

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة "دراسة في القانون المصري والمقارن"

الأستاذ الدكتور

وليد علي محمد علي

أستاذ القانون التجاري المساعد
بكلية الشريعة والقانون بالقاهرة

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

قائمة المحتويات

- 371 منهجية البحث
372 تساؤلات البحث
372 الفصل الأول: ماهية حق أولوية الاكتتاب في الأسهم وأحكام ممارسته
375 المبحث الأول: ماهية تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم ونطاق أعماله
375 المطلب الأول: التعريف بحق أولوية الاكتتاب في الأسهم وتحديد طبيعته القانونية
376 ماهية حق أولوية الاكتتاب
378 الطبيعة القانونية للاكتتاب
380 المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لحقوق المساهم في شركة المساهمة
أولاً: الأساس القانوني لحق المساهم في الشركة: 380
ثانياً: طبيعة النظام الذي تقوم عليه الشركة 383
389 المطلب الثالث: أهمية تقرير حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال
401 المطلب الرابع: نطاق أعمال حق تداول أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال
المبحث الثاني: أحكام ممارسة حق أولوية الاكتتاب في الأسهم 408
408 المطلب الأول: المستفيدون من حق أولوية الاكتتاب وشروط ممارسته
المطلب الثاني: النطاق الزمني لممارسة حق أولوية الاكتتاب 413
417 الفصل الثاني: عدم أعمال حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة والتصرف فيه
المبحث الأول: عدم أعمال حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة 419
المطلب الأول: إلغاء حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة 420
المطلب الثاني: إصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل لحق الأولوية 427
المبحث الثاني: التصرف في حق أولوية الاكتتاب في الأسهم 432
المطلب الأول: تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم 432
المطلب الثاني: التنازل بصفة فردية عن حق أولوية الاكتتاب 437
441 خاتمة

المقدمة

إن الهيئات المصدرة للأوراق المالية والتي صرح لها القانون بإصدار الأوراق المالية هي شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، وكذلك شركات قطاع الأعمال والهيئات والشركات والمؤسسات الحكومية التي يمكن لها طبقاً للقانون التصريح بإصدار أوراق مالية، لكن الذي يعنينا في هذا المقام هي شركات الاكتتاب العام. وقد حدد المشرع المصري الاكتتاب العام بقوله "لا تكون الأسهم مطروحة للاكتتاب العام إلا في حالة دعوة أشخاص غير محددین سلفاً إلى الاكتتاب في تلك الأسهم، ولا يشترط حد أدنى لعدد أو قيمة الأسهم التي يتم طرحها في اكتتاب عام. كما لا يجوز الدعوة لاكتتاب عام إلا بناء على نشرة معتمدة من الهيئة العامة لسوق المال (الهيئة العامة للرقابة المالية حالياً) ¹. وقد صدر القانون رقم 159 لسنة 1981 بتنظيم أحكام تلك الشركات ثم صدر القرار رقم 96 لسنة 1982 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم 159 لسنة 1981 من وزير شئون الاستثمار والتعاون الدولي ثم صدر القانون رقم 3 لسنة 1998 بتعديلات بعض أحكامه. وتعد شركات المساهمة من أهم شركات الأموال التي تعتنى بالمشروعات الاقتصادية الكبرى، إذ أنها أقدر أنواع الشركات على تجميع رؤوس الأموال سواء من كبار المساهمين أو من أصحاب المدخرات الصغيرة الذين يرغبون في استثمار أموالهم عن طريق حيازتهم لما تصدره من صكوك مالية مع ضمان تحديد مسؤوليتهم عن ديون الشركة بمقدار حصصهم فيها. ويعتبر رأس مال الشركات المساهمة هو أدواتها التي تحقق بها الغرض من وجودها وعندما تزيد شركات المساهمة من رأس مالها عن طريق طرح أسهم نقدية للاكتتاب العام يترتب على ذلك دخول مساهمين جدد إلى الشركة يستفيدون من الاحتياطيّات والأرباح ويؤثرون على مصالح قدامى المساهمين من الناحية المالية والإدارية، لذلك تضع أغلب التشريعات ومنها قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 وسائل

1 راجع في ذلك: المادة (40) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

تكفل بها حماية قدامى المساهمين ويأتي على رأس هذه الوسائل منح المساهمين القدامى أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة¹. فأغلب التشريعات² تعتمد وسائل لتحقيق المساواة بين المساهمين في حالة زيادة رأس المال، سواء بمنح المساهمين القدامى حق الاكتتاب بالأولوية، أو يكتتب المساهمون الجدد في أسهم صادرة بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية (علاوة إصدار)، مما يحصل معه المساواة بين جميع المساهمين³. فزيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب من شأنه إدخال طائفة جديدة إلى الشركة تزاخم المساهمين القدامى في أرباح وموجودات الشركة، ومن ثم انتفاع المساهمين الجدد وإلحاق الضرر بالمساهمين القدامى، لاسيما إذا كان المساهمون القدامى يتأثرون بمشاركة الجدد في الاحتياطات السابقة التي شكلت من اقتطاعات الأرباح بالنسب المقررة سنوياً قبل مشاركة المساهمين الجدد، وفي هذه الحالة ستخفض القيمة الحقيقية للأسهم الحالية، وترتفع قيمة الأسهم الجديدة دون حق⁴، لذا وجب تعويض مساهمي الشركة الحاليين عما يلحق بهم من ضرر. ولا

1 تنص المادة 96 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم 81/159 مدى حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم الزيادة : "يجب أن يتضمن

نظام الشركة النص على مدى حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال إذا تمت الزيادة بالطريق النقدي. ولا يجوز أن يتضمن النظام النص على اقتصار هذا الحق على بعض المساهمين دون البعض الآخر، مع عدم الإخلال بما يتقرر للأسهم الممتازة من حقوق. ويجوز - خلال فترة الاكتتاب في الزيادة - تداول هذا الحق سواء منفصلاً أو بالتبعية من السهم الأصلية".

2- تعتمد أغلب التشريعات هذه الوسائل من أجل تحقيق غرض المساواة، في حين يرى جانب من الفقه أن هناك صعوبة في تحديد الإطار الخاص بحقوق المساهمين المالية في حالة زيادة رأس مال الشركة، أنظر:

- V. Recueil – DOLLOZ - Sociétés commerciales - valeurs – 30 Avril – 1989 – p. 39.

3 - ترجع الأصول التاريخية للاعتراف بهذا الحق في أوروبا إلى القانون التجاري الألماني الصادر في 1897، ثم القانون الفرنسي 1925 م، انظر:

JORF du 8 mars 1925 page 2382 -Loi du 7 mars 1925.

4 - د. سميحة القليوبي - الشركات التجارية - دار النهضة العربية - مصر - ط 5 - 2011 م - ص 985 .

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

يكون حق الأولوية لبعض المساهمين دون البعض الآخر، ويقرر وفق قواعد قانونية محددة نظمتها التشريعات المختلفة بمناسبة اتخاذ قرار الزيادة في رأس المال، بشرط أن يكون المساهم مقيداً في سجلات الشركة وقت إقرار الزيادة. وأولوية الاكتتاب حق مقرر في أغلب التشريعات المقارنة على سبيل المثال التشريع الإنجليزي، في المواد 561:568 من قانون الشركات الإنجليزي الصادر في 2006م.^١ وقد أقر المشرع المصري حق أولوية الاكتتاب في الأسهم في المواد (30:32) من القانون رقم 95 لسنة 1992^٢. المعدل بالقانون رقم 58 لسنة 1998 وتسرى أحكام قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادر بالقانون رقم 159 لسنة 1981 فيما لم يرد به نص خاص في هذا القانون وبإصدار قانون سوق رأس المال الذي نظم التعامل على حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال شركات الاكتتاب العام غير المقيدة أسهمها بالبورصة ثم قرار وزير الاستثمار رقم (6) لسنة 2016 بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (135) لسنة 1993 وبمقتضاه يتوجب على تلك الشركات أن تلتزم بإخطار المساهمين القدامى بإصدار أسهم زيادة رأس المال بأسهم أسمية نقدية وأن تضمن إعلان الدعوة للاكتتاب في أسهم الزيادة تاريخ اكتساب حقوق الأولوية في الاكتتاب ومدته، والفترة التي يسمح خلالها بتداول حقوق الأولوية في الاكتتاب منفصلة عن الأسهم الأصلية أو الاكتتاب بموجبها، ويتم التداول على حقوق الأولوية من خلال البورصة المصرية وفقاً للآلية التي تحددها ويتم تحديد سعر تداول حقوق الأولوية بالتراضي بين البائع والمشتري، ويكون لصاحب حق الأولوية خلال الفترة المحددة تداوله منفصلاً عن السهم الأصلي سواء بالتنازل عنه أو التصرف ببيعه من خلال إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية، ويكون للمشتري الجديد أو المتنازل إليه الاكتتاب في أسهم الزيادة بموجب هذا الحق، كما يكون له التنازل عنه أو التصرف فيه للغير حتى نهاية الفترة المحددة لتداول هذا الحق. وتلتزم تلك الشركات

1 - CompaniesAct 2006 (c. 46) Part 17- A company's Share capital-Chapter 3- Allotment of equity securities: existing shareholders' right of pre-emption.

٢ - الجريدة الرسمية المصرية العدد 25 مكرر الصادر في 1992/6/22م.

عند تقديمها طلب للهيئة لإصدار أسهم زيادة رأس المال بأسهم أسمية نقدية أن ترفق بطلب الإصدار ما يفيد تعهدها بقيد حقوق الأولوية لدى شركة الإيداع والقيود المركزي، وكذلك تحديد بنك أو أكثر لتلقي الاكتتاب من البنوك المرخص لها بتلقي الاكتتابات شريطة أن يكون لدى البنك ربط آلي مع شركة الإيداع والقيود المركزي.¹

وتنقسم الدراسة إلى فصلين يتناول الفصل الأول ماهية حق أولوية الاكتتاب وطبيعته القانونية، وأحكام ممارسة حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة، ويتناول الفصل الثاني بالدراسة حالة إلغاء حقوق أولوية الاكتتاب والتصرف في حق أولوية الاكتتاب باعتباره ورقة مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية أو التنازل عنه بصفة فردية.

منهجية البحث

إشكالية موضوع البحث تركز على دراسة التنظيم القانوني لأولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وفي سبيل توضيح ذلك سوف أتبع المنهج التنقيبي الأكتشافي الذي يركز على جمع المعلومات والحقائق التي تساعد على معرفة جوهر القضية وعرض مشكلة البحث ومناقشة مدى كفاية القواعد القانونية الواردة في القانون المصري لحلها، كما نقارن من خلال البحث بين ما ورد بشأن حق أولوية الاكتتاب في القانون رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية والقوانين المعدلة له، وبين ما تناولته القوانين الأخرى المقارنة سواء العربية أو الأجنبية، ثم نتبع في بعض جزئيات البحث المنهج التفسيري النقدي والذي من خلاله يمكن الوصول إلى إبراز

1 تنص مادة 36- من قانون شركات المساهمة المصري رقم 159 لسنة 1981" إذا

طرح جانب من أسهم الشركة للاكتتاب العام، فيجب أن يتم ذلك عن طريق أحد البنوك المرخص لها بقرار من الوزير المختص بتلقي الاكتتابات أو عن طريق الشركات التي تنشأ لهذا الغرض، أو الشركات التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية وبعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال .وتكون دعوة الجمهور للاكتتاب العام في الأسهم بنشرة تشتمل على البيانات وبالطريقة التي تحددها اللائحة التنفيذية . وفي حالة عدم تغطية الاكتتاب في المدة المحددة له يجوز للبنوك أو شركات توظيف الأموال التي تعمل في مجال الأوراق المالية تغطية جزء من الاكتتاب ولها أن تعيد طرح ما اكتتب به للجمهور دون التقيد بإجراءات وقيود تداول الأسهم المنصوص عليها في المواد 37، 45، وتحدد اللائحة التنفيذية إجراءات وأوضاع تغطية الاكتتاب

"

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

الإيجابيات والسلبيات التي يحتوي عليها القانون المصري بعد وزنها بميزان المنطق القانوني عن طريق استعمال المنطق والأفكار المتجمعة لدى الباحث.

تساؤلات البحث

تكمن إشكالية البحث في الإجابة على مجموعة من الأسئلة التي تُطرح في البحث، من أجل العمل على تحليلها، ودراستها، وتوضيح طبيعتها من خلال البحث عن إجاباتٍ منطقيةٍ لهذه الأسئلة، وهي عبارة عن نقاطٍ تتضمن محتوى البحث العلمي، وتساهم في تزويد الباحث، بمجموعة من المعلومات حول تحديد مدى كفاية القواعد القانونية في القانون رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية والقوانين المعدلة له، لتنظيم الاكتتاب بالأولوية في أسهم زيادة رأس المال سواء من حيث تقريرها أو إلغاؤها أو التصرف فيها. خطة البحث: يتكون البحث من مقدمة وفصلين، وخاتمة تشمل أهم التوصيات:

الفصل الأول: ماهية حق أولوية الاكتتاب في الأسهم وأحكام ممارسته.

الفصل الثاني: عدم إعمال حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة أو التصرف فيه.

الفصل الأول: ماهية حق أولوية الاكتتاب في الأسهم وأحكام ممارسته تمهيد وتقسيم

إن البحث في ماهية تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم وأحكام ممارسته يتطلب في البداية التعرض لنشأة وتطور سوق التداول في الأنظمة القانونية المختلفة قبل التعرض لتعريف تداول حق الأولوية أحكام ممارسته.

نبذة تاريخية عن نشأة البورصات في الأنظمة القانونية المختلفة.

١ - مصر

كانت مصر من أسبق الدول العربية اهتماما بالأسواق المالية^١ وفي بداية الأمر لم تنشأ البورصة بقانون، بل فرضتها الظروف والحاجة إلى تداول الأصول المالية فكان رجال المال والأعمال يبرمون صفقاتهم

اراجع تفصيلا في تاريخ البورصات: د/ عبدا لفضيل محمد أحمد، بحوث في أعمال البورصات، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، عام 1995، ص 26 وما بعدها.

في مقاهي وشوارع القاهرة إلى أن استقرت البورصة في عام 1948 وانتقلت إلى مبناها الحالي بشارع شريف. وبنهاية الثلاثينات تم تصنيف البورصة المصرية كخامس أنشط بورصة في العالم^١.

٢- فرنسا

أنشئت بورصة باريس بقرار من البلاط الملكي في 17 سبتمبر 1724، واستقرت في بلدية باريس وفي بداية الثورة تم نقلها إلى الكنيسة ثم أقفلت بعد ذلك إلى أن تم فتحها في العصر الملكي سنة 1806 واستقرت في القصر الملكي الذي تشغله حالياً منذ سنة 1826^٢. والتاريخ يشير إلى أن أول بورصة منظمة أنشأت في فرنسا كانت في مدينة ليون حيث كانت بالأمر الملكي الصادر في عام 1949^٣.

٣- الولايات المتحدة الأمريكية

قامت بورصة نيويورك بجانب الحائط الذي بناه المستوردون الهولنديون لحماية قطعانهم من الأبقار، ثم سمي هذا المكان بشارع الحائط (Wall Street) وشهد المكان نشاطاً سياسياً واقتصادياً كبيراً، وفي منتصف عام 1792 أتفق 24 شخصاً من الذين كانوا يتاجرون في الأسهم والسندات على أن ينظموا اجتماعاتهم في هذا المكان خلال ساعات معينة، وبذلك تأسست أكبر بورصة في العالم بموجب اتفاق (Button wood)^٤. ومن نافذة القول في هذا الشأن أنه بالنظر للاكتتاب في الأسهم نجد أن له طبيعته القانونية الخاصة، ويلزم أن يستوفى الاكتتاب الشروط القانونية اللازمة، وإلا أصبح باطلاً، سواء أكان اكتتاباً تأسيسياً أو اكتتاباً لزيادة رأس مال الشركة وسوف نتناول هذا الفصل على النحو التالي:
المبحث الأول: ماهية حق أولوية الاكتتاب في الأسهم ونطاق إعماله.

د/ جابر محمد محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي، مؤتمر آفاق وتحديات، المجلد الأول، ص 418، 419.

2G. Ripert et Roblot Traite de Droit Commercial, 2008 p. 64.

د/ محمد كامل أمين ملش، شرح القانون التجاري التكميلي، 1952، ص 228، بند 396.

د/ محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للنشر بغداد، 1982.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

المبحث الثاني: أحكام ممارسة حق أولوية الاكتتاب في الأسهم.

المبحث الأول: ماهية تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم ونطاق إعماله
تمهيد وتقسيم

تنص المادة 98 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم 81/159 طرحت أسهم الزيادة للاكتتاب العام دون إعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى: "استثناء من أحكام المادة 96 من هذه اللائحة، يجوز بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على طلب مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، وللأسباب الجدية التي يبديها ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون إعمال حقوق الأولوية المقررة لقدامى المساهمين بالمادة المشار إليها"

لذا فإن البحث في ماهية تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم وأحكام ممارسته يتطلب في البداية التعرض لتعريف تداول حق الأولوية وطبيعته القانونية وأهمية تقرير هذا الحق ونطاق إعماله. لذا سوف يتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب الآتية:
المطلب الأول: التعريف بحق أولوية الاكتتاب في الأسهم وتحديد طبيعته القانونية.

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لحقوق المساهم في شركة المساهمة.

المطلب الثالث: أهمية تقرير حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
المطلب الرابع: نطاق إعمال حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.

المطلب الأول: التعريف بحق أولوية الاكتتاب في الأسهم وتحديد طبيعته القانونية

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

ماهية حق أولوية الاكتتاب

ينشأ حق أولوية الاكتتاب في الحالات التي تقوم فيها الشركة بالزيادة النقدية لرأس المال خلال الفترة المحددة للاكتتاب وفقاً لنسبة كل مساهم في رأس مال الشركة، وبموجب هذا الحق يكون لحامله حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال إحدى الشركات بنسبة ما يملكه في أسهم الشركة، على أن يكون لهذا الحق قيمة أقل من السعر السوقي للسهم ليكون لقرار شراء حق الأولوية في الاكتتاب جدوى. ويقصد بحق أولوية الاكتتاب تمتع كل مساهم بأولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة بمناسبة زيادة رأس مالها وذلك بنسبة ما يملكه من أسهم، وهذا التناسب بين ملكية الأسهم ونسبة أولوية الاكتتاب يدخل ضمن مبدأ المساواة المقرر بين جميع المساهمين في الشركة، ولم يضع المشرع المصري تعريفاً محدداً لحق أولوية الاكتتاب في الأسهم وقد أحسن المشرع صنعاً بذلك فالتعريفات من صميم عمل الفقه وليس من عمل المشرع.

ويعتبر مالك سهم الشركة هو صاحب حق أولوية الاكتتاب حتى تاريخ نهاية الحق خلال فترة الاكتتاب الأصلية ومشتري الحق طوال فترة تداول هذا الحق. ولا بد من انتظار مدة لا تقل عن خمسة عشر يوماً من تاريخ صدور قرار مجلس إدارة الشركة أو الجمعية العامة وحتى تاريخ فتح باب الاكتتاب، يتداول خلالها حق الأولوية في الاكتتاب بالتبعية (متصلاً) بالسهم الأصلي^١.

ثم تقوم البورصة بعد ذلك بالإفصاح عن موعد بداية ونهاية التداول على حق الأولوية في الاكتتاب منفصلاً عن السهم الأصلي وذلك في الفترة من تاريخ قيد حق الأولوية في الاكتتاب منفصلاً في أول يوم للسهم غير محمل بالحق بعد فتح باب الاكتتاب وحتى ثلاثة أيام عمل قبل نهاية فترة الاكتتاب وفقاً لقواعد التداول المعتمدة من الهيئة. ويكون تداول حق الأولوية في الاكتتاب منفصلاً عن السهم الأصلي من تاريخ فتح باب الاكتتاب وإدراج حقوق الأولوية في الاكتتاب على قاعدة التداول بالبورصة وحتى ثلاثة أيام عمل قبل نهاية فترة الاكتتاب. وتلتزم البورصة بتكويد حق الأولوية في الاكتتاب باستخدام نظام الترقيم الدولي بالتنسيق

١ راجع في هذا المعنى د/ سلامة عدلي أندراوس، سوق المال في مصر، محاضرة بمعهد الدراسات المصرفية 1995/94، البنك المركزي المصري.

مع شركة الإيداع والقيود المركزي على أن يتم إدراجه على قاعدة بيانات التداول خلال فترة تداوله بهذا الكود منفصلاً عن السهم الأصلي لذات الشركة. وتلتزم الشركة بالشفافية في تقديم المعلومات اللازمة والإجابة على الأسئلة والاستفسارات في تحديد قيمة حق الأولوية في الاكتتاب في أول يوم لتداوله منفصل عن السهم الأصلي وهي الفرق بين سعر السهم محملاً بالحق في الاكتتاب وبين سعر السهم غير محمل بالحق .
وتعتبر فترة الاكتتاب الأصلية هي الفترة المحددة للاكتتاب في أسهم الزيادة النقدية للشركة المصدرة والمنصوص عليها بإعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب والمنشورة بالصحف والتي لا تقل عن ثلاثين يوماً من تاريخ فتح باب الاكتتاب في أسهم الزيادة ومع ذلك تنتهي المدة المشار إليها - قبل مضي الثلاثين يوماً - بتمام اكتتاب المساهمين القدامى في أسهم الزيادة كل بحسب نصيبه فيها. أما فترة اكتتاب إعادة التغطية هي الفترة المحددة للاكتتاب في الجزء غير المغطى من أسهم الزيادة النقدية لرأس المال والتي يتم فيها السماح بالاكتتاب في الأسهم غير المغطاة في المرحلة الأولى دون التقيد بنسبة المساهمة في حالة إذا ما قررت الشركة إعادة طرح الجزء غير المغطى للاكتتاب مرة أخرى.
ويكون أمام المساهم القديم الذي ثبت حقه في الاكتتاب منذ صدور قرار السلطة المختصة بالزيادة القيام بما يلي: إما التقدم للبنك المتلقي للاكتتاب في أسهم الزيادة لسداد ثمن شراء أسهم الزيادة التي يخول له الحق الحصول عليها. وإما بيع أسهمه الأصلية محملة بالحق في الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة إلى أي مستثمر جديد الذي قد يكتب في أسهم الزيادة بهذا الحق أو قد يعيد بيع هذه الأسهم محملة بالحق. ويلاحظ أن عدم التصرف في هذا الحق بالبيع أو الاكتتاب بموجبه وعدم ممارسته خلال فترة الاكتتاب يترتب عليه إضرار بالمساهم وانخفاض ثروته .

١ راجع في نفس المعنى: أ/ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، 1998، بدون ناشر، ص 11، 12.

٢ راجع في ذلك د/ محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، دار النهضة العربية، 1995، ص 14.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

الطبيعة القانونية للاكتتاب

احتدم النقاش كثيراً حول الطبيعة القانونية للاكتتاب العام، وأثار خلافاً فقهيًا واسع النطاق، وقد انقسمت الآراء بصدد هذا الموضوع إلى رأيين يمثل الأول الاتجاه التعاقدية في تكييف الاكتتاب، بينما يذهب الرأي الآخر في الفقه إلى اعتباره إرادة منفردة، ويدور حولها رأي ينادي به جانب من الفقه يرى في الاكتتاب عملاً جماعياً. ومن هنا فإن طرح هذا الأمر ينبني على ثلاث آراء الأول: الاتجاه التعاقدية في تكييف الاكتتاب، الثاني: الاكتتاب تعبير عن الإرادة المنفردة للمكتتب. الثالث: الاكتتاب عمل جماعي وتفصيل ذلك على النحو التالي:

أولاً الاتجاه التعاقدية في تكييف الاكتتاب:
لجأ جانب من الفقه مدفوعاً باعتبارات حماية مصالح المكتتبين إلى تكييف الاكتتاب باعتباره عقداً، بيد أن أنصار الطبيعة العقدية للاكتتاب، اختلفوا حول طبيعة هذا العقد وموضوعه وأطرافه، فمن حيث أطرافه، هل أطراف هذا العقد هم المكتتبون وحدهم؟ أم المكتتبون مع المؤسسين؟ أم المكتتبون مع الشركة تحت التأسيس؟ كما اختلف هذا الجانب فيما بينه في تحديد الطرف الذي صدر عنه الإيجاب، والطرف القابل للإيجاب، ناهيك عن اختلافه أيضاً فيما يتعلق بوصف العقد، هل هو عقد بيع أم عقد وعد بالبيع، أم أنه اشترط لمصلحة الغير. وفي الواقع ليس هناك صعوبة في معرفة الطرف الأول وهو المكتتب، لأنه الشخص الذي يرد اسمه في طلب الاكتتاب حيث يبدي فيه رغبته بالاكتتاب بعدد معين من الأسهم، لكن المشكلة تكمن في تحديد الطرف الثاني من العقد.

