الموسمية إلى الوجهات الفرنسية AVN و BES؛ وتألّف جدول رحلاتها الصيفي لعام ٢٠٢٣ من ١.٢ مليون مقعد مغادرة وأكثر من ١٤٧٠٠ رحلة طيران. وأعلنت عزمها على تشغيل ٢٣ مسلكاً، مع أكثر من ٣٠٠٠٠٠٠ مقعداً. قال ديفيد بايك أحد مديري التصفية لشركة فلاي بي Flybe: إن الانهيار كان نكسة حقيقية من حيث الاتصال الإقليمي في المملكة المتحدة في وقت تحتل فيه البنية التحتية والتسوية مكانة عالية في جدول الأعمال. وأضاف: إنه لسوء الحظ، كان على الشركة أن تتحمل عدداً من الصدمات منذ إعادة إطلاقها، ليس أقلها تأخر تسليم ١٧ طائرة وهو حاجة جدولها الزمني، وهذا ما أضر بقدرة الشركة لتبقى في دائرة المنافسة¹.

¹ routesonline.com - Analysis: How Flybe's Collapse Will Affect UK Connectivity 30 - January 2023

إنه ليس أمراً عاثراً أو نكسة، فهكذا شركات؛ لا تدار من قبل هواة أو مدراء مغمورين، وهي لا تدور في فلك خالٍ من الرقابة الداخلية والخارجية بما فيها الحكومية؛ فالموضوع برأينا مجموعة ممارسات، ظاهرها عفوي وظرفي وباطنها أعمال منظمة لإفراغ جيوب المستثمرين مما تبقى من أموالهم وإخراج المنافسين من السوق؛ لذلك حري بنا القول أنه في:

– حالة مجموعة شركات أداني: كان ينبغي على كل من المدقق المحاسبي ومتبني عملية الاكتتاب؛ البنك أو المؤسسة المالية كجهة رقابية على سوق الأسهم، دحض الاتهامات الموجهة للشركة وإبراز الأصول المقابلة للقيمة المقترحة للطرح. وهذا يتولاه سابقا المستشار المالي الذي يقوم بعملية التسعير وقيادة الاكتتاب فهو يلعب دور متعهد الطرح **Underwriter**؛ فإذا فشل الاكتتاب؛ فيكون ملزماً بالاكتتاب بالأسهم الباقية، وهذه نقطة رقابية مؤداها حرص المسعر على تطبيق الحوكمة، وإلا سينتهي باستثمار خاطئ.

– حالة شركة فلاي بي: كيف لشركة أفلست من قبل؛ أن يُسمح بإعادة تشغيلها ثانية وتفلت من الرقابة الحكومية ومن الرقابة الداخلية؟ خاصة وأن أحد المستثمرين كان شركة فيرجن اتلانتيك للطيران، فالمنطقي أن تكون الشركة تحت إعادة الهيكلة؛ وأن تدقق بياناتها شهرياً، فهل وصل الاستخفاف من قبل الإدارات أن تعلن الشركة في أول الشهر خطة صيفية ب ١.٢ مليون مقعد مغادرة وأكثر من ١٤٧٠٠ رحلة طيران وأنها عازمة على تشغيل ٢٣ مسلكاً، ثم في نهاية الشهر تعلن إفلاسها؟.