

الفصل الأول

خصخصة الشركات عبر سوق الأوراق المالية

تعد خصخصة الشركات عبر سوق الأوراق المالية آلية من الآليات المثلى لنجاح سياسة الخصخصة، وتستند إلى فكرة بيع أسهم الشركات العامة عن طريق العروض العامة للشراء أو الطرح الخاص، حيث تلعب سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في بيع أسهم الشركات العامة إلى الجمهور والمستثمرين، وتحدث عملية التحويل عن طريق شراء المستثمرين شراء مباشراً بأنفسهم أو غير مباشر بالوسطاء للأوراق المالية التي تصدرها الشركات محل الخصخصة. وقد نصت الفقرة الأولى من المادة ٤٥ من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ على أنه " لا يجوز التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الصكوك المدرجة بجدول أسعارها إلا بواسطة سمسار مقبول للعمل بها وإلا كان التصرف باطلاً" وكذلك ورد في الفقرة الثانية من المادة ٦٦ من قانون الشركات العراقي على أن " تنتقل ملكية الأسهم في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وفق قانونه والتعليمات الصادرة بموجبه " .

ويتضح مما تقدم أن قانون الشركات يميز - فيما يتعلق ببيع الأسهم - بين الشركات المساهمة غير المدرجة في سوق الأوراق المالية والشركات المدرجة فيه، فاشتراط النوع الأول تنظيم عقد يتضمن البيانات المذكورة في الفقرة الأولى من المادة السابقة، وهي : إسم البائع والمشتري وعنوانهما ورقم شهادة الأسهم وتاريخ البيع والتمن وإقرار البائع بقبضه الثمن وتعهد المشتري بقبول شروط عقد البيع، ويسجل عقد البيع في سجل الشركة الخاص بانتقال الأسهم الخاصة بالشركة مع توقيع المتعاقدين ومندوب الشركة، ويعد باطلاً كل بيع يقع خارج المجلس أو غير مسجل في سجل الشركة، وذلك في حالتين اثنتين هما:

١- إذ لم يقع العقد في مجلس مؤلف من البائع والمشتري أو من يمثلهما قانوناً، أي خارج المجلس، كأن يحدث البيع مثلاً دون حضور مندوب الشركة^(١).

٢- عدم تسجيل عقد البيع في سجلات الشركة الخاصة بانتقال الأسهم^(٢).

ويثار هنا تساؤل: هل للحكومة حرية مطلقة في فرض تلك الشروط، أي بعبارة أخرى هل من حق الشركة رفض التنازل عن ملكية الأسهم أو الاعتراض على شخص المتنازل إليه؟ للإجابة عن هذا التساؤل نقول أن الأصل أن الشركة لا تملك رفض التنازل عن الأسهم، وذلك لأنه بموجب القانون لا يحق لها هذا إلا في حالات استثنائية وبناءً على مبررات معقولة، كما لو كانت هذه الأسهم مثقلة بدين أو بحق

(١) قضت محكمة تمييز العراق بأنه "إذا لم يأخذ ببيع الأسهم الشكل الذي رسمه القانون، فيعد غير تام أصلاً، ولا يترتب عليه أثر" قرار محكمة الطرق في ٢٣ / ١ / ١٩٦٨، مجلة القضاء، العددان ٣ و٤، ١٩٦٩، ص ١٩٢ - ١٩٨.

(٢) قضت محكمة استئناف بغداد بصفتها التمييزية بأنه "حيث إن الأسهم المباعة لم تسجل في سجل الشركة إذ لا عبرة بعملية البيع، وتعد باطلاً ما لم يسجل البيع في سجل الشركة" القرار بالعدد ٦٦ مستعجل في ١٩ / ٢ / ١٩٩٢ الموسوعة العددية، العدد ٥، السنة الأولى، ١٩٩٢، ص ٩.

رهن. ولم يمنح القانون مندوب الشركة حق الاعتراض على البيع، وذلك لحماية المساهم، وإلا سوف يصبح الأخير أسيراً لأسهمه، ويشكل ذلك خرقاً لحق المساهم في التصرف بأسهمه المقررة في المادة (٢) فقرة أولاً من قانون الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم والمسئولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١. فيجوز التنازل عنه بطريق القيد في سجل الشركة إذا كان إسمياً، إذ لم يجز القانون إصدار لا الأسهم لأمر ولا الأسهم لحامله، إن كان قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أجاز إصدار الأسهم لحاملها وحدها. فالأصل هو قابلية السهم المطلقة للتداول إلا إذا قيد هذا الإطلاق بقيود خاصة.

والقاعدة أن التنازل عن السهم حق للمساهم لا يجوز - بحال - تجريده منه، لتعلق ذلك بالنظام العام. ولقد نصت على هذه القاعدة صراحة المادة ١٣٩ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، بقولها (يكون السهم قابلاً للتداول، ولا يجوز النص على عكس ذلك في نظام الشركة. ومع ذلك يجوز أن يتضمن نظام الشركة بعض القواعد المتعلقة بتنظيم تداول الأسهم بشرط ألا تصل إلى حرمان المساهم من حق التنازل عن أسهمه)، وكذلك نصت المادة ٦٤ من قانون الشركات العراقي على ان (في شركة المساهمة والمحدودة، للمساهم نقل ملكية اسهمه الى مساهم اخر او الى الغير

ومن الجدير بالذكر أن ملكية أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تنتقل وفق القواعد المقررة في القانون العراقي المؤقت للأسواق المالية الصادر بموجب الأمر المرقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤، ويعد بيع المشروعات العامة من أظهر الأساليب المتبعة للخصخصة منذ عام ١٩٧٩، لما يحققه من توازن بين القطاعين العام والخاص، بتقليص رقعة الممتلكات العامة ومن ثم يضيق مجال القطاع العام وحجمه ودوره^(١).

كل ذلك يستلزم تطوير أسواق رأس المال كي تسير مع الإصلاح الاقتصادي المتمثل في الخصخصة جنباً إلى جنب^(٢)، ففي مصر اتخذ تطوير بورصة الأوراق المالية المصري عدة إجراءات، منها:

- إصدار قانون لسوق رأس المال، وهو القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ولعل من أهم ما جاء به إجازة تشكيل (اتحاد العاملين المساهمين) الذي يمتلك أسهماً في الشركات لمصلحة العمال.
- صدور قانون رقم ٤ لسنة ١٩٩٤ بشأن سندات الخزانة المصرية التي أجازت التعامل بها، وهو ما يساعد على انتعاش سوق الأوراق المالية، وخاصة سوق السندات^(٣).

(١)

Young's. The nature of privatization in Britain. In V. wright, and perrotti(eds) privatization and public policy, II. (2001). P.35.

(٢) صهيب موسى جفال، المرجع سابق، ص ٧٣.

(٣) د. عبد الرحمن يسري أحمد، الاقتصاد المصري نحو ثورة في التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر الحادي عشر "استراتيجيات إعادة بناء الاقتصاد الوطني وتنمية المجتمع في مراحل القادمة"، في الفترة من ١٧ إلى ١٨ أكتوبر، ٢٠١٢، ص ٥.

- صدور القانون رقم ١١ لسنة ١٩٩٥ الذي ألغى ضرائب الدمغة النسبية على الأوراق المالية.
- صدور قانون رقم ٣ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية^(١).
- صدر قرار جمهوري بالقانون رقم ٢٠١ لسنة ٢٠١٤ لتعديل بعض أحكام قانون الضرائب العامة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥، حيث نص القرار على إضافة فقرة ثانية للمادة ١٠٣ من قانون الضريبة على الدخل، الصادرة بالقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥، نصها كالتالي: "ويكون أداء الضريبة المستحقة على شركات الأموال والأشخاص الاعتبارية العامة بأحد وسائل الدفع الالكترونية، طبقاً لما تحدده اللائحة التنفيذية لهذا القانون". أكد القرار على ضرورة نشره في الجريدة الرسمية على أن يعمل به من تاريخ نشره.

ونرى هنا أن حزمة القوانين السابقة جاءت من أجل تحقيق التنمية بأبعادها المختلفة في الأجل الطويل، وعلى سبيل المثال وليس على سبيل الحصر تشجيع المستثمر القادم من الخارج على دخول في معترك الأنشطة الاقتصادية^(٢).

وخصخصة الشركات عبر سوق الأوراق المالية تعد من أبسط صور نقل الملكية، وتقع بطريقتين: أولاً: العرض العام لشراء أسهم الشركة وثانياً، الطرح الخاص لفئة معينة من المستثمرين. وهناك طريقة ثالثة، وهي زيادة رأسمال المشروعات، مع امتناع الدولة عن تملك أسهم الزيادة، بحيث يتاح هذا التملك للقطاع الخاص. ومن هذا المنطلق نستعرض في هذا الفصل، طرق نقل الملكية ونخصص لكل منهما مبحثاً مستقلاً.

(١) د. أمل محمد شلبي، التنظيم القانوني للمنافسة ومنع الاحتكار، دراسة مقارنة، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠٠٨، ص ١٧١.

(٢) يلاحظ ان مصر مقصد ممتاز لمستثمري اسواق الاسهم، حيث سجل البورصة اكثر من ٢١ الف مستثمر في عام ٢٠١٤ مقارنة بعام ٢٠١٣ والذي سجل فيه ١٦ الف مستثمر فقط.

والمتاح على الموقع الالكتروني : <[http:// www.Egypt news.net](http://www.Egypt news.net) > (last visited 1/1/2015)

المبحث الأول

العرض العام لشراء الأسهم^(١)

يقصد بالعرض العام للأسهم (طرح كل أو جزء من أسهم الشركة العامة للبيع للجمهور في سوق الأوراق المالية) ويعني عرض أسهم الشركة للبيع على الجمهور (o.p.v)^(٢)، والعرض العام للشراء هو إيجاب لشراء الأسهم بسعر موحد من جميع المساهمين القابلين^(٣)، ويعد هذا الأسلوب من أكثر أساليب التحول إلى القطاع الخاص شيوعاً بسبب ما يترتب عليه من مزايا فنية كالمرونة وبساطة وشفافية، ونزاهة التعامل في السوق المالية وأن هذه مزايا هامة في نجاح فكرة الخصخصة لأنها تساعد على عدم تركيز رأس المال في يد فئة قليلة من الأفراد ويؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية من خلال تمكين أكبر عدد ممكن من الأشخاص من شراء الأسهم المعروضة. كما أن لهذا الأسلوب أثراً فعالاً في تنشيط سوق الأوراق المالية لأنه يؤدي إلى زيادة تداول الأسهم في السوق. وتجدر الإشارة إلى أن بيع أسهم الشركات العامة عن طريق العروض العامة للشراء يعد من أساليب الخصخصة في التشريعات المقارنة وإن كان هو أهم طرق التحول إلى القطاع الخاص، إلا أنه ليس الطريق الوحيد للخصخصة فهناك آليات ووسائل شتى لنقل ملكية المشروعات العامة إلى القطاع الخاص منها الطرح الخاص وغيرها .

وبيع أسهم الشركة عن طريق العرض العام قد ينصب على كافة أسهم الشركة وقد يقتصر على جزء من أسهمها^(٤)، ونبين إجراءات العرض العام للأسهم في التشريعات المقارنة وذلك في عدة مطالب:-
نخصص الأول لفرنسا والثاني لكل من مصر والعراق إذ نلاحظ ابتداءً أن قانون الشركات العراقي وقرارات مجلس قيادة الثورة الخاصة بموضوع التحول لم تنص صراحة على امكانية استخدام هذه الأسلوب في التحول، ولم نجد احكاماً قانونية تسعفنا في هذا الموضوع لذا ارتئينا الاستدلال بالاحكام القانونية المقررة في تشريع المصري لسد الفراغ القانوني الذي فرضته التحولات والتطورات الاقتصادية ومواكبة منه لباقي التشريعات المقارنة وبالاخص التشريع المصري الذي يعد مصدراً تاريخياً للقانون العراقي. ثم نبين في المطلب الثالث الشركات التي تلائمها العرض العام للاسهم باعتبارها الاكثر تعرضاً من غيرها لتلك العروض .

المطلب الاول: إجراءات العرض العام في فرنسا.

المطلب الثاني: إجراءات العرض العام في مصر والعراق.

المطلب الثالث: الشركات التي تلائمها العرض العام للاسهم.

(١) د. منير ابراهيم هندي، خصخصة المشروعات العامة، المرجع السابق، ص ٤٦.

(٢)

L' offre publique de vente .

(٣) د. احمد محمد محرز، النظام القانوني لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص(الخصخصة)، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٥، ص ٨٦.

(٤) د. محمود الصبح، المرجع السابق، ص ٣٥ .

المطلب الاول

إجراءات العرض العام للأسهم في فرنسا

قد جرى العمل في فرنسا على أن يتم البيع في العرض العام للأسهم بسعر محدد يتم تحديده من قبل لجنة المشاركات والتحويلات ويصدر به قرار من وزير الاقتصاد^(١).

وتستخدم السوق المالية للعرض العام لبيع الأسهم للجمهور وسيلتين فئيتين هما :-
الوسيلة الأولى : الطرح الاسمي للأسهم .
الوسيلة الثانية : الطرح العادي للأسهم .

وفي مجال الخصخصة تتخذ أوامر شراء الأسهم الشكل الاسمي ذلك بحسب الطائفة التي ينتمي إليها المشتري سواء كان من الفرنسيين أو من الأشخاص الاعتبارية الفرنسية أو الأجنبية أو الأجانب والهدف من ذلك هو حرص المشرع الفرنسي على ضمان حصول الفرنسيين على أسهم في المشروعات موضوع الخصخصة حيث يرى المشرع الفرنسي أنهم أولى بحماية الأمن الاقتصادي الوطني .

يتعين أن تلبى جميع أوامر الشراء المقدمة من هؤلاء الأشخاص بصورة كلية وعند عدم كفاية الأسهم المعروضة لتلبية جميع أوامر الشراء يجري تخفيضها بموجب شروط يتم تحديدها بمرسوم^(٢). ومن أجل ذلك يتم تصنيف أوامر الشراء إلى ثلاث فئات وهي (أ،ب،ج) حيث يستطيع كل شخص من الأشخاص المشار إليهم أن يصدر أمرًا واحدًا للشراء من فئة (أ)، وهذه الفئة من أوامر الشراء لها أولوية في التنفيذ علمًا ان للقاصرين ايضًا أن يصدروا مثل هذه الأوامر للشراء من خلال ممثلهم القانوني، ويستطيع أيًا من هؤلاء أن يصدر أمرًا بالشراء من الفئة (ب) وهذه الفئة ليست لها أولوية في التنفيذ لأنها مخصصة لأشخاص ليس لهم حق الأولوية في الشراء، أما أوامر الشراء من الفئة (ج) فهي مخصصة للمؤسسات الاستثمارية أي أن أوامر الشراء من الفئة (ج) يمكن أن تصدر من قبل الأشخاص المعنوية الفرنسية أو الاشخاص المعنوية التي تحمل جنسية إحدى دول الاتحاد الأوروبي بشرط ألا تكون هذه الأخيرة خاضعة لرقابة أوسيطرة دولة ليست من دول الاتحاد الأوروبي^(٣).

وعلى الرغم من أهمية هذه الوسيلة العملية للخصخصة فإن لها بعض الجوانب السلبية وخاصة فيما يتعلق بالمواعيد والوسائل المصاحبة لحجم التعامل وكذلك بعرضها أسعاراً مرتفعة بسبب صعوبة حجز الطلبات عبر البورصة في الداخل والخارج، والطريقة الاسمية يجب أن يتم تشجيعها باستمرار وبقوة وإلا تفقد فائدتها .

(١) د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني لتحول القطاع العام، المرجع السابق، ص ١٣١ .

(٢) المادة (١٣) من القانون الفرنسي الصادر في ١٩٨٦/٨/٦ .

(٣) وهذا التحديد واردة في المادة (٣٥٥-١) من قانون الشركات التجارية الفرنسي لسنة ١٩٦٦ .

وبالتالي بفضل الجمع بين الطريقة العادية للعرض العام للأسهم مع وجود الطريقة الثانية ذات النوع الاسمي والتي تصدر لفئات معينة حددها المشرع مثال ذلك ما نص عليه المشرع الفرنسي بالنسبة للأشخاص الطبيعيين الفرنسيين أو من يتمتعون بالإقامة في فرنسا بحصول كل شخص على عشرة أسهم بالأولوية عن الأجانب^(١).

ووفقاً للتشريع الفرنسي، تتم عملية العرض العام للأسهم من خلال قيام الدولة بإعلان شروط العرض للمستثمرين وذلك عن طريق إعلان سعر الأسهم في جدول البورصة ويتم إعادة هذا الإعلان بالنشر في الصحف الرسمية وعن طريق الوسطاء الماليين^(٢).

ويقوم المستثمرون بالاطلاع على عدد الأسهم المعروضة للبيع وكذلك على سعر السهم وكذلك معرفة مدة العرض أي الفترة الزمنية التي تبقى خلالها الأسهم معروضة للبيع، وخلال هذه الفترة ترسل أوامر الشراء إلى الوسطاء الماليين العاملين في البورصة.

ويقوم الوسطاء بدورهم بتحويل أوامر الشراء إلى بورصة الأوراق المالية، وبالتالي تكون هذه الأوامر مشتملة على عدد الصكوك المطلوب شراؤها وكذلك عدد السندات المطلوب بيعها، وفي حالة عدم تلبية جميع أوامر الشراء يتعين الإعلان عن نسبة التخفيض والأساس الذي قامت عليه علماً إن الدولة تتحمل نفقات إصدار الأسهم^(٣)، بغية تشجيع عملية الخصخصة ونجاحها وكذلك تتحمل نفقات الدعاية الإعلامية سواء عن طريق الراديو أو التلفزيون أو أفلام مسجلة والصحف وكافة وسائل الإعلام.

ويتم العرض العام للأسهم بسعر محدد يمكن أن يلجأ إلى مصرف أو شركة استثمار يتعهد بتصريف كل الإصدار أو حد أدنى منه، وقد يدفع مقدماً قيمة الكمية التي تعهد ببيعها أو جزء منها، ودور المصرف لا يقتصر في هذه الحالة على بذل العناية اللازمة لتصريف الأسهم دون الالتزام بتصريف حد أدنى منه، أي أن التزام المصرف بالبيع هو التزام بتحقيق نتيجة، كما حدث في بعض حالات الخصخصة من خلال الطرح العام في كل من فرنسا وبريطانيا، أما في الدول النامية فإن دور مصرف الاستثمار عادة ما يقتصر على بذل الجهد لتصريف الإصدار دون الالتزام بتصريفه كلياً أو جزئياً وذلك مقابل عمولة يتلقاها عن عمليات البيع، وإذا ما تبقى جزء من الأسهم لم يتم التصرف فيه فيرد إلى الدولة^(٤)، وهذا يعني أن الدولة تتحمل مخاطر الغش وليس المصرف، أما إذا كانت أسهم الشركة مطروحة أصلاً في سوق الأوراق المالية، فلن تكون هناك مشكلة تتعلق بقيام حكومة بطرح حصتها في رأس المال للبيع.