ثانياً الاكتتاب تعبير عن الإرادة المنفردة للمكتتب^٢:

١- أنظر في ذلك د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري، الشركات التجارية - دار الجامعة الجديدة - 1996 - ص 150 وما بعدها.

٢ يقصد بالإرادة المنفردة تصرف قانوني صادر من جانب واحد. والإرادة المنفردة تستطيع أن تحدث أثراً قانونياً كالإيجاب الملزم وإجازة العقد الموقوف، كما يمكن أن تكون سبباً في كسب الحق العيني كما في الوصية، أو في سقوط الحق العيني كما في النزول عن حق الارتفاق. ويمكن للإرادة المنفردة أن تنهي الرابطة العقدية كما في عزل الوكيل واعتزله كما يمكن أن تسقط الحق الشخصي كما في الإبراء.

يرفض جانب من الفقه الطبيعة التعاقدية للاكتتاب، استناداً إلى أن العقد فكرة بسيطة أسيء استعمالها كثيراً بسبب ما حشد في إطارها من ظواهر قانونية تختلف في حقيقتها عن حقيقة العقد، حيث لا يصح اعتبار كل عمل من أعمال الإرادة عقداً حتى ولو احتوى على علاقات متبادلة على اعتبار أن ليس كل ما يتمخض عن الإرادة يمكن بالضرورة إدراجه ضمن طائفة العقود. واستناداً إلى ذلك، ووفقاً لوجهة النظر هذه يعتبر الاكتتاب تصرفاً قانونياً بإرادة منفردة من جانب كل مكتتب على حدة، يعلن بمقتضاه عن رغبته في الانضمام إلى الشركة بمجرد توقيعه على طلب الاكتتاب وتنتفي تبعاً لذلك الطبيعة العقدية للاكتتاب - وفقاً لوجهة نظر هذا الرأي- لأن من مستلزمات العقد معرفة طرفي العقد بعضهم للبعض الآخر، ومن النادر أن يعرف المكتتب بقية المكتتبين وعليه فالمكتتب يعلن بإرادته المنفردة قبوله للاكتتاب دون الحاجة إلى أن تلتقي تلك الإرادة مع أية إرادة أخرى إزائها.

والحقيقة أن الاستناد إلى الإرادة المنفردة لتبرير الطبيعة القانونية للاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة العامة لا يخلو من قصور في هذا الرأي، ذلك أن الاستناد إلى الإرادة المنفردة في هذا الخصوص يجعل رجوع المكتتبين عما اكتبوا به أمراً وارداً، وهذا ما يتناقض مع موقف العديد من التشريعات التي اعتبرت التزام المكتتب لا يجوز الرجوع فيه، فإذا قلنا بإمكانية اعتبار عملية الاكتتاب هي تعبير عن الإرادة المنفردة للمكتتبين، فمعنى ذلك جعل مستقبل الشركة مرهوناً بإرادة هؤلاء إن رغبوا في إتمام إجراءاتها يستطيعون ذلك، وإن لم يرغبوا في ذلك يمكنهم الرجوع عن التزامهم، وهو أمر يتنافى وطبيعة الاكتتاب.

ثالثاً الاكتتاب عمل جماعي:

ينكر جانب من الفقه الطبيعة العقدية للاكتتاب كما لم يعترف بأن الاكتتاب يعبر عن الإرادة المنفردة، ويرى أن الاكتتاب عمل جماعي يرتبط ويتعهد بمقتضاه المكتتبون فيما بينهم بالإسهام في رأس مال الشركة المراد تأسيسها، باعتبار أن هذا العمل فيه صالح الجميع. والاكتتاب وفقاً لهذا الرأي ما هو إلا عمل قانوني جماعي يتم بين المكتتبين الذين اتحدت ميولهم لتأسيس الشركة، ما يعني ارتباطهم فيما بينهم بعد تعهدهم للإسهام في تكوين رأس مال الشركة المنوي تأسيسها، بناء على كون هذا العمل فيه مصلحة جميع المكتتبين. والحقيقة أن هذا الرأي لا يمكن التسليم به، لأن من شأنه أن يؤدي إلى إهمال دور المؤسسين في تأسيس الشركة،

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

وتجاهل العلاقة القانونية التي يربتها الاكتتاب بين المكتتبين والشركة. يضاف إلى ذلك أن أنصار هذه النظرية انطلقوا في رفضهم لنظرية العقد وإسباغ صفة العمل الجماعي على الطبيعة القانونية للاكتتاب من فكرة عدم وجود المصالح المتضادة، فالجميع يعمل لهدف واحد هو صالح الشركة، وهو سبب الالتزام في نظرهم، والتساؤل المثار هنا هل يلزم أن يكون بجميع العقود تضاد في المصالح؟ إن العقود جميعها هدف واحد هو تحقيق المصلحة لكل الأفراد، فالكامل يسعى لمصلحته، وإلا فإننا ننفي المصلحة في عقود البيع والإجارة والعمل، لذا كان من الضروري النأي جانبا عن هذه النظرية في تفسيرها للطبيعة القانونية. المطلب الثاني: الطبيعة القانونية لحقوق المساهم في شركة المساهمة

في الحقيقة لا يمكن تحديد الطبيعة القانونية لتداول حق الاكتتاب بمنأى عن الطبيعة القانونية لحقوق المساهم في الشركة حيث إن شركة المساهمة ذات طبيعة تنظيمية^١، ويذهب بعض الفقهاء أنها تشبه في تركيبها الدولة الديمقراطية الحديثة من حيث تعدد الهيئات فيها. ويعد المركز القانوني للمساهم أقرب لمركز المواطن في الدولة الحديثة من حيث أنه يتمتع بطائفة من الحقوق التي لا يمكن حرمانه منها^٢. وكما أن لحقوق المواطن في الدولة أساس قانوني تقوم عليه فكذا الأمر لحقوق المساهم (أولا)، وذلك حسب طبيعة النظام الذي تقوم عليه الشركة (ثانيا) أولا: الأساس القانوني لحق المساهم في الشركة: إن للمساهم في شركة المساهمة حقوقا مالية فضلا عن حقوق إدارية، كذلك يتحمل التزامات مالية وأخرى إدارية، وللتعرف على الطبيعة القانونية لهذه الحقوق والالتزامات يقتضي توضيح هل هذه الحقوق والالتزامات ناشئة عن العقد أي عقد الشركة أم عن القانون؟ للإجابة عما سبق ينبغي ابتداء تبيين الآراء الفقهية التي قيلت حول طبيعة حق المساهم ومناقشتها، فكما سبق ذكره فإن السهم يمثل حق

١. مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق: أصول القانون التجاري، دار الفكر

الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 342، 343.

2 C.Ripert et R. ROBLOT. Traité élémentaire de droit commercial ،douzième édition paris, 1986, p835 .

المساهم في الشركة وأن ملكيته هي التي تمنح العضوية للشخص، فتحديد طبيعة هذا الحق كان مثار خلاف بين الفقهاء.

- فذهب البعض إلى اعتبار المساهمين دائنين بعضهم للبعض الآخر بموجب عقد وهذا ما ذهب إليه الاتجاه التقليدي في فرنسا وفي إنجلترا^١.

إلا أن هذا الرأي تعرض للانتقاد وذلك لأن السهم يمثل حصة أداها المساهم لأجل تكوين رأس مال الشركة فتخرج من ملكه لتدخل في ملك الشخص المعنوي الممثل للشركة، وبالنتيجة فإن هذه الحصص لا تبقى ملكا للمساهمين لا على سبيل الملكية الفردية ولا على سبيل الشيوع فيما بينهم، لأن وجود ذمة مالية مستقلة للشركة هو من أهم نتائج اكتسابها الشخصية المعنوية^٢.

ومن الانتقادات الأخرى التي وجهت لهذا الرأي أنه لا يمكن تصور وجود علاقات قانونية بين آلاف المساهمين الذين لا يعرف بعضهم البعض الآخر، وليس لهم علاقة مع بعضهم البعض إلا بالشركة التي هم مساهمون فيها، وحسب هذا الرأي فإن العضو يساهم فقط في نتائج المشروع حسب ما يقرره القانون دون أن يكون له الحق في صافي موجودات الشركة عند انتهائها.

- ويرى جانب من الفقه أن حق المساهم يشبه حق المالك مادام هناك حق مانع يمكن الاحتجاج به ولهذا فإنه يعتبر في عداد الملكية المعنوية.

إلا أن هذا الرأي لا يمكن الاحتجاج لأن الملكية المعنوية ترد على الأشياء المعنوية كالحق الذهني والإنتاج الفكري فتستمد طبيعتها من طبيعة هذه الأشياء المعنوية التي ترد عليها، فلا يكون حقا عينيا ولا حقا شخصيا وإنما حق ذهني يتحلل إلى حقين أحدهما أدبي يخول لصاحبه الاستئثار بالسيطرة الأدبية على حقه الذهني والآخر مالي يخول لصاحبه الاستئثار بالاستقلال المالي لذلك الحق الذهني^٣.

١ بشري خالد تركي المولي، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، دراسة مقارنة، ص 23.

٢ كمال محمد أبو سريع، الشركات التجارية، في القانون التجاري، دار النهضة العربية للنشر، 1984، ص 96.

٣ بشري خالد تركي المولي، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، ص 25.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

- ويرى جانب آخر من الفقهاء أن حق المساهم هو من قبيل الحقوق الشخصية، والحق الشخصي يعرف^١ بأنه "رابطة بين شخصين دائن ومدين يخول بمقتضاه الدائن مطالبة المدين بإعطاء شيء أو القيام بعمل أو الامتناع عن عمل".

وعليه شبه هذا الرأي حق المساهم بأنه حق دائنية للمساهم على الشركة ويخول هذا الحق للمساهم جميع الحقوق التي تكون له على الشركة، كالحصول على نسبة من الأرباح بمقدار عدد أسهمه، وأن يشارك في الجمعية العامة، أو أن يشغل منصبا في الإدارة حسب ما يفرضه النظام الأساسي للشركة على اعتبار أن هذا الحق من قبيل الحقوق الشخصية، ومن ثم يكون دائما ذا طبيعة منقولة مهما كان نوع الحصة التي قدمها حتى ولو كانت عقارا، لأن العقار لا يبقى على ملكيته بل تنتقل الخدمة إلى الشركة ذات الذمة المالية المستقلة، ولا يكون للشريك بعد ذلك إلا دين في ذمة الشركة يخول له ذلك الحصول على نصيب معين من الأرباح، وفي أصول الشركة عند التصفية.

وبناء على ما تقدم يتضح أن الرأي الراجح في ذلك هو أن الاكتتاب بمثابة عقد بين الشركة والمكاتب وهو عقد تكفل القانون بتفصيل بنوده من خلال النموذج الذي أصدره، فتعد نشرة الاكتتاب بمثابة العرض (الإيجاب) الذي يصادف (قبولاً) لدى المكاتب عند توقيعه على هذه النشرة^٢. لأنه لا يمكن تكييف المركز القانوني للمساهم بالاستناد إلى القواعد العامة وتجاهل الطبيعة الخاصة لعقد الشركة، وبالذات شركة المساهمة، فالشركة المساهمة هي عبارة عن نظام قانوني فضلا عن أنها عقد^٣، وتجاهل هذه الصفة من شأنه أن يحول دون تحديد المركز القانوني للمساهم بشكل دقيق، وعليه فإنه لا يمكن تكييف حق المساهم في الشركة بأنه حق ملكية كما ذهب إليه جانب من الفقه الفرنسي، ولا بأنه حق شخصي لأن ذلك سوف يعني بالضرورة أن يقابل هذا الحق التزام

١ عبد الرزاق السنهوري، الوجيز في النظرية العامة للالتزام، دار النهضة العربية، مصر، 1966، ص4.

٢. عطية فياض: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 1998، ص 125، 126.

٣ سميح عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ب.ت، ص 31. ص 294.

لمصلحة الطرف الآخر أي الشركة، وكما يبدو فإن هذا الرأي يتجاهل تماماً الصفة النظامية للشركة، ذلك أن الحق الشخصي ينشأ عن العقد لا عن القانون وأن حقوق والتزامات المساهم لا يحددها العقد فحسب بل والقانون أيضاً.

ثانياً: طبيعة النظام الذي تقوم عليه الشركة ويمكن القول أن الفقه يكاد يجمع على أن للشركة وصف النظام القانوني فضلاً عن كونها وبالأساس عقداً بين المساهمين، ومن ثم لا يشترط أن يقابل كل حق يتمتع به المساهم التزام، فعقد الشركة ليس هو وحده الذي يحدد المركز القانوني للمساهم من حيث تمتعه بالحقوق وتحمله للالتزامات وهذا يرجع للطبيعة الخاصة لشركة المساهمة^١. وقد ذهب البعض إلى القول أن حق المساهم لا يعتبر حق ملكية ولا حق دائنية وإنما هو حق خاص ٢، وفي هذا ما يدعم الكلام المذكور آنفاً.

وباعتبار أنه - وكما رأينا - للطبيعة الخاصة لشركة المساهمة تأثير على حقوق المساهم وحمايتها، فإن هذا يجعل من الضرورة التعرف على هذه الطبيعة، وهل الشركة نظام أم عقد؟ وبالرجوع للفقه المعاصر فإنه يصدع المفهوم التعاقدى للشركة حيث يرى بعض رجال الفقه الإنجليزى المعاصر "بأن عقد الشركة هو الأساس لفهم طبيعة العلاقات بين المساهمين بعضهم ببعض الآخر، وبينهم وبين الشركة، وأن حقوق المساهم تستمد قوتها الملزمة من عقد الشركة إلا أنه يؤكد أن الحاجة باتت ماسة لتطوير المفهوم التعاقدى للشركة حيث أن هذا المفهوم لم يعبر بصورة كافية عن حقيقة العلاقات

١ عرفت المادة الثانية من قانون شركات المساهمة في مصر رقم 109 لسنة 1981 بأنها " هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل =شريك فيها مسئولاً عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم، ولا تقترن باسم أحد الشركاء، وإنما يكون لها اسم يشتق من الغرض من إنشائها " ٢ بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، ص 26.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

بين المساهمين ١. ويصف بعض رجال الفقه الأمريكي المعاصر بأن "وصف الشركة بأنها تقوم على أساس روابط تعاقدية (Nexus contracts) هو ليس حقيقيا، فالشركة هي موضوع منظم بقواعد بعضها يقررها عقد الشركة، وبعضها الآخر يقرره القانون، وأنه ليس حقيقة أن الشركة حرة بشكل عام في استبعاد تطبيق قواعد القانون حيث أن أكثر تلك القواعد أهمية هي قواعد ملزمة (mandatory) ٢. وتتضمن قوانين الولايات والقوانين الفدرالية قواعد إلزامية كتلك التي تتعلق بكيفية التعامل الداخلي في الشركة والقواعد المتعلقة بالوكالة في التصويت، والقواعد المتعلقة بالتغييرات التي تطرأ على الشركة كالاندماج أو الحل، والقواعد المتعلقة بتوزيع الاختصاصات بين المساهمين والمديرين. وفي الأخير نقول أنه ومهما عجزت النظرية العقدية في تفسير وتغطية أساس تمتع المساهمين بحقوقهم، ومهما برزت النظرية النظامية التي أدت إلى كثرة تدخل المشرع في تنظيم الشركة المساهمة فإن ذلك لا يجعل منها نظاما قانونيا، لأن هذه الفكرة ليست دقيقة أو منضبطة بما يكفي لتكون أساسا متينا لفكرة الشركة، ولا بد من الإقرار بأن الشركة تستند إلى عمل قانوني إرادي وهذا العمل لا يتصور أن يكون سوى العقد حيث لا تعرف النظم القانونية المعاصرة بديلا عن هذه الفكرة ٣. وإذا كان ما سبق هو التأسيس والتكييف القانوني لحقوق المساهم في الشركة، فإنه لا بد من التعرف على التصرف القانوني الأول الذي بموجبه اكتسب المساهم هذه الحقوق والذي يعتبر السبب الأول لها ومنشئها. وبناء عليه فإن الرأي الذي أميل إليه في تحديد الطبيعة القانونية للاكتتاب خاصة في مرحلة التأسيس أنه تصرف بالإرادة المنفردة من قبل المكتتب يعلن فيه عن رغبته في الانضمام للشركة يتحول بعد ذلك إلى

R.R. DRURY, the relative nature of shareholders rights to enforce the company contract, 1 the Cambridge law journal, vol 45 par 2 July 1986, pp 220 – 221

مأخوذ من فاروق إبراهيم جاسم، المرجع السابق، ص 24، التهميش رقم 02. .
2 MELVION ARON ESENBERGE the structure of corporation law, vol 89 novembre 1989, 7 pp 1486-1487.

٣ فاروق إبراهيم جاسم، المرجع السابق، ص 23.

عقد وفي هذه الحالة يعتبر العقد من قبيل عقود الإذعان، فدور المكتتب يقتصر على التسليم بالشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب ومن ثم يلتزم بما ورد فيها، وفي الحالة التي يقع فيها المكتتب في أحد عيوب الإرادة يكون الاكتتاب باطلا لمصلحته ولا يؤثر ذلك على الشركة^١، فمجرد التوقيع على نشرة الاكتتاب يعتبر العقد ملزماً للجانبين باعتبار أن الشركة في مرحلة التأسيس لها شخصية معنوية بالقدر اللازم للتأسيس^٢، وهو ما يقره القانون رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية والقوانين المعدلة له^٣. فالمكتتب يعلن رغبته في الانضمام للشركة ويتعهد بأداء قيمة الأسهم التي اكتتب فيها^٤، والذي نميل إليه هو اعتبار الاكتتاب عقداً من عقود الإذعان لاقتصار دور المساهم على الموافقة والإذعان لما هو وارد في نشرة الاكتتاب دون الحق في تعديله أو مناقشته^٥. كما نعتقد أيضاً أن طبيعة الاكتتاب في الأسهم المطروحة للاكتتاب العام لا تختلف طبيعتها القانونية سواء كان الطرح بمناسبة تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها^٦،

١ - د. عباس مرزوق فليح - الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة - دار الثقافة - 1998م - ص 229.

٢ - أنظر في ذلك - د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري، الشركات التجارية - دار الجامعة الجديدة - 1996 - ص 150 وما بعدها.

٣ - نصت المادة 14 من نظام الشركات السعودي على أن " باستثناء شركة المحاصة، تكتسب الشركة الشخصية الاعتبارية بعد قيدها في السجل التجاري، ومع ذلك يكون للشركة خلال مدة التأسيس شخصية اعتبارية بالقدر اللازم لتأسيسها، بشرط

إتمام عملية التأسيس.

٤ - د. أحمد محرز - القانون التجاري - دار النهضة العربية - 1981م - ص 256

٥ - طبقاً للمادة 98 من نظام الشركات السعودي الاكتتاب في الأسهم أو تملكها يفيد قبول المساهم بنظام الشركة الأساس والتزامه بالقرارات التي تصدرها جمعيات المساهمين وفقاً لأحكام النظام ونظام الشركة الأساس، سواء أكان حاضراً أم غائباً، وسواء أكان موافقاً على هذه القرارات أم مخالفاً لها.

٦ - الاكتتاب هو تعبير عن إرادة المتمول للاشتراك في شركة المساهمة عن طريق تقديم حصة من رأس المال بالاكتتاب في عدد من الأسهم التي طرحتها الشركة للبيع راجع في هذا المعنى د. فوزي عطوي: الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي، لبنان، 2005، ص 118

أما الاكتتاب بحق الأولوية فلا يكون إلا بمناسبة زيادة رأس المال، ولا يكون إلا لمساهم في الشركة وقت صدور قرار زيادة رأس المال، فهل يعتبر الاكتتاب بالأولوية عقداً بين صاحب الحق فيه وبين الشركة، أم أنه حق يقرره لقانون لكل من يملكه بطريق صحيح، خاصة إذا ألحق أولوية الاكتتاب إلى مشتري السهم الأصلي بعد قرار الزيادة، أو عن طريق شراء حق الأولوية منفصلاً عن السهم الأصلي، وهنا يظهر الاختلاف بين تداول الاكتتاب بحق الأولوية والاكتتاب العام في أسهم الشركات المساهمة في حالة البطلان، فكما أشرنا أن عيوب الإرادة تجيز البطلان في حالة الاكتتاب العام لمصلحة المساهم دون أن تؤثر على قرار الشركة أما في حالة الاكتتاب بحق الأولوية فإن لم يكن تقرير الأولوية بالضوابط القانونية المحددة أعتبر الاكتتاب باطلاً بالنسبة للمساهم والشركة، ويجوز لكل ذي مصلحة أن يطالب بذلك، كما أن الاكتتاب العام يكون موجهاً لجمهور مفتوح على عكس تداول الاكتتاب بحق الأولوية يكون قاصراً على المساهمين في الشركة أو من يملك حق أولوية الاكتتاب، في أسهم زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم نقدية^١، ولا يمكن القول بأن تداول الاكتتاب بالأولوية عقداً جديداً، فهذا القول يناقض المنطق القانوني السليم، ويقتضى وجود عقدين بين المساهم المكتتب بالأولوية والشركة مغزى كل منهما أن المكتتب يعتبر مساهماً في الشركة، وهذا قول غير صحيح. وفي الحالة التي يكون فيها للمساهم حق أولوية اكتتاب بمناسبة شرائه لأسهم محملة بهذا الحق فلا يعتبر تداول حق الأولوية عقداً بين المساهم والشركة، وإنما العقد كان بمناسبة شراء الأسهم الأصلية، أما الحالة التي يؤول فيها حق أولوية الاكتتاب منفصلاً لغير مساهم في الشركة ثم يشتري أسهماً بمقتضى ما يملكه من حق أولوية، فيكون استعماله لما أل إليه من حق عقداً بينه وبين الشركة، ولا يعتبر كذلك بمجرد تملكه لحق الأولوية^٢، فمالك حق الأولوية منفصلاً لا يعد مساهماً إلا بعد استعماله لحقه، ونعتقد في هذه الحالة أن تداول حق الأولوية منفصلاً لا يعتبر عقداً

١- Jean Hemard, La suppression, de droit, préférentiel de subscription aux augmentation de capital dans les sociétés anonymes, Mélanges JAUFFRET, 1975, P, 406

٢- وحتى تكون ممارسة حق الاكتتاب بالأولوية صحيحة لا بد من توافر الشروط الموضوعية للاكتتاب، وهي الرضا والأهلية والمحل والسبب، إضافة إلى توافر الشروط الخاصة بالاكتتاب بأن يكون باتاً ومنجزاً وجدياً.

بين صاحبه وبين الشركة، فلا يعدو أن يكون حقاً مقررراً لمصلحة حاملة في ذمة الشركة لا يجوز منع استعماله وتلتزم الشركة بتمكين حامله من الاككتاب بما له من حق، فيحل محل المساهم الأصلي صاحب الأولوية ويتمتع بذات حقوقه في هذا الصدد، إلا أنه لا يكتسب صفة المساهم إلا بعد الاككتاب في أسهم زيادة رأس المال ومن ثم يعتبر مساهماً من وقت الاككتاب خلال المدة المحددة لذلك فإذا انتهت المدة دون استخدام حق أولوية الاككتاب فقد الحق قيمته ولا يجوز لحامه مطالبة الشركة بشئ، ونعتقد هنا أن المساهم صاحب حق الأولوية أو من يمتلك حق الأولوية وليس مساهماً عندما يكتتب بما له من حق فإنه يذعن لما هو وارد في نشرة الاككتاب ولا يملك حق مناقشة شروطها ولا يقدح في هذا القول كون المكتتب بحق الأولوية مساهماً ففرصة مناقشة شروط الاككتاب قد انتهت بصور قرار الجمعية العامة بزيادة رأس المال، وانتهاء مداوات الجمعية العامة في الشركة والتي يعتبر كل مساهم عضواً فيها. كما أن تداول حق أولوية الاككتاب حق مالي يثبت لجميع المساهمين في الشركة بغض النظر عن نوعية الأسهم المملوكة لهم سواء كانت أسهم عينية أم نقدية أو عادية أم ممتازة، وسواء كانت اسمية أو لحاملها، فلا تختلف أحقية المساهم الحالي في الاككتاب بالأولوية في زيادة رأس المال عن طريق طرح الأسهم النقدية^١، كما أن تداول حق أولوية الاككتاب لا يتجزأ ولو كان السهم المحمل بحق أولوية الاككتاب يملكه أكثر من شخص، وفي هذه الحالة يتم تفويض أحد ملاك السهم لاستخدام تداول حق الأولوية والاككتاب عن بقية المساهمين، وهنا تظهر قيمة تداول حق الأولوية المالية والتي تقبل التجزئة والبيع والشراء والتنازل بين أصحابه كل حسب نصيبه، وكذلك الأمر لو كانت ملكية السهم على الشيوع، وذلك تكريساً لفكرة عدم قابلية القيم المنقولة للتجزئة باعتبار أن تداول حق أولوية الاككتاب لا يجوز تجزئته. أيضاً إذا كانت الأسهم محملة بحق انتفاع فحق الاككتاب يكون لمالك الرقبة، وهو ما نصت عليه المادة 178 من قانون الشركات الفرنسي 2004م^٢، في حين لم نلاحظ أي تنظيم قانوني في

١- في ذات المعنى أنظر :

-J. Hamel, G.Lagard et R. A. JAUFFRET, Droit commercial, paris Dalloz. 1998 – T .L mo . 736.