(١)

Michel Durupty, les privatisations en France 1988, p 68 .

(٢) القاضي انطوان الناشف، مراجعة نوال تلج مسعود، الخصخصة (التخصص) مفهوم جديد لفكرة الدولة ودورها في إدارة المرافق العامة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٠، ص ٢٥٤.

(٣) د. احمد محمد محرز، النظام القانوني لتحول القطاع العام، المرجع السابق، ص ٨٩.

(٤) د. منير ابراهيم هندي، خصخصة المشروعات العامة، المرجع السابق، ص ٤٩.

وعندما تنتهي هذه الإجراءات تقوم بورصة الأوراق المالية بالإعلان عن نتائج العرض العام لبيع الاسهم للجمهور وقواعد تنفيذ أوامر الشراء الكبيرة. ويجب الإعلان عن نسبة التخصيص والأسس التي قامت عليه. وبعد بيع أسهم الشركات المخصصة يلزم أن تقيّد باسم الشخص الذي اشتراها وبالتالي يكون من حقه تداول الأسهم في بورصة الأوراق المالية ما لم تكن الاسهم من المحظور تداولها بموجب القانون لفترة محددة^(١)، إذ تعد قابلية السهم للتداول خصيصة البارزة التي تميز السهم في الشركات المساهمة عن حصة الشريك في شركات الأشخاص^(٢).

المطلب الثاني

إجراءات العرض العام للأسهم في مصر والعراق

يقتضي استخدام هذا الألية للتحويل بالضرورة أن يتخذ المشروع المراد تحويله إلى القطاع الخاص شكل شركة مساهمة أو اية شركة اخرى تقسم رأسمالها إلى أسهم مثل شركة التوصية بالأسهم. وان كان على خلاف ذلك فلا بد من إعادة هيكلة المشروع المراد تحويله بحيث يتخذ شكل شركة مساهمة أي أن رأسمالها يقسم إلى أسهم قابلة لتداول ويتم بيع هذه الأسهم للجمهور عن طريق العرض العام في سوق الأوراق المالية.

ونظراً لاعتبار القانون المصري للشركات مصدراً تاريخياً للقانون العراقي نعرض لأحكامهما في هذا المطلب مخصصين فرعاً لأحكام كل منهما، وذلك على النحو الآتي:-

الفرع الأول : إجراءات العرض العام للأسهم في مصر .

الفرع الثاني : إجراءات العرض العام للأسهم في العراق .

الفرع الأول

إجراءات العرض العام للأسهم في مصر

نظمت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أحكام العرض العام في مصر، وألزمت صاحب العرض بعدد من القواعد التي ينبغي أن يراعيها عند طرح العرض بشأن نوع الشركة ونوع الأسهم المطلوب شراؤها، والشروط الواجب مراعاتها في العرض العام.

نصت المادة (٥٩) من اللائحة المذكورة أعلاه على كل من يرغب في عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من عدد الأسهم الاسمية في رأسمال إحدى الشركات التي طرحت أسهماً لها في اكتتاب عام

(١) د. احمد محمد محرز، النظام القانوني لتحويل القطاع العام، المرجع السابق، ص ١٣٤.

(٢) د. مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مقدمة الاعمال التجارية والتجار - الشركات التجارية- الملكية التجارية والصناعية، دار المعارف، الاسكندرية، ١٩٨٢، ص ٢٩٣.

أو طرح للتداول ببورصات الأوراق المالية ما لا يقل عن ٣٠% من أسهمها أن يخطر الشركة بذلك قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل بكتاب موسى عليه مصحوبًا بعلم الوصول متضمنًا نسبة مساهمته في رأس مال الشركة، ومرفقًا به بيان كافٍ للتعريف بالعملية على الأخص عدد الأسهم محل العملية ومواصفاتها ومكان عقد العملية بالنسبة إلى الأسهم غير المقيدة بإحدى بورصات الأوراق المالية واسم وعنوان شركة السمسرة التي تتم بواسطتها....."

وتنص المادة (٥٩) المشار إليها على جواز طرح العرض العام على أسهم كل من الشركات المقيدة في السوق المالية أو غير المقيدة في البورصة. كما توجب إخطار هيئة سوق المال بالنسبة للأسهم المقيدة في البورصة، إذ يجب على الشخص صاحب العرض إخطار هيئة سوق رأس المال وبورصة الأوراق المالية المقيدة بها تلك الأسهم^(١).

ويشير البعض^(٢) إلى أنه لا يمكن استخدام هذا الأسلوب للتحويل في الدول التي لا يوجد فيها سوق منظمة للأوراق المالية وأنه يجب أن تتوافر في الشركة المراد تحويلها شروط التسجيل في سوق الأوراق المالية والتي تتمثل بشكل عام في تحقيق الشركة لقدر معين من الأرباح خلال السنتين أو الثلاثة السابقة على طلب التسجيل وأن لا تقل قيمة أصولها عن قدر معين، كما قد يشترط أن تكون قد وزعت أرباحًا في عدد من السنوات السابقة على التسجيل أو مرور حد أدنى من السنوات على أنشائها^(٣).

أما عن شروط قبول الأوراق المالية، تشترط المادة ١٨ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ "أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً"^(٤).

كما يلزم صاحب العرض بتحديد نوع الأسهم محل العملية التي يرغب في شرائها من خلال إجراءات العرض العام من الأسهم (عادية أو ممتازة) ويجوز من الوجهة النظرية أن يقدم صاحب العرض عرضًا عامًا على الأوراق المالية الأخرى ولا سيما التي قد تتحول إلى أسهم بعد فترة زمنية معينة. إلا أن الواقع العملي للعروض العامة التي قدمت في مصر كانت عروضًا نقدية في إطار برنامج الخصخصة التي أعدتها الحكومة، أما العروض الأخرى العينية التبادلية^(٥)، فلم يكن لها نصيب من العروض العامة

(١) المادة (٦) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لسوق رأس المال المصري.

(٢) د. محمود الصبح، المرجع السابق، ص ٣٥.

(٣) فعلى سبيل المثال أشرت المادة الثامنة من قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم ٢٤ لسنة ١٩٩١ أن تكون شركة المساهمة قد نشرت حسابات ختامية لسنتين ماليين، لكي تقبل أسهمها في السوق إذا كان رأسمالها أقل من (٥٠٠) دينار.

(٤) والمادة ٤٥ فقرة ١ من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

(٥) ويقصد بالعرض العام للتبادل: عملية قبول تبادل أنواع من الأوراق المالية مقابل أسهم الشركات المخصصة، فهي مقايضة، كوسيلة وفاء الهدف منها توسيع قاعدة مساهمي الشركات. انظر د: احمد محمد محرز، النظام القانوني لتحويل القطاع العام الى القطاع الخاص، المرجع السابق، ص ٩٠.

المطروحة، كما لم يقدم عرض عام على السندات .

ومن منظور ما تقدم يتبين لنا أن العرض العام لا يكون إلا على أسهم شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم المقيدة في السوق المالية، والتي طرحت أسهمًا لها أو نسبة من الأسهم لاتقل عن ٣٠% في اكتتاب عام^(١)، ويتعين أن تكون الأسهم اسمية لأن الأسهم لحاملها رغم أنها تخول الحق للمساهم في حضور الجمعيات العامة، والحق في مناقشة تقرير مجلس الإدارة والأرباح والخسائر وتقرير مراقب الحسابات، إلا أنها لا تصلح أساسًا للسيطرة على الشركة لفقدانها حق العضوية في مجلس الإدارة وحق التصويت في الجمعيات العامة للشركة^(٢).

وقد نصت المادة (٣١)^(٣)، من قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أن تكون الأسهم في شركات المساهمة اسمية. ويستلزم التشريع الإفصاح عن كمية الأسهم التي يمتلكها المساهم^(٤)، فقد نصت المادة (٦١) من اللائحة التنفيذية للقانون لسوق رأس المال المصري " يجب على كل من يرغب في شراء نسبة ١٥% فأكثر من أسهم إحدى الشركات المشار إليها في المادة (٥٩) من خلال عرض للشراء بالإضافة إلى الثمن الذي يرغب الشراء به ومدة العرض .

وفقًا لأحكام هذه المادة فإنه يلزم ألا يؤدي إجراء المذكور أن يقل عدد المساهمين في الشركة عن الحد الأدنى المطلوب في القانون، وهو ثلاثة أشخاص بالنسبة إلى شركة المساهمة، لأن الحد الأدنى هذا

(١) تجيز المادة (٣) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ لشركة التوصية بالأسهم إصدار اسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون. والمادة (١١٠) من القانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالاسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إذ نصت على أن (فيما عدا احكام المواد ٣٧-٧٧-٩١-٩٢-٩٣ تسرى على شركات التوصية بالاسهم سائر احكام شركات المساهمة في هذا القانون مع مراعاة القواعد المنصوص عليها في هذا الفصل)، حيث تخرج الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الاشخاص (التضامن - التوصية البسيطة) ليستا خاضعتين لقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المشار اليه لان رؤس اموالها عبارة عن حصص لا يجوز ان تصدر في شكل أوراق مالية قابلة للتداول. وان كان تخضع شركة التوصية بالأسهم للأحكام المنظمة لشركة المساهمة باستثناء بعض المسائل ليس من بينها إصدار أو تداول الأسهم. كذلك تشير المادة (١) من القانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بوضوح الى خضوع كل من شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم لأحكام سوق رأس المال. ويتضح من الاحكام المشار اليه أن القانون يجيز طرح العام لأسهم لكل من شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم. و ان شركتنا التضامن والتوصية مستبعدتان لعدم خضوعهما لأي من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. كما نص المادة (٤) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ خاصة بالشركات ذات المسؤولية المحدودة وحدها وذلك حظر إصدار اوراق مالية لأكتتاب العام وذلك لعدم جواز قيامها باصدار أسهم.

(٢) المادة (١٣) من اللائحة التنفيذية للقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٣) وقد أحدث تعديلاً بموجب قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة (١) من اللائحة التنفيذية لقانون ذاته على نص المادة ٣١ من قانون ١٥٩ لسنة ١٩٨٢ بجواز أن تصدر شركة المساهمة أسهمها كاملة بالألا تتجاوز ٢٥% من اجمالي عدد الاسهم الكلي، وعلى أن يتم الوفاء بكامل ثمنها منه نقدًا .

(٤) الفقرتان (٥/ب،ج) ، (٦،أ،ب،ج) من القانون المؤقت للأسواق الأوراق المالية في العراق .

من النظام العام(١). ويشترط أن يكون العرض نقدياً، لأن المادة (٦١) لم تذكر سوى الثمن ومن أستقرأء المادة يتضح أن العرض العام للشراء في مصر لا يكون إلا نقدياً، ولم يحدد المشرع ذلك بشكل واضح على الرغم من ذلك أراد المشرع تنظيم حالات أخرى مثل العرض العيني التبادلي لنص على المقابل أو الححصص العينية والتي تعبر عن بديل الثمن النقدي .

ويعد الإفصاح عن المعلومات التي يلزم القانون بنشرها وتقديمها من الأمور التي تمكن المستثمرين من عمل المقارنات اللازمة وجعل المعلومات في متناول الجميع لجعل الفرص متساوية لجميع الأطراف خاصة في عمليات تداول الأسهم، فعلى سبيل المثال الإفصاح عن النسبة المطلوب شراؤها يوضح نية صاحب العرض في السيطرة أو اللاسيطرة على شركة المساهمة، فإذا زادت نسبة المطلوب شراؤها عن ٥٠% من الاسهم اتجهت النية نحو السيطرة، أما إذا كانت أقل من ذلك فلا تكون النية هي السيطرة على الشركة. وهناك حالة أخرى عندما تكون نسبة ٥٠% فأكثر موزعة بين عدد كبير من المستثمرين، فهنا يكون لصاحب الحصة الرئيسية السيطرة الفعلية على الشركة(٢) .

أما عن كمية الأسهم المشتراة، فإن عمليات العرض العام لا تكون معتادة إلا إذا تجاوزت ١٥% فأكثر من أسهم شركات المساهمة المقيدة في السوق الاوراق المالية. ولايجوز أن يحصل مساهم واحد على ١٠٠% من الأسهم لأن ذلك يخل بمبدأ نية المشاركة، وقاعدة ألا يقل عدد المساهمين في شركة المساهمة عن ثلاثة أشخاص .

ويجب أن يتحقق مبدأ المساواة في شراء أسهم بين المساهمين، إذ حرصت التشريعات على مراعاة قاعدة المساواة في الشراء عن طريق الشراء من كل مساهم يتقدم بعرض لبيع السهم، كقاعدة عامة دون إجراء تمييز بين بائع يعرض كمية كبيرة من الأسهم، وآخر يعرض كمية صغيرة، فإذا زادت الأسهم المطروحة للبيع عن الكمية المرغوب شراؤها، ألزم صاحب العرض بأن يخفض عدد الأسهم المشتراة من كل مساهم بذات النسبة، أي نسبة الأسهم المطروحة للبيع إلى مجموع الأسهم مع مراعاة جبر الكسور لصالح صغار المساهمين(٣).

وفي إطار الحرص على تحقيق المساواة في الشركات المشتركة بين الدولة والقطاع الخاص حرص المشرع على أن يقوم صاحب العرض بتضمين عرضه شراء نسبة لاتقل عن الربع (٢٥%) من الأسهم

(١) المادة (٨) من القانون ١٥٩ الشركات المساهمة وشركات التوصية بالاسهم والشركات ذات المسؤولية المحددة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(٢) كانت أهم العروض العامة في مصر خلال الأونة الأخيرة، هي تلك التي تمت على الشركات الاسمنت المصرية وبورتلاند وأسمنت العامرية .

(٣) المادة (٦١) من اللائحة التنفيذية للقانون السوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المطلوبة من الأشخاص بيع الأسهم المملوكة لهم^(١). وله استكمال الشراء من غيرهم إذا رفض هؤلاء الأشخاص بيع الأسهم المملوكة لهم. وهو ما يفهم منه أن حق المساهم في قبول البيع أو الامتناع عنه جوازي، فلا يمكن في القانون المصري إجبار المساهم على البيع والتخلي عن أسهمه مثلما هو الحال في القانون الفرنسي. ويتضح من مفهوم نص المادة (٦١) من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال المصري^(٢)، أن الدولة أرادت تحقيق المساواة عند بيع الأسهم في عرض عام بين جميع المالكين للأسهم من القطاع الاقتصادي للدولة (القطاع العام وقطاع الأعمال العام) أو من القطاع الخاص في الشركات التي تمتلك الدولة فيها حصة جوهرية لا تقل عن ١٥% . وفي هذه حماية للمساهمين من القطاع الخاص وتحفيز لأصحاب العروض العامة على الشراء من القطاع الخاص بالإضافة إلى الشراء من الدولة، لتشجيع صغار المساهمين على البيع بأسعار مناسبة لهم في إطار إجراءات العروض العامة، ضمن برنامج الخصخصة، وتوسيع ملكية القطاع الخاص في الشركات العامة.

ويتعين أن يتضمن الإعلان عن العرض العام مكان تنفيذ العملية. أي في بورصة الأوراق المالية المقيدة بها أسهم الشركة. وفي حالة إذا ما كانت الأسهم مقيدة في أكثر من بورصة وجب الإعلان عن العرض في كل البورصات المقيدة بها، ذلك لإعطاء الفرصة لأكبر عدد من المساهمين لبيع الأسهم في إطار العرض العام.^(٣)

وقد نصت المادة (١٨) من القانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن " يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة إحدى شركات السمسرة المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً" يتبين من هذا النص إن المشرع المصري قصر التعامل في الأوراق المالية، كما وأوجب المشرع أن تمارس الوساطة في الأوراق المالية من خلال شركات؛ لما تتمتع به هذه الشركات من كفاءة مالية، ولقدرتها على مسايرة الأساليب التقنية الحديثة التي يستلزمها تطوير بورصة الأوراق المالية في مصر وتضمن شركة السمسرة سلامة العملية التي تتم بواسطتها من حيث الخبرة والرغبة في البيع لدى المساهم، وكما يلزم الإفصاح عن إسم شركة السمسرة القائمة على تنفيذ العملية متى كانت الشركة قد قيدت الأسهم في البورصة .

أما في حالة ما إذا كانت الأسهم غير مقيدة في بورصة فيتعين ذكر مكان تنفيذ العملية تسهيلاً على المساهمين البائعين^(٤)، ومن الملاحظ أن الاسهم المراد بيعها إلى القطاع الخاص لم تطرح للبيع في

(١) المادة (٦١) من اللائحة التنفيذية للقانون السوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) حيث نصت على أن يكون عرض الشراء موجهاً بذات الشروط إلى كل حملة الأسهم في الشركة .

(٣) المادة (٦) من اللائحة التنفيذية للقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) دليل الإجراءات والإرشادات العامة لبرنامج الحكومة المصرية، المرجع السابق، ص ٢٣ .

بورصة الأوراق المالية في مصر وحكمه تكمن وراء اتاح فرصة الشراء أكبر للجمهور، بل طرحت بطريق الإعلان عن دعوة عامة للمستثمرين للتقدم بعروض للشراء. ويتم بعد ذلك تقييم العروض والمفاضلة بينها وفقاً لعدة معايير منها :-

١- الاستثمارات الإضافية التي يتعهد المتقدم بالعرض بتقديمها، مع الإلتزام بعدم إيقاف النشاط الشركة وتطبيقها.

٢- زيادة رقعة المنافسة في السوق أو كسر الاحتكار، خطة المتقدم بالعرض في الإستفادة من العاملين وتنمية قدراتهم ومهاراتهم.

٣- الفوائد التي ستعود على المجتمع والمنطقة الموجود فيها المشروع من دخول مستثمر أو مستثمرين جدد، الفائض الذي يؤول للموازنة العامة من قبول عرض الاستثمار، المنتجات والانشطة الجديدة التي يضيفها المستثمر أو المستثمرين الجدد إلى المنتجات والخدمات الحالية .

٤- النقد الاجنبي الذي سيقوم المشتري بتحويله لتمويل الأصول أو الحصة التي سيشتريها . ونصت الفقرة الثانية من المادة (٦١) من قانون سوق رأس المال المصري على أنه "يجب ألا تقل مدة عرض الشراء عن أسبوع وأن يكون موجهاً بذات الشروط إلى كل حملة الأسهم في الشركة، ويجوز مد مده عرض الشراء بموافقة الهيئة وبشروط الإعلان عن هذه الموافقة على الوجه المبين بالفقرة السابقة".

وتتضمن الفقرة السابقة مبدأين أساسيين من مبادئ العروض العامة وهما :

المبدأ الأول: المساواة بين المتنافسين من أصحاب العروض، ويقصد به تحقيق المساواة بالنسبة لجميع حملة الأسهم في الشركة المستهدفة بأن يكون العرض موجهاً إليهم بذات الشروط. وهو المبدأ الأساسي للعروض العامة الذي تنفرع عنه معظم الأحكام الأخرى .

أما المبدأ الثاني: عمومية العرض بأن يكون العرض عاماً موجهاً إلى جميع المساهمين الذين في نفس المركز يتلقون نفس المعاملة .

وقد نصت المادة (٦١) الفقرة الثانية منها على مدة العرض العام للشراء وهي مدة أسبوع على الأقل إلا أنها لم تحدد تاريخ بدء سريان مدة الأسبوع، هل من تاريخ إخطار هيئة سوق رأس المال أو من تاريخ الإعلان عن ترخيص الهيئة، أو من تاريخ النشر في صحيفتين يوميتين أو غير ذلك من التواريخ. ولهيئة سوق رأس المال سلطة تقديرية في مد مدة الشراء لأنه أمر جوازي لها، وتستخدم الهيئة هذه السلطة وفق ما تراه مناسباً للمصلحة ومراعاة للظروف الخاصة بالعرض، والظروف العامة لسوق الأوراق المالية. كما وتنص الفقرة (١) من المادة (٦١) على صاحب العرض إتمام عملية الشراء خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإعلان عن عرضه أو من تاريخ الإعلان عن التعديل في شروطه حسب الأحوال.

وفقاً للفقرة السابقة من المادة المذكورة يحظر على صاحب العرض أن يشتري أسهم الشركة التي تضمنها عرضه إلا من خلال إجراءات استجابة المساهمين لهذا العرض خلال فترة سريانه، وهذا الحظر على صاحب العرض يجعل عمليات الشراء التي تتم خارج إطار العرض العام باطلة.

الفرع الثاني

إجراءات العرض العام للأسهم في العراق

يتطلب استخدام هذا الأسلوب للتحويل بالضرورة أن يتخذ المشروع المراد تحويله إلى القطاع الخاص شكل شركة يقسم رأسمالها إلى أسهم وأن كان على خلاف ذلك فلا بد من إعادة هيكلة المشروع المراد تحويله بحيث يتخذ شكل شركة مساهمة^(١)، أما عن إمكانية تطبيق أسلوب العرض العام للأسهم في العراق، لم يطبق في العراق بالنسبة لعمليات التحويل التي تمت فيه، ويكمن سبب ذلك في أن المشروعات العامة في العراق لا تتخذ شكل شركة مساهمة والتي تكون أسهمها مملوكة للدولة، أي ان رأسمالها لا يقسم إلى أسهم أساساً ومن ثم لا يمكن تطبيق هذا الأسلوب إلا إذا تم إعادة هيكلة المشروعات العامة وتحويلها إلى شركات مساهمة أولاً فتصبح الأسهم مملوكة للدولة بالكامل، ومن ثم يمكن أن يصار إلى بيع هذه الأسهم عن طريق العرض العام .

وقد نتج عن تطور أسواق الأوراق المالية، أن ألزمت التشريعات الحديثة الشركات المساهمة – سيما المقيدة أوراقها المالية بجدول البورصة – إلى إلغاء الصكوك المادية والاكتفاء بإيداع صك واحد يطلق عليه (Share Jambo) به أسماء جميع المساهمين بالشركة المصدرة لدى شركة الإيداع والقيود المركزي، ويتم نقل ملكية هذه الأسهم بشطب كمية الأسهم المباعة من أمام اسم البائع وإضافتها أمام أسم المشتري اليكترونياً بالشركة الأخيرة دون الحاجة إلى إصدار صكوك جديدة^(٢).

ولا بد للمشرع العراقي أن يندرك أهمية هذا الأسلوب كوسيلة لخصخصة شركات المساهمة العامة وتهدف مبادئها إلى ضمان احترام مبدأ المساواة بين المساهمين، والشفافية في السوق، ونزاهة وأمانة التعامل في العمليات، والمنافسة وحماية الاسهم من الضياع أو السرقة أو التلف أو التزييف، هذا فضلاً عن سهولة وسرعة عملية التداول من خلال ما يعرف بالقيود الدفترية للأسهم.

ومن منظور ما تقدم ندعو المشرع العراقي إلى النص على هذا الأسلوب عند تشريع قانون خاص ينظم إجراءات الخصخصة في العراق على غرار ما هو مقرر في القوانين المقارنة، بحيث يمكن عرض أسهم

(١) صهيبي موسى جفال، المرجع السابق، ص ٤٦ .

(٢) المادتين ١١ و ١٢ من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ . وبذلك تغير الشكل المادي للأسهم إلى قيود دفترية وهذا بالنسبة للشركات التي طرحت أسهما لها في الاكتتاب العام أو المقيدة في بورصة الأوراق المالية التي وافقت على إيداعها مركزياً الهيئة العامة لسوق المال بالنسبة لشركات الاكتتاب المغلق والتي طلبت إيداعها مركزياً لدى شركات الإيداع المركزي.

شركات المساهمة في سوق بغداد للأوراق المالية بسعر محدد^(١) على أن يكون هذا السعر مساوياً للسعر المحدد من قبل الجهة التي تتولى عملية التقييم وعلى أن تكون أوامر الشراء إسمية بحيث تمكن المشرع العراقي من إعطاء أولوية لبعض الفئات في شراء أسهم شركات المساهمة العامة في حالة العرض العام للأسهم إذ أن من شأن ذلك يحقق الاهداف التي توخاها المشرع ومتمثلة بإعطاء حق الأولوية في شراء تلك الأسهم^(٢).

المطلب الثالث

الشركات التي يلائمها العرض العام

ليست كل الشركات التي أصدرت أسهماً لها على درجة واحدة من الإقبال على تقديم عروض شراء لأسهمها من قبل المستثمرين، بل إن هناك أنواعاً من الشركات أكثر تعرضاً من غيرها لطروحات العرض العامة للشراء، وذلك إما لأسباب اقتصادية تتعلق بالشركة ذاتها أو لكفاءة الأشخاص القائمة على إدارتها إذ كلما كان حجم الشركة صغيراً نسبياً وتمتلك محفظة من الأوراق المالية الناجحة؛ مما يجعل عملية تتم بشكل أفضل ومن الممكن الاستفادة من هذه المحفظة وماتدره من أرباح، وماتكفله من أمان ضد مخاطر تقلبات السوق المالية إذ قد تتداول الأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية في البورصة هذا ما يؤدي إلى اختلاف السعر المتداول للأسهم في السوق المالية عن القيمة الاسمية للسهم التي تظل ثابتة^(٣)، ويختلف عن القيمة الحقيقية للأسهم، التي تعبر عن نصيب السهم في أصول وموجودات الشركة، وعن القيمة السوقية للسهم^(٤). فضلاً عن أن صغر حجم الشركة، يكون مؤشراً على العدد المحدود للمساهمين فيها، مما يوفر الوقت والنفقات بخلاف ما عليه في الشركات ذات الحجم الضخم كالشركات المتعددة الجنسيات، والتي تتوزع أسهمها بين أعداد ضخمة من المساهمين، بحيث يتطلب الوقت ونفقات عالية وترتيبات قانونية كثيرة، أو لأسباب قانونية هيكلية في بنیان الشركة القانوني يشجع الآخرين على تقديم عروضهم عليها، أو لأسباب إدارية، يستلزم بطبيعة الحال أن تكون علاقة مجلس الإدارة بالمساهمين علاقة ودية

(١) فقد عرفت المادة (١١) من قواعد التداول الإلكتروني في سوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠٠٧ الامر المحدد بإنه (هو أمر لشراء أو بيع عدد الأسهم، بسعر محدد أو بسعر أفضل، ...) والسعر الأفضل هو " أقل في حالة الشراء وأعلى في حالة البيع" لمزيد من التفاصيل ينظر د. عبدالباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ٣٨٠.

(٢) على الدولة أن تضع السعر المناسب للبيع تجنباً للتعرض للانتقاد من قبل المجتمع، فإذا كانت هناك مغالاة في سعر البيع يؤدي ذلك إلى عرقلة عملية البيع وتعقيدها، وبالتالي يؤدي إلى احجام المستثمرين عن الشراء، وبخلاف ذلك تخفيض لسعر البيع عن حد معقول يؤدي إلى تواطؤ والتلاعب واهدار الاموال العامة لمصلحة المشترين والمستثمرين .

(٣) المادة (١٣) من قانون شركات المساهمة المصرية وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ .

(٤) د. ابو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون المصري، القاهرة، ١٩٨٨، دار الفكر العربي، بند ٩٥، ص ٥٣٠؛ د. سميحة

القليوبي، المرجع السابق، بند ٣١٧، ص ٤٧٨ وما بعدها.

وطيبة، تدعمها الثقة في كفاءة مجلس الإدارة وقدرته على تخطي الأزمات الوقتية في الشركة المستهدفة، وبخلاف ذلك فيما اذا كانت تلك الإدارات يشوبها التوتر وعدم الثقة فإن ذلك يدفع المساهمين إلى التخلص من الاسهم الاسمية بالبيع؛ من أجل التخلص من مجلس الإدارة القديم .

نص المشرع العراقي في المادة (٣٨) من قانون الشركات على أن "يكون الطرح العام برأس المال في شركة المساهمة فقط" هذا ما أشار إليه المشرع المصري في قانون شركات المساهمة والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة^(١)، حيث وقعت أغلبية عمليات البيع بالبورصة في عامي ١٩٩٦ و ١٩٩٧ في مصر لعدد ٢٨ شركة من إجمالي ٣٨ بيعت بهذا الأسلوب، بالإضافة إلى حصص أقلية في ٨ شركات، إذ كان الطرح العام مناسباً لهذه المرحلة، لخلق الثقة في البرنامج ولفت نظر المستثمرين لوجود فرص استثمارية في قطاع الأعمال العام، وهذا ما أكدته تقارير المؤسسات الدولية وقتها، إذ أشارت تجارب الدول الأخرى إلى بعض الخصائص التي لا بد من توافرها في الشركة قبل الشروع في خصخصتها لأسباب موضوعية، كما يلي^(٢):

- ١- أن تكون تلك الشركات رابحة، وذلك لإمكانية تدوير بورصة الأوراق المالية وتنشيطها، وأيضاً لخلق جو من الثقة بين المستثمرين والحكومة، وهو ما يؤكد سلامة نيتها في الخروج من مجال الأعمال، وليس فقط للتخلص من الشركات الخاسرة .
- ٢- ألا تكون هذه الشركات ذات أحجام ضخمة قياساً باستثماراتها حتى تجنب البرنامج مخاطر أية أخطاء في التنفيذ دون خبرة عملية حقيقية في عمليات طرح لوحدات صغيرة أو متوسطة الحجم .
- ٣- عدم بيع الشركات التي لها صفة احتكارية أو تعمل في أسواق، تحتاج لإصلاح إداري وتشريعي يسبق عمليات البيع؛ لتفادي الآثار السلبية في حالة نقل الاحتكار لشركات خاصة .
- ٤- الالتزام بعدم محاولة طرح شركات بالبورصة، في حالة ما أن كانت ظروف الصناعة والتنافسية وطبيعة السوق تتطلب مستثمراً استراتيجياً فعالاً لإحداث التغييرات اللازمة إدارياً وفنياً ومالياً، حتى وإن كانت الشركة عالية الربحية، ولكن لا يتناسب معها تفتيت جزء من الملكية في البورصة .
- ٥- التسجيل في البورصة من المحددات الأساسية للشركات التي تناسبها هذه الآلية، ومن هذا المنظور أكدت المراجع العالمية أن الطرح العام يعد وسيلة من وسائل إعادة الهيكلة عن طريق البيع الذي تنقل خلاله ملكية الأسهم أو توسيع قاعدة الملكية في شركات.

(١) المادة (٩) من قانون شركات المساهمة المصرية وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ .

(٢) د. محمد حسونة، التحديات التي واجهت برنامج إصلاح قطاع الأعمال العام المصري وأساليب مواجهتها، بحث مقدم في مؤتمر " انعكاسات برنامج الخصخصة على الاقتصاد المصري " الذي نظمه مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية بالتعاون مع مؤسسة كونرادادينارو الألمانية، مصر، القاهرة، ٣٠-٣١ أكتوبر، ٢٠٠٢، ص ١٥٢ .

ويرى البعض تطبيق أسلوب المزج بين الطرق بما يحقق أهداف البرنامج^(١)، أي باستخدام الطرح العام والطرح الخاص على مرحلتين : المرحلة الأولى انتقالية، وتستهدف تطوير عمليات المنشأة، وذلك ببيع حصة صغيرة من الأسهم لمستثمر معين أو مجموعة من المستثمرين، أي بالبيع المباشر من خلال الطرح الخاص، كما حدث في فرنسا^(٢)، فقد يشجع المستثمرون ببيع المزيد من الأسهم لهم بأسعار تشجيعية. والمرحلة الثانية تطرح فيها الحكومة الأسهم طرْحاً عاماً وتبيعها للجمهور، وهذه المرحلة ملائمة للحالات التي ترغب فيها الحكومة في الإبقاء على ملكية جزئية في رأس المال أو ترمي فيها إلى الخصخصة الكاملة للملكية على مراحل.

وننتقل الآن إلى بحث الطرح الخاص، ونبين المقصود به وإجراءاته والمنشآت التي تلائمه وذلك في

المبحث التالي:

(١) د. محمد حسونة، المرجع السابق، ص ١٥٤، وعلى سبيل المثال: ما حدث في شركة إيديال وشركة إسمنت الإسكندرية وشركة إسمنت أسبوط والعامرية وغيرها. وكذلك د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، المرجع السابق، ص ٥٥ .

Charles Vuylsteke and others ,“Techniques of privatization of state – owned Enterprises”
Vol.1, Methods and Implementation, World Bank technical paper no.p.14, 1988.

المبحث الثاني

الطرح الخاص للأسهم Private sale of shares

يقصد بالطرح الخاص للأسهم بيع أسهم الشركة أو جزء منها لمستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين^(١)، كما يقصد به وفقاً لدليل الطرح الخاص الذي أصدرته هيئة سوق رأس المال المصري "تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية:- (بنوك/شركات التأمين/صناديق معاشات/صناديق الاستثمار/شركات إدارة/محاظ مالية) والمستثمرون من الأفراد ذوي الخبرة والملاءة المالية العالية. وأهم ما تتسم به هذه الآلية أنها تمكن الحكومة من بيع المشروع بأكمله أو جزء منه، وفقاً لمقتضيات المصلحة العامة، وقد اتبع هذا الأسلوب في فرنسا^(٢). وتلجأ الحكومات إلى هذه الآلية عندما يكون أداء الشركة ضعيفاً، أو تحتاج إلى ملاك تتوافر لديهم الخبرات الصناعية والمالية والتجارية اللازمة لنجاح الشركة والدعم المالي القوي، كما أنها تمثل الحل الأمثل في حالة عدم وجود سوق تستوعب طرح الأسهم يمكن من خلالها الوصول إلى جمهور المستثمرين وصغار المدخرين، كما هي الحال في العرض العام. وبعبارة أخرى، يصعب طرح أسهم الشركة للتداول العام.

كما تتسم هذه الآلية بالمرونة في عملية البيع نظراً لمحدودية الفئة المخاطبة بها، هذا من جانب، ومن جانب آخر تمكن المستثمر من بيع أسهم الشركة أو تقسيمها، كما أنها تقتصر على كبار المستثمرين ذوي القدرة المالية العالية، إذ غالباً ما تتجه أنظار الدول إلى ذوي القدرة المالية والتكنولوجية لإحداث تطورات للشركات ذات الأداء المتواضع من أجل تحسين أدائها.

ويؤخذ على هذا الأسلوب ما يعترضه من صعوبات عملية أثناء تقييم الشركات، حيث إن التحديد النهائي للسعر يعود لرغبة المستثمر لا للحكومة^(٣)، من أجل ضمان تحديد السعر العادل للبيع، بحيث لا تدع مجالاً للشك في مدى سلامة الإجراءات، خاصة في تحديد سعر البيع، ولعل أهم ميزة لهذه الآلية أن الشركة تعد مؤسسة تلقائياً بعد صدور شهادة تأسيسها، كما أنها تتجنب عناء اتباع الإجراءات الشكلية التي

(١) على التوالي: د.سيد أحمد يعقوب، "الخصخصة ودورها في تنمية الأنظمة الاقتصادية والسياسية المعاصرة"، ٢٠٠٦، ص ٨٢. ود. محمود صبح، المرجع السابق، ص ٣٦، ود. أحمد ماهر، المرجع السابق، ص ٣٤٦. وكذلك د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، المرجع السابق، ص ٥٥.

(٢)

Jean.Philippe colson,droit public Economique. L.G. D. J, Paris, 1997 P. 11 – 12.

(٣) على سبيل المثال، ألزم المشرع السنغالي والأرجنتيني الحكومة باتباع أسلوب العطاءات وتجنب استخدام أسلوب التفاوض المباشر عند البيع للمستثمر الرئيسي. لمزيد من التفاصيل ينظر د. منير إبراهيم هندي، خصخصة المشروعات، المرجع السابق، ص ٥٧.

فرضها القانون بالنسبة للعرض العام^(١). أي أن الشركة تتفادى الطرح العام للأسهم والتي لا تحقق لها بيع كل الأوراق المالية المطروحة، مما قد تكلفها نفقات كبيرة في الإعلان أو إعادة الإعلان، ومصاريف السماسرة والوسطاء وعمولات البنوك.

ومن مزايا هذه الآلية أنها تؤدي إلى اتساع قاعدة الملكية ومشاركة القطاع الخاص والمستثمرين في تملك أسهم القطاع العام، وتزداد هذه الفرصة كلما كانت قيمة الأسهم صغيرة، وهذا يعمل على انتعاش البورصة وتطويرها ومنع الاحتكار، ومن ثم يوفر فرص العمل ويقضي إلى حد كبير على البطالة^(٢). ويترتب على هذا الأسلوب نتيجتان: **أولاهما:** تصبح الشركة مختلطة (حكومية - قطاع خاص)، وذلك في حالة بيع الحكومة نسبة من أسهمها في الشركة (طرح جزئي) **وثانيهما:** تتحول ملكية الشركة من القطاع العام إلى القطاع الخاص، بخلاف النتيجة الأولى، فإن ملكية الشركة تصبح شراكة بين الحكومة والقطاع الخاص^(٣).