2 -Article L225-178 (Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 51 IX Official Journal of 26 June 2004)

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

القانون رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية والقوانين المعدلة له لهذه المسألة، وكان من الضروري تنظيم تداول حق الأولوية الناجم عن ملكية الأسهم في شركات المساهمة لمنع التنازع وسد أي فراغ تشريعي. ويتضح من نص المادة 96 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 أن حق أولوية الاكتتاب لا يكون إلا بمناسبة زيادة رأس مال الشركة عن طريق إصدار أسهم نقدية وطرحها للاكتتاب العام والتي يتم تسديد قيمتها نقداً أو بأي سند تجارى قابل للتداول، فهذا النوع من الأسهم لا يقبل السداد بموجب تقديم منقولات أو عقارات أو حقوق معنوية، ولو كانت قيمتها مساوية للمبلغ المطلوب سداده^٢، والأسهم التي تخول لمالكها حق أولوية اكتتاب تختلف عن بقية الأسهم الممتازة الأخرى التي تختص دون غيرها ببعض المزايا^٣، كأولوية الحصول على الأرباح، والأولوية في ناتج التصفية، وأولوية الحصول على قيمتها من موجودات الشركة عند حلها^٤. إذ يعترض بعض الفقه على طبيعة هذه الأسهم على اعتبار أنها

-
- ١ - تنص المادة 96 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم 81/159 مدى حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم الزيادة : "يجب أن يتضمن نظام الشركة النص على مدى حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال إذا تمت الزيادة بالطريق النقدي. ولا يجوز أن يتضمن النظام النص على اقتصار هذا الحق على بعض المساهمين دون البعض الآخر، مع عدم الإخلال بما يتقرر للأسهم الممتازة من حقوق. ويجوز - خلال فترة الاكتتاب في الزيادة - تداول هذا الحق سواء منفصلاً أو بالتبعية من السهم الأصلية".
- ٢ - د. محمود سمير الشرفاوي - الشركات التجارية في القانون المصري - دار النهضة العربية - القاهرة - 1986م ص 169.
- ٣ - أنظر، د. يعقوب يوسف صرخوه - الأسهم وتداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي - دار النهضة العربية - 1983م - 108، حيث يرى جانب من الفقه أن هذه الأسهم تجعل أقلية من المساهمين يتحكمون في أغلبيتهم مما يؤدي إلى غياب مبدأ المساواة فضلاً عن إضعافه للدور الرقابي الذي تمارسه الأغلبية في الجمعيات العامة للشركات، أنظر، د. سمير محمد يحيى الاحرمي - سوق تداول الأوراق القانونية من الناحية القانونية - رسالة دكتوراه- كلية الحقوق - جامعة أسيوط 2013م -
- ٤ - أنظر د. عبد الفضيل محمد أحمد - الشركات التجارية - دار النهضة 2003م - ص 308.

تخلق نوعاً من الطبقية بين المساهمين¹، ونحن نرى أن تداول أولوية الاكتتاب بالنسبة لأسهم زيادة رأس المال لا تصنع هذا النوع من التفرقة بين المساهمين، وإنما تهدف في الأساس إلى درء مثل هذه الفروق وتعويض من قد يمسره ضرر من قدامى المساهمين نتيجة دخول مساهمين جدد إلى الشركة خاصة مع ما تضعه التشريعات المختلفة من تنظيم قانوني لحقوق قدامى المساهمين بهدف حمايتهم وليس تمييزاً لهم عن باقي المساهمين. فطبيعة الاكتتاب بالأولوية بالنسبة للمساهمين القدامى أو لمن آلت إليهم أسهماً محملة بحق بأولوية اكتتاب لا تخرج عن كونها حقاً مالياً مباشراً مقررراً على الأسهم النقدية الجديدة الصادرة بمناسبة زيادة رأس المال، فمن آل إليه حق الأولوية وقام بممارسته فهو يمارس حق مقرر له وإن اختلف سبب اكتسابه، حتى ولو كان هذا الحق بطريق غير مباشر² كما لو كانت الأسهم الجديدة مقابل أدوات الدين أو الصكوك التمويلية. المطلوب الثالث: أهمية تقرير حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس

المال

فرق المشرع الفرنسي في قانون الشركات الفرنسي الصادر في 24 يوليو 1996، بين الشركات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب العام أو الادخار وبين الشركات التي لا تدعو إلى الاكتتاب العام (الشركات المغلقة).³ والحق أن تكوين الشركات التي لا تدعو الجمهور إلى الاكتتاب العام مبسط ويشبه كثيراً إبرام العقد⁴. في حين أحاط المشرع المصري الدعوى للاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال بسياسج من الحماية حيث أوجب المشرع المصري على الشركة التي تطرح أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام أن تعد نشرة اكتتاب في أسهم الشركة يتم تقديمها للهيئة العامة للرقابة المالية. وفي حالة ما إذا كانت نشرة الاكتتاب في أسهم الشركة عند التأسيس فلا بد من تضمينها بيانات معينة⁵. وفي هذا الإطار أصدر رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية القرار رقم (12) لسنة 2017، والخاص

1- د. يوسف يعقوب صرخوه - مرجع سابق. ص 110.

2 - JAUFFRET -Droit commercial, LG, D.J 19é Mééd, par J.MESTRE 1989, p. 178.

3Article (72) de la loi sur les sociétés de 1996.

4G. Ripperet & R. Roblot, Traite de droit commercial, no 1398.

5راجع المادة (5) من قانون سوق رأس المال المصري.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

بالإجراءات التنفيذية لتداول حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال النقدية لقدامى المساهمين لشركات الاكتتاب العام غير المقيدة بالبورصة المصرية.

وتضمنت المادة الأولى للقرار، التزام الشركة فور نشر إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في زيادة رأس المال أو إخطار قدامى المساهمين المعتمد من الهيئة العامة للرقابة المالية بتقديم طلب لإدارة عمليات السوق بالبورصة المصرية، للسماح بتداول حقوق الأولوية من خلال آلية الأوامر خارج المقصورة على النموذج المحدد لذلك موقعاً من الممثل القانوني للشركة وموضحاً به عدد الحقوق وتاريخ فتح التداول ونهاية الاكتتاب ومرفقاً بما يلي: (أ) نسخة من محضر اجتماع السلطة المختصة (مجلس الإدارة أو الجمعية العامة غير العادية حسب الأحوال المتضمن قرار الزيادة النقدية على قدامى المساهمين وتداول الحق منفصلاً معتمداً من الجهات المختصة، (ب) خطاب شركة مصر للمقاصة بقبول قيد حقوق الأولوية منفصلة بالإيداع والقيود المركزي، (ج) نسخة من الصحف اليومية المنشور بها إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في أسهم الزيادة المعتمد من الهيئة العامة للرقابة المالية بالنسبة لشركات الاكتتاب العام، وما يفيد إخطار قدامى المساهمين بدعوة الاكتتاب في الزيادة المعتمد من الرقابة المالية بالنسبة للشركات التي لم تطرح أسهم لها في اكتتاب عام والراغبة في تداول الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة النقدية، (د) أية متطلبات أخرى تطلبها إدارة عمليات السوق بالبورصة المصرية.

كما تلتزم الشركة بالتقدم بطلب السماح بتداول حق الأولوية للبورصة قبل خمسة أيام عمل على الأقل من التاريخ المحدد لفتح باب الاكتتاب في أسهم الزيادة الواردة بإعلان الهيئة المعتمد وطبقاً لموافقة شركة مصر للمقاصة على قيد حق الاكتتاب منفصلاً. وتقوم إدارة عمليات السوق بالبورصة بفحص مستندات السماح بتداول الحق وإعداد مذكرة للعرض على لجنة العمليات مع توصية بتاريخ بداية تداول الحق منفصلاً وهو اليوم الأول لفتح باب الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال ومدة تداوله وتاريخ انتهاء التداول بمراعاة أن يكون قبل 4 أيام عمل من تاريخ غلق باب الاكتتاب في أسهم الزيادة وعدد حقوق

الأولوية (الأيزن كود) مع تحديد مواعيد تداول الحق منفصلاً وتاريخ حذفه من على قاعدة بيانات آلية الأوامر¹.
وتقوم لجنة العمليات باتخاذ قرار الموافقة بالسماح بتداول حق الاكتتاب في ضوء المذكرة المعروضة عليها مرفقاً بها المستندات المؤيدة لذلك، وتحدد لجنة العمليات مواعيد تداول حق الأولوية منفصلاً بالية الأوامر وبمراعاة أن فترة التسوية للحق ثلاث أيام عمل.
بينما تقوم إدارة عمليات السوق بنشر إعلان بقرار لجنة العمليات بالسماح بتداول حق الأولوية منفصلاً على شاشات التداول مع مراعاة تضمينه بعض الشروط.
وتتولى إدارة عمليات السوق بالبورصة المصرية إخطار إدارة تكنولوجيا المعلومات ببيانات تداول حق الاكتتاب منفصلاً لتنفيذ لقرار لجنة عمليات السوق بمجرد صدور قرارها.
ويتولى قطاع تكنولوجيا المعلومات بالبورصة إخطار شركة الإيداع والقيود المركزي ألياً في نهاية كل يوم عمل بما تم من تداول حق الأولوية.
تعتبر أسعار الأوراق المالية مؤشراً أو مقياساً دقيقاً للقيمة، وحيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة تتدفق في السوق، ويمكن الاطمئنان إلي أن الأسعار سوف تؤدي إلي تحقيق التوزيع الكفاء للموارد الاقتصادية، وضمان عدم استغلال طرف لآخر في السوق على نحو غير مشروع. بل إن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين، وعلى مقدار الثقة التي يضعها

١ تقوم الأسواق المالية بدور مهم في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المعاصرة فهي مصدر الفرص الاستثمارية بالنسبة لقطاعات الفائض ومصدر التمويل بالنسبة إلى قطاعات العجز، وعلى ذلك فإن السوق المالي يعد بمنزلة قناة اتصال مهمة وواجبة بين أصحاب المدخرات وأصحاب الفرص الاستثمارية.
راجع في هذا الصدد د/ صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، غرفة تجارة وصناعة دبي 2007/3/18، المجلد الخامس ص2013.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها.¹ ويجوز للشركات المساهمة أو التوصية بالأسهم المقيد أسهمها بالإيداع والقيود المركزي بخلاف الشركات التي طرحت أسهم لها في اكتتاب عام والتي قررت السلطة المختصة بها تداول حق الأولوية في الاكتتاب منفصلاً من خلال آلية الأوامر خارج المقصورة أن تتبع ذات الإجراءات المشار إليها.

وتتضمن المادة الثانية أن ينشر القرار على شاشات التداول والموقع الإلكتروني للبورصة وتخطر شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي لإعمال شئونها. وسيتم العمل بهذه الإجراءات التنفيذية اعتباراً من اليوم التالي لنشرها، وعلى القطاعات والإدارات المختصة بالبورصة تنفيذها كل فيما يخصه.

الجدير بالذكر، أن قرار البورصة جاء بعد الاطلاع على قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية وتعديلاتها، وعلى قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000

١ السوق الكفاء هو "ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة". راجع في ذلك: د/ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية، 2006، ص 494. وكذلك يعرفه البعض بأنه "ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات" راجع في ذلك: د/ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1997، ص 111. كما يعرفه البعض الآخر بأنه "السوق الذي تتساوى فيه أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية". راجع في ذلك: د/ محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 110.

وللائحته التنفيذية، وعلى القرار الجمهوري رقم 191 لسنة 2009 بالأحكام المنظمة لإدارة البورصة المصرية وشتونها المالية.¹ أن إدراج وتداول حقوق الأولوية بسوق الأسهم المصرية، يعد قراراً في صميم تحقيق الحفاظ على حقوق المساهمين أصحاب حقوق الأولوية، وتحقيق مزيد من حمايتها، وتتصاعد أهميته في الوقت الراهن مع زيادة تآكل رؤوس أموال الشركات. أن هذه الأداة المالية معمولاً بها في معظم الأسواق العالمية وتسمى الـ *Right offer*. أن غموض أو سرية المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية هي نتاج عدم احترام القوانين، على عكس الشفافية التي هي نتاج طبيعي للاحترام الكامل للقوانين، وتهدف الشفافية إلى تحسين الأداء في مختلف مناحي الحياة وبالنسبة لسوق الأوراق المالية فالشفافية تعني المحاسبية والوثوق في المعلومة.² أن القرار في صميم تحقيق الحفاظ على حقوق المساهمين أصحاب حقوق الأولوية، وتحقيق مزيد من حمايتها، بهذه الصورة حتى وإن امتنع عن ممارسة حقوقه فهو بموجب هذا التعديل ستودع في محفظته الاستثمارية حقوقه الأولوية إن شاء دفع ثمنها واحتفظ بها، وإن شاء باعها لمن يطلبها بموجب سعر السوق. وعليه، فهو مستفيد في كلا الحالتين حسبما يقرره هو، وكون الصورة أصبحت أوضح بالنسبة له بالمقارنة مع الوضع السابق، وهذا التعديل يتوافق تماماً مع ما هو معمول به في الأسواق المالية المتقدمة في أوروبا وأمريكا، وهذا ما يعبر عنه بمفهوم

1 سبق وأن أخذ المشرع المصري بهذا التوجه حيث صدر القانون المصري رقم 93 لسنة 2000 بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ونشر بالجريدة الرسمية بالعدد رقم 20 تابع (ب) الصادر بتاريخ 2000/5/18 وبموجب هذا القانون أصبحت شركة الإيداع والقيود المركزي هي شركة مصر المقاصة والتسوية والحفظ المركزي (سابقاً) مختصة بحفظ الأوراق المالية لديها، ويتم نقل ملكية هذه الأوراق بالقيود الدفترية، وأيضاً أمساك السجلات بأسماء ملاك الأوراق المالية وما يرد عليها من حقوق وتصرفات وتوزيع المستحقات الناتجة عنها بما في ذلك الأصل والعائد وتوزيعات الأرباح ونشر التقارير للجهات التي أصدرت تلك الأوراق، راجع المواد 11،4،3،2 من القانون المشار إليه.

2 George M. Von Furstenberg, Hopes and delusions of transparency, The North American Journal of Economic and Finance, n2 12, 2000, p. 105-120.

كفاءة السوق (Efficient Market) وهو مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في التحليلات أو التقارير الواردة عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم¹. وتتساعد أهميته في الوقت الراهن في ظل وجود عاملين مهمين: الأول: زيادة تآكل رؤوس أموال الشركات بسبب خسائرها الفادحة ما يضطر الإدارات لطلب زيادة رأس مالها، وهو ما قد يلحق الضرر بالمساهمين القائمين حال تخليهم عن ممارسة حقوقهم وهذا هو العامل الأهم كون خسارة الشركة أحيانا تدفع صاحب الحقوق للامتناع عن الاكتتاب وتباع أسهمه لغيره بأسعار تفاضلية تستفيد منها الشركة بدلا منه. أما العامل الثاني: في حال أرادت الشركة التوسع في نشاطها وأرادت تمويله عن طريق زيادة رأس المال، بمعنى أنها مقبلة على نمو أكبر، ويتم إقرار هذا في وقت قد يكون صاحب حقوق الأولوية غير قادر على الاكتتاب فتفوته الفرصة! مع هذه الآلية يحق له الاستفادة من إيداع حقوقه الأولوية في محفظته وحال بيعها بسعر أفضل من السعر المطلوب منه دفعه فإنه بدون شك سيستفيد من العملية برمتها على أقل تقدير الهامش المتحقق له بعد خصم تكلفة الزيادة من سعر البيع ويعتبر هذا المفهوم قريبا من المفهوم السائد في النظرية الكلاسيكية "للمنافسة الكاملة" فإذا كان المستثمرون يحصلون على نفس القدر من المعلومات، فإنهم سوف يحصلون على نفس الفرص في تحقيق معدلات العائد عند مستوى معين من المخاطرة تقريبا، مما يعني تحقيق العدالة في سوق الأوراق المالية، حيث تنعكس المعلومات بصورة كاملة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء، وهو ما يمكن معه القول بأن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء يكون مساويا لقيمتها العادلة.

1 Higgins Robert C. Analysis for financial Management, 6th edition, McGraw-Hill, USA, 2011, p. 169.

د/ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000/1999، ص 124-125.

هذه الخطوة تحسب لهيئة السوق وتعتبر خطوة متقدمة للتقارب أكثر مع التجارب المعمول بها في الأسواق المتقدمة، وتحقق عدالة وحماية أكثر للمساهمين. أن هذه الأداة المالية هي حق من حقوق المساهمين لأنهم الأولى بالاكتتاب بالشركة المساهمين بها وخاصة أن هذا الحق دائما يكون بسعر اقل من السوق، أن هذه الأداة معمول بها في معظم الأسواق العالمية وتسمى الريت او فر Right offer. وهي مفعلة بشكل غير مباشر عن طريق طرح شرائح أعلى للاكتتاب بحقوق أكثر من المستحقة كما في الشرائح المقدمة بأسعار أعلى لتغطية حق الذين لم يكتتبوا. أن تفعيل الهيئة لها إيجابي ويجعلها أداة يمكن تداولها مباشرة بالسوق ويعطي هذا الحق سعر فعلي مخدوم بطريقة الطلب والعرض تماما كما هو معمول به في التداول بالأسهم. وعلى ذلك يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلي علم المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تنجأ أسعار الأسهم صعودا وهبوطا تبعاً لطبيعة الأنباء أو المعلومات الواردة للسوق. ولكن على الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين بالسوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً^١.

في هذا الإطار أصدر مجلس هيئة السوق المالية قراره بوضع آلية جديدة لإدراج وتداول حقوق الأولوية كورقة مالية للشركات المدرجة في السوق المالية المصرية، وتهدف هذه الآلية في مجملها إلى إضفاء المزيد من الحماية للمستثمرين من فئة حملة حقوق الأولوية الذين لا يمارسون حقهم في اكتتابات زيادة رأس المال. وفي ظل فرضية السوق الكفاء، فإن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية والتي تساوي القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية، المخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي قد يتعرض لها جراء امتلاكه للأسهم التي يستثمر فيها مدخراته^٢.

١ ارجع في ذلك: د/ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1997، ص 111 وما بعدها.

٢ أ/ شاهيناز جمال الدين محمد، العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (مع التطبيق على الحالة المصرية)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، يونيو 2003، ص 46. وفي نفس المعنى: د/ ماجدة

وذكرت الهيئة أنه يتم توفير الحماية للمساهمين من خلال هذه الآلية عن طريق إعطائهم الفرصة للاطلاع على حقوق الأولوية الخاصة بهم في شكل ورقة مالية مودعة في محافظهم الاستثمارية ومقيمة وفقاً لعوامل السوق المؤثرة، مع إمكانية بيعها وتداولها في السوق في حالة عدم رغبتهم في ممارسة حقهم بالاكتتاب في زيادة رأسمال الشركة. وتعتبر هذه الآلية إضافة نوعية إلى الأوراق المالية المتداولة من شأنها إتاحة المزيد من القنوات الاستثمارية في السوق المالية. وبمقارنة هذه الآلية بالوضع الحالي المتبع في اكتتابات أسهم حقوق الأولوية، فإن هذه الآلية توفر العديد من المزايا المهمة، منها إمكانية بيع حقوق الأولوية كاملة أو جزءاً منها والقدرة على منح التعويض المستحق لحملة الحقوق في حال عدم رغبتهم في ممارسة حقهم في الاكتتاب، وكذلك إعطاء حملة الحقوق الفرصة في بيع جزء من حقوقهم لتمويل اكتتابهم في الجزء الآخر. كذلك توفر هذه الآلية شفافية أكبر عن القيمة العادلة والمستحقة لهذه الحقوق مما سيمكن حملة الحقوق من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية فيما يتعلق ببيع أو ممارسة حقوقهم في الاكتتاب بناءً على معطيات واضحة ولموسة، مع إعطاء الفرصة لمستثمرين آخرين من غير حملة الحقوق بالمشاركة في الاكتتاب بزيادة رأس المال عن طريق شراء حقوق الاكتتاب مباشرة من السوق. هذا وقد أصبح مبدأ الشفافية والإفصاح من المبادئ الأساسية التي أكدتها التطورات المعاصرة لسوق الأوراق المالية ويقع على عاتق جميع الشركات والجهات المعنية الالتزام به خاصة الشركات التي تطرح أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام، والشركات المقيدة التي تطرح لها أوراقاً مالية في جداول البورصة أو التي ترغب في قيد أوراقها المالية فيها. كما يتيح للمساهم غير الراغب في الاكتتاب أن يقوم ببيع هذا الحق بقيمة سوقية تعادل نظرياً الفارق بين سعر السهم محملاً بالحق وبين سعر السهم غير محمل بالحق. ويوفر السيولة للمساهمين الحاليين غير الراغبين بالمشاركة بزيادة رأس مال الشركة دون الحاجة لبيع أسهمهم ودون انخفاض في القيمة السوقية لمساهمتهم في الشركة وذلك عن طريق بيع حقهم لآخرين

أحمد إسماعيل، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر آفاق وتحديات، المنعقد بدبي 2007، المجلد الأول، ص 312.
أ.د/ عصام حنفي، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006، ص 5.

يرغبون بالاكنتاب باسمه. ويمنح الفرصة للمساهمين الحاليين الذين لا تتوفر لديهم القدرة المالية على المشاركة في الاكنتاب الخاص عن طريق تسهيل جزء من مساهمتهم واستخدام المتحصلات من عملية البيع في المشاركة بالاكنتاب.

مما سبق يتضح أن حق أولوية الاكنتاب لا يتعلق بالنظام العام، فهو ليس التزاماً مع كل زيادة لرأس مال الشركة إلا أنه يمثل أهمية كبرى في تحقيق غرض التوازن المالي والإداري في الشركة بمنح المساهمين حق الاكنتاب في الأسهم الجديدة بنفس نسبة الاكنتاب في الأسهم القديمة، إضافة إلى تحقيق مبادئ الحوكمة^١، والحفاظ على الحقوق المالية والإدارية للمساهمين خاصة أقلية المساهمين بعدم تجاوز حقوقهم وتقرير هذا الحق بطريقة عادلة تتوافق مع كافة الضوابط القانونية، فبيع الأسهم لغير المساهمين القدامى يحرمهم من فرصة السيطرة على قرارات الشركة خاصة في حالة التصويت بسبب خسران نسب تصويتهم، مما قد يدفع المساهمين الحاليين إلى إقرار أسهم ليس لها حق التصويت فيما بعد بغرض إبقاء السيطرة للمساهمين الحاليين، وهو الأمر الذي يجب التنبيه له وإحاطته بالآليات القانونية الكافية لمنع استخدام هذه الوسائل بغرض السيطرة أو إبقاء أعضاء مجلس الإدارة في مناصبهم مدة طويلة^٢. كما تبرز أهمية حق أولوية الاكنتاب في إتاحتها فرصة زيادة نسبة تمثيل الأقلية في الشركة ليصبحوا قوة مؤثرة بدلاً من وضعهم كأقلية في الشركة، فعندما ترغب شركة قائمة بالفعل في الحصول على تمويل مالي للتوسع في مشروعاتها فقد تلجأ إلى الاقتراض من البنوك وهذا يمثل عبئاً على الشركة إلا أن الشركة تفضل الحصول على التمويل من خلال طرح أسهم للمدخرين في صورة أسهم وتعرف الأسهم في الفقه الفرنسي بأنها

١ حظيت حوكمة الشركات "Corporate Governance" بالاهتمام نتيجة الفشل

الإداري والمالي الذي منبت به العديد من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة ودول شرق آسيا راجع في هذا د/ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري ص 26 وما بعدها.