وقد يكون الغرض من تصرف الحكومة في الحالة الأولى تنفيذ سياسة التحرير الاقتصادي أو الرغبة من جانبها في الاحتفاظ بوجود لها في الشركة أو أن يكون ذلك التصرف الخطوة الأولى نحو الخصخصة الكاملة^(٤)، فضلاً عما سبق تستلزم هذه الآلية الشروط التالية^(٥):

- أن تكون الشركة مستمرة، ولها سجل أداء مالي معقول ومبشر في المستقبل.
 - أن يكون هناك قدر كبير ومتاح من المعلومات الإدارية والمالية عن الشركة، ويعلن عنه للمستثمرين.
 - توافر قدر محسوس وملموس من السيولة النقدية في السوق المحلية لتمويل الشراء.
 - وجود سوق نشطة للأسهم.
- وتستهدف الشروط المذكورة أمرين، هما: أولاً: التأكد من مقومات الشركة واستمرارها، ثانياً: ومدى دورها في الاقتصاد القومي، وتنميته.

ويشير البعض إلى أنه لا يمكن استخدام هذه الآلية في الدول التي لا يوجد فيها سوق منظمة للأوراق المالية^(٦)، ويجب أن تتوافر في الشركة المراد تحويلها شروط التسجيل في سوق الأوراق المالية التي

(١) د. أحمد إبراهيم البسام، القانون التجاري، بغداد، ١٩٦١، ص ٢٩٣.

(٢) د. سعيد النجار، التخصيصية والتصحيحات الهيكلية في البلاد العربية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، (٥ - ٧ ديسمبر ١٩٨٨م)، ص ٥٩. وكذلك د. إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص ٣١ - ٣٢.

(٣) د. صفوت عبد السلام، الآثار التنموية للخصخصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥، ص ٣١.

(٤) د. سليمان أبو صبحي وآخرون، الخصخصة والآثار الاجتماعية على إنسان الخليج، دار القراءة للجميع للنشر والتوزيع، دبي، ١٩٩٦، ص ٥٨.

(٥) د. سليمان أبو صبحي وآخرون، المرجع السابق، ص ٥٨.

(٦) د. منير إبراهيم هندي، خصخصة المشروعات، المرجع السابق، ص ٥٤. وأحمد محمد محرز، المرجع السابق، ص ٢٤١، وكذلك د. محمود أحمد سليمان البراشدي، النظام القانوني للأموال، المرافق العامة في ظل سياسة الخصخصة،

تتمثل عامة في تحقيق الشركة لقدر معين من الأرباح للسنتين أو الثلاث سنوات السابقة على طلب التسجيل، وأن لا تقل قيمة أصولها عن قدر معين، كما يشترط أن تكون قد وزعت أرباحاً في عدد من السنوات السابقة على التسجيل أو مرور حد أدنى من السنوات على إنشائها، وتأسيساً على ذلك فقد ألغى المشرع الفرنسي المدة المقررة، وكانت سنتين، وذلك لمراعاة الشفافية والإفصاح، ولا توجد شركات وهمية، بخلاف ما يوجد في القانون المصري، إذ يقضي قانون الشركات المصري في المادة (١/٤٥) بأنه لا يجوز تداول الأسهم التي يكتتب فيها مؤسسو الشركة وكذلك الأسهم التي تعطى مقابل حصص عينية قبل نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر سائر الوثائق الملحقة بها عن سنتين ماليتين كاملتين من تأسيس الشركة^(١).

أما عن موقف المشرع العراقي، فإن انقضاء سنة واحدة دون اكتشاف خلل في عمليات تأسيس الشركة أو توزيع (٥%) من الأرباح يعد قرينة على استكمال الشركة لإجراءات تأسيسها^(٢)، وحسناً فعل المشرع العراقي في جعل المدة سنة واحدة بدلاً من سنتين؛ لأن المبالغة في المدة وإطالتها من شأنها أن تصد أي مستثمر عن الإقدام على تأسيس شركة مساهمة واستثمار أمواله فيها، إذا كان يعلم مسبقاً بأنه ليس له الحق في التصرف بأسهمه إلا بعد مرور سنتين أو ثلاث سنوات، ولما كانت إطالة المدة لغرض التأكد من جدية المؤسسين أو توفير ضمان وحماية للجمهور من الاستغلال، فإنه قد يعتمد البعض إلى بيع السهم بعد التأسيس مباشرة للإثراء الفوري، ويمكن للقانون توفير ذلك الضمان في مواضع أخرى ومن خلال آليات أخرى وليس من خلال إطالة المدة، كما هو الحال في القانون الفرنسي، حيث ألغى شرط السنتين واتباع قواعد إجراءات الشفافية والإفصاح بدلاً منه، وإذا كان قانون الشركات العراقي لم ينص صراحة على الجزاء المترتب على مخالفة المؤسس للقيد السابق، فإننا نرى ضرورة إعمال البطلان إذا تصرف المؤسس في أسهمه خلافاً للقيد المتقدمة؛ لأن صياغة المادة قد جاءت أمرة، وهو ما يحمل على الاعتقاد بأن لا بطلان إلا بنص، وبالتالي فالبطلان هو الجزاء المناسب لهذه المخالفة، وأن حرية المساهم تبقى في التصرف بأسهمه مقيدة وليست مطلقة. وأن طبيعة هذه القيود مؤقتة وليست أبدية، فبمجرد استيفائها لا يكون هناك قيود.

دراسة مقارنة لوضع أموال المرافق العامة في ظل نظام الخصخصة لكل من جمهورية مصر العربية وسلطنة عمان، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة عين شمس، ص ٤٦٤.

^(١) كما يشترط قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ المعدل في المادة (١٠٠) منه جواز التصرف في أسهم المؤسسين سنتين على الأقل؛ لمنح الشركة حق الشروع في العمل، وتشترط بعض التشريعات مدة ثلاث سنوات لحظر التصرف في حصص المؤسسين، ومثال ذلك ما تنص عليه المادة (١٠٩) من قانون الشركات الكويتي رقم (١٥) لسنة ١٩٦٠ المعدل.

^(٢) المادة (٦٤) الفقرة أولاً من قانون الشركات العراقي المعدل، وكانت المدة سنتين قبل تعديل قانون الشركات بموجب الأمر رقم ٦٤ لسنة ٢٠٠٤.

وترى الباحثة ضرورة وجود رقابة فعالة من قبل الحكومة على جميع مراحل الخصخصة ومتابعة هذا البرنامج وخضوعها لتلك الرقابة، فلا بد من فاعل حقيقي وحيادي وأشخاص ذوي خبرات في هذا المجال ومراعاة النزاهة والموضوعية وإدارة تنفيذ البرنامج حتى يتسنى لهذه الرقابة تحقيق الأهداف المرجوة منها، والحفاظ على الاقتصاد القومي وحماية المستثمر الوطني من خلال دعمه وحمايته من منافسه المستثمر الأجنبي وحماية الأهداف التي تتأثر بتطبيق الخصخصة، كالعامل، وذلك تطبيقاً للتوازن في النهج القانوني الذي تسعى أن تحققه الدولة في أعمال رقابتها على الشركات المتخصصة. فضلاً عن ذلك فإن التكنولوجيا الحديثة الخاصة بتقنيات الإنتاج والاتصالات والمعلومات قد لا تكفي، وتقل أهميتها مقارنة بالأولوية التي قد تصبح أحد مصادر قوة البلدان النامية، وهي مهارات التعليم والتدريب والتأهيل لرفع مستوى الأداء، كما يصبح السلاح التنافسي الدولي الأول في هذا المجال^(١).

المطلب الأول

إجراءات الطرح الخاص

بما أن الطرح الخاص عرض للبيع يأتي من جانب الشركة أو الأفراد المالكين للأسهم لبيع الأسهم المملوكة لهم إلى نوع معين من المستثمرين الذين يتميزون بالكفاءة والمقدرة المالية^(٢)، عليه يستوجب على المستثمر أن يقوم بإنشاء نموذج بيانات والتوقيع على نموذج استثمار يتضمن بيانات عن إمكانياته المالية وسابق خبرته. ويقر بالإطلاع على مستندات الطرح ودرايته بالمخاطر والشروط المتعلقة به ويقر بأن إحدى التعريفات المذكورة تنطبق عليه، ويكون تمثيل أي مستثمر من خلال طرف ثالث (جهة أو شخص) بموجب توكيل رسمي صادر من ذلك المستثمر للطرف الثالث^(٣).

وللشركة المصدرة للأسهم والراغبة في البيع من خلال الطرح الخاص أن تتفق مع الوسيط القائم على تنفيذ العملية، قبول أو رفض طلبات الشراء من بعض المستثمرين^(٤)، أو تخفيض عدد الأوراق المالية التي يتم تخصيصها لهم وفقاً لأسباب موضوعية مع عدم الإساءة إلى سمعة المستثمرين أو الإضرار بهم وإلا كان للمشتري أن يرفع دعوى بالتعويض عن الأضرار التي أصابته أمام القضاء العادي.

وتلتزم الشركة الذي يرغب في عرض أسهمه للبيع فيها من خلال الطرح الخاص أن يقوم بإخطار كل من الشركة المالكة للأسهم والبورصة والهيئة العامة لسوق رأس المال، على أن يتضمن الإخطار البيانات الأساسية عن تقديم الإخطار وصفاته، والأسهم المطلوبة ومبررات الطرح وغير ذلك من البيانات

(١) تقرير التنمية البشرية العالمي للأمم المتحدة، نيويورك، ٢٠٠٤، ص ٢٩.

(٢) د. منير إبراهيم هندي، خصخصة المشروعات العامة، المرجع السابق، ص ١٦٦.

(٣) دليل الطرح الخاص الصادر عن الهيئة سوق المال المصري، ص ٣.

(٤) دليل الطرح الخاص، لمرجع السابق، ص ٢.

التي تعرف تعريفاً كاملاً بالعملية. ويرفق بمذكرة المعلومات^(١)، شهادة من مراقب الحسابات بصحة البيانات المالية الواردة بالمذكرة، ومطابقتها لمتطلبات القانون واللائحة التنفيذية، وشهادة من المستشار القانوني للشركة، توضح قانونية عملية الطرح وعدم مخالفتها لأحكام القانون. وتدعم مذكرة المعلومات بكافة المستندات المؤيدة التي تطلبها الهيئة.

ويجب أن يقدم طلب الطرح الخاص إلى هيئة سوق المال مدعماً بكافة المستندات قبل موعد تنفيذ عملية الطرح الخاص بشهر على الأقل، لإعطاء الوقت الكافي لدراسته والبت فيه، وتتحقق هيئة سوق رأس المال من أنه تم الإفصاح الكامل عما يلي في مذكرة المعلومات^(٢).

١ - القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية والقيمة العادلة^(٣).

٢ - الهيكل التمويلي الحالي للشركة موضحاً مصادر التمويل وأوجه استثمار الأموال.

٣ - الأسباب الرئيسية لزيادة رأس المال وأوجه استخدام الشركة للأموال التي يحصل عليها نتيجة لزيادة رأس المال.

٤ - الأسس والفروض التي اعتمدت عليها الشركة في حساب القيمة العادلة للسهم.

٥ - أنواع المخاطر التي تتعرض لها الشركة ومدى تأثير المخاطر على المعلومات المالية المستقبلية التي اعتمدت عليها الشركة في حساب القيمة العادلة للسهم.

فضلاً عن بيان بالأصول المرهونة وقيمة الرهون على هذه الأصول. وربحية السهم التاريخية المحققة في السنوات الثلاثة السابقة على تاريخ الطرح الخاص والربحية المتوقعة للسهم خلال السنوات الثلاثة التالية بعد زيادة رأس المال وذلك خلال سوقين هما السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول)، وقد جرى العرف على أن العمليات التي تعرض فيها الشركة المصدرة صاحبة الأسهم على الجمهور عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال تكون في السوق الأولى، وفي كلتا الحالتين تقوم الشركة بإصدار الأسهم الجديدة التي يتم عرضها مباشرة على أفراد أو جهات تتميز بأنها تتوافر فيها إما الملاءة والمقدرة المالية على الوفاء بثمن الأوراق المالية المطروحة وإما على الأفراد أو الجهات ذوي

(١) دليل الطرح الخاص، المرجع السابق، ص ١١ .

(٢) دليل الطرح الخاص، المرجع السابق، نفس الصفحة .

(٣) القيمة الاسمية: هي القيمة المحددة للسهم عند إصداره والمحددة في عقد تأسيس الشركة .

القيمة الدفترية: هي مجموع القيم الدفترية لحقوق حملة الأسهم العادية لدى الشركة مقسوماً على المعادل لعدد الأسهم العادلة المدفوعة بالكامل.

القيمة السوقية: القيمة التي يمكن الحصول عليها من بيع الأسهم في سوق الأوراق المالية.

القيمة العادلة: القيمة التبادلية لأصل معين من بائع ومشتري كل منهما لديه الرغبة في التبادل وعلى بينة من الحقائق

ويتعاملان بإرادة حرة . ينظر: دليل الطرح الخاص، المرجع السابق، ص ١٦ .

الخبرة في مجال الأوراق المالية كالبنوك وشركات السمسرة وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية^(١). في حين يتم في العمليات التي بموجبها يرغب كبار المساهمين أو الجهات المالكة أو الشركات التي أشرتكت في اكتتاب الأولى أن تعيد طرح الكمية التي أشرتتها من تلك الأسهم في السوق الثانية (سوق التداول) لبيعها في بورصة الأوراق المالية، وتشترط القواعد المنظمة للطرح الخاص في مصر أن يقوم الفرد أو الجهة التي يتوافر فيها شروط الملاءة أو الخبرة في التعامل في الأوراق المالية، بطرح ما لا يقل عن ١٥% من الأسهم، المصدرة للبيع وفق شروط خاصة لأشخاص أو جهات بعينها، أو بأسعار مغايرة، وإخطار كل من الشركة المصدرة للأسهم والبورصة وهيئة سوق رأس المال بذلك^(٢).

ويشمل الطرح الخاص جميع الأسهم أو جزءاً منها^(٣)، ولعل الطرح الجزئي أفضل، لأن برنامج الخصخصة مازال يحتاج إلى إقناع المستثمرين بالشراء، وخاصة بعد التغييرات السياسية في البلدان النامية، فعدم الاستقرار لم يؤد إلى تهرب الاستثمارات الأجنبية فقط، بل أدى إلى هروب الاستثمارات المحلية أيضاً، فضلاً عن التخوف من أن تفاجئ أسواق المال المستثمرين بحركة هائلة عندما تطرح الشركات المملوكة للدولة أسهمها كاملة، خاصة في الدول النامية، وذلك لعدم قدرة هذه الأسواق في الوقت الراهن على استيعاب كمية هائلة من الصادرات، وهو ما يؤدي إلى زيادة عروض البيع وانخفاض أسعار الأسهم، وهذا يخلق عدم الثقة لدى المستثمر في هذا الطرح الهائل، فيعتبره الشك في قدرة الشركات التي تطرح أسهمها، فيحجم عن الشراء، وربما يحدث نزاع قضائي^(٤)، وأهم ما يميز الطرح الخاص هو تمكين الإدارة- وخاصة إذا كان جزئياً - من دراسة وضع السوق ورضا المجتمع وإقبال المستثمرين، بحيث يتخذ قرارات البيع بما يضمن نجاح عملية بيع الأسهم المملوكة للشركات المراد خصصتها.

وكانت بريطانيا من أوائل من طبق الطرح الجزئي للأسهم في بيع أسهم شركة الخطوط الجوية البريطانية، على ثلاث مراحل: الأولى كانت عام ١٩٨١، ثم جاءت الثانية عام ١٩٨٥، والثالثة عام ١٩٨٧، وبعد سنوات من التجربة أدت إلى نجاح هذا التدرج في البيع وإقبال المستثمرين على الشراء، ولجأت بعدها إلى الطرح الكامل للأسهم ودفعه مرة واحدة، وخير مثال على ذلك شركة الغاز البريطانية عام ١٩٨٨.

(١) عمر ناطق يحيى الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، ٢٠١١، ص ٧٠.

(٢) دليل الطرح الخاص، المرجع السابق، ص ٧.

(٣)

Hans J. Blommestein, Rainer Geiger and Paul G, Hare methods of privatising large Enterprises (methodes de privatisation des grandes entreprises, France, Paris, 1993, P. 16.

(٤) ستيف. ه- هانكي، المرجع السابق، ص ٩١، كذلك د. محمد حناوي، الخصخصة بين سندان صندوق النقد الدولي ومطرقة القضاء، المرجع السابق، ص ٤.

ويرى البعض^(١) أن شركات المساهمة ذات التأسيس الفوري يجب عليها إخطار هيئة الرقابة المالية^(٢)، كما يتعين على شركات الاكتتاب المغلق تشكيل لجنة لتقدير الحصص العينية ويسري في شأنها وفي شأن التظلم من تقديرها لقيمة الحصص أحكام المواد ٥٦ و٦٧ و٦٨ من لائحة قانون سوق رأس المال المصري. ووفقاً للمادة ٣٩ من لائحة قانون الشركات، يودع تقرير اللجنة المختصة بتقرير قيمة الحصة العينية بالمقر المؤقت للشركة، وذلك قبل الموعد المحدد لتوقيع المساهمين أو أصحاب الحصص على نظام الشركة بسبعة أيام على الأقل، ولكل منهم حق الحصول على صورة التقرير^(٣). كما يتعين اعداد قائمة بنفقات التأسيس وتودع أيضاً بالمقر المؤقت للشركة في الموعد المشار إليه بالمادة السابقة، يجوز للمساهمين وأصحاب الحصص (المستثمرين) الحصول على صورة منها^(٤)، والتي تثبت إيداع مبالغ التأسيس التي تدفع من قبل المساهمين أو أصحاب الحصص بأحد البنوك المرخص لها بذلك من قبل الوزير، ولايجوز السحب منها إلا بعد إتمام عملية إشهار نظام الشركة في السجل التجاري. وتستلزم المادتان (٣) و(٤) من قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري التوقيع على نظام الشركة الأساسي من جميع المساهمين. ويجب أن يتضمن نظام الشركة قيمة الحصة العينية مقدرة طبقاً لما تنص عليه المادة (٣٨) من قانون المشار إليه، وكذلك أسماء أعضاء مجلس الإدارة الأول أو المديرين ومجلس المراقبة بحسب الأحوال، وتحديد مراقب حسابات الشركة وإقرار بأن المساهم قد اطلع على تقرير لجنة تقدير الحصة العينية وقائمة النفقات التي استلزمها تأسيس الشركة وشهر وقيد الشركة^(٥).

وقد قضى المشرع العراقي بإلغاء حق المساهم في طلب تقسيط أداء قيمة الأسهم بموجب الأمر المرقم ٦٤ لسنة ٢٠٠٤^(٦)، وبإقرار قانون الشركات النافذة لهذا القيد يكون قد تجاوز الجدل الذي ثار في الفقه في حالة بيع الأسهم غير المسددة أقساطها بالكامل، ومن الملزم بدفع الأقساط المتبقية: وهنا يثور التساؤل هل هو المتنازل أو المتنازل له^(٧)؟؛ لأنه قضى بوجوب تسديد قيمة الأسهم الصادرة بالكامل عند

(١) د. ثروت عبد الرحيم، شرح القانون التجاري المصري الجديد، الجزء الاول، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ٥٤٥.

(٢) المادتان الثانية والسابعة من قانون سوق رأس المال.

(٣) د. ثروت عبد الرحيم، المرجع السابق، ص ٥٤٥.

(٤) المادة (٤٠) من قانون الشركات المساهمة والتوصية بالاسهم وذات المسؤولية المحددة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المصري.

(٥) المادة ١٧ شركات المصري المعدلة بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨.

(٦) المادة (٤٨) من قانون الشركات العراقي المعدل.

(٧) بخصوص الجدل الفقهي. ينظر د. يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في القانون الكويتي، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ١٩٨٢، ص ٣٢٧.

الاكتتاب^(١)، في حين تجيز المادة (٢/٧٥) من قانون الشركات التجارية الفرنسية والمادة (٢/٣٢) من قانون الشركات المصري للمساهم أن يدفع ٢٥% من قيمة الأسهم عند الاكتتاب، ويسدد الباقي على أقساط خلال خمس سنوات، وفقاً للتشريعين الفرنسي والمصري.

ويحقق هذا الأسلوب دعماً لأسواق المال من خلال طرح المشروعات العامة للبيع في هذه الأسواق، ومثل هذا الدعم وما يؤدي إليه من نمو أسواق المال يعد عاملاً أساسياً لخدمة الاستثمارات خاصة والتنمية عامة، ومن شأن ذلك كله اجتذاب مزيد من مستثمرين جدد من الخارج، ويضاف إلى ما سبق أنه في بريطانيا أدى التطور الكبير في سوق الأوراق المالية إلى تحطيم الاحتكارات، وأطلق على هذه السياسة إسم "توفير الأسهم للجماهير"^(٢)، وحتى طاقة الكهرباء التي تعد احتكاراً طبيعياً للدولة منذ زمن بعيد غدت محلاً للبحث من أجل نقلها للقطاع الخاص، كما حدث في العراق ٢٠١٢ لأنها لا تسد الحاجة المحلية، وهناك محاولات لخصخصتها من قبل القطاع الخاص، وخاصة في المناطق الجنوبية، وعلاقة المستثمر بالمواطن ستكون عبر الحكومة التي ستبقى داعمة للطاقة الكهربائية وللمواطن فيما يخص الأسعار.

المطلب الثاني

المنشآت التي يلائمها الطرح الخاص

يشترط في الشركة التي ترغب في الطرح الخاص أن يسمح نظامها الأساسي لها بهذا فقد تقوم بعمليات الطرح الخاص شركات الأموال وبالأخص شركات المساهمة، وأن تتقدم بطلب إلى الهيئة للموافقة على ذلك، وتنص المادة (٢) من قانون قطاع الأعمال العام على جواز ذلك لها نظراً للمرونة التي يتصف بها، فإنه يلائم الشركات ذات الحجم الصغير التي تكون قيمة أسهمها الشرائية معقولة ومناسبة لأشخاص القانون الخاص الذين لديهم رغبة في تنويع استثماراتهم وتوسيع نشاطهم^(٣)، كما يلائم المنشآت التي تخطط الحكومة لخصخصتها من خلال الطرح العام، وهو ما يتيح الفرصة للحكومة لبيع رأس مال متبق مستقبلاً من خلال الطرح العام، ويراعى في هذا النمط الحصول على أعلى سعر، وتحدد نسبة الاستثمار الأجنبي، حيث وضع المشرع الفرنسي حداً أقصى من الأسهم التي تعرض للأجانب، على ألا تزيد عن ٢٠% من قيمة أسهم رأس مال الشركة المخصصة، وقد حرص المشرع أيضاً على تطبيق مبدأ المساهمة العمالية ووضع تيسيرات للعمال لشراء الأسهم.

(١) المادة (٤٨) من قانون الشركات العراقي المعدل.

(٢)

John Vicker.& George Yarrow, privatization An Economic Analysis, London. 1988. P. 139.

(٣) د. مروان محي الدين قطب، طرق خصخصة المرافق العامة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ٢٨٥.

وأجاز قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تخصيص نسبة مئوية للعمال عن طريق (اتحاد العاملين المساهمين) عند طرح الأسهم أو طرحها أولاً عليهم وإعطاء مميزات وحوافز لهم، بحيث لا تقل نسبة ما يملكه الاتحاد عن ٥% من قيمة أسهم الشركة الاسمية^(١). وتمنح هذه الآلية المستثمرين الأجانب فرصة لاخترق الأسواق الجديدة في الدول النامية، كما أن الاستحواذ على نسبة كبيرة من الأسهم (٣٠% مثلاً) يكون له السبق في إدارة الشركة واتخاذ القرارات وسيطرته على قطاع كبير نسبياً من الاقتصاد القومي^(٢)، وهو ما يؤدي إلى خلق فرص وإمكانات للتصدير تعد ضرورة استراتيجية في الاقتصاد العالمي التنافسي والبدء في التشغيل بمعدل أسرع من الاستثمار في بناء مصنع جديد، كما يتمكن المستثمرون الأجانب من الحصول على نصيب جاهز في الأسواق الجديدة عند شراء أسهم الشركات المملوكة للدولة.

وتتسم هذه الآلية بأنها تحمي المستثمرين الأجانب الذين يستثمرون أموالهم في شراء الأسهم من مخاطر استثمار رأس المال وعيوب الاستثمار بتأسيس الشركات الجديدة التي قد تفشل نتيجة لصعوبة التعامل مع نقابات عمال الحكومات الأجنبية بشكل عام^(٣). كما يجنبهم حالة الاستحواذ على الأراضي الذي يعرض المستثمرين لمخاطر نزع الملكية ومشاكل الحصول على تصاريح البناء.

ونختتم آلية الطرح الخاص بالإشارة إلى أن له جاذبية بالنسبة للقائمين على تنفيذ برنامج الخصخصة، فالمستثمرون معروفون لديهم، وعددهم عادة ما يكون محدوداً، وهو ما يعني إمكانية اختيار أفضل القدرات المالية والفنية والتكنولوجية التي يعرف مركزها المالي. ويشير البعض إلى ضرورة وجود رقابة فعالة ومتابعة من قبل حكومات من جهات محايدة ونزيهة؛ لتنفيذ برنامج الخصخصة وبيع الأسهم حفاظاً عليها وحماية لحقوق المستثمرين وعدم الإخلال بالقواعد والمحافظة على الاقتصاد القومي^(٤).

وبناء على ما سبق فقد نصت التشريعات المقارنة على تخصيص نسبة أو حد أقصى لتملك الأجانب، حيث وضع المشرع الفرنسي حداً أقصى للنسبة التي تعرض للأجانب بألا تزيد عن ٢٠% من قيمة أسهم رأس مال الشركة المخصصة، وتهدف هذه القاعدة إلى حماية المواطنين من منافسة المستثمرين الأجانب، ويجيز القانون لوزير الاقتصاد تخفيض هذه النسبة إذا تطلبت المصالح الوطنية ذلك. وقد وضع برنامج

(١) في حين وضع المشرع الإنجليزي ١٥% من مجموع الأسهم عند البيع، وفرض شروطاً وقيوداً على الأجانب في عملية التحويل.

(٢) حسام الدين عبد الغني، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال للعاملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، الخصخصة، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٩٤، ص ١١٥، وص ١٦٢.

(٣) صهيب موسى جفال، المرجع السابق، ص ٧٠.

(٤) د.منى قاسم، الإصلاح الاقتصادي ودور البنوك في خصخصة، الدار المصرية، ١٩٩٨، ص ٥٨. وكذلك د. حسام الدين الصغير، بيع اسهم شركات، المرجع السابق، ص ١٩.

الحكومة المصرية لتوسيع قاعدة الملكية، في الحالات التي يكون فيها عدد المتقدمين محدوداً ببعض المعايير يتم بموجبها اختيارهم^(١).

والباحثة بدورها تميل إلى القول بأن الخصخصة عن طريق الطرح الخاص لأسهم الشركة المراد خصصتها توفر السبل للنهوض بالاقتصاد القومي، وبالأخص في الوقت الراهن، فنحن نحتاج مثل هذه الآلية، بشرط أن تطبق تطبيقاً مدروساً وتحت رقابة خبراء محايدين ومتابعهم بما يحقق الأهداف المرجوة من عملية التحول إلى القطاع الخاص، ويضمن الحفاظ على الاقتصاد القومي والمال العام وعدم إهداره، ويعتمد نجاح خصخصة أي شركة على اختيار الشكل المناسب لذلك، وبناء على هذا فهناك ثلاثة عناصر لنجاح الخصخصة^(٢):-

- ١- الحاجة المحلية لخصخصة المشروع، كارتفاع تكاليف منتجات المشروع أو تدني مستوى الخدمة.
- ٢- الدعم السياسي لخصخصة المشروع أي اقتناع السلطتين التشريعية والتنفيذية بهذه الخصخصة، ويظهر ذلك بإصدار القوانين اللازمة للخصخصة ومنح التسهيلات الضريبية والجمركية عند لزومها ووجود دراسة الجدوى الاقتصادية للشركة المخصصة.
- ٣- الضمان الحكومي، ويقصد به ضمان جودة السلع والخدمات للمستهلك بالسعر المناسب وضمن عائد معقول للمستثمر.

وتميل الباحثة في هذا الصدد إلى القول بأن المستثمرين كثيراً ما يفضلون الطرح الخاص على العرض العام للأسهم، وذلك لعدة أسباب من أبرزها عدم وجود التزامات بنشر المعلومات التي تفرض على المنشآت التي تطرح أسهمها للتداول العام، وهو ما يضيف سرية على أنشطة المنشأة، إلى جانب توفير تكاليف لنشر هذه المعلومات، والسبب الثاني يكمن في صغر عدد المساهمين، وهو ما يبسر على الإدارة اتخاذ قرارات كان يصعب اتخاذها لو أن الأسهم تطرح للتداول العام، من بين تلك القرارات ما يتعلق بإبرام صفقات بين الملاك بصفقتهم الشخصية وبين المنشأة بصفقتها شخصية اعتبارية مستقلة وقرارات تحدد مرتبات أعضاء الإدارة، غير أن هذا الشكل قد يكون غير مرغوب فيه أحياناً، وخاصة إذا كان هناك تواطؤ بين المستثمرين والمزايدين، وهو ما يوجد أوضاعاً احتكارية خاصة أشد من الاحتكار العام.

(١) وهذه المعايير كالاتي :-

١. سابقة الأعمال والخبرة السابقة في الاستثمار والادارة الشركات ناجحة، أو تطوير الشركات المتعثرة وتحويلها إلى شركات ناجحة.
 ٢. القدرة المالية على الشراء والرغبة الجادة في الاستثمار .
 ٣. القدرة على تقديم خبرة ومعرفة جديدة لم تكن متاحة من قبل واستخدام تقنيات متطورة، واساليب تسويق حديثة لفتح اسواق جديدة في داخل وتنمية المبيعات في الاسواق الخارجية.
- (٢)

Julia O'connell Davidson "Privatization and employment relations": The case of the water Industry, London ،1993 ، PP. 160 – 190.

فضلاً عن ذلك يختلف العرض الخاص عن العرض العام للأسهم من عدة نواحي:

أولاً: إن العرض العام للشراء يأتي من المستثمر على أسهم الشركة بغرض الشراء من المساهمين الراغبين في البيع في حين إن الطرح الخاص عرض للبيع يأتي من جانب الشركة أو الأفراد المالكين للأسهم لبيع الأسهم المملوكة لهم إلى نوع معين من المستثمرين الذين يتميزون بالكفاءة والمقدرة المالية.

ثانياً: يلتزم المستثمر المشتري بقاعدة المساواة في الشراء من جميع البائعين القابلين (المساهمين) عندما يوجه العرض العام للشراء إلى المساهمين البائعين دون تمييز بينهم بقصد الشراء وعلى أساس السعر الموحد، وباقى شروط العرض، أما في الطرح الخاص فإن الشركة أو مالك الاسهم قد تتخير فئة معينة من ذوي الملاءة المالية أو الخبرة الفنية في إدارة الشركة والترويج للأسهم في السوق، كما قد تميز السعر المطروح للبيع مع كل عملية تجريبها، حسب الظروف المالية والاقتصادية للشركة ومدى الإقبال على أو الإعراض عن الشراء.

ثالثاً: يتعين أن يتم بطرح العرض العام على الأسهم دائماً في السوق الثانية^(١)، سواء كان على أسهم مقيدة في السوق المالية أو غير مقيدة بها، أما الطرح الخاص فيجوز أن يكون في السوق الأولى^(٢) أو في السوق الثانوي (التداول)، فإذا تم البيع في السوق الثانية وفقاً للأوضاع وشروط التداول في البورصة بهذا يقع خارج نطاق الطرح الخاص الذي يرمي إلى جذب نوع معين من المستثمرين، لشراء الحصة المعروضة صفقة واحدة. فإن كانت العملية تتم خارج نطاق البورصة، لبيع عدد من الأسهم لا تقل عن ١٥% من عدد الأسهم المصدرة في الشركة، وفقاً لشروط خاصة أو لأشخاص أو جهات معينة وبأسعار مغايرة فإن الأمر يستلزم على راغب في عرض أسهمه للبيع أخطار كل من الشركة المعنية والبورصة والهيئة العامة لسوق المال بذلك^(٣).

رابعاً: تقوم البورصة عند تلقيها الإخطار عن عمليات الطرح الخاص بتجميد التعامل على الأسهم محل الطرح لمدة أسبوع على الأقل وهو إجراء صريح تلتزم البورصة بعمله^(٤). أما في العرض العام لشراء الأسهم فلم ينص اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بصورة صريحة على وقف التداول رغم أهميتها منعاً للمضاربات على الأسهم خلال المدة ما بين الإعلان عن طرح العرض العام وتنفيذ عملية الشراء^(٥).

(١) السوق الثانية أو ما يطلق عليه سوق التداول فهو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعضهم البعض، وتبدأ وظيفة السوق الثانوي بمجرد الانتهاء من الاكتتاب في للإصدارات الجديدة من الأوراق المالية الخاصة بالشركة.

(٢) السوق الأولى (Primary Market)، فهو سوق تباع فيه هذه الأوراق لأول مرة، ويستوي أن يكون إصدار هذه الأوراق قد تم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها. د. عبدالغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، ٢٠٠٧، ص ٤٩. وكذلك د. عبدالباسط مولود، تداول الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٣٨، عمرناط يحيى، المرجع السابق، ص ٧٠.

(٣) دليل الطرح الخاص المصري، المرجع السابق، ص ٧.

(٤) دليل الطرح الخاص، المرجع السابق، ص ٨.

(٥) علماً ان المادتين (٢١-٢٢) من القانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ منح صلاحيات إصدار قرار لرئيس البورصة أن تتخذ قرار عروض وطلبات التداول التي ترمي على التلاعب في الأسعار، أو إذا كان الأستمرار في ذلك يضر بالسوق والمتعاملين فيه. كما يجوز لرئيس البورصة إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح أو التي تتم بسعر لا مبرر له من الناحية السوقية. من هذا النص منح المشرع المصري الحماية اللازمة لمستثمري السوق من تلاعب يضر بديمومة السوق والحفاظ على على الجو الصحي للاقتصاد القومي.

المبحث الثالث

الخصخصة عن طريق زيادة رأس المال

يقصد بزيادة رأس مال الشركة تعديل عقد الشركة بزيادة رأس مالها وفقا للوسائل والإجراءات المحددة قانونا، وذلك إما بإصدار أسهم جديدة أو بزيادة القيمة الاسمية للأسهم^(١). ويعد من أساليب خصخصة الشركات العامة طرح أسهم هذه الشركات في بورصة القطاع الخاص عن طريق زيادة رأسمالها، على أن يكتتب فيها القطاع الخاص بالكامل، سواء أكان من الأفراد أم الشركات الخاصة، بحيث تؤدي قيمة هذه الزيادة إلى امتلاك القطاع الخاص بنسبة ٥١% أو أكثر من رأس مالها، فتخرج بقوة القانون من القطاع العام إلى القطاع الخاص^(٢).

ويعد هذا نقلة أساسية للموازنة بين القطاعين العام والخاص بما يكون من شأنه فتح الآفاق نحو الاقتصاد الحر وتحقيق العديد من المكاسب^(٣)، إذ لا يقتصر الأمر على الطريقتين السابقتين، وإنما هناك مجموعة من الطرق لزيادة رأس المال عن طريق اكتتاب القطاع الخاص في الشركة المراد خصخصتها، والتي يمكن لها طرح أسهم في البورصة في حالة تسجيل تحويل الديون التي على الشركة إلى أسهم وتحويل حصص التأسيس إلى أسهم وزيادة رأس المال عن طريق ضم الاحتياطي لرأس المال، وبمقدار هذا الاحتياطي تصدر الشركة أسهماً جديدة توزع على المساهمين فيها، أو تزيد من القيمة الاسمية لأسهمهم^(٤).

ويمثل هذا الأسلوب الحل الأمثل لتخفيض خسائر الحكومة للشركة بزيادة المتحملين للخسارة من المالكين للمشروع، كما يضمن للدائنين حقوقهم، حيث يزيد من قيمة الشركة، وكذلك فرصة نجاح استثمار هذه الأموال الجديدة، ويجب أن يكون فيه الاكتتاب كاملاً حماية للضمان العام للدائنين، ويمثل أيضاً ضماناً للمساهمين الذين ساهموا على أساس سلامة رأس المال. نتيجة لشعورهم بالاطمئنان إلى قدرتها المالية على تحقيق الأهداف وزيادة أرباحها، ويتسم هذا الأسلوب بأنه لا ينطوي على تقليص ملكية الحكومة لأسهم الشركة، إذ تظل الأسهم الحالية للدولة على ما هي عليه، على الرغم من انتقاص مجمل ملكيتها للمشروع بمقدار أسهم الزيادة، فبالرغم من ذلك فإن الحكومات لا تتصرف في ملكيتها الحالية

(١) د. كامل عبد المحسن البلداوي، ود. مهند إبراهيم الجبوري، زيادة رأسمال شركة المساهمة في التشريع العراقي، مجلة الرافدين للحقوق، كلية القانون، جامعة الموصل، العدد العاشر، ٢٠٠٦، ص ٥٢.
(٢) د. محمد محمد عبد اللطيف، النظام الدستوري للخصخصة، مرجع سابق، ص ١٧. وكذلك د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني لتحويل القطاع العام، المرجع السابق، ص ١٦٤.
(٣)

A.Kay. C. Mayer. & D.Thompson, (eds.) Privatization & Regulation: the UK Experience Oxford: Clarendon Press.1986, P. 78.