٢ - د. عبد الحميد عيسى سليمان غوانمه - تعديل رأس مال شركات المساهمة في التشريعين المغربي و الأردني - رسالة ماجستير - كلية العلوم القانونة والاقتصادية والاجتماعية - جامعة محمد الخامس - المغرب - 1986م - ص 82 وما بعدها.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

القيم المنقولة ذات الدخول المتنوعة، والتي تعطي لأصحابها المشاركة في رأس المال وفي اختيار مجلس الإدارة واقتسام موجودات الشركة . ومن ناحية أخرى تبرز أهمية حق أولوية الاكتتاب في المحافظة على نصيب المساهمين في احتياطات وأرباح الشركة عن طرق تثبيت نسبة الاستثمار الخاصة بهم، لتساوى نسبة ما يكتتبون فيه من أسهم جديدة بالأولوية مع ما يملكون من أسهم في الشركة، إلا أن المشكلة تنور في حالة عدم اكتتاب قدامى المساهمين في الأسهم الجديدة أو التنازل عنها سواء كان ذلك بعوض أو بدون عوض، وفي هذه الحالة يتم طرح الأسهم للجمهور وهنا لا يحقق تقرير الاكتتاب بالأولوية غرض التوازن المالي والإداري في الشركة، ومن ثم يمكن علاج هذه المشكلة عن طريق اللجوء لإصدار أسهم بعلاوة إصدار تحقق غرض التوازن المالي وإن كانت لا تحقق التوازن الإداري كما هو الوضع بالنسبة لحقوق أولوية الاكتتاب^١ .

جدير بالذكر أن غرض تحقيق التوازن المالي والإداري في الشركة لا يكون هدفاً في كل الأحوال فقد تكون الشركة في موقف مالي سيء، ومن ثم يتم اللجوء إلى زيادة رأس المال وفي المقابل يحجم المستثمرون عن الاكتتاب، وهنا ينقلب الأمر حيث يمنح المساهمين الجدد بعض المزايا على حساب المساهمين القدامى، ولا يكون لحق أولوية الاكتتاب وغرض تقريره أي قيمة، ويتم التخلي في هذه الحالة عن تقريره حق أو إصدار الأسهم بعلاوة إصدار كوسيلة لتحقيق التوازن المالي والإداري بين المساهمين الجدد والقدامى.

١ راجع د. نصر علي طاحون، شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، 2003، ص189.

٢ يحدد النظام الأساسي للشركة مقدار رأس المال الذي يمكنها إصداره، ويسمى رأس المال المرخص به Authorized Capital، وفي بعض الأحوال لا تقوم الشركة بإصدار رأس المال المرخص به بالكامل مرة واحدة ويسمى الجزء الذي تصدره الشركة فعلاً برأس المال المصدر Issued Capital، وإذا صدر مسدود بالكامل يسمى برأس المال المدفوع بالكامل، إذا لم يسدد بالكامل يسمى برأس المال غير المسدد بالكامل، وأخذ المشرع المصري بمسميات رأس المال المشار إليها بالمادة 32 من القانون 159 لسنة 1981.

ويثور التساؤل حول مدى جدوى تقرير حق أولوية الاكتتاب إذا كان هذا المبدأ يتعارض مع فكرة تقسيم رأس المال وعدم تركيزه في أيدي عدد محدود من الأشخاص عن طريق الاكتتاب العام، وذلك بقصر الاكتتاب على من يمتلك حق أولوية^١. نعتقد في هذه الحالة أن أولوية الاكتتاب لا تتعارض مع فكرة توزيع رأس المال على عدد غير محدود من الأشخاص في المجتمع، وذلك بالنظر إلى هدف تقريرها وهو حماية المساهمين القدامى في الشركة، كما أن القانون المصري يجيز تداول هذا الحق طبقاً للمادة 96 من قانون الشركات مما يجعل القول بتعارضه مع فكره توزيع رأس المال غير دقيقة، إضافة إلى ذلك يجوز إلغاؤه متى اقتضت ذلك مصلحة الشركة التي قد تتطلب دخول عدد كبير من المساهمين. أيضاً يثور التساؤل حول مدى توافق طريقة إقرار حق أولوية الاكتتاب وطبيعته القانونية مع مبادئ حوكمة الشركات والتي تهدف إلى الحفاظ على حقوق المساهمين وتحقيق أكبر قدر من النزاهة والشفافية داخل الشركة^٢.

فقد أكدت لائحة حوكمة الشركات المصرية^٣ في بابها الثاني على حقوق المساهمين في الشركة حيث تثبت لكل مساهم جميع الحقوق

- ١ - يري جانب من الفقه أن الاكتتاب له أهمية من الناحيتين السياسية والاقتصادية، وذلك بعدم تركيز رؤوس الأموال لدى هذا العدد المحدود، إلى جانب اعتبار الاكتتاب خياراً ديمقراطياً مباشراً في ممارسة النشاط الاقتصادي.
- أنظر في وجهة النظر هذه، د. علي البارودي، ود. محمد فريد العريني - القانون التجاري - دار المطبوعات الجامعية - 1987م ص 488.
- ٢ يقصد بحوكمة الشركات تطبيق القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركة ومساهميها وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها كالدائنين والموردين، وتطبق هذه القواعد في المقام الأول على شركات المساهمة المقيدة في البورصة.
- ٣ بدأ الاهتمام بالحوكمة في مصر عام 2001 بمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية آنذاك (وزارة التجارة حالياً)، حيث وجدت الوزارة برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأته مصر منذ أوائل التسعينات لا يكتمل إلا بوضع إطار تنظيمي ورقابي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر وبالفعل تم دراسة وتقييم مدى التزام مصر بالقواعد والمعايير الدولية لحوكمة الشركات. وأعد البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية بالإضافة

المتصلة بالسهم، ويشمل ذلك حقوق المساهم المالية ومنها حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، فعدم جواز تقرير أولوية الاكتتاب لبعض المساهمين دون ضوابط أو منع تقريره لطائفة دون الأخرى يمثل ضماناً حقيقة لعدم إساءة استخدامه ويتمشى تماماً مع فكرة الحوكمة وحرصها في تحقيق النزاهة والمساواة بين المساهمين داخل الشركة، فلو فرضنا أن أولوية الاكتتاب يجوز تقريرها لبعض المساهمين دون البعض الآخر بدون أي ضوابط فقد يلجأ بعض المساهمين إلى زيادة حصصهم في الشركة بطريقة تسمح لهم بالسيطرة على كافة قرارات الجمعية العامة، كذلك اختيار أعضاء مجلس الإدارة وما إلى ذلك من أمور تتنافى تماماً مع أهداف حوكمة الشركات، و نعتقد أن تقرير حق الأولوية بالكيفية القانونية السليمة يتمشى تماماً مع مبادئ الحوكمة في مجملها حيث إن المستثمرين الصغار في البورصة أكثر اعتماداً على المعلومات المنشورة أكثر من صانعي السوق أصحاب التعاملات الضخمة. إذ أن أصحاب الفئة الأخيرة غالباً ما يكون لديهم جميع المعلومات الاستثمارية المهمة التي تساعدهم على إبرام الصفقات الكبيرة، وبالتالي فإن زيادة الشفافية تعمل على أن يقوم صانع السوق ببذل مزيد من الجهد للحصول على معلومات غير متاحة للجميع في السوق، حتى يقوموا بإبرام صفقاتهم مما يخلق بينهم روحاً من التنافس في الحصول على المعلومات.¹

كما أن طرح أسهم جديدة مع جواز تقرير أولوية الاكتتاب لطائفة أو أكثر من المساهمين دون البعض الآخر يهدم ما تصبو إليه مبادئ الحوكمة وهو أمر غير جائز ويتعارض مع مصلحة المساهمين الخاصة ومصلحة الشركة العامة، وعلى الرغم من ذلك لم يتناول قانون الشركات المصري حالة تقرير أولوية الاكتتاب لبعض المساهمين، وكان من الأخرى النص على عدم جواز ذلك أو إجازته بضوابط قانونية صارمة تقتضيها مصلحة الشركة.

إلى عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين أول تقرير لتقييم حوكمة الشركات في مصر. راجع في ذلك: د/ محمد مصطفى سليمان حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري ص 240، 241.

1John Board, Charles Sutcliffe, Stephen Wells, Transparency and Fragmentation (electronicresource), 2002, p. 225.

المطلب الرابع: نطاق إعمال حق تداول أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال

نص المشرع المصري على أنه "لا يجوز لأي شخص مصري أو غير مصري أيا كانت طبيعته وأيا كان النظام القانوني الخاضع له طرح أوراق مالية في اكتتاب عام للجمهور إلا بناء على نشرة اكتتاب عام معتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية، يتم نشرها في صحيفتين مصريتين يوميتين واسعتي الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية، وذلك وفقاً للأوضاع والشروط التي تضعها اللائحة التنفيذية لهذا القانون. ويجب أن تحرر نشرة الاكتتاب وفقاً لنموذج تعدده الهيئة".^١ وبالرجوع إلى نصوص قانون سوق رأس المال المصري، نجد أنه قد تم تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية وفقاً للقرار (138) لسنة 2016 بأن يصبح إلزامياً تداول حق الأولوية للشركات المقيدة أسهمها بالبورصة عند زيادة رأس المال بعد أن كان الأمر جوازياً للجمعية العامة قبل ذلك. ويجوز استثناء عدم تداول حق الأولوية إذا قررت الجمعية العامة غير العادية للشركة التنازل عن إعمال حقوق الأولوية في حال اقتصار الزيادة على مستثمر استراتيجي على سبيل المثال. وتلتزم الشركة فور نشر إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في زيادة رأس مالها بتقديم طلب للبورصة لقيد حقوق الأولوية في الاكتتاب وذلك قبل أسبوع من التاريخ المحدد لفتح باب الاكتتاب. ويحق للهيئة العامة للرقابة المالية في إطار القيام بواجباتها المنوطة بها

١ المادة (4) من قانون رأس المال، والمستبدلة بالقانون رقم 123 لسنة 2008، الجريدة الرسمية، العدد (23) مكرر، بتاريخ 2008/6/9.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

في سوق الأوراق المالية، أن تطلب كل الإيضاحات والمعلومات والبيانات المتعلقة بالمركز المالي للشركة المصدرة ونشاطها ونتائج أعمالها، وعلى الشركة ومراقبي الحسابات بها موافاة الهيئة بما تطلبه من بيانات ومعلومات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة^١.

ومن الجدير بالذكر أن القرار (137) لسنة 2016 نظم التعامل علي حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال شركات الاكتتاب العام وغير المقيدة أسهمها بإحدى البورصات المصرية. حيث يتوجب على تلك الشركات أن تلتزم بإخطار المساهمين القدامى بإصدار أسهم زيادة رأس المال بأسهم أسمية نقدية وأن تضمن إعلان الدعوة للاكتتاب في أسهم الزيادة تاريخ اكتساب حقوق الأولوية في الاكتتاب ومدته، والفترة التي يسمح خلالها بتداول حقوق الأولوية في الاكتتاب منفصلة عن الأسهم الأصلية أو الاكتتاب بموجبها. ويتم التداول على حقوق الأولوية من خلال البورصة المصرية وفقاً للآلية التي تحددها ويتم تحديد سعر تداول حقوق الأولوية بالتراضي بين البائع والمشتري. ويكون لصاحب حق الأولوية خلال الفترة المحددة تداوله منفصلاً عن السهم الأصلي سواء بالتنازل عنه أو التصرف ببيعه من خلال إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية، ويكون للمشتري الجديد أو المتنازل إليه الاكتتاب في أسهم الزيادة بموجب هذا الحق، كما يكون له التنازل عنه أو التصرف فيه للغير حتى نهاية الفترة المحددة لتداول هذا الحق. وللهيئة أن تعترض على نشرة الاكتتاب والمرفقات خلال أسبوعين من تاريخ تقديم النشرة إليها، وذلك لعدم كفاية أو دقة البيانات الواردة فيها، ولها أن تكلف من تشاء استكمال البيانات أو تصحيحها أو تقديم أي بيانات توضيحية أو أوراق ومستندات^٢.

ويتضمن القرار (135) لسنة 2016 الضوابط التي تحكم الحصول على موافقة مسبقة من مجلس إدارة الهيئة على استحواذ أي شخص طبيعي أو اعتباري مصري أو أجنبي - بطريق مباشر أو غير مباشر - على ما يزيد على ثلث رأس المال المصدر لأي شركة من شركات السمسرة في الأوراق المالية أو شركات إدارة صناديق الاستثمار

١ راجع في ذلك المادة (7) من قانون سوق رأس المال.

٢ راجع المادة (47) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

تمثل أكثر من 10% من حجم السوق لأي من النشاطين. ^١ ويتم حساب حجم السوق لكل نشاط وفقاً لأخر البيانات عن آخر ربع عام سابق على تقديم الطلب ^٢. كما ألزم المشرع المصري الشركة بتقديم تقارير على مسئوليتها إلى الهيئة العامة للرقابة المالية، هذه التقارير عن نشاطها ونتائج عملها ومركزها المالي وكذلك القوائم المالية والميزانية، كل ذلك في المواعيد وبالطرق القانونية وأن تكون مطابقة للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة المعتمدة، وكذلك تقرير مجلس الإدارة ومراقبي الحسابات والقوائم المالية قبل شهرين من انعقاد الجمعية العمومية ^٣. هذا ويراعى مجلس إدارة الهيئة في قراره بشأن طلب الموافقة على التملك الضوابط التالية:

- مدى مساهمة طالب الاستحواذ والأطراف المرتبطة به في الشركة المطلوب الاستحواذ عليها وغيرها من الشركات العاملة في ذات النشاط وتأثير ذلك على تركيز النشاط والمخاطر في سوق رأس المال.
- القيمة المضافة من دخول طالب الاستحواذ بالشركة وخطته بشأنها.
- توافر عناصر الأهلية والكفاءة والخبرة العملية في مجال عمل الشركة.

١ تجدر الإشارة إلى أن تخصيص الأسهم لغير المساهمين وان كانت تقضيه مصلحة الشركة إلا أن تخصيص الأسهم لمساهم أو لبعض المساهمين دون غيرهم هو أمر شديد الخطورة إذ يخل مبدأ المساواة المفترضة بين جميع المساهمين فمن الأحرى إحاطته بالضمانات الكافية والشديدة حتى لا يؤخذ الأمر بطريقة تضر بمصلحة المساهمين الآخرين خاصة في الحالات التي يسيطر فيها فئة معينة من المساهمين على الشركة.

٢ راجع في هذا الصدد، د. يعقوب يوسف صرخوه - الأسهم وتداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي - دار النهضة العربية - 1983م - 108، حيث يرى جانب من الفقه أن هذه الأسهم تجعل أقلية من المساهمين يتحكمون في أغلبيتهم مما يؤدي إلى غياب مبدأ المساواة فضلاً عن إضعافه للدور الرقابي الذي تمارسه الأغلبية في الجمعيات العامة للشركات، أنظر، د. سمير محمد يحيى الأحرى - سوق تداول الأوراق القانونية من الناحية القانونية - رسالة دكتوراه - كلية الحقوق - جامعة أسيوط 2013م

٣ المادة (6) من قانون سوق رأس المال المصري.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

- مدى وجود مساهم آخر في الشركة بحصة مماثلة أو أكثر من الحصة المراد الاستحواذ عليها.
 - مدى تأثير إتمام الاستحواذ على تركيز النشاط والمخاطر في مجال عمل الشركة المراد الاستحواذ عليها.
 - مدى صدور أحكام قضائية ضد مقدم الطلب بإشهار الإفلاس، أو إدانته بجريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو بإحدى الجرائم أو المخالفات في مجال البنوك أو الأوراق المالية أو غسل الأموال وتمويل الإرهاب أو تنظيم المنافسة ومنع الاحتكار.
 - مدى وجود تحقيقات تجريها الهيئة أو طلبات لتحريك الدعوى الجنائية بشأن مخالفات جسيمة للقوانين التي تشرف عليها الهيئة سواء كانت ضد الشخص الطبيعي طالب التملك أو الجهة طالبة التملك أو ضد رئيس مجلس إدارتها أو العضو المنتدب لها.
 - مدى وجود جزاءات أو تدابير من الجهة الرقابية الخاضع لها الشخص الاعتباري طالب التملك حال كونه بنك أجنبي أو مؤسسة مالية أجنبية.
- وألزم المشرع المصري أيضاً الشركة في نهاية نشاط العام المالي لها أن تقوم بعمل الجرد والحسابات السنوية وحساب الأرباح والخسائر والوضع المالي ككل للشركة، وتقديم تقرير مكتوب عن الإدارة يضاف إلي القوائم التكميلية التي تحوي القروض والضمانات والائتمانات التي منحتها الشركة. وكذلك الأحداث المهمة التي وقعت في الفترة من افتتاح النشاط وإلى تاريخ إعداد التقرير^١.
- مما سبق يتضح أن أولوية الاكتتاب في الأسهم لا يتم إعمالها مع كل اكتتاب، فهي مستبعدة بطبيعتها بالنسبة للاكتتاب التأسيسي^٢، فلا يظهر هذا الحق إلا في حالة زيادة رأس المال، كما تستبعد أيضاً في حالة

١ د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، حقوق الإسكندرية، 2000، ص 81، 82.

٢-الاكتتاب المغلق يتم بدعوة أشخاص محددين سلفاً بما ينفي صفة الاكتتاب العام، وقد يكون على المؤسسين فقط، وهو ما يسمى بالاكتتاب الخاص، كالاكتفاء بما يقدم المؤسسين من حصص، وذلك في دائرة مغلقة، أنظر، د. مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - دار النهضة العربية - ص 191، أيضاً، د. حسني المصري - القانون التجاري - شركات القطاع الخاص - مطبعة حسان القاهرة - 1986م - ص 225.

الاكتتاب في زيادة رأس المال إذا كان مغلقاً، حيث لا يتم دخول مساهمين جدد يشاركون المساهمون القدامى في أرباح وموجودات واحتياطيات الشركة، وإنما يكون أعمالها في حالة الاكتتاب العام¹، بشرط أن تكون طريقة زيادة رأس المال تسمح بإعمال حق أولوية الاكتتاب، فلو كانت الزيادة بتقديم حصص عينية كمحل تجاري أو عقارات، أو عن طريق تحويل ديون حالة إلى أسهم، أو عن طريق إدماج الاحتياطي في رأس المال، أو عن طريق تحويل حصص التأسيس والسندات إلى أسهم فهذه الحالات لا تقبل إعمال حق أولوية الاكتتاب فيها، والأسهم النقدية عبارة عن ما يقدمه المساهم في رأس مال الشركة المساهمة على شكل حصة نقدية ولا يختلف الأمر سواء كان تقديم القيمة النقدية في مرحلة تأسيس الشركة أو في حالة زيادة رأس المال²، ولا تثبت أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال إلا للمساهمين المقيدون في سجلات الشركة، أي كانت الصلة الرابطة بين الشخص والشركة.

ويرى الباحث أنه يجب التشديد على ثبات النظام المحاسبي في كل ميزانية تقوم بها الشركة عن كل سنة مالية حتى يتسنى لها المقارنة بين ميزانياتها بين سنة والسنة السابقة عليها، وكذلك المقارنة بين ميزانية السنة الحالية والتوقع المستقبلي لنشاط الشركة، وذلك للوقوف على تطور مشروع الشركة. وإذا حدث أي تغيير في النظام المحاسبي وجب النص عليه والتصريح به. وعلى أية حال فإن التقارير أو البيانات المستقبلية ليست ملزمة للشركة، ما لم ينص عليها القانون.

كما ألزم المشرع المصري كل شركة طرحت أوراقاً مالية للاكتتاب العام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة العامة للرقابة المالية بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي ونسب المساهمات في رأس مالها فور حدوثها وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لانتهاؤ تلك المدة وذلك طبقاً للنماذج المرافقة لهذه اللائحة³. والواضح أن القانون المصري أشار للاكتتاب العام على أنه ما يتم بطرح

١ - د. مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - مرجع سابق- ص 410.

2 - Georges Hubrecht, Alain Couret, Jean-Jacques Barbieri, Droit Commercial, 10^e édition Sirey 1986, p.166.

٣ انظر المادة (58) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والمستبدلة بقرار وزير الاقتصاد رقم 503 لسنة 1997، الوقائع المصرية، العدد 23 (تابع) بتاريخ 1977/10/12.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

الأسهم على أشخاص غير محددين سلفاً من حيث أشخاصهم وعددهم، كما لم يضع شروطاً معينة سوى كون أن الاكتتاب ليس مقصوراً على المؤسسين وتم طرح طبقاً لنظام سوق الأوراق المالية. فالإكتتاب العام^١ في التشريع المصري^٢ يقصد به طرح الأسهم لدعوة أشخاص غير محددين سلفاً^٣ من حيث أشخاصهم أو عددهم، وأياً كان عدد هذه الأسهم وعدد المكتتبين فيها شريطة ألا يقل عددهم عن ثلاثة أشخاص. ويتم اتخاذ قرار زيادة رأس المال طبقاً لإجراءات واشتراطات حددها قانون الشركات المصري، وكذلك الأنظمة المقارنة^٤، لا يجوز تجاهل أي منها كأن تصدر بقرار من مجلس الإدارة^٥ دون الرجوع للجمعية العامة، وغير ذلك من الاشتراطات^٦، على أن يكون قرار الزيادة مستوفى الإجراءات القانونية^٧ كدراسة^٨ الجدوى من الزيادة ومركز الشركة المالي.

- ١- د. سميحة القليوبي- الشركات التجارية - دار النهضة العربية - 2001م - ص 628 وما بعدها.
- ٢- قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981م - الجريدة الرسمية المصرية - العدد 40- أكتوبر 1981م.
- ٣- د. محمود عبد الله أحمد عويس البغدادي - الإكتتاب العام في أسهم الشركات المساهمة وتداولها - رسالة دكتوراه - حقوق بني سويف - 2010م ص 14 وما بعدها.
- ٤ - للمزيد حول شروط قرار زيادة رأس المال أنظر، د. هاني دويدار - القانون التجاري - منشورات الحلبي الحقوقية - 2008م - ص 614.
- ٥- الطعن رقم 11230- لسنة 81 قضائية- الدائرة المدنية والتجارية- جلسة 8 يناير - 2015م - مجموعة أحكام محكمة النقض المصرية.
- ٦- من هذه الشروط أن يكون رأس المال قد دفع كاملاً ما لم يكن الجزء غير المدفوع يعود إلى أسهم صدرت مقابل تحويل أدوات دين أو صكوك تمويلية إلى أسهم ولم تنته بعد المدة المقررة لتحويلها إلى أسهم، أنظر، قانون الشركات المصري ولائحته التنفيذية.
- ٧- هناك عدد من الإجراءات اللازمة للتأشير في السجل التجاري بزيادة رأس المال وفقاً للمتبع في وزارة التجارة والاستثمار المصرية: تقديم نسخة من قرارات الجمعية العامة غير العادية بزيادة رأس المال وما يفيد نشرها في الجريدة الرسمية. شهادة بنكية بقيمة الزيادة (في حال الزيادة النقدية).

وبالنسبة للمشرع الفرنسي فقد قام المشرع الفرنسي، بالتفرقة بين التزام الشركات ذات الاكتتاب العام بالإفصاح للجمهور في حالة الاكتتاب العام الأول والتزامها بالإفصاح عند زيادة رأس المال. وفي العموم يكون الاكتتاب بنشرة تسمى نشرة الاكتتاب أو نشرة الإصدار تشمل على كافة البيانات القانونية المطلوبة^١، وتوجه الدعوى للجمهور بالطريق القانونية التي يحددها القانون، ويبلغ المساهمون بأولويتهم إن وجدت سواء تم النشر في صحيفة يومية أو عن طريق البريد المسجل ويكون البلاغ شاملاً شروط الاكتتاب ومدته وتاريخ بدايته ونهايته. ويتعين على مصدري الأوراق المالية في حالة زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب العام الإفصاح الدائم والمرحلي طوال حياة الشركة وكذلك الإفصاح الطارئ عن كل ما تمر به الشركة أو مركزها بظروف طارئة يمكن أن تؤثر في قرارات المستثمرين بالشركة^٢.

فحق الأولوية لا يظهر في الاكتتاب التأسيسي المغلق أو العام، أو في المراحل اللاحقة على التأسيس (زيادة رأس مال الشركة) مادام أن الاكتتاب مقصوراً على المساهمين في الشركة، فالهدف من تقريره وهو حماية قدامى المساهمين ولن تكون هناك حاجة لإعمال هذا الحق إلا في حالة الاكتتاب العام فيأسهم زيادة رأس المال، وما يستتبع ذلك من دخول مساهمين جدد إلى الشركة يضررون بمصالح القدامى.

كذلك الأمر في حالة إصدار أسهم بعلاوة إصدار و طرحها للاكتتاب العام، فلا حاجة لإعمال أولوية الاكتتاب، فقد حصل المساهمون القدامى على التعويض المناسب ودفع المساهمون الجدد ثمن اشتراكهم في الشركة عن طريق مبالغ علاوة الإصدار. ومن الجدير بالذكر في هذا الصدد أننا نأمل بالنسبة للبورصة المصرية، أن يتدخل المشرع المصري عن طريق زيادة العقوبات لردع الشركات التي تنشر بيانات كاذبة أو مضللة، وتشجيع الشركات الملتزمة بنشر بيانات حقيقية توضح المركز المالي الحقيقي للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام وقت الرغبة

شهادة من مراقب الحسابات تتضمن كفاية الأرصدة المستخدمة في زيادة رأس مال الشركة (في حال أن الزيادة من حقوق المساهمين).

شهادة من مراقب الحسابات تتضمن كفاية الذمم الدائنة المستخدمة في زيادة رأس المال إذا استخدمت الأرصدة الدائنة في الزيادة) وتحليل لهذه الأرصدة.

١ - يرى جانب كبير من الاقتصاديين أنه يجب أن يكون الاكتتاب ضمن آليات

ومعايير تضمن نجاحه وبرؤية واضحة ضمن برنامج تنموي، للمزيد انظر، د. حسين نصار - مكتبة شادي - مصر - 2001م - ص 7.

٢- د. محمود عبد الله عويس - مرجع سابق- ص 8.

3Article (295) du decret de 1967.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

في زيادة رأس مالها لأن العلم بهذه المعلومات قد يؤدي بالمستثمر إلى شراء أسهم هذه الشركة من عدمه.

المبحث الثاني: أحكام ممارسة حق أولوية الاكتتاب في الأسهم

تمهيد وتقسيم

لقد خول القانون المصري لكل من إدارة البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية سلطات رقابية من شأنها ضمان سلامة العمليات المتعلقة بالأوراق المالية ومنع الغش والتلاعب بها، وتتفق أغلب التشريعات علي تقرير أولوية الاكتتاب للمساهمين في شركات المساهمة، إلا أن هناك تباين في تنظيم أحكام ممارسة هذه الحق، سواء من ناحية تقريره، أو النطاق الزمني لممارسته، أو طريقة إلغائه، وقد تناول قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية والقوانين المعدلة له تنظيم ممارسة حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، ووضع الضوابط القانونية الخاصة بذلك، وهو ما نلقي الضوء عليه من خلال المطالبين التاليين :

المطلب الأول: المستفيدون من حق أولوية الاكتتاب وشروط

ممارسته

المطلب الثاني: النطاق الزمني لممارسة حق أولوية الاكتتاب

المطلب الأول: المستفيدون من حق أولوية الاكتتاب وشروط ممارسته
إذا كانت البورصة لا تقوم ببيع أو شراء الأوراق المالية، فإن دورها يتمثل بصفة أساسية في إعداد الأدوات اللازمة لإجراء مثل هذه العمليات وتنظيم الرقابة عليها وفقا للقانون، يتناول قانون رأس المال المصري رقم 59 لسنة 1992 بالتنظيم القانوني لممارسة حق أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى، وكذلك نجد أغلب التشريعات المقارنة، كنظام الشركات السعودي الجديد في المواد (141:139) وقانون الشركات الفرنسي¹، وقانون الشركات الإنجليزي الصادر في 2006م في المادة

1- Article L225-132 -Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004.

561 منه، وقانون الشركات البحريني^١، ونظيره التونسي^٢، وغيرها من التشريعات الأخرى.

وفي إطار حق الأولوية في الاكتتاب يتعين على البورصة أن تفصح عن اسم الشركة والنظام القانوني الخاضعة له، وقيمة رأس المال المرخص ورأس المال المصدر والمدفوع، ونوع الاكتتاب وعدد المكتتبين، ونوع الأسهم والقيمة الاسمية للسهم، والنسبة المسددة منها عند تاريخ تقديم البيان، والبيانات الخاصة بكل إصدار يتم قيد أسهمه، وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد، ونوع الجدول الذي جرى به القيد. ويحاط حق أولوية الاكتتاب بأليات لحمايته، فلا يجوز تقريره لبعض المساهمين دون البعض الآخر^٣، ولا يجوز إلغاؤه إلا بشروط صارمة، ويكون تقريره بنصوص القانون الأمرة. وفي واقع الأمر، يمكن القول بأن البورصة إذ تباشر هذا الدور، فإنما تقوم به استنادا إلى نص المادة (94) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، والتي جاء فيها أن البورصة "تضع نظم العمل والقواعد التي من شأنها ضمان سلامة عمليات التداول وحسن أداء البورصة لوظائفها" وبعد نشر قرار تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال بالوقائع المصرية^٤. أشار إلى أن الحالات التي تطبق بشأنها تلك القواعد تشمل إصدار أسهم شركات أو تعديل هيكل ملكية المساهمين بها، والتقدم للحصول على موافقة على عرض شراء اختياري أو إجباري للأوراق المالية، وطرح أوراق مالية للاكتتاب العام، إضافة إلى قيد أوراق مالية بإحدى البورصات وكذلك التقدم بطلب تأسيس أحد أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، أو المشاركة في تأسيس أي منها بنسبة 10% أو أكثر من أسهم رأس المال أو الاستحواذ على نسبة 10% أو أكثر من أي منها.

١- المادة 128 من قانون الشركات التجارية البحريني الصادر بالمرسوم بقانون رقم 21 لسنة 2001م.

٢- الفصل 296 من مجلة الشركات التجارية عدد 93 - لسنة 2000م مؤرخ في 3 نوفمبر 2000م.

3-MERLE Philippe, Droit commercial, DALLOZ - paris -1996, p8.

٤(العدد 73 بتاريخ 28 مارس 2017)

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

وإذا كانت هذه النصوص تمنح البورصة نوعاً من الرقابة التنظيمية، بما تمنحه لها من تنظيم المعاملات التي تجري بها، فإن البورصة تتمتع بنوع آخر من الرقابة، وهو الرقابة التنفيذية، والتي يهدف القانون من جراء منحها لإدارة البورصة تنفيذ القواعد والأنظمة التي تضعها الإدارة. وتجدر الإشارة إلى أن قرار وزيرة الاستثمار والتعاون الدولي رقم 33 لسنة 2017 بأن يضاف إلى اللائحة باب جديد بعنوان "الباب الثالث عشر - قواعد التعرف على المستفيد للمتعاملين في سوق الأوراق المالية" نص أيضاً على الحالات الأخرى التي يقرها مجلس إدارة الهيئة تحقيقاً لاستقرار السوق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيها. ومما يتوجب الإفصاح للهيئة عنه يتمثل في الشكل القانوني والقانون المؤسس وفقاً له، والدولة المؤسس بها والجنسية، النشاط، أعضاء مجلس إدارة الجهة، من له حق التوقيع عن الشخص الاعتباري، وتجدر الإشارة أيضاً إلى أن اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992 جاءت في المادة (333) من لائحته التنفيذية بشأن تنظيم الاستحواذ على الأسهم من خلال عمليات السوق المفتوح من قبل العاملين وأعضاء مجلس الإدارة قد نصت على: "مع عدم الإخلال بأحكام المادة (8) من قانون سوق رأس المال في شأن الشركات التي طرحت أسهما لها في اكتتاب عام، تسري أحكام المادة السابقة على أعضاء مجلس إدارة إحدى الشركات الخاضعة لأحكام هذا الباب والعاملين بها إذا استحوذوا أحدهم على 3% أو مضاعفتها من أسهم تلك الشركات".

خلاصة العرض السابق، أن هذا الحق يتقرر مع زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم نقدية للاكتتاب، وهو المبدأ الذي تقرره أغلب التشريعات صراحة^١. والأصل أن حق الأولوية لا يقتصر على طائفة

١ راجع المادة (21) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.
٢- التشريع المصري بناء على نص المادة الأولى من قرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م بتعديل المادة 30 من قانون رأس المال لسنة 1993م وتم تعديل هذه المادة بمقتضى قرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م حيث ألزم الشركات المقيدة بالبورصة والتي تطرح أسهم لزيادة رأس مالها بإعمال حقوق الأولوية ما لم تقرر الجمعية العامة غير العادية التنازل عنها، كذلك المادة (128) من قانون الشركات التجارية البحريني الصادر بالمرسوم بقانون رقم 21 لسنة 2001م،

معينة، وهو ما يعنى ضرورة المساواة بين جميع المساهمين في تقرير هذا الحق بغض النظر عن حجم الملكية في أسهم الشركة، فكل مساهم يكون له أولوية اكتتاب بقدر ما يمتلك من أسهم .

وفي هذا الإطار ألزم المشرع المصري، الشركات ذات الاكتتاب العام الإفصاح طوال حياة الشركة طالما بقيت على هذا الوصف (مساهمة ذات اكتتاب عام) . ويشترط لممارسة حق الأولوية موافقة الجمعية العامة غير العادية على زيادة رأس، وطرحه للاكتتاب العام، حيث يتم تعدي لسعر السهم من قبل السوق وتودع حقوق الأولوية كأوراق مالية في المحافظ الخاصة بالمساهمين المقيدین حسب أحقيتهم بالنسبة والتناسب مع نسبة ما يملكه كل مساهم في رأس المال، وذلك بعد انعقاد الجمعية العامة غير العادية بيومين على الأكثر وتودع الحقوق في محافظ المساهمين المقيدین تحت رمز جديد خاص بحقوق الأولوية، التي يمنع التداول أو الاكتتاب فيها إلا وفق ما هو مفصّل عنه في نشرة الإصدار، ولن تظهر قيمة هذه الحقوق ضمن محافظ المساهمين المقيدین أثناء الفترة التي تسبق تداول الحقوق، وإنما سيظهر عدد الحقوق فقط، وستقوم السوق باحتساب ونشر قيمة إرشادية على موقعها بشكل مستمر طوال فترة تداول الحقوق، ويحدد القانون الطريقة والإجراءات التي يتم من خلالها مباشرة حقوق الأولوية في الاكتتاب حيث يتم إخطار المساهمين القدامى بإصدار أسهم الزيادة بإعلان ينشر في إحدى الصحف اليومية، أو عن طريق البريد المسجل، ويكون الإبلاغ شاملاً لشروط الاكتتاب ومدته، وهذا الإشهار شرط لازم لإمكان ممارسة حق الأولوية من قبل المساهمين، فضلاً عن ذلك يجب ممارسة حق أولوية الاكتتاب في نطاق زمني محدد، وذلك حسب ما يقرره النظام أو نشرة الإصدار. وفي جميع الأحوال يجب على الشركة الإفصاح طوال ممارسة نشاطها للجميع وفي نفس الوقت وبنفس القدر، وأيا كانت قيمة الأوراق المالية خاصتها أو أنواعها^١.

١ - أنظر قانون الشركات الإنجليزي: Article 561 /1/A/ Companies Act

2006 أيضاً قانون الشركات الفرنسي الصادر في 2004م:

- Article L225-132 -Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004.

٢ المادة (6) من قانون سوق رأس المال.

٣ المادة (6/6) من قانون رأس المال.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

ويشترط المشرع المصري النشر في صحفيتين يوميتين إحداهما على الأقل باللغة العربية، وذلك قبل موعد الاكتتاب بأسبوع على الأقل ويكون الإعلان متضمناً لمقدار الزيادة في رأس المال، وتاريخ بدء وانتهاء الاكتتاب، وحقوق الأولوية المقررة للمساهمين في أسهم الزيادة وكيفية ممارستها لهذه الحقوق. ومما لا شك فيه أن علانية المعلومات المالية مكون هام لنظام إدارة الشركة إذ إنه يتيح للمستثمرين وغيرهم مراقبة أداء مشروع الشركة¹.

وبالنسبة إلى المشرع الأمريكي فقد كان له السبق في إلزام الشركات المقيدة في البورصات الأمريكية بالكشف والإعلان عن المعلومات والبيانات عن طريق الإفصاح، وكذلك الحال بالنسبة إلى الشركات الأجنبية المقيدة أسهمها في البورصة الأمريكية، إذ يجب على البورصات الناشئة عندما تريد قيد أسهمها في البورصات الدولية الرئيسية أن تحسن من مستويات العلانية طبقاً لقواعد المنظمين والبورصات. وتتم ممارسة حق أولوية الاكتتاب على أساس غير قابل للتخفيض² في الحالة التي يكون فيها للمساهم الحق في الاكتتاب في عدد من أسهم زيادة رأس المال محدد بقدر ما يملك من أسهم في الشركة، ولا يمكن تخفيضه، فعلى سبيل المثال إذا تقرر رفع رأس مال الشركة بنسبة 20% يكون لكل من يملك خمسة أسهم قديمة أولوية الاكتتاب في سهم واحد جديد³، وهكذا حسب نسب الزيادة وحسب ما يتم طرحه للاكتتاب العام، وفي هذه الحالة يحصل المساهم على عدد الأسهم التي طلب للاكتتاب فيها، أما إذا لم يكتتب المساهمون الذين لهم حق الاكتتاب على أساس غير قابل للتخفيض لأي سبب كان، فالأسهم التي لهم الحق فيها ستبقى بلا اكتتاب، وبالتالي يمكن طرحها على المساهمين الآخرين الذين اكتتبوا على أساس غير قابل للتخفيض بنسبة ما يملكون من أسهم وفي حدود طلباتهم، فإذا أحجم

1 Chandrasekhar Krishnamurti and others. Voluntary disclosure, transparency, and market quality: evidence from emerging market ADRS, journal of multinational financial management, no 15, 2005, p. 435-454.

2- أنظر، د. محمد فريد العرينى - شركات الأموال - دار المطبوعات الجامعية - 2001م - 357.

3 -JAUFFRET -Droit commercial ,LG,D,J 19émééd, par J.MESTRE1989- P 188.

المساهمون الآخرون عن الاكتتاب في الأسهم الزائدة يتم طرح ما تبقى من أسهم للاكتتاب العام في هذه الحالة. وطبقا للدراسات العملية على البورصات الأمريكية¹، فإن الشركات يكون لديها دافع لعلائية المعلومات والكشف عنها طواعية، وقد يكون هذا الدافع هو تحسين السيولة عند التعامل في البورصات الكبرى مثل بورصة (NASDAQ). وكلما كان مستوى الشفافية أعلى كلما كان الاختيار المنافس للشركة عند المستثمرين أضعف، كما أن حجم تداول أسهم الشركة يكون أعلى.

المطلب الثاني: النطاق الزمني لممارسة حق أولية الاكتتاب انطلاقا من الأهمية الخاصة لسوق الأوراق المالية كان لابد من العمل على وضع تنظيم لهذه الأسواق على نحو يكفل لها أداء الدور المنوط بها على الوجه الأمثل، وبما يعود به من فائدة على الدول التي تنشأ فيها. وعلى ذلك كان لابد وأن يتعرض هذا التنظيم إلى كافة العوامل التي تنشأ فيها. وعلى ذلك كان لابد وأن يتعرض هذا التنظيم إلى كافة العوامل التي يمكن أن تؤثر على كفاءة أداء هذه الأسواق، وذلك لتحديد العوامل الإيجابية من ناحية ومحاولة العمل على تطويرها وتنميتها، وكذلك العوامل السلبية من ناحية أخرى والعمل قدر الإمكان على تلافيتها وإزالة أسباب ظهورها وانتشارها. وتقوم الدولة بتنظيم الأسواق التي تعمل في إطارها الشركات والمؤسسات التجارية والمالية، بحيث يتحقق من جماع ذلك كله مناخ سليم يسمح بالتنافس في ظل وجود قوانين تحترم حقوق الملكية، ووجود نظام فعال لحقوق الملكية يحدد من يملك وكيفية التصرف في الملكية، وفي هذا الإطار أهتم المشرع المصري بحالة عدم ممارسة بعض المساهمين أصحاب حقوق الأولوية ما لهم من حق خلال المدة التي حددها القانون أو نشرة الاكتتاب حسب ما تم تقريره،

1Chandrasekhar Krishnamurti and others. Voluntary disclosure, transparency, and market quality: evidence from emerging market ADRS, journal of multinational financial management, no 15, 2005, p. 440-450.

٢ في هذا الإطار تنص المادة 216 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 على أن "تلتزم الشركة المرخص لها بأكثر من نشاط بأن تفرد لكل نشاط إدارة مستقلة مع الفصل التام بين الإدارات وبما يؤدي إلى تجنب نشوء تعارض المصالح...."

وذلك حتى يتم قفل باب الاكتتاب، وهنا لا يشكل الدافع وراء عدم ممارسة هذا الحق فارقاً في النتيجة حيث يسقط حق الأولوية في جميع الأحوال، فلو كان المقابل المادي الذي يمثله الحق ضئيلاً، أو كان المساهم متعثراً مالياً، أو حتى كان ذلك تخاذلاً منه في استخدام حقه، وسواء كان ذلك من بعض المساهمين أو جميعهم، ففي كل الأحوال يسقط حق أولوية الاكتتاب المقرر لمن لم يمارسه في النطاق الزمني المحدد^١.

وتتوافق قيم الدستور والمشرع المصري على نظام تعمل من خلاله الشركات، في ظل احترام القوانين وسيادتها، فغاية المشرع من تحديد مدة تداول حق الاكتتاب هي حماية رأس مال المشروع، وحماية الغير من الراغبين في شراء أسهم الشركة، ولذلك حرص على تنظيم إجراءات تداول حق الاكتتاب ولا ينبغي أن يترك استخدام هذا الحق معلقاً لفترة طويلة الأمر الذي يضر بالمصلحة العامة للشركة، فالحياة التجارية وما قد يطرأ على الشركة من تغييرات قد لا يتماشى مع طول المدة، لذلك نجد أغلب التشريعات المقارنة تقرر ممارسة هذا الحق في مدة قصيرة، فالتشريع المصري حدد هذا النطاق بثلاثين يوماً، ولا يجوز مخالفة ذلك وفقاً لنص المادة (31) والتي نصت على أن " لا يجوز أنتقل

المدة التي يكون للمساهمين القدامى فيها حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة في حالة تقريره عن ثلاثين يوماً تبدأ من تاريخ فتح باب الاكتتاب في تلك الأسهم"^٢، وكذلك نجد التشريع البحريني جعلها 15 يوم في المادة (128) من قانون الشركات التجارية البحريني، والمادة (204) من قانون الشركات الإماراتي رقم 8 لسنة 1984م^٣، والمادة (5/562)

١ الجدير بالذكر أن المشرع المصري، اتبع اتجاه المشرع الأمريكي في تحقيق الرقابة على الأسواق، من خلال إنشاء لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC)، وهو الاتجاه الذي اتبعته العديد من التشريعات في العالم، حيث أنشأ المشرع الفرنسي أيضاً لجنة عمليات البورصة (COB).

٢ أوجب المشرع المصري على البورصة وضع القواعد والنظم التي من شأنها ضمان سلامة عمليات التداول، كما أوجب عليها تشكيل لجنة لمراقبة عمليات التداول يومياً، والتحقق من أنها تتم وفقاً للقوانين والقرارات المنظمة لها. المادة 94 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

٣ - نصت المادة 204 من قانون الشركات الإماراتي لسنة 1984م على أن " يكون للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة ويبطل كل شرط على خلاف

من قانون الشركات البريطاني الصادر في 2006م جعل هذه المدة 21 يوماً.

وفي هذا الإطار تحرص البورصة على فحص الأوضاع المالية للشركة من خلال ما تقدمه لها الشركة من تقارير وقوائم مالية عن نشاطها لعدد من السنوات وذلك للتأكد من استقرار وجودة أوضاعها المالية، ولقد درجت بعض التشريعات على عدم تحديد مدة لتداول حق الاكتتاب كما هو الحال في نظام الشركات السعودي لم يحدد مدة معينة في النظام يجب الالتزام بها لممارسة وتداول حق أولوية الاكتتاب، بل ترك الأمر لما يتم تحديده في قرار زيادة رأس مال الشركة والذي يحدد هذه المدة وشروط الاكتتاب كما يبلغ المساهمين بذلك بالطرق القانونية المحددة طبقاً لنص المادة 139 من نظام الشركات، ولا يمكن الاعتماد في هذا الصدد على ما ورد في المادة (1/44) من الدليل الاسترشادي للضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات، حيث نصت هذه المادة على أن " تستمر مدة تداول الحقوق ثمانية أيام ويمكن خلالها للمساهمين المقيدين والمستثمرين الجدد تداول الحقوق، ويتم تحديد فترة التداول من خلال نشرة الإصدار، وإعلانات الشركة المصدرة " حيث أن هذا الدليل استرشادي فقط، ولا يمكن الاعتماد عليه، ولا يشكل بأي حال من الأحوال مرجعاً لأي من الإجراءات والمسؤوليات القانونية المترتبة على الأطراف والأشخاص ذات العلاقة¹. في حين نجد المشرع المصري تطلب استيفاء معايير تضمن أهمية وجدية التداول والهدف من ذلك الاطمئنان على أن تلك الأوراق سوف تتمتع بقدر معقول من السيولة في التداول، أي احتمال تداولها تداولاً نشطاً الأمر الذي يعني أن تكون كمية الأوراق المطلوب قيدها صالحة لعقد صفقات بالقدر الذي تتطلبه معاملات البورصة لتسفر عن سعر حقيقي وعادل².

ذلك في نظام الشركة أو القرار الصادر بزيادة رأس المال " كما أقر قانون الشركات التجارية الإماراتي رقم 2 لسنة 2015م في المادة 197 حقوق الأولوية والتصرف فيها.

- 1- لا يعتبر هذا الدليل إلزامياً في أي من القواعد والإجراءات التي جاء بها وتم الإشارة إلى ذلك في الدليل الصادر بذلك من هيئة السوق المالية.
- 2 في سبيل ذلك تطلب البورصة المصرية ضمن وثائق القيد ما يلي: -

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

ويرى الباحث أنه من الضروري وضع تنظيم قانوني لفترة ممارسة الاكتتاب بحقوق الأولوية في صلب القانون بنص أمر حتى لا يكون هناك فرصة لسيطرة الأغلبية لتحديد مدة ممارسة حقوق أولوية الاكتتاب، وسد أي وسيلة للتحايل في هذا الشأن، كما ينبغي أن تتناسب هذه المدة مع طبيعة التعاملات التجارية، ونظام وإرشادات هيئة سوق المال. بالإضافة إلى وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح الصادرة تنفيذاً لها والتي تتم بسعر لا مبرر له، من أجل الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه. وهنا يثور التساؤل حول جواز اعتراض بعض المساهمين على طريقة التنظيم ومدة ممارسة حقوق أولوية الاكتتاب الصادرة بقرار من الجمعية العامة طالما لم يحدد كافة الجوانب الخاصة بذلك، فلا يخلو الأمر من إمكانية سيطرة كبار المساهمين على قرارات الجمعية العامة والإضرار بصغار المساهمين كتعسف الأغلبية في تحديد المدة الزمنية للاكتتاب؟

الإجابة على ذلك تتلخص في أنه يجب على الشركة إذا ما رغبت في طرح حقوق الأولوية للاكتتاب أن تفصح للهيئة عن رغبتها في ذلك، وليس لها أن تسير في الإجراءات إذا ما اعترضت الهيئة على ذلك كما أن على الشركة إذا ما رغبت في طرح حقوق الأولوية للاكتتاب أن تعتمد نشرة لاكتتاب من قبل الهيئة. ولا تتوقف رقابة الهيئة عند هذا الحد، إذ تلتزم الشركات التي تطرح أوراقها في اكتتاب عام بأن تقدم إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تضمن هذا التقرير بيان المركز المالي الصحيح لها، كما تخطر الهيئة بالميزانية والقوائم المالية وتقرير مجلس الإدارة ومراقب الحسابات قبل شهر من

- شهادة من رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب للشركة بعدد المكتتبين في أوراق الإصدار المطروحة للاكتتاب العام أو الطرح العام بالنسبة لشركات الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات في حالة الطرح الخاص معتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية مع بيان صادر من الجهة التي تلقت الاكتتاب أو الطرح.

- خطاب من الشركة بموقف أسهم الخزينة، مع تعهد الشركة بإخطار البورصة في كل حالة ترغب فيها شراء أسهم خزينة بعد القيد.

١ وهي الصلاحيات الواردة في المادة (21) من قانون سوق رأس المال، ذلك أن المادة المذكورة بعد أن عرضت للصلاحيات التي تتمتع بها البورصة، جاء في عجزها "ولرئيس الهيئة أن يتخذ في الوقت المناسب أيًا من الإجراءات السابقة..."

التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة^١. كما نعتقد في هذه الحالة أن أقلية المساهمين لهم حق اللجوء في كل الأحوال إلى المحكمة المختصة في كل حالة يتم التعدي فيها على حق لهم، وللمحكمة أن تقضي ببطالان الاكتتاب، وهنا تظهر أهمية تقرير المدة الزمنية والطريقة التي يتم بها مباشرة حق أولوية الاكتتاب في صلب النظام لدرء ما قد يثور من نزاعات أما إذا تحددت مدة معينة ثم اكتتب جميع من لهم حق أولوية الاكتتاب على أساس غير قابل للتخفيض خلال مدة أقصر، ومن ثم يقفل باب الاكتتاب قبل انتهاء الموعد المحدد، فلا مشكلة في ذلك، ولا يلحق ضرر بأي من الأطراف. حيث خول القانون للهيئة مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربة الوهمية.