(٤) د. مهند الجبوري، النظام القانوني للتحويل إلى القطاع الخاص (الخصخصة)، دراسة مقارنة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٨، ص ١٥٩.

للشركة، وتنشئ الحكومة الشراكة بين القطاع العام والخاص، ويطلق عليها (شركة مشاركة)^(١). لكن هذا الأسلوب قد يواجه بعض الصعوبات من ناحية تخوف دخول القطاع الخاص شريكاً مع الحكومة تحسباً من وضع أية عوائق بيروقراطية أمام عملية الإنتاج، وهذا يتطلب تأكيد الحكومة على عنصر الإفصاح والشفافية أثناء توفير المعلومات اللازمة عن الشركة^(٢).

ويجدر التنويه إلى أن اللجوء إلى هذا النوع من آلية الخصخصة قد لا يصاحبه دائماً زيادة في رأسمال الشركة، حيث ينخفض رأسمال الشركة أولاً؛ لامتصاص الخسائر إذا كانت موجودة، ثم يلي ذلك زيادة الملكية الجديدة، والنتيجة الطبيعية هي أنه لا توجد زيادة ملموسة في رأسمال الشركة، وإنما عودة بحجم رأس المال إلى سابق عهده قبل التخفيض^(٣)، وقد يلجأ إلى زيادة رأس المال بموجب قانون جديد يوجب على الشركات التي تمارس نشاطاً معيناً بضرورة زيادة رأسمالها^(٤).

وللإحاطة بالأحكام القانونية الخاصة بهذه الآلية نقسم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:-

المطلب الأول: زيادة رأس المال عن طريق ضم الاحتياطي إلى رأسمال.

المطلب الثاني: زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة للاكتتاب العام.

المطلب الثالث: تناول زيادة القيمة الاسمية للأسهم.

المطلب الأول

زيادة رأس المال عن طريق ضم الاحتياطي إلى رأسمال

يجيز التشريعات للشركة أحتجاز جزء من الأرباح المتحققة كأحتياطي لغرض توسيع أو تطوير المشروع ولمواجهة الظروف الاقتصادية التي قد تعرض لها في المستقبل لحاجتها إلى تعويض ما قد تمنى به من خسائر أو حاجتها إلى توسيع نشاطها بزيادة رأسمالها بطريق إدماج الاحتياطي في رأس المال أو حاجتها إلى استهلاك الأسهم من الاحتياطي إلى رأس المال وإصدار أسهم جديدة بما يعادل قيمة هذا الاحتياطي توزع على المساهمين بنسبة مساهمة كل منهم في رأسمال الشركة^(٥). وهذا ما جاء صراحة في المادة ٤٠ فقرة (٣) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه "يجوز استخدام الاحتياطي القانوني في تغطي خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال" ويقابلها فقرة ثالثة من المادة (٥٥) من قانون الشركات

(١) د. سليمان أبو صبحي وآخرون، المرجع السابق، ص ٥٧.

(٢) د. إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص ٦٣.

(٣) د. محمود صبحي، الخصخصة، المرجع السابق، ص ٣٩.

(٤) مثال ذلك ما قرره المادة (١٤) من قانون المصارف رقم ٤٠ لسنة ٢٠٠٣ من وجوب قيام الشركات المساهمة التي تتخذ شكلاً مصرفياً بزيادة رأسمالها إلى عشرة مليارات دينار، خلال مدة ثمانية عشر من تاريخ صدوره، ثم زيادة هذا الرقم إلى خمسين مليار دينار بموجب تعليمات البنك المركزي العراقي .

(٥) المادة ٩١ الفقرة (١) من اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الصادر بقرار وزير شؤون الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢.

العراقي والتي نصت على انه (يجوز احتجاز جزء من أرباح الشركة كاحتياطي لتوسيع وتطوير المشروع بدلاً من توزيعه ارباحاً، بعد استثماره، فعلاً في الغرض المحتجز من اجله واطافة هذا الاحتياطي إلى رأس المال واطداراسهم جديدة بما يعادل هذا الاحتياطي يوزع على المساهمين بنسبة مساهمة كل منهم برأس المال).

وإن هذه الوسيلة تستخدم كآلية تعود بالنفع على الشركة والمساهمين على حد سواء إذ يمكن ملاحظة ذلك في قانون الشركات المصري حيث نص صراحة في المادة ٤٠ منه على أن " ... يجنب مجلس الإدارة من صافي الأرباح المشار إليها في الفقرة السابقة جزءاً من عشرين على الأقل لتكوين احتياطي قانوني ويجوز للجمعية العامة وقف تجنيب هذا الاحتياطي القانوني إذا بلغ ما ساوى نصف رأس المال ويجوز استخدام الاحتياطي القانوني في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال ويجوز أن ينص في نظام الشركة على تجنيب نسبة معينة من الأرباح الصافية لتكوين احتياطي نظامي وإذا لم يكن الاحتياطي النظامي مخصصاً لأغراض معينة منصوص عليها في نظام الشركة جاز للجمعية العامة العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر استخدامه فيما يعود بالنفع على الشركة أو على المساهمين كما يجوز للجمعية العامة بناء على اقتراح مجلس الإدارة تكوين احتياطات أخرى".

وفقاً لهذا النص فإن المال الاحتياطي ثلاثة أنواع : الإحتياطي القانوني والاحتياطي النظامي والاحتياطي الاختياري .

أولاً : الإحتياطي القانوني^(١)

ويقصد به الإحتياطي الذي يفرضه القانون ويحدد نسبة من أرباح الشركة يتعين اقتطاعها لتكوين الإحتياطي قبل توزيع الأرباح على المساهمين. وهذه النسبة كما هو محدد في نص سابق هي جزء من عشرين على الأقل كحد أدنى من صافي أرباح الشركة يجنبه مجلس الإدارة لتكوين الإحتياطي القانوني. كما أجاز القانون للجمعية العامة وقف تجنيب هذا الإحتياطي القانوني إذا بلغ ما يساوي نصف رأس المال. من هذا الإحتياطي هو تكملة رأسمال الشركة في حال إذا ما لحقه نقص بسبب خسارة الشركة وفي زيادة رأس المال.

وبالتالي يأخذ الإحتياطي حكم رأس المال، فلا يجوز للشركة أن تتصرف فيه أو توزعه على المساهمين، إذا لم تحقق أرباحاً في إحدى السنوات. وفي حال إذا ما قل الإحتياطي القانوني عن نصف رأس المال، فعلى مجلس الإدارة أن يعود إلى تجنيب النسبة القانونية المطلوبة لتضاف إلى الإحتياطي القانوني^(٢).

(١) أخذ به القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ عندما نص في المادة ٤٠ فقرة (٣) كما سبق إشارة إليها .

(٢) د. محمود سمير الشرفاوي، المرجع السابق، رقم ٤١٨، ص ٣٩٤ .

ثانياً : الاحتياطي النظامي

ويقصد به الاحتياطي الذي ينص في نظام الشركة على تجنب نسبة معينة من الأرباح الصافية لتكوينه. إذ يحدد النظام نسبته وأغراض استخدامه. وهذا ما نصت عليه المادة ٤٠ من قانون الشركات "يجوز أن ينص في نظام الشركة على تجنب نسبة معينة من الأرباح الصافية لتكوين احتياطي نظامي وإذا لم يكن احتياطي النظامي مخصص لأغراض معينة منصوص عليها في نظام الشركة جاز للجمعية العامة العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر استخدامه فيما يعود بالنفع على الشركة وعلى المساهمين^(١).

ومتى نص النظام على إنشاء هذا الاحتياطي أو تخصيصه لغرض معين، فلا يجوز للجمعية العامة أن تقرر الاستغناء عنه أو تخصيصه لغرض آخر، وإنما يكون ذلك من اختصاص الجمعية العمومية غير العادية، لأنه تعديل يطرأ على نظام الشركة^(٢).

إذ أجازت المادة ٢٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال "للجمعية العامة العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر تحويل المال الاحتياطي أو جزء منه إلى أسهم يزداد بقيمتها رأس المال المصدر"^(٣).

ومن منظور ما تقدم يجوز بقرار من الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، أن تقرر تحويل المال الاحتياطي أو جزء منه إلى أسهم يزداد بقيمتها رأس المال المصدر. وتوزع الأسهم الناتجة عن هذه الزيادة مجاناً على المساهمين أو الشركاء الحاليين للشركة كل بحسب قيمة مساهمته أو مشاركته. هذا يعني أن المساهم يحصل على الأسهم الجديدة دون مقابل وبطريقة عادلة تضمن لكل مساهم الحق في الحصول على أسهم جديدة بالقدر الذي يتناسب مع ما يملكه من أسهم في الشركة. فضلاً عن ذلك فإن هذه الطريقة لا تؤدي إلى طرح الأسهم في اكتتاب عام والذي يؤدي إلى مزاحمة مساهمي الشركة القدامى من قبل المكتتبين الجدد في الحقوق الأساسية للمساهمين القدامى في الشركة وهذا يعود بالنفع على الشركة والمساهمين على حد سواء.

ومن الجدير بالذكر، "أن فائدة زيادة رأس المال بإدماج الاحتياطي لا يقتصر على الشركة والمساهمين وإنما يمتد إلى دائني الشركة أيضاً. فهو مفيد للشركة لأنه يؤدي إلى نشوء نوع من التناسب بين القيمة الاسمية للسهم وقيمه السوقية في بورصة الأوراق المالية" إذ وجود احتياطي كبير لدى شركة يقوي مركزها المالي. إلا أنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها في البورصة ومن شأن هذا الارتفاع الكبير

(١) كذلك المادة ٢١٧ الفقرة (أولاً/٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات .

(٢) د. محسن شفيق، المرجع السابق، رقم ٦٧٣، ص ٦١٩ .

(٣) كذلك نص المادة (٩١) في اللائحة التنفيذية لقانون الشركات (على تحويل الإحتياطي إلى أسهم لزيادة رأس المال المصدر) .

إعاققة تداول الأسهم وتشجيع المضاربات. ولا سبيل لتفادي ذلك إلا بإدماج الاحتياطي في رأس المال .
من ثم فإن هذه العملية تبث الثقة والإئتمان في نفوس المتعاملين مع الشركة، لأن الاحتياطي بأنواعه المختلفة^(١)، فيما عدا الاحتياطي القانوني - لا يسري عليه مبدأ الثبات الذي يسري على رأس المال. فيجوز للشركة أن تغير الغرض الذي خصص الاحتياطي من أجله، وتقوم بتوزيعه على المساهمين أثناء حياتها. أما إذا تم إلحاقه برأس المال، فإنه يصبح جزء منه، ويكتسب صفته، ومن ثم يشمل مبدأ ثبات رأس المال ولا يجوز المساس به بخلاف الاحتياطي الحر الذي لا يلحق برأس المال إذ للجمعية العامة العادية مطلق الحرية في التصرف فيه ولا يتضرر الدائنون من ذلك لأنه لا يسري عليه مبدأ ثبات رأس المال ولا يتم إدماج في رأس المال حتى يكتسب صفته. إلا أن ذلك يمنع أن يكون الاحتياطي الاختياري للضرورة أو عند وجود مبرر حتى لا يحرم المساهمين من حصة عادلة في أرباح الشركة^(٢). وهو مفيد للدائنين، إذ يترتب على إدماج الاحتياطي زيادة الضمان العام المقرر لهم على رأس مال الشركة. إذ أن الاحتياطي ضمان غير مستقر، فإذا تم ضمه إلى رأس المال يتحول إلى ضمان مستقر، إذ ليس بمقدور الشركة توزيعه على المساهمين، وإلا عد ذلك توزيعاً صورياً وليس حقيقياً ويترتب على ذلك البطلان لكونها متقطعة من رأس المال .

وهو مفيد للمساهمين، لأنه يساعد على استقرار أسعار الأسهم وسهولة تداولها، وبالتالي يعد الضم الاحتياطي إليه بموجبها يحصل المساهمون على أسهم جديدة تمثل الزيادة التي طرأت على رأس المال نتيجة تحويل حقوقهم المفترضة نظرياً على الاحتياطي إلى حق فعلي وتيسير تداوله. وسيحصلون على نصيبهم في الاحتياطي، دون حاجة إلى صدور قرار من الجمعية العامة بذلك، عن طريق بيع الأسهم أثناء حياة الشركة^(٣) .

وتحويل الاحتياطي إلى رأس المال تتم من مصادر التمويل الداخلي عن طريق إدماج أحد عناصر الذمة المالية للشركة، وهو الاحتياطي، في رأس المال وذلك بوسيلتين^(٤):
أولاهما: إصدار الشركة أسهم نقدية جديدة بقيمة الزيادة وتوزيعها على المساهمين مجاناً وتدفع قيمتها الاسمية من الاحتياطي^(٥). وتعد هذه الوسيلة المتبعة في الواقع العملي أكثر شيوعاً لأسباب كثيرة منها أن الاحتياطي يمثل أرباحاً غير موزعة على مساهمي الشركة. لذا فإن لهم حقوقاً مؤكدة فيه، فضلاً عن سهولة تداول الأسهم إذ من اليسير على المساهم أن يبيع أسهماً .

(١) الاحتياطي النظامي والاختياري (الحر) والمستتر. د. مصطفى طه، المرجع السابق، رقم ٣٤٠، ص ٣١١؛ د. حسني المصري، المرجع السابق، رقم ٣٥٨، ص ٥٥٥ .

(٢) د. مصطفى طه، المرجع السابق، رقم ٣٤٠، ص ٣١١ .

(٣) د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٣٦٣ .

(٤) د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٣٦٤ .

(٥) الفقرة ثالثاً من المادة ٥٥ من قانون الشركات العراقي. وكذلك المادة ٢٣ الفقرة (٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

أما الوسيلة الثانية: فإنها تتمثل في زيادة القيمة الاسمية للسهم بنسبة الزيادة الطارئة على رأس المال دون أن تتقاضى الشركة الزيادة من المساهمين، بل تقوم بدفعها من الاحتياطي، وتؤشر الأسهم بقيمتها الجديدة^(١).

ويجيز القانون للشركة - وبدلاً من اللجوء إلى الطريقة الأولى - أن تقوم بتحويل أموال من الفائض المتراكم لديها عن اصدار أسهم جديدة إلى أسهم توزع على مساهمي الشركة بنسبة مساهمة كل منهم في رأس المال^(٢). وتفضل الشركة أحياناً اللجوء إلى هذه الطريقة لأنها تعفيها من القيام بإجراءات الاكتتاب العام وما يتطلبه من مصاريف وإجراءات.

كما نص قانون الشركات للشركة المساهمة تغطية زيادة رأس المال بإحدى الطرق المشار إليه^(٣)، وذلك بقرار يصدر من الهيئة العامة في الشركة المساهمة. ويشترط أن يتضمن القرار، الموافقة على الزيادة، ويحدد فيه قيمتها والوسيلة التي تتم بمقتضاها الزيادة ويعد هذا القرار تعديلاً لعقد الشركة ويجب أن يرسل القرار إلى مسجل الشركات ويجب على الأخير وخلال خمسة عشر يوماً من تاريخ الطلب^(٤) إما الموافقة على طلب ويصدر قراراً بذلك أو رفض الطلب مع بيان أسباب الرفض.

كذلك يستلزم في قانون سوق راس المال المصري في النص المادة ٢٣ الفقرة (١) من اللائحة التنفيذية منه على أن يتم تحويل الاحتياطي إلى رأسمال بقرار يصدر من الجمعية العامة العادية للشركة، بناء على اقتراح مجلس الإدارة وذلك في حالة زيادة رأس المال المصدر في حدود رأس المال المرخص به. أما في حالة زيادة رأس المال المرخص به، ففي هذه الحالة يكون ذلك من اختصاص الجمعية العمومية غير العادية، لأنه تعديل يطرأ على الغرض من تكوين الاحتياطي الشركة وقرارها في هذه الحالة يصدر بالأغلبية المطلقة لأسهم الحاضرين^(٥).

وزيادة رأس المال، يمكن أن تكون وسيلة لتحويل شركة المساهمة العامة إلى شركة مساهمة خاصة، كما ويمكن أن تكون وسيلة لتحويل الشركات المختلطة إلى شركات خاصة. ويتم ذلك عندما تؤدي هذه الزيادة إلى زيادة نسبة مساهمة القطاع الخاص في الشركة باتفاق الطرفين. دون أن يقابلها زيادة في نسبة مساهمة القطاع العام في رأسمال الشركة، أو عندما يصبح القطاع الخاص مساهماً في شركة كانت

(١) جدير بالذكر أنه لايجوز للشركة، في حالة زيادة رأس المال بحصص نقدية جديدة أو عينية، أن تزيد من القيمة الاسمية للأسهم الأصلية بنسبة للزيادة الطارئة على رأس المال إلا بعد أخذ الموافقة الإجماعية للمساهمين، لأن مثل هذه العملية تتضمن زيادة في التزامات المساهمين ولا تملك تقريرها حتى الجمعية العامة غير العادية للمساهمين. ينظر: الدكتور فريد محمد العريني، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٣٦٤.

(٢) المادة (٥٥) الفقرة ثانياً من قانون الشركات العراقي.

(٣) قرر بعض التشريعات وسائل أخرى لزيادة رأس المال، بخلاف ما عليه في القانون العراقي لأنه حدد صراحة وسائل زيادة رأس المال. ولايجوز اللجوء إلى وسائل أخرى.

(٤) المادة ٥٤ الفقرة ثانياً من قانون الشركات العراقي.

(٥) د. فريد العريني، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٣٦٤.