الفصل الثاني: عدم إعمال حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة والتصرف فيه

تمهيد وتقسيم

تجدر الإشارة في هذا المقام أن المشرع المصري ألزم الجهات المصدرة لأوراق مالية لدى شركة الإيداع والقيود المركزي أن تخبرها بالمعلومات المتعلقة بأوراقها المالية التي يجب الإفصاح عنها وفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية - حيث تتولى شركة الإيداع والقيود المركزي نيابة عن الجهة المصدرة وعلى نفقتها نشر هذه المعلومات بالوسائل المناسبة التي تحقق العلانية والشفافية، وبما لا يخل بالقواعد القانونية المنظمة لنشر التقارير والوثائق والبيانات المتعلقة بالجهة المصدرة، وذلك ما لم تقم الجهة المصدرة بإجراء النشر بمعرفتها في الوقت و المدد وفقاً لأحدث هيكل لملاكيات المساهمين^٣. فحق أولوية الاكتتاب أو أفضلية الاكتتاب كما يطلق عليه البعض يتمتع به جميع المساهمين المقيدون بسجلات الشركة عند زيادة رأس المال، وذلك بنسبة ما يملكونه من أسهم، ما لم تقرر الجمعية العامة وقف إعمال هذا الحق، وهو حق يعطي لحامله أولوية الاكتتاب وذلك بسعر الطرح، ويجوز

١ راجع المادة (4) من القانون رقم 95 لسنة 1992.

٢ راجع المادة (3/43) من القانون رقم 95 لسنة 1992.

٣ انظر المادة (3/3) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم (93) لسنة 2000، والمادتين (5،30) من لائحته التنفيذية.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

التصرف فيه مستقلاً أو بالتبعية للسهم الأصلي باعتباره ورقة مالية قابلة للتداول.

إلا أن هذا الحق ليس مطلقاً، فقد يتم إلغاؤه من قبل الجمعية العامة للشركة^١، ولا يعني ذلك أن أولوية الاكتتاب مطلقة وثابتة في جميع الأحوال، فقد يتم إلغاؤها أو تخصيصها، على عكس بعض الحقوق الأخرى المتعلقة بالسهم والتي لا يجوز حرمان المساهم منها. حيث يجيز قانون الشركات المساهمة رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية للجمعية العامة غير العادية إلغاء أولوية الاكتتاب متى كان ذلك مقررأ في النظام الأساسي للشركة، أو تخصيص الأسهم الجديدة الناتجة عن زيادة رأس المال لأي مساهم^٢ أو مستثمر من غير المساهمين، وفي هذه الحالة لا ينتج عن زيادة رأس المال أولوية اكتتاب للمساهمين الحاليين في الشركة.

كما أن حق أولوية الاكتتاب يعتبر من الحقوق المالية للمساهم ويجوز التنازل عنه وتداوله في سوق الأوراق المالية. وفي الحالات التي تقرر الجمعية العامة إلغاؤه يكون هناك سبب يسوغ هذا الإلغاء إما أن تقتضيه مصلحة الشركة أو يتم استخدام وسيلة أخرى كعلاوة الإصدار لتحقيق التوازن بين مصالح المساهمين القدامى والجدد. لذا سوف نتناول هذا الفصل من خلال مبحثين:

المبحث الأول: عدم إعمال حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

١ تنص المادة 98 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم 81/159 طرح أسهم الزيادة للاكتتاب العام دون إعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى : "استثناء من أحكام المادة 96 من هذه اللائحة، يجوز بقرار من الجمعية العامة غير

العادية بناء على طلب مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، وللأسباب الجدية التي يبيدها ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون إعمال حقوق الأولوية المقررة لقدامى المساهمين بالمادة المشار إليها"

٢ - تجدر الإشارة إلى أن تخصيص الأسهم لغير المساهمين وان كانت تقتضيه مصلحة الشركة إلا أن تخصيص الأسهم لمساهم أو لبعض المساهمين دون غيرهم هو أمر شديد الخطورة إذ يخل مبدأ المساواة المقترضة بين جميع المساهمين فمن الأخرى إحاطته بالضمانات الكافية والشديدة حتى لا يؤخذ الأمر بطريقة تضر بمصلحة المساهمين الآخرين خاصة في الحالات التي يسيطر فيها فئة معينة من المساهمين على الشركة.

المبحث الثاني: التصرف في حق أولوية الاكتتاب في الأسهم.
المبحث الأول: عدم إعمال حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة

تمهيد وتقسيم

تقوم الشركة بتأمين تداول الأوراق المالية وذلك لأنه لا توجد علاقة مباشرة بين المصدرين والوسطاء، وتقوم الشركة بإجراء التحويلات اللازمة بين الحسابات المفتوحة للمنتسبين إليها أو أعضائها، وهي تعمل في الوقت ذاته عند الضرورة بإصدار شهادات حقوق اكتتابيه أو انتسابية لها قيمة أبرائية لدى الشركة المصدرة للورقة المالية وذلك كله بناء على قرار الجمعية العامة غير العادية ويمكن إصدار أسهم زيادة رأس المال النقدية بدون إعمال حقوق أولوية الاكتتاب، وذلك تحقيقاً للمصلحة العامة للشركة¹، وهذا المبدأ هو ما أخذ به المشرع المصري ونصت عليه العديد من التشريعات المقارنة كما هو الحال في نص المادة 140 من نظام الشركات السعودي²، وهو ما يوضح إلى حد ما صرامة شروط إلغاء هذا الحق، ويكون الإلغاء بالنسبة لجميع المساهمين، وليس لبعضهم دون البعض الآخر إعمالاً لمبدأ المساواة، وقد يتم تعويض قدامى المساهمين بغير إعمال حق الأولوية بغية تحقيق التوازن بين مصالح المساهمين القدامى والجدد عن طريق إصدار أسهم بأعلى من قيمتها الاسمية (علاوة إصدار)، أو إلغاء الأولوية وطرح الأسهم للاكتتاب العام مباشرة متى اقتضت مصلحة الشركة ذلك، وفي العموم عدم إعمال الأولوية هو الطابع الاختياري لها، وهو ما يفسر إمكانية التنازل عنها من

1 - M.Salah, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les sociétés par actions, EDIK, éd – 2001- p.26.

٢- جدير بالذكر أن المؤسسون ليس لهم كامل الحرية في إنشاء النظام الأساسي للشركة، بل يجب أن يتم ذلك وفقاً لما يقرره الوزير المختص، وهذا ما يتم العمل به في النظام السعودي حيث أصدر وزير التجارة والاستثمار عدد من النماذج الخاصة بعقود تأسيس الشركات منها عقود تأسيس الشركات المساهمة، وفي هذا الشأن يرى جانب من الفقه أن الغرض من هذه النماذج هو توحيد الأنظمة التي تسير عليها الشركات، أنظر، د. مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - دار الفكر العربي - مصر - ط 2007م.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

قبل المساهمين¹، ويتفق المشرع المصري مع أغلب التشريعات في جواز إيقاف العمل بها بقرار الجمعية العامة غير العادية علي الرغم من توقف ذلك على ما هو منصوص عليه في قانون الشركة الأساسي وهذا ما نتناوله من خلال المطالبين التاليين:

المطلب الأول: إلغاء حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة

المطلب الثاني: إصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل لحق الأولوية

المطلب الأول: إلغاء حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة

إن أمن عمليات التداول يتناول الأدوات المالية المسجلة لدى الشركة، بحيث يكون هناك تساوي كامل بين مجموع الإصدارات والقيود في الحسابات المقابلة، ومن ثم فإن كل عملية إصدار من جانب أي شركة أو مؤسسة يسجل في حساب شركة مصر المقاصة تحت عنوان "إصدار مدين"، وفي المقابل، يجب أن يظهر في العمود المقابل له حساب دائن يساوي ذلك الحساب المدين. ولا يتم أعمال أولوية الاكتتاب مع كل طرح لأسهم زيادة رأس المال، وذلك إذا ما قررت الجمعية العامة غير العادية ذلك طبقاً لنص المادة الأولى من قرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م بتعديل المادة (30) من قانون رأس المال المصري لسنة 1993م مع مراعاة ما جاء في المادة 32 من ذات القانون. يقابل هذا النص في النظام السعودي نص المادة (140) من نظام الشركات السعودي الجديد حيث نصت على أن " يحق للجمعية العامة غير العادية إذا نص على ذلك في نظام الشركة الأساسي وقف العمل بحق الأولوية للمساهمين في

1 -Juris-Classeur, banque-crédit bourse 2001- société traité- Fasc 1790,Florence Lagrange, les Actions, droit et obligations attachés a l'Action.p12.

د/ محمد أحمد سلام الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة مصري - أمريكي - فرنسي دراسة قانونية اقتصادية ص 147. وفي الفقه الفرنسي انظر:

MESTRE Jacques et PANCRAZI Marie-Eve, Droit commercial, 25, edition, LGDJ, paris 2001,p.390.

الاكتتاب بزيادة رأس المال مقابل حصص نقدية أو إعطاء الأولوية لغير المساهم ينفي الحالات التي تراها مناسبة لمصلحة الشركة".

من أجل سلامة عمليات التداول يجب أن يكون القيد في الحساب لدى شركة مصر المقاصة منتظماً وتقوم الشركة بمراقبة هذا الانتظام، والواضح من نص المادة الأولى من قرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م بتعديل المادة (30) من قانون رأس المال المصري لسنة 1993م مع مراعاة ما جاء في المادة 32 من ذات القانون أنه يعطى الجمعية العامة غير العادية الحق في إلغاء أولوية الاكتتاب متى نص على ذلك نظام الشركة الأساسي، وهنا يثور التساؤل حول مدى إمكانية إلغاء الجمعية العامة حق أولوية الاكتتاب متى اقتضت مصلحة الشركة ذلك، ولم يكن مخولاً لها ذلك في النظام الأساسي للشركة؟.

ومن الملاحظ، أن التشريعات المقارنة حضت الأشخاص الملتزمين بتطبيق مبدأ الشفافية في سوق الأوراق المالية وخلق رغبة ذاتية داخل مجلس إدارة الشركة في تحقيق هذا المبدأ كما قامت تلك التشريعات بتحديد الأشخاص الملتزمين بتطبيق هذا المبدأ، وكيفية اكتشاف أوجه القصور في تحقيق المبدأ ومعالجتها. كما وضعت نصب أعينها حماية صغار المستثمرين أمام كل ذي سلطة داخل سوق الأوراق المالية والوقوف في وجه كل من يحاول العبث بمدخرات هؤلاء المستثمرين¹. لذا نعتقد أن من الضروري إعادة النظر في نص هذه المادة، حيث تجعل مرد إلغاء أولوية الاكتتاب للنظام الأساسي للشركة، والذي يصعب توفيق

١ يقوم نشاط الإيداع والقيد المركزي في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال شركة، هذه الشركة معروفة في الولايات المتحدة الأمريكية باسم "النظام الوطني لتسوية الحسابات والمعاملات في الأوراق المالية" المعروف ب(DTC)، وهذا النظام يعد الأقدم بين الأنظمة المماثلة في التشريعات المقارنة، وهو مشابه تماماً في عمله لشركة (S. I. O. V. A. M) الفرنسية وهاتين الشركتين تتطابق مع شركة مصر المقاصة الموجودة في النظام المصري. راجع في شأن النظام الفرنسي: Article (78-Q) 15 usc CHAPTER 2B- SECURITES EXCHANGES 0110312007.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

طريقة تعديله حسب مصلحة الشركة مع الواقع الاقتصادي المحيط^١، ففي حالة عدم النص في نظام الشركة الأساسي على جواز إلغاء حقوق أولوية الاكتتاب لا يمكن للجمعية العامة أن تقرر إلغاءه، وهو الأمر الذي قد يتعارض مع الواقع ويتضارب مع مصلحة الشركة، ومع طبيعة حق أولوية الاكتتاب والهدف من تقريرها، فينبغي أن يكون حق الجمعية العامة غير العادية في إلغاء أولوية الاكتتاب مقررًا بنصوص القانون الأمرة، فجمهور المساهمين ممثلًا في الجمعية العامة له الحق في إلغاء أولوية الاكتتاب كتنازل عما يقرره القانون من حق لقدامى المساهمين. وعلى الشركة إعداد دليل بالخدمات التي تقدمها لأعضائها أو لغيرهم، متضمنًا بيانًا بتلك الخدمات وكيفية الحصول عليها، والمقابل الذي تتقاضاه الشركة عن هذه الخدمات وكيفية ومواعيد سدادها^٢.

ولا بد أن يكون الإلغاء بناء على تقارير مراقب الحسابات وتقارير مجلس الإدارة، وذلك على مسؤوليتهم في حال كانت البيانات والمعلومات المقدمة غير صحيحة، ليكون إلغاء حق أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى بقرار من الجمعية العامة غير العادية مبني على أسباب جدية واضحة ومن ثم تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشر، دون أعمال أولوية الاكتتاب. ويجب على الشركة أن توضح الإجراءات المتبعة في المساواة بين أعضائها، وتجنب تمييز أو تفضيل أي منهم بأية صورة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة^٣.

وإعمالًا لرقابة الهيئة العامة للرقابة المالية على إدارة الشركة يرى في هذه الحالة أن لا مانع من مساءلة مراقب الحسابات أو مجلس الإدارة في حالة تقديم بيانات غير صحيحة، أو تعمد عدم أعمال الأولوية، إذا كان منصوص عليها في النظام الأساسي للشركة، ويلتزم من ارتكب هذه

١ - فإن كانت هناك حاجة ماسة لإلغاء حقوق الأولوية ولم ينص النظام الأساسي على ذلك وجب تعديل نظام الشركة الأساسي والذي لا يجوز تعديله إلا بموافقة جميع من وقعوا عليه.

٢ المادة (1/66) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع.
٣ وهي التقارير والقوائم المالية التي تلتزم بتقديمها الشركات التي تطرح أوراقًا مالية في اكتتاب عام عملاً بأحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 (راجع في هذا الشأن المادة (2/66) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع).

المخالفة بتعويض كل من أصابه ضرر^١، إضافة إلى ما يقرره القانون من عقوبات أشد. وعلى الشركة الاستعانة بمحاسبين قانونيين من خارجها، لتقييم أساليب المراجعة المالية ونظم المراقبة الداخلية لديها ويجب على المحاسبين القانونيين، إعداد تقرير يعرض على مجلس الإدارة. فإذا اقتضت مصلحة الشركة^٢ إصدار أسهم جديدة بدون أعمال حق الأولوية، وكان هناك ما يبرر ذلك، ينبغي التضحية بمصلحة المساهمين من أجل مصلحة الشركة العامة، ولا مسؤولية في ذلك، كما لو كان هناك رغبة في إدخال مساهمين جدد للشركة، أو كانت الزيادة بغرض تخصيصها لدائن للشركة قبل أن يحول دينه إلى أسهم. كذلك يقع على عاتق الشركة وضع الإجراءات التي تضمن السرية الكاملة للبيانات وعدم إتاحتها للغير إلا بإذن كتابي من صاحب الشأن أو نائب عنه أو من أحد ورثته أو غيرهم من ذوي الشأن الذين جددهم القانون بالمادة (67) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي. وقد يشترط مقدم الحصة العينية على الشركة أن تزيد رأس مالها وتصدر أسهما نقدية ويتم حجزها له أي كانت طبيعة هذه الحصة العينية، وهنا يكون وقف أعمال حقوق الأولوية أمر تقتضيه مصلحة الشركة ولو تعارض مع النظام الأساسي لها. وتلتزم الشركة بإنشاء وإدارة النظم والبرامج الكافية للمحافظة على بيانات المساهمين التي تلتزم بها وفقا للقانون وقانون الإيداع والقيد المركزي، ولائحته التنفيذية، وعليها اتخاذ الإجراءات الضرورية لعدم

١- في هذا الصدد أنظر: المادتين (46،47) من قانون الإيداع والقيد المركزي. وفي القانون الأمريكي راجع:

- Articles 5687,572- Companies Act 2006 (c. 46) -Part 17-A company' sshare capital -Chapter 3- Allotment of equitysecurities: existingshareholders' right of pre-emption

٢ المادة (64) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي.

٣ - أنظر، د. محمد فريد العريني- الشركات التجارية- دار الجامعة الجديدة للنشر- 2003م - ص 243.

4 - RIPERT Georges et ROBLOT Rene – Traite de Droit commerçai LGDJ Paris,2002, p 622.

٥ أنظر في ذلك أيضا المادة (49) من قانون الإيداع والقيد المركزي.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

تعرض هذه البيانات لخطر الفقد أو التلف^١، وإلا كانت مسؤولة عن ذلك مسؤولية مباشرة^٢. وكذلك يلغى حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة غير العادية في حالة تخصيص الأسهم للعاملين في الشركة^٣، أو الشركات التابعة لها أو بعضها، و يمنح القانون هذا الحق للجمعية العامة غير العادية في جميع الأحوال بغض النظر عن تقرير ذلك في النظام الأساسي للشركة من عدمه، وهذا يعتبر استثناء على ما ورد في نص المادة الأولى من قرار وزير الاستثمار رقم 95 لسنة 2016م بتعديل المادة (30) من قانون رأس المال المصري لسنة 1993م والتي لا تتيح إلغاء أولوية الاكتتاب للجمعية العامة إذا لم تكن مقررة في نظام الشركة الأساسي.

كذلك رتب المشرع المصري المسؤولية على الأعضاء عن صحة البيانات المقدمة منهم وعن سلامة الأوراق المالية التي يتم إيداعها بمعرفتهم. حيث أوجب المشرع المصري على هؤلاء الأعضاء التأكد من أن زيادة رأس المال تأتي في مصلحة الشركة وما إذا كانت هناك ضرورة لإعمال حق الأولوية من عدمه. وفي ذات الاتجاه جاء قرار وزير الاستثمار المصري رقم 45 لسنة 2015م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993م فقد سمح بزيادة رأسمال الشركة مع عدم إعمال حقوق الأولوية في الاكتتاب لقدامى المساهمين في الحالات التي يُرغب فيها إدخال شركاء فنيين أو استراتيجيين في الشركة بغير طريق الاكتتاب العام، سواء لأشخاص أو جهات معينة سواء في صورة نقدية، أو باستخدام أرصدة دائنة وبما لا يخل في الوقت ذاته بحقوق الأقلية، على أن يصدر قرار بذلك من الجمعية العامة غير العادية للشركة في ضوء الأسباب الجديدة التي يبديها أعضاء مجلس الإدارة ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، و يتم استبعاد نسبة الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالطرح وأطرافهم المرتبطة في حالة

١ المادة (2،3/67) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي.

٢ انظر في ذلك التقرير السنوي لشركة مصر للمقاصة والتسوية لسنة 2000، ص9.

٣ - أيضا أجاز المشرع الفرنسي الصادر في سنة 1970 زيادة رأس مال الشركة بالسماح للعاملين في الشركة بالاكتتاب في أسهم رأس المال: - 8- ART L . 208 -

ã L . 208 -8-2 de la loi

٤ المادة (1/20) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي.

وجودها عند التصويت على القرار¹، وهو الأمر الذي أجازته نظام الشركات السعودي الجديد في المادة (140) السالف ذكرها في الحالات التي تراها الجمعية العامة غير العادية مناسبة لمصلحة الشركة. وفي جميع الأحوال يمكن ندب خبراء للاطلاع على الدفاتر والسجلات والتحقق من سلامتها، في أوقات العمل الرسمية.

وخلاصة القول أن المشرع المصري أناط القيام بدور الرقابة والإشراف الخارجي للتحقق من مدى جدوى حق أولوية الاكتتاب وما إذا كان يحقق مصلحة المساهمين أم أن مصلحة للمساهمين لا تتحقق وكذلك الشركة في جميع الأحوال فقد تكون المصلحة في إلغائها وتخصيص الأسهم لغير المساهمين، وهو ما يجب أن يكون بيد الجمعية العامة دون التوقف على ما يتضمنه نظام الشركة الأساسي.

والتساؤل يثور حول مدى صحة الاكتتاب إذا كان هناك تعسف من الجمعية العامة في إلغاء حقا لأولوية، أو كان قرارها صادراً بناء على معلومات وتقارير غير صحيحة؟

وتهدف رقابة الهيئة العامة للرقابة المالية على سلامة حق الأولوية من عدمه إلى التحقق من استقرار وسلامة تلك الأسواق وفي حالة ما إذا كان قرار الجمعية العامة للشركة في إلغاء حق الأولوية صادر بناء على معلومات وقرارات غير صحيحة نعتقد في هذه الحالة أن قرار الجمعية العامة بزيادة رأس المال يكون باطلاً وكذلك الاكتتاب، مع أحقية كل من أصابه ضرر في المطالبة بالتعويض.

وقد أصاب المشرع المصري بجعله الحرمان من أولوية الاكتتاب غير جائز بقرار من الجمعية العامة ما لم يكن مقرراً في النظام الأساسي للشركة، إلا أنه لم ينص على أي عقاب صريح في حالة الإخلال بذلك، ومع ذلك يمكن اللجوء للقواعد العامة في القانون المدني في حق كل مساهم في اللجوء إلى القضاء في حالة تعرض حقه للاعتداء من قبل الغير.

وقد كفل المشرع المصري الحق لكل مساهم في مباشرة دعواه أمام الجهة المختصة دفاعاً عما هو مقرر له من حقوق، ومن ضمنها حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وكان من الأخرى بالمشرع أن

1 منشور بجريدة الوقائع المصرية - لعدد 105 - الصادر في 9 مايو 2015م - ص 6.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

يتناول الجزاء المقرر لمخالفة هذه الأحكام بصورة واضحة، وتقرير بطلان قرار زيادة رأس المال في حالة عدم وجود مبرر مشروع لإلغاء حق الأولوية. ولا ننسى في هذا الصدد دور الهيئة العامة في حماية المتعاملين في الأسواق المالية غير المصرفية، وكذا دورها في اتخاذ ما يلزم للحد من التلاعب والغش^١.
وللهيئة العامة للرقابة المالية أن تقوم بدراسة القواعد والتشريعات واللوائح اللازمة لمباشرة اختصاصاتها، ويجب أخذ رأيها في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال^٢، وهذا ما تم بمناسبة صدور قرار وزير الاستثمار المصري رقم 45 لسنة 2015م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993م قد حل هذه الإشكالية عن طريق اشتراط موافقة الجمعية العامة غير العادية كضمان لحقوق المساهمين.

ولمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق الأوراق المالية أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير تجاه الشركة^٣. فالحرمان من أولوية الاكتتاب يمكن أن يشكل صورة من صور تعسف الأغلبية إذا أخل بمبدأ المساواة المقرر لجميع المساهمين في الشركة بوقفه بناء على قرار الأغلبية، خاصة إذا كان مساهمو الأقلية قد تتاح لهم فرصة تعزيز مراكزهم من خلال الأسهم

١ المادة (4) من النظام الأساسي للهيئة العامة للرقابة المالية، الصادر بقرار رئيس الجمهورية رقم 129 لسنة 2009، الجريدة الرسمية، العدد 24 (مكرر)، بتاريخ 14 يونيو 2009.

٢/د صلاح زين الدين، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة، دراسة حالة الأسواق المصرية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، غرفة

تجارة وصناعة دبي، بتاريخ 2007/3/18، المجلد الأول، ص 482، 483.
٣ د/ ماجد راغب الحلوة، الرقابة الإدارية على أسواق الأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، غرفة تجارة وصناعة دبي، بتاريخ 2007/3/18، المجلد الأول، ص 106.

الجديدة ليكونوا أغلبية ذات سلطة داخل الشركة، فيكون الإلغاء ضرراً بمصالحهم.

المطلب الثاني: إصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل لحق الأولوية إن الغاية الحقيقية من وراء أي استثمار أو ادخار مهما تعددت صورته وأشكاله هي الربح، وكذلك فإن الاستثمار في سوق رأس المال يكون الربح هو دافعه ومحركه الأساسي. لكن الواقع على الرغم من ذلك قد يحمل في طياته في بعض الأحيان نمطا معاكسا تماما. لذلك يجوز إصدار أسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية وطرحها للاكتتاب العام، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية للسهم والقيمة التي يصدر بها (علاوة إصدار)، والغرض من ذلك تحقيق توازن بين مصالح المساهمين القدامى والجدد باعتبار ذلك تعويضاً للمساهمين القدامى عن اشتراك المساهمين الجدد في الشركة وإصدار الاسم بأعلى من قيمتها الاسمية يؤدي ذات الغرض من تقرير أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى، وإن كانت علاوة الإصدار تقتصر فقط على الجانب المالي دون الجانب الإداري. ومن الطبيعي أن يقبل الجمهور عظيم الإقبال على مثل هذا النوع من الاكتتاب فلا يكاد يفتح الاكتتاب حتى يغطي عدة مرات، وهذا يكون بالدرجة الأولى نتاجا لثقة المستثمرين في الجهة المصدرة للأوراق المالية، ويعتبر البعض علاوة الإصدار مكافأة للمساهمين القدامى الذين تحملوا مخاطر المشروع في بدايته وسنوات الكفاح الأولى للشركة، خاصة إذا كانت زيادة رأس المال بهدف التوسع في نشاط الشركة لنجاح مشروعها، كما تعتبر هذه الزيادة مقابلا لاشتراك المساهمون الجدد في احتياطات الشركة التي لم يساهموا فيها من البداية. وقد قضت محكمة النقض المصرية بأنه "وإذا كان المشرع قد أوضح في قوانين البورصة القواعد التي يتعين أن تسير على مقتضاها المضاربات حتى تؤدي البورصة وظيفتها الاقتصادية، وتحقيق هذا الهدف... إلخ لتحقيق المضاربة وظيفتها الاقتصادية في موازنة الأسعار

١ أ/ عبد الحميد المهيملي، أداة النجاح في البورصة التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2005، ص29.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

ومعادلة العرض والطلب في سوق تحكمها المنافسة الكاملة^١، وأشار
المشرع المصري لعلاوة الإصدار في المادة (94) من اللائحة التنفيذية
للقانون رقم 159 لسنة 1981م، والتي نصت على أن لا يجوز لمجلس
الإدارة في غير حالة تحويل المال الاحتياطي إلى أسهم أن يضيف إلى
القيمة الاسمية علاوة إصدار تحدد بناء على تقرير يقدم إليه من مراقب
الحسابات وتضاف قيمة علاوة الإصدار إلى الاحتياطي القانوني للشركة
حتى يبلغ ما يساوي نصف قيمة رأس المال المصدر أما ما يزيد على ذلك
من مبالغ العلاوة فيتكون منها احتياطي خاص، وللجمعية العامة بناء على
اقتراح مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال أن
يقرروا في شأنه ما يرونه محققاً لصالح الشركة على ألا يتضمن ذلك
توزيعه بصفة ربح^٢، وقد أحسن المشرع المصري بعد ربط إقرار علاوة
الإصدار بما هو مقرر في النظام الأساسي للشركة في كل الأحوال فيجوز
ذلك أيضاً بقرار من الجمعية العامة دون حاجة للرجوع إلى نظام الشركة
الأساسي. ويجب أن نفرق بين إصدار أسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية
وطرحها للاكتتاب العام، والمضاربة غير المشروعة، أما المضاربة غير
المشروعة أو التلاعب بالأسعار في الأوراق المالية، ذلك التوجه الزائف
للأسعار، عن طريق التأثير على سعر ورقة مالية لكي تباع أو تشتري
بسعر أعلى أو أقل من السعر الذي يحدث نتيجة للعمليات الطبيعية للعرض
والطلب. والتلاعب بسعر ورقة ما يسعى للحصول على أرباح أو تفادي
خسائر عن طريق خلق سعر زائف قد يؤدي إلى التأثير على عملية
التداول^٣.

١ المستشار/ عبد المنعم الدسوقي، الطبعة رقم/ 376 لسنة 33 ق جلسة 1967/5/2
س18، ص 931، الموسوعة التجارية الحديثة في أحكام محكمة النقض، المجلد
الأول، ص465.

٢- وتنص المادة (3/105) من نظام الشركات السعودي الجديد على أن " لا يجوز أن
تصدر الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية، وإنما يجوز أن تصدر بأعلى من هذه القيمة إذا
نص نظام الشركة الأساس على ذلك أو وافقت عليه الجمعية العامة، وفي هذه الحالة
يوضع فرق القيمة في بند مستقل ضمن حقوق المساهمين، ولا يجوز توزيعها كأرباح
على المساهمين.

٣د/ عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، دار النهضة
العربية، ص97، ونفس المعني د/ عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها

ويجب التنبيه على ألا يتحول رجال الأعمال من الاستثمار المباشر وإهمال المشروعات الاقتصادية إلى الاستثمار في البورصات عن طريق المضاربة في الأوراق المالية وحسب، وذلك أملاً منهم في تحقيق أرباح كبيرة وسريعة، حيث يشير الواقع إلى أن أغلب المستثمرين العرب في الأسواق المالية العربية يعول على المضاربة وتحقيق أرباح سريعة، ولا يعول على الاستثمار في الفرص الاستثمارية الأخرى والتي تمثل البنية الاقتصادية الفعلية للدول مثل (الصناعة، والزراعة، والتكنولوجيا... إلخ) ¹. وطبقاً لقانون الشركات المصري فالجهة التي تقرر إصدار الأسهم بعلاوة إصدار هي ذاتها الجهة التي تلغى حق الأولوية، ولا يجوز توزيع مبالغ علاوة الإصدار باعتبار أنها أرباح وإنما يتم إضافتها للاحتياطي القانوني للشركة ²، هذه العلاوة يعتبرها البعض ربحاً على أساس أنها ليست إلا مقابلاً لما يحصل عليه المساهمون الجدد من مزايا، والتي من أهمها الاشتراك في الاحتياطي النقدي للشركة والحصول على جزء منه عندما تقرر الشركة توزيعه، فهو ربح متراكم وكذلك علاوة الإصدار ربح. ويرى آدم سميث أن الأعمال التي تقوم وتتم بناء على المصلحة الذاتية أو الشخصية للأفراد، يمكن أن تفيد الجماعة وتحقق المصلحة العامة ³. وانطلاقاً من هذه المقولة أرى أن هذا الرأي غير واقعي على إطلاقه، فالاحتياطي النقدي قد لا يكون مقتطعاً من الأرباح بل قد يكون

في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص83 وما بعدها.
د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة مصري-أمريكي-فرنسي دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة العربية طبعة 2013، ص287.

٢- فإذا زاد عن نصف قيمة رأس المال المصدر يتم تكوين احتياطي خاص، وهذا القول يؤيد ما ذهب إليه محكمة النقض الفرنسية حيث اعتبرت أن علاوة الإصدار حصة إضافية لا تدخل في رأس مال الشركة، وإنما تضاف إلى الحساب الاحتياطي، والشركة حرة في التصرف في الاحتياطي، ولكنها ليست كذلك فيما يتعلق برأس المال.

-Cass. Com 9 Juillet 1952, cite par, - Ripert Georges, et RoblotRene, op cit, 620

3 Albert S Kyle S. Viswanathan. How to define Illegal price manipulation, journal of Financial Economics. April 2008, p. 4-5.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

نتيجة لارتفاع قيمة موجودات الشركة، أو التضخم، أو انخفاض قيمة العملة فالاحتياطات من عناصر الذمة المالية ولا تعتبر أرباحاً بالمعنى الحقيقي، والرأي الراجح في هذا الصدد يرى بأن علاوة الإصدار لا تدخل في رأس مال الشركة، وإنما يتم تكوين احتياطي خاص منها باعتبار ذلك رسم اشتراك للدخول في الشركة بهدف إقامة المساواة بين المساهمين القدامى والجدد، ولا يتم اعتماد علاوة الإصدار إلا كبديل عن تقرير أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال^١، حتى وإن آل حق الأولوية لغير المساهم ومن ثم يصبح صاحب حق في الاكتتاب، فقد اشترى هذا الحق مسبقاً ودفع ثمن ذلك الاشتراك وما يترتب عليه من استفادة في الأرباح الظاهرة والخفية للشركة، فلو لم يكن الأمر كذلك فبالضرورة ينتقل جزء من قيمة الأسهم القديمة إلى المساهمين الجدد وهو ما يناهض العدل^٢.

مما تقدم يتضح أن اعتماد طريقة إصدار الأسهم بعلاوة إصدار لتعويض المساهمين القدامى في الشركة إذا كان هدف تقرير حق الأولوية هو تحقيق التوازن المالي فقط، فالإكتتاب له آثار اقتصادية ومجتمعية عن طريق السماح بتوزيع رأس المال على عدد غير محدد من الأشخاص، وإصدار الأسهم بهذه الطريقة وطرحها للاكتتاب العام يمثل فرصة أكبر للمستثمرين الجدد في الإكتتاب عنه في حالة إصدار أسهم محملة بحقوق أولوية، ففي الحالة الأخيرة يتوقف قدرة شراء المستثمرين للأسهم على مدى استفادة أصحاب حقوق الأولوية منها، وقد تمثل عائقاً أمامهم في حالة عدم إتاحتها أو استخدام كل صاحب حق حقه، فتفوت عليهم فرصة الاشتراك في هذه الشركة. ويتضح من خلال العرض السابق أن الغرض الأساسي في حالة إصدار أسهم محملة بحقوق أولوية هو خلق سعر حقيقي للورقة المالية وذلك بقصد تحقيق العدالة والمساواة بين المساهمين القدامى والمستثمرين الجدد^٣.

إلا أن إتباع هذه الطريقة ينبغي أن يكون بضوابط اقتصادية وقانونية تعبر عن القيمة العادلة للسهم بدون مبالغة في قيمة علاوة

١ - د. مصطفى كمال طه - مرجع سابق - ص 378.

2 - Andre tunc le droit anglais sociétés - paris- Dalloz 1971 NO. 52 .

٣/د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة مصري-أمريكي-فرنسي دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة العربية طبعة 2013، ص293.

الإصدار، وإلا فشلت وأحجم المستثمرون عن شراء الأسهم ولم يحصل الهدف المقرر منها، فإن كانت علاوة الإصدار تفتح الطريق لكافة الراغبين في شراء الأسهم، إلا أن المبالغة في قيمتها قد تكون سبب إحجام المستثمرين، على عكس حقوق الأولوية التي تعبر بطريقة عادلة عن قيمة السهم طبقاً لقواعد العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، لذلك يلزم خضوع علاوات الإصدار لرقابة الجهات المختصة حتى لا تتخذ كوسيلة لغير الهدف الحقيقي منها. حيث أن المضاربة في جميع أسواق العالم من المفترض أن تكون مشروعة، ولكن غير المشروع، هو أن يحدث اتفاق ضمني بين شركة سمسرة ورئيس مجلس إدارة شركة، تستغل من خلاله شركة السمسرة مستثمريها وتغريهم بأخبار عن الشركة وتوقعات بأداء جيد لسهمها أو تعامل نشط عليها، وهو ما يؤدي في النهاية إلى حدوث فقعات سعرية للأسهم، لا تضر إلا بالمستثمرين الصغار. لذلك يجب مراقبة شركات السمسرة حتى ننأى بأنفسنا عن مثل هذا التلاعب بالأسعار.

المبحث الثاني: التصرف في حق أولوية الاكتتاب في الأسهم

تمهيد وتقسيم:

إن الورقة المالية تمثل في الواقع جزءاً مادياً من ملكية المشروع أو ديناً عليه، إلا أن تقويم هذا المشروع سواء من الناحية المادية أو الناحية المعنوية والمستقبلية والتدفقات المالية ونوع النشاط وغير ذلك من الأمور الفنية المتنوعة والمتداخلة من الأمور الفنية التي تدخل في تقويم الصك، يصعب على أي شخص بمفرده الإلمام بها. من هذا المنطلق فإن أولوية الاكتتاب تعتبر حقاً مالياً مرتبطاً بالسهم يجوز التصرف فيها سواء بتداولها أو التنازل عنها بالضوابط القانونية المقررة لذلك، وقد يكون ذلك التصرف منفصلاً أو بالتبعية للسهم الأصلي، كما قد يتم التصرف فيها كلها من قبل من تقرر له أو في جزء منها، ولا يخرج ذلك عن كونه تداول لقيمة مالية منقولة تقبل التداول بكافة الطرق التي تتداول بها الأسهم، ولا يكون التصرف في حق الأولوية في كل الأحوال تداولاً، فقد يكون تنازلاً بصفة فردية ممن له الحق فيها سواء بعوض أو بغير عوض أو عدم الاستفادة من حق أولوية الاكتتاب، وهذا ما نبينه من خلال المطالبين التاليين:

المطلب الأول: تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم.

المطلب الثاني: التنازل بصفة فردية عن حق أولوية الاكتتاب.

المطلب الأول: تداول حق أولوية الاكتتاب في الأسهم

يقع على عاتق العديد من الشركات العاملة في سوق رأس المال توفير مجموعة من البيانات المتعلقة بكل ورقة مالية بدقة وأمانة، بداية من الشركات المصدرة لهذه الأوراق وانتهاءً بالبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية التي تتولى الرقابة والإشراف على هذه المعلومات التي يحتاج إليها المشتري والبائع على حد سواء، بل وكافة الجمهور من المتعاملين المحتملين والعديد من الهيئات الداخلية والخارجية. أما بالنسبة لطبيعة حق أولوية الاكتتاب فهو يعتبر حقاً منقولاً منفصلاً عن السهم الأصلي وبذلك

١ د/ فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية للنشر، طبعة 2013، ص 167.

يكون قابلاً للتداول¹ كورقة مالية في سوق الأوراق المالية وينطبق عليها ما ينطبق على الأسهم من حيث قابليتها الانتقال بالقيود في الحساب أو بالحيازة²، وهي تعطي حقوقاً مماثلة لأصحابها³.

بالنسبة للتشريع المصري فقد حظر أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة ولكنها غير معلنة⁴. أي أن المشرع المصري بصدد طائفتين من المطلعين: أولهما مطلعون من داخل الشركة "بحكم مناصبهم" وثانيهما مطلعون من خارج الشركة "أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها". وبالنسبة للمطلعين من داخل الشركة فهم صنفين.

الصنف الأول: من يقومون بإدارة الشركة والذين وصفهم المشرع المصري بالمطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم وذلك في المادة (322) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، من المدير ورئيس مجلس الإدارة وأعضائها والعضو المنتدب وغيرهم ممن يملكون الاضطلاع بالشئون الإدارية والمالية والقانونية، وهؤلاء يمكن انتهاج نهج المشرع الفرنسي بشأنهم بنعتهم بالمطلعين الرئيسيين أو العالمين ببواطن الأمور الرئيسيين. أما الصنف الثاني: فهم باقي الموظفين في الشركة ممن لا يقومون بمهمة الاضطلاع بإدارة الشركة من الموظفين العاديين أصحاب الدرجات الدنيا بالشركة وهؤلاء يمكن نعتهم بالعالمين ببواطن الأمور الثانويين، وقد نص المشرع المصري على هؤلاء بالمادة (2/323) من لائحة قانون سوق رأس المال، والسابق الإشارة إليها حين قال: "إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على

1- MERLE Philippe - op.cit. p. 566.

٢ - لا يتم الانتقال بالحيازة إلا بالنسبة للأسهم لحاملها.
٣ - وهذا القول يتماشى مع ما نصت عليه المادة الأولى من قانون التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الفرنسي رقم 1211/88 والصادر في 23 ديسمبر 1988م، حيث يقبل حق أولوية الاكتتاب الانتقال بكافة الطرق التي تنتقل بها الأسهم.

-V. Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, 13e, édition Dalloz, Paris 2009, p.305

٤ هذا الباب مضاف بقرار من وزير الاستثمار رقم 141 لسنة 2006، الوقائع المصرية، العدد (93) بتاريخ 2006/4/29.

معلومات جوهرية ترتبط بها". ومن الناحية المقابلة أجازت المادة (30) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري لأصحاب حق الأولوية تداوله، ولما كان حق الأولوية مرتبطاً بالسهم وله قيمة مالية فيأخذ نفس الحكم فيما يخص مبدأ حرية التداول، إذ يعتبر هذا المبدأ من النظام العام لا يمكن الاتفاق على مخالفته، ولا يقبل أي استثناء تعاقدي^١، لأن القول بغير ذلك يمس بطبيعة شركات المساهمة^٢، وهذا المبدأ يقصد به أن للمساهم التنازل عن أسهمه بكل سهولة إذا ما رغب في ذلك ووجد مشترياً^٣، شريطة أن تكون ملكيته للأسهم صحيحة، كأن تكون آلت إليه ملكية الأسهم في فترة الحظر القانوني للتداول، فيكون باطلاً، وبالتبعية يبطل تداول حق أولوية الاكتتاب، أما البطلان الذي يتقرر بعد امتلاك حق أولوية الاكتتاب فلا أثر له إعمالاً لمبدأ عدم رجعية آثار البطلان وحفاظاً على حقوق الغير حسن النية. وهنا تجدر الإشارة إلى أن تداول حق الأولوية ليس حقاً مقصوراً على المساهم الذي آل إليه الحق لكونه مساهماً في الشركة، وإنما قد يكون مشترياً لهذا الحق منفصلاً عن السهم الأصلي ومن ثم قام بالتصرف فيه قبل استعماله خلال المدة المحددة، وهو ما يوضح بجلاء طبيعة هذا الحق.

وبذلك نعتقد أن المشرع المصري قد سار على نهج المشرع الأمريكي^٤ ونظيره الفرنسي فيما جاءت به المادة (30) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري حيث أجازت تداول حقوق الأولوية في الاكتتاب المقرر للمساهمين في الشركة، سواء كان التداول منفصلاً أو بالتبعية مع السهم الأصلي، مع نص المادة (160) من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016 م، وهو ذات المبدأ الذي يتبناه

1 - J. Bonnard, Droit des sociétés, Hachette ,5^{ème} é -2008-2009,p104.

٢- G.RIPERT et R.ROBLOT, Traité de droit commercial, T.1-VOL .2, Les sociétés commerciales, L.GD.J , 18^{ème} éd, par M.GERMAIN,2002- P 594.

3 - M. Salah,les valeurs mobilières émises par les sociétés - op. cit – p. 42.

4Joseph E. Granville, the coming great crash in the stock market, scribener book companies Inc., New York 1995, p. 61.

المشروع الفرنسي في المادة (L225-132) من المجلة التجارية الصادرة في سنة 2004م¹. والعلة من ذلك أن حق الأولوية له قيمة مالية، فيباع ويشترى وهذه القيمة ما تقررت للمساهم نظير اشتراكه في شركة ناجحة ومستقرة، فضلاً عن قيمة الاحتياطي الذي يصبح المساهم الجديد شريكاً فيه بمجرد انضمامه للشركة.

من المستقر عليه أن الممارسات غير المشروعة التي تتم في البورصة الفرنسية يتم نشرها في الجريدة الرسمية، وفي ذلك ضماناً مهمة لصون السوق ضد كل من تسول له نفسه إتيان أو تكرار مثل هذه الأفعال أو الممارسات، وعقاباً آخر إلى جانب العقاب الرئيسي، لذلك يناشد الباحث المشروع المصري الأخذ بمثل هذا العقاب التكميلي في البورصة المصرية. ومن الجدير بالذكر أيضاً أن التداول الوارد على حق الأولوية يرتبط بقيمة الأسهم، فلو ارتفعت القيمة الاسمية للسهم زادت قيمة الحق بقدر ما يجوز للمساهم الاكتتاب فيه أو نسبة الحقوق للأسهم الأساسية، أما إذا انخفضت قيمة السهم الأصلي بالتبعية تنخفض قيمة حق الأولوية، وهو ما يجعل تداول حقوق الأولوية محاطاً بمخاطر كبيرة، فانخفاض قيمة حقوق الأولوية يفوق انخفاض قيمة الأسهم.

ويتضح من خلال العرض السابق أن التشريعات المقارنة لم تفرق في حرية تداول حق أولوية الاكتتاب بين المساهمين أو غيرهم ممن ألت لهم أولوية اكتتاب منفصلة وذلك تماشياً مع الهدف من إقرارها كتعويض للمساهمين القدامى عن دخول مساهمين جدد، وليس قصر الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال عليهم، وإلا كان من الأحرى أن يكون الاكتتاب مغلقاً، ويكفي لإمكانية الاكتتاب في الأسهم المطروحة لزيادة رأس المال أن يثبت مالك حق الأولوية صفته كصاحب حق ومن ثم يمارس ما هو مخول له.

أجمع الاقتصاديون على أن المضاربة في سوق الأوراق المالية تؤدي جملة إلى التوازن المستمر بين العرض والطلب من خلال التعادل بينهما، كما تعمل على توازن الأسعار بحيث تقلل من تقلباتها، وتبعث على

1 - Article L225-132 - Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004 .

٢ - د. جاسم فاروق إبراهيم - حقوق المساهم في الشركة المساهمة - منشورات الحلبي الحقوقية - 2008م - ص 151.

-RIPERT Georges et ROB LOT RENE- op. cit - p625.

توظيف الأموال، وأخيراً تعمل على توسيع نطاق السوق^١، فتداول حقوق الأولوية يعود بفائدة خاصة للراغبين في الانضمام لشركة تطرح أسهم زيادة رأس المال للاكتتاب العام، فعلى الرغم مما يكتنف هذه الحقوق من مخاطر إلا أنها لا تكون بذات سعر السهم وتكون قيمتها منخفضة نسبياً، وهو ما يمنح المستثمر فرصة التروي في شراء الأسهم خاصة إذا كان تداول حقوق الاكتتاب يتم في فترات محددة، فيكون أمام المستثمر خيار إما شراء الأسهم أو بيع ما لديه من حقوق أولوية، وذلك باعتبار أن حق الاكتتاب أداة مالية مستنقة من السهم الأصلي ولها فترة صلاحية محددة مسبقاً. ولا يشترط أن تكون حقوق الأولوية محددة بنسب معينة للأسهم فقد يكون لكل سهم حق أولوية في شراء سهم واحد أو لكل سهمين حق شراء سهم واحد حسب نسبة زيادة رأس المال. ويؤكد الواقع ضرورة هذه المضاربة المشروعة لأسواق الأوراق المالية إذ أنها تساعد على زيادة التعاملات ومن ثم زيادة السيولة داخل السوق^٢.

إن تربص المضاربين للاستفادة من فروق الأسعار تجعلهم يواصلون البيع والشراء في السوق عند أقل تغيير فيها، فتتكرر عملياتهم وتتعدد فيزداد نشاط السوق ويتسع نطاقها وتحقق لها صفة الاستمرارية، وقد لا يكون التداول وارداً على حقوق الأولوية فقط بل قد يكون وارداً على السهم الأصلي المحمل بحقوق أولوية الاكتتاب، وهو ما يسمح للمشتري الجديد بالاستفادة من حقوق الأولوية المرتبطة بالسهم الأصلي، أو حتى التصرف فيها وبيعها مرة أخرى متصلة أو منفصلة عن السهم. فإذا تصرف المساهم في حقوق الأولوية الخاصة به ببيعها فقط دون السهم الأصلي يعرض ما فاتته من عدم الاكتتاب في الأسهم الجديدة، ويحقق التوازن من خلال عائدتها النقدي مع المساهمين الجدد بما يفي بالغرض من تقريرها^٣، ولا يجوز الادعاء في تداول حق الأولوية بالغبن

١ د/ إبراهيم محمد أبو العلا، بورصات الأوراق المالية والقطن بالقاهرة والإسكندرية، مطبعة كوستا تسومان وشركاه، طبعة 1960، ص 30-31.
٢ د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة مصري-أمريكي-فرنسي دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة العربية طبعة 2013، ص 280.

٣- قابلية تداول حقوق أولوية الاكتتاب يحل مشكلة تجزئة الأسهم فيمكن لأحد المساهمين أو بعضهم التنازل بعوض أو بغير عوض لأحد الشركاء عن حق أولوية الاكتتاب أو بيعه وبذلك يتم تخطي هذه المشكلة، كما سبق أشرنا له.

نتيجة لانخفاض سعره لأي سبب كان باعتبار أن ذلك الأمر طبيعياً في سوق الأوراق المالية، وباعتبار أن تداول حقوق الأولوية يخضع لذات الأحكام الخاصة بتداول الأسهم. وبهذا تختلف المضاربة عن المقامرة ويختلف المضارب عن المقامر، حيث أن المقامرة تعني: الشراء بناء على تخمين، سيكون عليه السوق بالنسبة إلي سلعة ما دون أية دراسة يقصد الاستفادة من تغير الأسعار، وذلك على خلاف المضاربة التي تعتمد على الدراسة والدراية والعلم والخبرة والتنبؤ بالظروف والأسعار المستقبلية للورقة المالية.