مملوكة للقطاع العام بالكامل قبل الزيادة. ويتحقق ذلك عندما تكون الأموال المستخدمة في الزيادة مملوكة للقطاع الخاص، أو يساهم في تقديمها القطاع العام أيضاً ولكن بنسبة اقل من تلك التي قدمها القطاع الخاص. فعلى سبيل المثال لو كان نسبة مساهمة قطاع الخاص ٤٩%، ونسبة مساهمة قطاع العام (الهيئة العامة) ٥١% وكان رأسمال الشركة ١٠,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ وتم الزيادة عن طريق ضم الاحتياطي بمبلغ ٣,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ فإن مجموع رأسمال بعد الزيادة يكون ١٣,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠، ويتم إصدار أسهم جديدة ويصبح قطاع الخاص مالكا لتلك الأسهم، وبذلك يزداد نسبة مساهمته ويتحول الشركة من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

المطلب الثاني

زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة للاكتتاب العام

نصت المادة (٥٥) من قانون الشركات العراقي على إمكانية زيادة رأسمال شركة المساهمة عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام وضم الاحتياطي إلى رأس المال وإصدار أسهم جديدة بما يعادل هذا الاحتياطي وتحويل أموال من الفائض المتراكم إلى أسهم توزع على المساهمين، ويجب أن تكون زيادة رأس المال في الشركات المساهمة وفي الشركات المحدودة المسؤولة وفقاً لقرار تتخذه الجمعية العمومية للشركة بتعديل عقد الشركة وإصدار أسهم جديدة^(١)، كما نصت المادة ٨٦ من اللائحة التنفيذية للقانون شركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه "يجوز بقرار من الجمعية العامة غير العادية زيادة رأس المال المرخص به، وتتم الزيادة بناءً على اقتراح مجلس الإدارة". وكذلك عرف قانون الخصخصة الفرنسي ٦ أغسطس ١٩٨٦ هذا الأسلوب بأن مضمونه زيادة رأسمال المشروع مع تخلي الدولة عن الاكتتاب في هذه الزيادة وتركه للأفراد. ووفقاً لهذا المفهوم نظم المشرع الفرنسي عملية التحويل إلى القطاع الخاص عن طريق زيادة رأسمال الشركة العامة بطرح أسهم جديدة للاكتتاب، مع تخلي القطاع العام عن حق الأفضلية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة أو ببيع هذا الحق^(٢).

ومع ذلك يجوز في بعض الحالات أن تكتتب الدولة في زيادة رأس المال من أجل زيادة عدد الأسهم التي تمنحها إلى الجمهور، مع دعم الأموال الذاتية للمشروع وتقويتها، ولكن لا تكتتب الدولة في معظم الحالات، بل تجمع بين هذه الطريقة وطريقة العرض العام للبيع، وقد جرى العمل بهذه الآلية في خصخصة الشركة العامة للكهرباء في فرنسا^(٣)، فضلاً عن ذلك، يمكن وفقاً للتشريع الفرنسي تحويل

(١) المادة (٥٤) الفقرة ثانياً من المادة (٥٤) من قانون الشركات العراقي.
(٢) المادة (١) المعدلة من قانون التحول الفرنسي الصادر في ١٩٨٦/٨/٦.
(٣)

الشركة العامة، وهي الشركة التي يملك فيها القطاع العام أكثر من (٥١%) من رأسمالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب العام وتخلي القطاع العام عن حقه في الاكتتاب بأسهم الزيادة بالأفضلية أو بيعه لهذا الحق للقطاع الخاص، وعليه فإذا ما انخفضت نسبة إسهام القطاع العام عن (٥١%) من رأسمال الشركة جراء هذه الزيادة، تفقد الشركة العامة وصف الشركة العامة وتصبح شركة خاصة.

ومن الجدير بالذكر أن بيع القطاع العام لحقه في الاكتتاب بالأسهم الجديدة بالأفضلية يجب ألا يحدث خلال المدة المحددة لممارسة هذا الحق، وهي عشرة أيام حداً أدنى^(١)، ونعتقد أن هذه الأحكام التي قررها المشرع الفرنسي لا تمنح الشركة العامة مرونة كبيرة عند زيادة رأسمالها^(٢)، كما تعزز قدرة الشركة الفنية والاقتصادية، إذا كانت ظروف الشركة المستقبلية تسمح بتحقيق أرباح، فعندئذ يمكن لها إصدار أسهم جديدة، بهدف زيادة رأس المال^(٣) وتوفير بعض السيولة وتحسين نسبة الديون إلى حقوق الملكية، إلا أن ذلك تقابله بعض العقبات، مثل^(٤):

- ١- عدم إقبال المستثمرين على شراء الأسهم الجديدة نظراً لتدهور الحالة المالية للشركة وانخفاض معدل العائد على رأس المال المستثمر فيها.
- ٢- اعتقاد المستثمرين أن شركات قطاع الأعمال العام من الصعب تطوير أدائها مستقبلاً نظراً لما يحيطها من قوانين وقرارات سياسية تعوق تقدمها الاقتصادي في المستقبل.
- ٣- صلاحية هذا الحل في حالة الشركات التي تسمح ظروفها بتحقيق أرباح في المستقبل فقط.

(١) المادتان (١٨٣ و ١٨٨) من قانون الشركات التجارية الفرنسية لسنة ١٩٦٦.

(٢) د. فائق الشماخ، د. أكرم ياملكي، القانون التجاري، بغداد، ١٩٩٨، ص ٣٤٢.

(٣) من ذلك قرار مجلس الدولة الفرنسي إزاء تطبيق النصوص التي استخدمها المشرع، وذلك بقراره في الطعن المقدم من السيدين *Joxe et Bollon* بتاريخ فبراير ١٩٨٧، وتتلخص وقائع الدعوى في أن كلا من وزير الاقتصاد والمالية ووزير الصناعة أصدر قراراً مشتركاً بتاريخ ٢٥ سبتمبر ١٩٨٦ يتضمن تنازل مؤسسة الأبحاث والأنشطة البترولية (ERAP) عن حصتها في الشركة الوطنية المسماة *Eifaquitaine (S.N.F.A)* بنسبة ١١% من رأس مالها، وفي الوقت نفسه قرر مجلس إدارة شركة SNEA زيادة رأس مالها، فأصدر لهذا الغرض أربعين ألف سهم، قيمة كل سهم خمسة آلاف دولار أمريكي، وقد نبه على مؤسسة ERAB (قطاع عام) بعدم الاكتتاب في هذه الأسهم، وتنازلت عن مليون ومائتي ألف سهم تملكها في شركة SNEA لمصلحة عمالها وفروعها، وكان قرار مجلس الدولة الفرنسي بشأن هذه القضية أن تحول ملكية المشروعات العامة إلى القطاع الخاص إذا كانت من قبيل المشروعات التي تتضمنها القائمة الملحقة بالمادة الرابعة، فهذا القرار ليس إلا تنفيذاً للقانون ولا حاجة إلى صدور مرسوم بذلك، فتعد قرارات التحول إلى القطاع الخاص من قبيل القرارات التنفيذية، ويجب أن تراعي الدولة في ذلك القواعد التي حددها قانون ٦ أغسطس ١٩٨٦، مهما كان قدر نصيب الدولة في رأسمالها أغلبية أو أقلية. لمزيد من التفاصيل ينظر على التوالي:

Mjoxe et sur la privatisation de la SNEA. M l'arret du 7 fév1987, Conseil d'Etat
Req. 82436. Cond. Massot. & Arrêt du 25 Sep. 1986. Bollon,

(٤) د. أحمد ماهر، المرجع السابق، ص ٣١٢.

أما عن موقف المشرع المصري، فينبغي أن يلاحظ ابتداءً أن رأسمال الشركة العامة وفقاً للتشريع المصري^(١) يمكن أن يقسم إلى رأسمال مرخص به "Authorised Capital"، فهو الذي يرد في نظام الشركة أو عقدها، وهو رأس المال الكلي اللازم للمشروع، ورأسمال مصدر "Issued Capital" وهو رأس المال الذي يحدده المؤسسون للشركة المساهمة عند تأسيسها والذي يجب أن يكون مكتتباً به بالكامل^(٢).

ووفقاً للمادة (٢٥/أولاً) من اللائحة التنفيذية لقانون شركات قطاع الأعمال العام، تختص الجمعية العامة غير العادية للشركة بالنظر في موضوع زيادة رأس المال المرخص به أو المصدر في حالة عدم وجود رأسمال مرخص به، وهذا يعني أنه في حالة وجود رأس مال مرخص به، فإن زيادة رأسمال الشركة المصدر ضمن حدود رأسمال المرخص له يكون من اختصاص مجلس الإدارة، وذلك تطبيقاً للمادة (١٣٣) من قانون الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، على أساس أن هذا القانون واجب التطبيق على كل ما لم يرد بشأنه نص خاص في قانون شركات قطاع الأعمال.

ومن هذا المنظور القانوني يمكن زيادة رأسمال شركة قطاع الأعمال وفقاً للتشريع المصري، عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام أو ضم الاحتياطي إلى رأس المال وإصدار أسهم جديدة توزع على المساهمين بما يتناسب وعدد الأسهم التي يملكها كل مساهم، كما يمكن زيادة رأسمال الشركة عن طريق تقديم حصص عينية^(٣)، حيث إن المشرع المصري سلك مسلك المشرع الفرنسي نفسه بخصوص زيادة رأسمال الشركة العامة المراد تحويلها، عن طريق أشخاص من القطاع الخاص بتقديم الأصول "actifs" كحصة عينية في الشركة المراد تحويلها^(٤). ونعتقد أن هذه الأحكام تمنح الشركة العامة مرونة كبيرة عند زيادة رأسمالها، ولاسيما عندما تكون عن طريق تقديم حصص عينية، بالإضافة إلى ذلك يجوز

(١) تنص المادة (٨٠) على أن "يكون للشركة رأس مال مصدر، كما يجوز أن يكون النظام الأساسي للشركة رأس مال مرخصاً به" من قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، المنظم لشركات المساهمة، والمادة (٤٧) من قانون شركات قطاع الأعمال المصري، وقد أوردت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الحكم نفسه في الفقرة الأولى من مادتها الأولى، وإلى جانب هذين النوعين السابقين يوجد نوع ثالث من رأس المال هو رأس المال المدفوع Paid up Capital، وهو عبارة عن نسبة من القيمة الاسمية للأسهم النقدية يحددها القانون ويوجب دفعها عند الاكتتاب، انظر: د. فريد العريني، بخصوص رأس مال الشركة بين الأحادية والثنائية، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ١٥٧.

(٢) د. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية، الأحكام العامة والخاصة، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ١٩٩٩، ص ٢٨٤.

وكذلك د. عبد الحكيم فوده، شركات الأموال والعقود التجارية، في ضوء قانون الشركات الجديد رقم ٣ لسنة ١٩٩٨، دار الفكر الجامعي، ٢٠٠٠، ص ٣٢.

(٣) المواد (١٩ - ٣٢) من قانون شركات قطاع الأعمال العام، والمادة (٥١) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

(٤) المادة (١) المعدلة من قانون التحول الفرنسي الصادر في ١٩٨٦/٨/٦.

التنظيم القانوني للخصخصة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية

تحويل الديون التي على الشركة إلى أسهم وفقاً لقانون الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

وتستوجب إجراءات زيادة رأس المال إعداد نشرة اكتتاب يجب اعتمادها من الهيئة المذكورة^(١)، ويجب أن تتضمن هذه النشرة البيانات الجوهرية^(٢)، ومقدار الزيادة، وعدد الأسهم، وقيمتها، وتاريخ قرار الجمعية العامة، أو مجلس الإدارة بحسب أحوال الزيادة والسند القانوني لهذا القرار^(٣)، ولهيئة سوق المال أن تعترض في خلال أسبوعين من تاريخ تقديم نشرة الاكتتاب إليها على عدم كفاية البيانات الواردة بها أو عدم دقتها^(٤)، ويظل الاكتتاب مفتوحاً للمدة المحددة بالنشرة، بحيث لا تقل عن عشرة أيام ولا تجاوز شهرين^(٥)، وإذا لم تكتب جميع الأسهم المطروحة خلال تلك المدة، جاز بإذن من رئيس الهيئة مد فترة الاكتتاب، على ألا تزيد على شهرين آخرين.

والذي تذهب إليه الباحثة أنه كان من المفترض في النص أن يذكر أنه يجب على المسجل البت في قرار الهيئة العامة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديم القرار إليه، وليس تأريخ الطلب، كما جاء بعبارة النص، كما يؤخذ على المشرع أنه أغفل بعض وسائل وآليات مقررة في بعض التشريعات، ومنها المقارنة لزيادة رأس المال، وهي: زيادة القيمة الاسمية للسهم وتكليف المساهمين بدفع الزيادة في قيمة السهم، إضافة إلى وسيلة أخرى، وهي تحويل سندات القرض إلى أسهم، أي جعل حملة سندات القرض للمساهمين في الشركة، وهذه الطرق لا يجوز اللجوء إليها في القانون العراقي؛ لأن هذا القانون حدد صراحة وسائل زيادة رأس المال. والأولى أن يتدارك ذلك لأن فيه قطعاً للسبيل أمام اللجوء إلى تلك الوسائل التي قد تؤدي إلى تحقيق مزايا عديدة كما ذكرنا وبالأخص في الشركات العامة التي تمارس نشاطاً اقتصادياً مهماً للاقتصاد الوطني.

ويحدث الاكتتاب بموجب شهادات اكتتاب مبيناً بها تاريخه، وموقعاً عليها من المكتتب في الأسهم التي اكتتب فيها مع توضيح عددها مدوناً عليها جميع البيانات اللازمة^(٦)، ويجوز غلق باب الاكتتاب بعد تغطية قيمة الأسهم المطروحة وفقاً للشروط المحددة في نشرة الاكتتاب ومضى الحد الأدنى للمدة التي يظل الاكتتاب مفتوحاً فيها والمنصوص عليها في المادة ٤٨ من اللائحة المذكورة، وإذا جاوز الاكتتاب عدد الأسهم المطروحة ولم يحدد نظام الشركة كيفية التوزيع بين المكتتبيين، وجب توزيعها بتخصيص عدد من الأسهم الاسمية أو لحاملها بحسب الأحوال لكل مكتتب، على أساس نسبة عدد الأسهم المطروحة إلى

(١) المادة الرابعة من القانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة الخامسة من القانون نفسه رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمادة ٤٢ من لائحته التنفيذية.

(٣) المادة ٤٣ من اللائحة التنفيذية لقانون نفسه رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٤) المادة ٤٧ من اللائحة التنفيذية لقانون نفسه رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٥) المادة ٤٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٦) المادة (٥٣) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

عدد الأسهم المكتتب فيها، بحيث لا يترتب على ذلك إقصاء المكتتب في الشركة، أيا كان عدد الأسهم التي اكتتب فيها، و يراعى جبر الكسور لمصلحة صغار المكتتبيين، ويرد إلى المكتتب ما دفعه عند الاكتتاب بالزيادة عما خصص له بالفعل^(١)، وإذا انتهت المدة المقررة للاكتتاب والمدة التي قد يمتد إليها ولم يغط الاكتتاب الأسهم المطروحة على الجهة التي تلقت الاكتتاب إبلاغ الهيئة والمكتتبيين بذلك خلال أسبوع من انقضاء تلك المدة، وأن ترد إليهم فور طلبهم ما دفعوه بما في ذلك مصاريف الإصدار^(٢).

وقاعدة الشركات التي تملك حق طرح الأسهم للاكتتاب العام من خلال زيادة رأسمالها، هي شركات قيدت في البورصة لتكون قابلة للتداول^(٣)؛ لذا وجب أن تكون من شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أما عن الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات الأشخاص فرؤوس أموالها تتكون من حصص لا يجوز أن تصدر في شكل أوراق مالية قابلة للتداول^(٤).

ومما سبق يتضح لنا أن المشرع المصري أجاز تحويل الشركة التابعة إلى شركة خاصة، من خلال زيادة رأسمالها، عن طريق إصدار أسهم جديدة تطرح للاكتتاب العام، متى أدت هذه الزيادة إلى انخفاض نسبة إسهام الشركة القابضة عن (٥١%) من رأسمال الشركة التابعة، على أن تتنازل الشركة القابضة بمقابل أو دون مقابل عن حق الأفضلية بالاكتتاب بالأسهم الجديدة^(٥).

أما بالنسبة للشركة القابضة، فيجوز لها بيع حق الأفضلية المقرر لها، ويجب أن يحدث ذلك خلال المدة المحددة لممارسة هذا الحق، وهذه المدة هي ٣٠ يوماً حداً أدنى، ويجوز للجمعية العامة عند اتخاذ قرار الزيادة أن تحدد مدة أطول من ذلك، كما يجوز وفقاً للمادة ٣٩ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري، وبقرار من الجمعية العامة غير العادية وبناء على طلب مجلس الإدارة لأسباب جديدها يبيدها ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه^(٦)، أن تطرح أسهم زيادة رأس المال كلها أو بعضها للاكتتاب العام المباشر دون أعمال حقوق الأولوية المقررة للمساهمين القدامى^(٧).

(١) المادة (٥٤) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣، ص ١٦٩ - ١٨٠، كذلك أحمد محمد محرز، النظام القانوني لتحويل القطاع العام، المرجع السابق، ص ٦٤. د. محمود صبحي، مرجع سابق، ص ١٢٠ - ١٢١.

(٣) د. طارق عبد الرؤوف صالح رزق، قانون الشركات الكويتي وتعديلاته الجديدة رقم ٩ لسنة ٢٠٠٨، ط ١، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ٣٤٦.

(٤) المادة (٤) من القانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ٢٧٢ من لائحته التنفيذية.

(٥) المادة (٩٦) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٦) د. علي حسن يونس، النظام القانوني للقطاع الخاص والقطاع العام في الشركات والمؤسسات، دار الفكر العربي، ٢٠٠٢، ص ١٧١.

(٧) د. مصطفى كمال طه، القانون التجاري، دار الجامعة الجديدة، ١٩٩٦، ص ٣٢٥.

وتجدر الإشارة إلى أن تحول الشركة التابعة، وفقاً للقانون المصري إلى شركة خاصة يشمل أن يتحقق أيضاً عن طريق زيادة رأسمال هذه الشركة تحويل ديونها المقدمة من قبل القطاع الخاص إلى أسهم، متى ما أدت هذه الزيادة إلى انخفاض نسبة مساهمة الشركة القابضة عن (٥١%) من رأسمال الشركة التابعة^(١)، كما يجيز زيادة رأسمال شركة قطاع الأعمال العام وفقاً للتشريع المصري عن طريق تقديم حصص عينية^(٢).

أما عن موقف المشرع العراقي، فقد ذكرنا فيما تقدم أن القاعدة العامة أن شركات المساهمة هي التي يجوز تحويلها إلى القطاع الخاص لأن رأسمالها مكون من أسهم^(٣)، أما الشركات العامة فمن غير المتصور وفقاً لأحكام قانون الشركات العامة تحويلها إلى القطاع الخاص أو المختلط عن طريق زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب العام، إذ أن رأسمالها لا يقسم إلى أسهم أساساً فضلاً عن عدم جواز تملك القطاع الخاص أي جزء من رأسمال الشركة العامة.