المطلب الثاني: التنازل بصفة فردية عن حق أولوية الاكتتاب

يمكن القول بأن المشرع المصري قد جرم منذ زمن بعيد ممارسات التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، فقد نص قانون العقوبات المصري الصادر عام 1937 على تجريم التلاعب بالأسعار، من خلال المادة (345) والتي نصت على أن "الأشخاص الذين تسببوا في غلو أو انحطاط أسعار غلال أو بضائع أو بونات أو سندات مالية معدة للتداول عن القيمة المقررة لها في المعاملات التجارية بنشرهم عمداً بين الناس أخباراً أو إعلانات مزورة أو مفتراه أو بإعطائهم للبائع ثمناً أزيد مما طلبه، أو بتواطئهم مع مشاهير التجار الحائزين لصنف واحد من بضاعة أو غلال على عدم بيعه أصلاً، أو على منع بيعه بثمن أقل من الثمن المتفق عليه فيما بينهم، أو بأي طريقة احتيالية أخرى -يعاقبون بالحبس مدة لا تزيد عن سنة وبغرامة لا تتجاوز خمسمائة جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط". أما التنازل بصفة فردية عن حق أولوية الاكتتاب

يعتبر حقاً ممنوحاً للمساهم وليس واجباً عليه، فإمكانه التوقف عن ممارسته بمحض إرادته المنفردة، ولا التزام ولا مسؤولية عليه في ذلك، وقد أقرت هذا المبدأ المادة (30) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، فيحق للمساهم بيع حق الأولوية أو التنازل عنه خلال المدة من وقت صدور قرار الجمعية العامة بالموافقة على زيادة رأس

١ أ/ عبد الحميد المهيملي، أداة النجاح في البورصة التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2005، ص 51-52.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

المال إلى آخر يوم للاكتتاب^١، ولم يحدد القانون ما إذا كان التنازل لمستفيد معين أو لم يكن المستفيد محددًا، ففي الحالة الأولى التي يتم فيها تحديد المستفيد ولو كان تنازلاً بدون مقابل يعتبر تداولاً لحقوق الأولوية إذا تم من خلال سوق الأوراق المالية، أما الحالة الثانية وهي عدم استعمال حقوق الأولوية لأي سبب كان يعتبر تنازلاً فردياً عما هو مقرر له من حقوق. وقد أحسن المشرع صنعا حين ترك الباب مفتوحاً أمام صاحب حق أولوية الاكتتاب حتى ولو كان تنازلاً دون مقابل ولم يقيد بها بمستفيد معين.

والهدف من ذلك الاطمئنان على أن تلك الأوراق سوف تتمتع بقدر معقول من السيولة في التداول، أي احتمال تداولها تداولاً نشطاً وبكميات مناسبة، ويلاحظ أن المادة (30) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري أشارت لإبقاء المساهم على حقوقه كما هي دون تغيير، سواء ببيعها أو ممارسة حق الاكتتاب فيها، وفي هذه الحالة تُطرح الأسهم المتبقية الناتجة عن عدم ممارسة تلك الحقوق أو بيعها في فترة الطرح المتبقي، وقد لا يحصل على أي مقابل لها إذا كان البيع في فترة الطرح المتبقي بسعر الطرح. وكان من الأفضل وضع إطار قانوني لتنازل المساهمين عن حقوق الأولوية المقررة لهم سواء تم تحديد المستفيد أو لم يتم^٢.

وذلك بقصد توفير السيولة اللازمة والحد من مخاطر تجميد المدخرات، حيث تمكن مالك الصك من التصرف فيه في أي وقت وفقاً لقوى العرض والطلب. فالتنازل بصفة فردية عن حقوق الأولوية لمستفيد محدد لا يخرج عن إطار حرية التصرف في حقا لأولوية، على أن يتم

١ - وقد أشارت بعض التشريعات للتنازل الفردي عن حقوق الأولوية صراحة، كالتشريع الجزائري حيث نصت المادة (964) من القانون التجاري على أن " ... ويمكن للمساهمين التنازل عنه بصفة فردية " والقانون التجاري الفرنسي 2004 م.

Article (L225-132) Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004

2 - " ... Les actionnaires peuvent renoncer à titre individuel à leur droit préférentiel ... »

- Article L225-132 - Modifié par ORDONNANCE n°2014-863 du 31 juillet 2014 - art. 13.

إثبات هذا الحق بالطرق القانونية المحددة ليتمكن المتنازل له من ممارسة هذا الحق بدلاً من المساهم المتنازل. فالشركات التي تتكون رؤوس أموالها من حصص تقوم على الاعتبار الشخصي لا يجوز فيها التنازل عن الحصة ما لم يتفق في عقد التأسيس على جواز ذلك بشروط معينة^١، على عكس ما هو مقرر في شركات الأموال والتي قد تعتمد طريقة الاكتتاب العام لزيادة رؤوس أموالها ومن ثم يتم أعمال حقوق أولوية الاكتتاب لقدامى المساهمين كحق لكل شريك في شركة المساهمة.

ومن الجدير بالذكر أن قوى العرض والطلب تعكس سعر الورقة المالية في البورصة وغالباً ما يكون هذا هو سعرها الحقيقي لأن نظام السوق يمنع أي احتكار من جانب البائعين أو المشترين^٢. والأفضل للمساهم إلا يتنازل عن أولوية الاكتتاب فهذا الحق يحمي مركزه المالي في الشركة بعد إقرار زيادة رأس المال والاكتتاب من قبل مساهمين جدد، حيث يتأثر مركزه المالي بإضعاف نسبة ملكيته في الشركة، فحق الأولوية يتناسب مع ملكية الأسهم بحيث من يمتلك على سبيل المثال 10% من أسهم الشركة يكون له أولوية اكتتاب بذات القدر في الأسهم الجديدة وهو صاحب الخيار بين استخدامها أو تركها^٣، ولا يوجد أي مانع قانوني أن يشتري المساهم حقوق أولوية إضافية أو يبيع ما لديه من حقوق. كما يجوز أن يكون التنازل عن حقوق الأولوية وارداً عليها كلها أو على جزء منها، ولا يجوز التداول فور انتهاء المدة المحددة لذلك، حيث يصبح عديم القيمة من الناحية المالية ومن ناحية ما يخوله من حق لصاحبه ويبطل بيعه وتداوله.

١- د. صلاح أمين أبو طالب - دروس في قانون الشركات التجارية - بدون دار

نشر - 1990م ص 110.

٢ د/ فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار

النهضة العربية للنشر، طبعة 2013، ص 34.

٣- فمثلاً شركة مساهمة يبلغ عدد أسهمها 1000 سهم يكون لحامل كل سهم حقوق أولوية لشراء سهم جديد لكل سهمين، وفي هذه الحالة تكون الأسهم المطروحة عددها 500 سهم، فمن يمتلك عدد 100 سهم في الشركة يستطيع شراء 50 سهم بما له من حقوق أولوية أي ما يعادل نفس نسبته في ملكية الشركة وهو الأمر الذي لا يؤثر على المركز المالي للمساهم فيها.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

ويثور التساؤل في الحالة التي يتقرر فيها حق أولوية الاكتتاب لمساهم أو يؤول لغير مساهم ثم يقوم باستخدام حقه ولا يفي بما التزم به من أقساط قيمة الأسهم الجديدة.

للإجابة على هذا التساؤل نرى أن المشرع المصري أوجب على الشركة التي تطرح أوراقا مالية للاكتتاب العام أن تعد نشرة الاكتتاب في الأسهم التي يتم تقديمها للهيئة العامة للرقابة المالية وتضمنها العديد من البيانات الواردة تفصيلا في نص المادة 42 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي نصت في الفقرة 16 منها على المدة والحالات التي يجب فيها على الجهة التي تلقت لاكتتاب رد المبالغ إلى المكتتبين^١. ونعتقد في مثل هذه الحالة بجواز بيع السهم في المزاد العلني أو سوق الأوراق المالية^٢، وذلك بعد إعلام المتخلف عن سداد القيمة بالطرق القانونية المقررة لذلك، ولا يختلف الأمر إن كان السهم الجديد مملوك لمساهم قديم أو جديد.

أيضا هل يجوز للمساهم أن يطالب باسترداد حقه في أولوية الاكتتاب إذا ما قام بتسديد المبالغ المستحقة عليه للشركة لأسهم مملوكة قبل قرار زيادة رأس المال؟

أجاب المشرع المصري على مثل هذا التساؤل في ضرورة تضمين نشرة الاكتتاب في زيادة رأس المال حالات الرد ومواعيده، وفي هذا الفرض نرى مع جانب من الفقه أنه يمكن المطالبة بذلك إذا لم تمضي المدة المقررة للاكتتاب بحق الأولوية، أما إذا مضت المدة وأغلق باب الاكتتاب فلا يجوز له ذلك، فكما سبق وذكرنا أن حقوق أولوية الاكتتاب بعد مضي المدة لاستخدامها أو التصرف فيها تصبح عديمة القيمة ولا يجوز التعامل عليها.

١ راجع نص المادة 42 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

٢- في هذا الصدد أنظر المادة 228-28 من قانون الشركات الفرنسي الصادر في 2004م.

٣- M.SALAH, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, EDIK, éd – 2001 p 26.

خاتمة

تناولنا من خلال هذه الدراسة النظام القانوني لأولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة، وخلصنا أنها حقوق مالية تقرر لقدامى المساهمين بمناسبة زيادة رأس المال وطرح أسهم جديدة نقدية للاكتتاب العام، وهو ما يترتب عليه دخول مساهمين جدد يشاركون في أرباح واحتياجات وموجودات الشركة، وهذه الحقوق قد يتم تقريرها بمقتضى النصوص التشريعية الأمرة، وقد يكون ذلك وارداً في نظام الشركة الأساسي، وفي كل الأحوال يجوز إيقاف العمل بها بناء على قرار من الجمعية العامة غير العادية للشركة إذا كان ذلك مقررأ في النظام الأساسي للشركة، فإذا ما تم إقرار هذه الحقوق جاز لصاحبها أن يكتتب بمقتضاها فيما يطرح من أسهم جديدة أو يتصرف فيها بكل حرية، أو حتى ينتازل عنها بصفة فردية.

ومن خلال الدراسة خالصنا إلى عدد من التوصيات ولعل أهمها:

- ١ - العمل الدائم على أحداث نقلة نوعية للكوادر البشرية العاملة في حقل سوق الأوراق المالية، من حيث التأهيل والتدريب المستمر والاطلاع الدائم لمواجهة جميع المستجدات والتحديات المستقبلية.
- ٢ - ضرورة نشر الوعي والتنقيف بين أفراد المجتمع حول طبيعة سوق الأوراق المالية ونشاطها، وتأثيرها على الدولة ومجتمعها اقتصادياً وسياسياً، وكذلك نشر الوعي بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية حول المخاطر المحدقة بها، وتعزيز الدور الوقائي لهذا الوعي.
- ٣ - على المستثمرين في الأسهم ضرورة الأخذ بالحيلة والحذر، فإن هذا الاستثمار محفوف بالمخاطر، وقد يوقع بمن لا علم لهم ولا دراية به في الخسائر الفادحة، لذا يجب على المستثمرين عدم حصر استثماراتهم في الأوراق المالية فقط.
- ٤ - العمل على اتخاذ السياسات المالية اللازمة لتحسين كفاءة أداء سوق الأوراق المالية في مصر، في ظل تحديات العولمة والتحرير المالي ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل جهود الإصلاح الهيكلي والمؤسسي، من أجل التطوير المستمر لسوق رأس المال، ودعم التنمية وحفز النمو الاقتصادي.
- ٥ - العمل على خلق الثقة في سوق الأوراق المالية المصرية، من خلال حماية حقوقها بالإعلان الكامل والتام عن أنشطة الشركات

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

المساهمة المتداول أسهمها في السوق، من خلال قنوات تليفزيونية ومواقع إلكترونية متخصصة، بما يوفر للمستثمرين المعرفة الكاملة لاتجاه استثماراتهم وتقويم قراراتهم على أسس سليمة.

٦ - أهمية رقابة المساهمين الفعلية على إدارة الشركات

المساهمة، لضمان حسن سير أعمال الشركة وإدارتها، سواء كانت بمناسبة انعقاد الجمعيات العمومية أو في أي وقت من السنة، وأن هذا الحق يعتبر من الحقوق الأساسية للمساهمين لا يجوز حرمانهم منه أو تقييده، وتذليل كل الصعاب أمام المستثمرين لممارسة هذا الحق.

٧ - يحدونا الأمل إلى إنشاء سوق مالية إسلامية عالمية يتم فيها تداول الصكوك أو الأوراق المالية الإسلامية وفق الضوابط الشرعية.

٨ - نأمل بالنسبة للبورصة المصرية، أن يتدخل المشرع

المصري عن طريق زيادة العقوبات لردع الشركات التي تنشر بيانات كاذبة أو مضللة، وتشجيع الشركات الملتزمة بنشر بيانات حقيقية توضح المركز المالي الحقيقي للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام وقت الرغبة في زيادة رأس مالها لأن العلم بهذه المعلومات قد يؤدي بالمستثمر إلى شراء أسهم هذه الشركة من عدمه.

المراجع الأجنبية

Albert S Kyle S. Viswanathan. How to Define Illegal Price Manipulation. Journal of Financial Economics. April 2008.

Andre tunc le droit anglaisociétés - Paris - Dalloz 1971

Article (295) du decret de 1967

Article (72) de la loi sur les sociétés de 1996.

Article L225-132 - Modifié par ORDONNANCE n°2014-863 du 31 juillet 2014 - art. 13.

Article L225-132- Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 7, Art. 51 V Official Journal of 26 June 2004.

Articles 5687, 572 - Companies Act 2006 (c. 46)- Part 17-A company's share capital- Chapter 3- Allotment of equity securities: existing shareholders' right of pre-emption

Chandrasekhar Krishnamurti and others. Voluntary disclosure, transparency, and market quality: evidence from emerging market ADRS, journal of multinational financial management, no 15, 2005.

Companies Act 2006 (c. 46) Part 17- A company's Share capital-Chapter 3- Allotment of equity securities: existing shareholders' right of pre-emption.

G. Ripert et R. Roblot, Traité de droit commercial, T.1- VOL .2, Les sociétés commerciales, L.GD.J , 18^{ème} éd, par, M. GERMAIN. 2002.

G. Ripert et R. Roblot. Traite de Droit commerçai LGDJ Paris, 2002.

G. Ripert et R. Roblot. Traité élémentaire de droit commercial 'douzième édition paris, 1986.

G. Ripert et Roblot Traite de Droit Commercial, 2008.

George M. Von Furstenberg, Hopes and delusions of transparency, The North American Journal of Economic and Finance, n2 12, 2000.

Georges Hubrecht, Alain Couret, Jean-Jacques Barbieri, Droit Commercial, 10^é édition Sirey 1986.

Higgins Robert C. Analysis for financial Management, 6th edition, McGraw-Hill, USA, 2011.

J. Bonnard, Droit des sociétés, Hachette ,5^{ème} é -2008-2009.

J. Hamel, G. Lagard et R. A. JAUFFRET, Droit commercial, Paris Dalloz. 1998 – T.L mo . 736.

JAUFFRET - Droit commercial, LG, D.J 19^e Méed, par J.MESTRE 1989.

JORF du 8 mars 1925 page 2382- Loi du 7 mars 1925.

Jean Hemard, La suppression, de droit, préférentiel de subscription aux augmentations de capital dans les sociétés anonymes, Mélanges JAUFFRET, 1975.

John Board, Charles Sutcliffe, Stephen Wells, Transparency and Fragmentation (electronic resource), 2002.

Joseph E. Granville, the coming great crash in the stock market, Scribner Book Companies Inc., New York 1995.

Juris-Classeur, banque-crédit bourse 2001- société traité-Fasc 1790, Florence Lagrange, les Actions, droit et obligations attachés à l'Action.

M. Salah, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, EDIK, éd – 2001.

MELVION ARON ESENBERGE the structure of corporation law, vol 89 novembre 1989, 7 pp 1486-1487.

MERLE Philippe, Droit commercial, DALLOZ - Paris - 1996.

MESTRE Jacques et PANCRAZI Marie-Eve, Droit commercial, 25^e édition, LGDJ, Paris 2001.

R. R. DRURY, the relative nature of shareholders rights to enforce the company contract, the Cambridge law journal, vol 45 par 2 July 1986.

✿ مجلة الشريعة والقانون ✿ العدد الواحد والثلاثون المجلد الثالث (2016-1437) ✿

V. Philippe Merle, Droit commercial, sociétés commerciales, 13e, édition Dalloz, Paris 2009.

V. Recueil – DOLLOZ - Sociétés commerciales - valeurs – 30 Avril – 1989.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

المراجع العربية

- أحمد محرز – القانون التجاري – دار النهضة العربية - 1981م
إبراهيم محمد أبو العلا، بورصات الأوراق المالية والقطن بالقاهرة
والإسكندرية، مطبعة كوستا تسومان وشركاه، طبعة 1960
التقرير السنوي الصادر من هيئة سوق المال في مصر لسنة 1993
التقرير السنوي لشركة مصر للمقاصة والتسوية لسنة 2000
الجريدة الرسمية المصرية العدد 25 مكرر الصادر في 1992/6/22م.
الجريدة الرسمية، العدد 24 (مكرر)، بتاريخ 14 يونيو 2009.
مجلة الشركات التجارية عدد 93 – لسنة 2000م مؤرخ في 3 نوفمبر
2000م.
المادة (128) من قانون الشركات التجارية البحريني الصادر بالمرسوم
بقانون رقم 21 لسنة 2001م.
المادة (14) من نظام الشركات السعودي
المادة (1/20) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي.
المادة (21) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.
المادة (224) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992.
المادة (28-228) من قانون الشركات الفرنسي الصادر في 2004م.
المادة (23 مكرر) من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية
بالبورصة المصرية لسنة 2002 وتعديلاتها.
المادة (3/3) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم (93)
لسنة 2000، والمادتين (5،30) من لائحته التنفيذية.

- المادة (36) من قانون شركات المساهمة المصري رقم 159 لسنة
المادة (4) من القانون رقم 95 لسنة 1992.
- المادة (4) من النظام الأساسي للهيئة العامة للرقابة المالية، الصادر بقرار
رئيس الجمهورية رقم 129 لسنة 2009
- المادة (4) من قانون رأس المال، والمستبدلة بالقانون رقم 123 لسنة
2008، الجريدة الرسمية، العدد (23) مكرر، بتاريخ 2008/6/9
- المادة (40) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.
- المادة (42) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.
- المادة (3/43) من القانون رقم 95 لسنة 1992.
- المادة (47) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.
- المادة (49) من قانون الإيداع والقيود المركزي.
- المادة (5) من قانون سوق رأس المال المصري.
- المادة (58) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والمستبدلة
بقرار وزير الاقتصاد رقم 503 لسنة 1997، الوقائع المصرية، العدد 23
(تابع) بتاريخ 1977/10/12.
- المادة (6) من قانون الشركات المساهمة رقم 159 لسنة 1981م
- المادة (6) من قانون سوق رأس المال المصري.
- المادة (64) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي.
- المادة (1/66) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع.
- المادة (2،3/67) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي.
- المادة (7) من قانون سوق رأس المال.

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

المادة (8) من قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992.

المادة (86) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم

المادة (94) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

المادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم 81/159

المادة (98) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة رقم 81/159

المادة (98) من نظام الشركات السعودي الاكتتاب في الأسهم أو تملكها

المادة 204 من قانون الشركات الإماراتي لسنة 1984م

المادة الثانية من قانون شركات المساهمة في مصر رقم 109 لسنة

الوقائع المصرية، العدد (93) بتاريخ 2006/4/29.

بشرى خالد تركي المولي، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، دراسة مقارنة، دار الحامد للنشر و التوزيع

جابر محمد محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي، مؤتمر آفاق وتحديات، المجلد الأول

جاسم فاروق إبراهيم – حقوق المساهم في الشركة المساهمة – منشورات الحلبي الحقوقية – 2008م

جريدة الوقائع المصرية العدد 105 – الصادر في 9 مايو 2015م

حسني المصري – القانون التجاري – شركات القطاع الخاص – مطبعة حسان القاهرة – 1986م

سلامة عدلي أندراوس، سوق المال في مصر، محاضرة بمعهد الدراسات المصرفية 1995/94، البنك المركزي المصري.

سميحة القليوبي- الشركات التجارية – دار النهضة العربية – 2001م

سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة

سمير محمد يحيى الاحرمي - سوق تداول الأوراق القانونية من الناحية القانونية - رسالة دكتوراه - كلية الحقوق - جامعة أسيوط 2013م

شاهيناز جمال الدين محمد، العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (مع التطبيق على الحالة المصرية)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة، يونيو 2003
صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، حقوق الإسكندرية، 2000

صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، غرفة تجارة وصناعة دبي 2007/3/18، المجلد الخامس

صلاح أمين أبو طالب - دروس في قانون الشركات التجارية - بدون دار نشر - 1990م

صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، 1998، بدون ناشر

صلاح زين الدين، وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة، دراسة حالة الأسواق المصرية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، غرفة تجارة وصناعة دبي، بتاريخ 2007/3/18، المجلد الأول

عباس مرزوق فليح - الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة - دار الثقافة - 1998م

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

عبد الحميد المهيملي، أداة النجاح في البورصة التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2005

عبد الحميد عيسى سليمان غوانمه – تعديل رأس مال شركات المساهمة في التشريعين المغربي و الأردني – رسالة ماجستير – كلية العلوم القانون القانونية والاقتصادية والاجتماعية - جامعة محمد الخامس – المغرب – 1986م

عبد الرحمن السيد قرمان، المركز القانوني لمدير الاستثمار، دار النهضة العربية، ص 97، ونفس المعني د/ عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996

عبد الرزاق السنهوري، الوجيز في النظرية العامة للالتزام، دار النهضة العربية، مصر، 1966

عبد الفضيل محمد أحمد – الشركات التجارية – دار النهضة 2003م
عبد الفضيل محمد أحمد، بحوث في أعمال البورصات، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، عام 1995

عبد المنعم الدسوقي، الطبعة رقم/ 376 لسنة 33 ق جلسة 1967/5/2 س18، ص931، الموسوعة التجارية الحديثة في أحكام محكمة النقض، المجلد الأول

عصام حنفي، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006

عطية فياض: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 1998

علي البارودي، ود. محمد فريد العريني – القانون التجاري – دار المطبوعات الجامعية – 1987م

❖ مجلة الشريعة والقانون ❖ العدد الواحد والثلاثون المجلد الثالث (2016-1437) ❖

عماد محمد أمين رمضان - حماية المساهم في شركة المساهمة - دار
الكتب القانونية - مصر - 2008م

فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة،
دار النهضة العربية للنشر، طبعة 2013

فوزي عطوى: الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة
الإسلامية، منشورات الحلبي، لبنان، 2005

قانون الشركات الإنجليزي: Article 561 /1/A/ Companies Act
2006

قانون الشركات الفرنسي الصادر في 2004م:

قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981م - الجريدة الرسمية
المصرية - العدد 40- أكتوبر 1981م.

قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992

كمال محمد أبو سريع، الشركات التجارية، في القانون التجاري، دار
النهضة العربية للنشر، 1984

ماجد راغب الحلو، الرقابة الإدارية على أسواق الأوراق المالية، ورقة
بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق
الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، غرفة تجارة وصناعة دبي،
بتاريخ 2007/3/18، المجلد الأول

ماجدة أحمد إسماعيل، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل
التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، ورقة
بحثية مقدمة لمؤتمر آفاق وتحديات، المنعقد بدبي 2007، المجلد الأول

محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دراسة
مقارنة مصري-أمريكي-فرنسي دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة
العربية طبعة 2013

تداول حق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،
الدار الجامعية الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1997

محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية،
الإسكندرية، 2000/1999

محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق
المالية، دار الرشيد للنشر بغداد، 1982

محمد فريد العرينى - شركات الأموال - دار المطبوعات الجامعية -
2001م

محمد فريد العرينى- الشركات التجارية- دار الجامعة الجديدة للنشر-
2003م

محمد كامل أمين ملش، شرح القانون التجاري التكميلي، 1952، ص
228، بند 396.

محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري

محمود سمير الشرقاوي - الشركات التجارية في القانون المصري - دار
النهضة العربية - القاهرة - 1986م

محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، دار النهضة
العربية، القاهرة، 1995

محمود عبد الله أحمد عويس البغدادي - الاكتتاب العام في أسهم الشركات
المساهمة وتداولها - رسالة دكتوراه - حقوق بني سويف - 2010م

مصطفى كمال طه - الشركات التجارية - دار الفكر العربي - مصر -
ط 2007م.

مصطفى كمال طه - القانون التجاري، الشركات التجارية - دار الجامعة
الجديدة - 1996

❖ مجلة الشريعة والقانون ❖ العدد الواحد والثلاثون المجلد الثالث (2016-1437) ❖

مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق: أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006

منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف الإسكندرية، 2006

نصر علي طاحون، شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، 2003

هاني دويدار - القانون التجاري - منشورات الحلبي الحقوقية - 2008م

يعقوب يوسف صرخوه - الأسهم وتداولها في شركات المساهمة في القانون الكويتي - دار النهضة العربية - 1983م