وهذه الأحكام من شأنها أن تحول دون الحصول على مزايا تلك الآلية، فهي وسيلة ملائمة تمكن الدولة من الحصول على التمويل والسيولة الإضافية لدعم قدراتها الاقتصادية، خاصة في الوقت الراهن، فالدول النامية بها حاجة إلى موارد تمويل خارجية، سواء أكانت من الاستثمارات الأجنبية المتمثلة في القطاع الخاص أم من المؤسسات الدولية لتحقيق الأغراض الجديدة التي، تريد الشركة العامة القيام بها، أو تكون الشركة قد لحقتها خسارة كبيرة أدت إلى فقدان جزء مهم من رأسمالها، وليس هناك دعم من رأس المال العام؛ لذا تعد هذه الآلية وسيلة مناسبة للشركات العامة التي تمارس نشاطاً اقتصادياً مهماً للاقتصاد الوطني، ويترتب على ذلك عدم بيع الشركة أو الامتناع عن بيع الشركة العامة وتفضيل الاشتراك مع القطاع الخاص في الملكية ومن ثم نقترح على المشرع العراقي أن يأخذ بهذه الآلية، وعلى النحو الموجود في التشريعات المقارنة.

أما عن إجراءات زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب فقد نصت المادة (٥٥) من قانون الشركات العراقي على أن لكل مساهم في شركة المساهمة حق الأفضلية بالاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة بمناسبة زيادة رأسمالها، اكتتاباً يتناسب مع عدد أسهمه في الشركة، على أن

(١) وفقاً لقانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(٢) المواد (١٩، ٣٢) من قانون شركات قطاع الأعمال العام، والمادة (٥١) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

(٣) تنص المادة (٥٤) من قانون الشركات العراقي، حيث يجيز قانون الشركات لشركة المساهمة زيادة رأس مالها على أن: أولاً: للشركة زيادة رأس مالها إذا كان مدفوعاً بالكامل. ثانياً: يجب أن تكون زيادة رأس المال في شركة المساهمة وفقاً لقرار تتخذه الهيئة العامة للشركة بتعديل عقد الشركة أو إصدار أسهم جديدة" في حين يقسم المشرع المصري رأس مال الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة، ولا يجوز تداول هذه الأسهم إلا فيما بين الأشخاص الاعتبارية العامة، ويحدد النظام الأساسي القيمة الاسمية لكل سهم بما لا يقل عن مائة جنيه، ولا يزيد على ألف جنيه، وذلك في المادة ٣ من قانون قطاع الأعمال رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١.

يمارس هذا الحق خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ دعوة المساهمين للاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال^(١)، كما يشترط صدور قرار من الهيئة العامة بزيادة رأس المال^(٢)، ويستلزم أن يتضمن الموافقة على الزيادة، ويحدد فيه قيمتها والوسيلة التي تحدث بمقتضاها الزيادة، ويعد هذا القرار تعديلاً لعقد الشركة، ويجب أن يرسل القرار إلى مسجل الشركات، ويجب على الأخير خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ الطلب إما الموافقة عليه، ويصدر قراراً بذلك، أو رفضه مع بيان أسباب الرفض. ولعل الحكمة المبتغاة من إقرار حق الأفضلية تتجلى في أنه في حالة عرض الأسهم الجديدة للاكتتاب العام بها فإن هذا الأمر سيؤدي إلى اشتراك أشخاص غرباء في الشركة يزاحمون مساهميها القدامى في مزايا الحقوق التي يتمتع بها هؤلاء في احتياطات الشركة.

المطلب الثالث

زيادة القيمة الاسمية للأسهم

تتحقق زيادة القيمة الاسمية للأسهم بزيادة نسبة إسهام جميع المساهمين في الشركة^(٣)، كل حسب ما يملكه من أسهم، سواء أكان من القطاع الخاص أم من القطاع العام، وذلك بتكليف المساهمين بدفع الزيادة في قيمة السهم، فالشركات هي التي تملك حق طرح الأوراق المالية في البورصة، على أن تكون هذه الشركات من التي خولها القانون إصدار صكوك قابلة للتداول، ويحدد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية، إذ نصت المادة ٣١ من قانون الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري ومادة (٢) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم إسمية متساوية القيمة، ويحدد النظام القيمة الاسمية للسهم، بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات، ولا تزيد على ألف جنيه" إذ تم تعديل على قانون الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري بقانون رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٥ بموجب المادة الثانية يستبدل بنص الفقرة الثانية من المادة ٣١ من قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وشركات ذات المسؤولية المحدودة، نص الآتي: "ويحدد النظام القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن جنيه ولا تزيد على ألف جنيه أو ما يعادلها بالعملة الحرة، ويلغى كل نص يخالف ذلك في أي قانون آخر"^(٤). وكذلك يحدد القانون^(٥) عدد المكتتبين للأسهم المطلوب قيدها وفئاتهم من المصريين والأجانب، كما حدد المشرع العراقي في المادة (٣٠) من قانون

(١) المادة (٥٦/ثالثاً) من قانون الشركات العراقي.

(٢) المادة (٥٤/ثانياً) من قانون الشركات العراقي.

(٣) والقيمة الاسمية (face value) وهي تلك القيمة التي تتحدد وفقاً للأنظمة الخاصة بكل شركة، وتحدد أكثر الدول في قوانين الشركات والأسواق المالية حدود دنيا أو قصوى لقيمة الاسمية للسهم.

(٤) المادة الثانية من قانون المعدل رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٥ المنشور في جريدة الرسمية، العدد ٢٤ (مكرر) في ٢١ يونيو سنة ٢٠٠٥.

(٥) المادة (١٦) من قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الشركات النافذة القيمة الاسمية للأسهم بدينار واحد، وأورد استثناء على هذا المبدأ في الحالات التي ترغب شركة المساهمة والمحدودة في زيادة رأسمالها، وهذا ما جاء في الفقرة (رابعاً) من المادة ٥٥ من قانون الشركات العراقي النافذ الذي أجاز للشركة عرض أسهمها بقيمة تساوي القيمة الاسمية أو تتجاوزها وفقاً لقرار الجمعية العمومية (الهيئة العامة)، وتحدد أسعار تلك الأسهم بناء على أداء الشركة أو على ضوء أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية^(١)، والهدف الأساسي من زيادة القيمة الاسمية تعظيم ثروة الشركة والمساهمين، وهذا الهدف يتحقق من خلال تعظيم قيمة أسهم الشركة الذي ينعكس على أسعار الأسهم، وهذا ما يفرض على الشركة أن تركز في اختياراتها الاستثمارية على الفرص التي تخلق وتعظم قيمة الأسهم^(٢).

ويقضي قانون الشركات الفرنسي رقم ٥٣٧ لسنة ١٩٦٦ في المادة (٢٧١ - ١) بأن الأسهم غير قابلة للتداول إلا بعد إجراء قيد الشركة في السجل التجاري، كما تحرم الفقرة الثانية من المادة عينها تداول شهادات أسهم إلا بعد اتخاذ الإجراءات القانونية، ويستثنى من ذلك شهادات الاكتتاب الصادرة بمناسبة زيادة رأس المال في الشركة عندما تكون أسهمها الأصلية مقيدة بالبورصة.

ويتبين من مفهوم أحكام التشريع الفرنسي أن هناك قيوداً قانونية مؤقتة، ومردّها أن بعض المؤسسين يقومون عند تأسيس الشركة بدعاية مغرية وبيالغون في بيان أغراض الشركة وغاياتها، ثم يطرحون شهادات الاكتتاب أو الأسهم في السوق، فيقبل عليها المكتتبون، وتباع بأكثر من قيمتها الحقيقية تحت تأثير الدعاية الكبيرة التي قام بها المؤسس.

ثم تتضح الحقيقة بنشر نتيجة أعمال الشركة فتنهار قيمة الأسهم^(٣)؛ ولذلك حظر المشرع تداول شهادات الاكتتاب أو الأسهم في الفترة المحددة بأكثر من قيمة الإصدار؛ حتى تتضح حقيقة الشركة، وإنما يجوز تداول شهادات الاكتتاب والأسهم حتى في هذه الفترة بالقيمة التي صدرت بها فقط مضافاً إليها مقابل نفقات الإصدار^(٤). إضافة إلى ذلك يضمن حماية المستثمرين وعدم وقوعهم في تعاملات غير حقيقية في البورصة، كإجراء الدعاية من قبل المؤسسين والمساهمين والمبالغة في ترويج شهادات الاكتتاب والأسهم النقدية. وقد يؤدي هذا إلى إحجام المستثمرين عن شراء الأسهم بسبب انخفاض قيمتها وبالاخص في الدول النامية بسبب انخفاض أسعار الأسهم في بورصات الشرق الأوسط.

أما عن موقف المشرع المصري فقد نص في المادة (٧) من اللائحة التنفيذية لقانون شركات

(١) د. حسين فيض الله، المرجع السابق، ص ١٤٠

(٢) فاروق إبراهيم، الموجز في الشركات التجارية، ط ٢، ٢٠١١، المكتبة القانونية، بغداد، ص ٩٨. وكذلك حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، ط ٢، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص ٣٩.

(٣) د. مصطفى كمال طه ووائل أنور بندق، أصول القانون التجاري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٤٠٩.

(٤) د. محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، ط ٣، القاهرة، ١٩٥٧، ص ٤٦٢.

المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المعدل على أن "يحدد النظام الأساسي القيمة الاسمية للسهم، بحيث لا تقل عن جنيه واحد، ولا تزيد على ألف جنيه، ولا يسري هذا الحكم على الشركات التابعة التي حلت بمقتضى أحكام هذا القانون محل الشركات التي كانت تشرف عليها هيئات القطاع العام^(١)، كما نص على عدم جواز إصداره بقيمة أعلى إلا في الأحوال وبالشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية، على أن تضاف هذه الزيادة إلى الاحتياطي، ويعاب على هذه الآلية أنها قد تؤدي إلى ارتفاع حاد في الأسعار وعدم تحفيز المستثمرين لشراء هذه الأسهم، وخاصة في حالة زيادة عمليات الاكتتاب عن القدر المطروح من الأسهم وما يترتب على ذلك من تأثير تقلبات الأسعار في بورصة الأوراق المالية على هذه الشركات وهو ما يجعل أداء الشركات ضعيفاً^(٢)، بسبب ضعف الجنيه الإسترليني أمام الدولار في أسواق الصرف الدولية.

كما وتشير المادة (١٣٨) من اللائحة التنفيذية المذكورة أعلاه إلى أحكام تداول الأسهم بأزيد من قيمتها الاسمية^(٣)، إذ نصت على أنه "لا يجوز تداول الأسهم بأزيد من القيمة الاسمية التي صدرت بها، مضافاً إليها عند الاقتضاء مقابل نفقات الإصدار، وذلك في الفترة التالية لقيود الشركة في السجل التجاري حتى نشر القوائم المالية عن سنة مالية كاملة، إلا وفقاً للشروط التالية وبعد تحقق الهيئة العامة لسوق المال من توافرها:

- أ. أن تكون الأسهم مقيدة بأحد جداول بورصة الأوراق المالية.
- ب. أن تكون الأسهم مقيدة لدى إحدى الشركات المرخص لها بنظام الحفظ المركزي أو إدارة سجلات الأوراق المالية.
- ج. أن تنشر الشركة تقريراً في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار إحداها على الأقل باللغة العربية يتضمن بياناً بأسماء المؤسسين وصفاتهم وحصصهم وما باشرته الشركة من نشاط وما أبرمته من

(١) كما نص المادة ١٨ من قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ على أن "يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم اسمية متساوية القيمة. ويحدد النظام الأساسي القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد على مائة جنيه، ولا يسري هذا الحكم على الشركات التابعة التي حلت بمقتضى أحكام هذا القانون محل الشركات التي كانت تشرف عليها هيئات القطاع العام. ويكون السهم غير قابل للتجزئة، ولا يجوز إصداره بأقل من قيمته الاسمية. كما لا يجوز إصداره بقيمة أعلى إلا في الأحوال وبالشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية، على أن تضاف هذه الزيادة إلى الاحتياطي. ولا يجوز بأى حالى أن تجاوز مصاريف الإصدار الحد الذي يصدر به قرار من الهيئة العامة لسوق المال. وتنظم اللائحة التنفيذية ما تتضمنه شهادات الأسهم من بيانات وكيفية استبدال الشهادات المفقودة أو التالفة وما يتبع بالنسبة لهذه الشهادات عند تعديل نظام الشركة.

(٢)

Loannis Nicolaos Kessides, Reforming Infrastructure: Privatization, Regulation, and Competition, World Bank and oxford, 2004, P. 2.

(٣) استبدل بها القرار رقم ٢٥١ لسنة ١٩٩٨ بالعدد ١٥٥ (تابع)، بالوقائع المصرية في ١٣/٧/١٩٩٨.

عقود وتوقعات الشركة المالية وخطة عملها في المستقبل وأوجه إنفاق أموالها المتحصلة من الاكتتاب في الأسهم".

يتضح لنا من خلال ما تقدم أنه من الجائز وفقاً للتشريع المصري أن تتحول الشركة التابعة إلى شركة خاصة من خلال زيادة رأسمالها عن طريق زيادة قيمة الأسهم إذا كان من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض نسبة مساهمة الشركة القابضة عن (٥١%) من رأس مال الشركة التابعة، مع الأخذ في الحسبان الشروط المذكورة سلفاً، وذلك وفقاً لقانون الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وأحكامه، على أساس أن هذا القانون يطبق في كل ما لم يرد بشأنه نص في قانون شركات قطاع الأعمال المصري.

ونرجح هنا موقف المشرع المصري فيما ذهب إليه بشأن وسائل زيادة رأسمال الشركة من حيث تنوعها، وقد أجاز قانون الشركات – كما ذكرنا سابقاً – العديد من الوسائل التي يمكن من خلالها زيادة رأسمال الشركة، ولم يحدد وسيلة دون غيرها، وهذا ما ينسجم مع مستجدات العصر والقوانين المتقدمة، لاسيما القانون الفرنسي الذي يعد قانوناً من الطراز الأول، أما فيما يخص الشروط فإن الحكمة المبتغاة من إقرار تلك الشروط توفير ضمان قانوني لأطراف العلاقة لكل من المساهمين والقطاع العام عند إجراء عملية الخصخصة وحصول الكل على حقه بما يتناسب مع ما يملكه من أسهم في الشركة.

أما عن موقف المشرع العراقي، فيجيز للشركة أن تطرح أسهمها بسعر أعلى من قيمتها الاسمية^(١) أو بالقيمة نفسها، وتهدف الدولة من زيادة رأسمال إلى توسع في أعمالها وفروعها وتقوية القاعدة الرأسمالية للشركة ويحدد قرار زيادة السعر الذي تطرح به هذه الأسهم، وهو يمكن أن يتحدد بناء على أداء الشركة أو على ضوء أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية إذا كانت مدرجة في السوق^(٢)، ويقدم إلى مسجل الشركات قرار الهيئة بطلب زيادة رأس المال^(٣)، حيث تطرح هذه الأسهم خلال مدة ثلاثين يوماً من تاريخ إخطارها بموافقة مسجل الشركات على قرار الزيادة، ويكون الاكتتاب مفتوحاً لمدة لا تقل عن ثلاثين يوماً، ولا تزيد على ستين يوماً^(٤)، ويجوز تمديد هذه المدة لمدة مماثلة، بشرط تسديد كامل قيمة الأسهم أثناء الاكتتاب، وتحقق الزيادة في رأس المال بقدر عدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة قيمتها عند غلق الاكتتاب.

(١) المادة (١/ ثانياً / ب) تعليمات رقم (١) لسنة ٢٠٠٦، نشرت التعليمات في الوقائع العراقي بالعدد ٤٠٢٦ في ٢٠٠٦/٩/٢٨.

(٢) الفقرة ثالثاً من المادة (٥٥) شركات العراقي.

(٣) وفقاً للأحكام البند (رابعاً) من المادة (٤٥-٥٥) من قانون الشركات العراقي بموجب أحكام المادة ٢٠٨ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل بأمر سلطة الائتلاف المؤقت (المنحلة) رقم ٦٤ لسنة ٢٠٠٤ رقم (١) لسنة ٢٠٠٦.

(٤) د. حسين قبض الله، المرجع السابق، ص ١٥٣، وكذلك د. باسم محمد ود. عدنان أحمد ولي، القانون التجاري، الشركات التجارية، دار الكتب للطباعة والنشر، موصل، ١٩٨٦، ص ٢٠٦.

وتطبق أحكام الاكتتاب الأصلية، أي الاكتتاب التأسيسي على الأسهم الجديدة بما في ذلك أحكام المادتين (٤٤ و ٤٧) من القانون الشركات العراقي، وذلك بالقدر الذي لا يتعارض مع طبيعة زيادة رأسمال الشركة^(١)، ويشترط لممارسة حق الأفضلية أن تكون زيادة رأس المال بطريقة إصدار أسهم نقدية جديدة، وعلى هذا لا يجوز اللجوء إلى هذا الأسلوب إذا كانت زيادة رأس المال قد حدثت بطريقة ضم الاحتياطي إلى رأس المال أو إصدار أسهم عينية^(٢)، بخلاف المشرع المصري الذي أجاز ذلك. ونعتقد بشأن موقف المشرع العراقي أنه حدد وسائل زيادة رأس المال وآلياتها بخلاف التشريعات المقارنة، فمن غير المتصور وفقاً لأحكام قانون الشركات العامة تحويل شركات عامة إلى شركات خاصة أو مختلطة عن طريق زيادة رأس مالها، في حالة حدوث هذه الزيادة بطريقة ضم الاحتياطي إلى رأس المال أو إصدار أسهم عينية عند تأسيس الشركة^(٣)، فقد نصت المادة (٥٥) من قانون الشركات العراقي على أنه "للهيئة العامة في شركة المساهمة والمحدودة تغطية زيادة رأس المال بإحدى الطرق الآتية: أولاً: إصدار أسهم جديدة تسدد قيمتها نقداً، ثانياً: تحويل أموال من الفائض المتراكم أو من علاوات الإصدار (الاحتياطي الأساسي) إلى أسهم توزع على مساهمين بنسبة مساهمة كل منهم في رأس المال، وثالثاً: احتجاز جزء من أرباح الشركة احتياطياً لتوسيع المشروع وتطويره، بدلاً من توزيعه أرباحاً، بعد استثماره فعلياً في الغرض المحتجز من أجله وإضافة هذا الاحتياطي إلى رأس المال وإصدار أسهم جديدة بما يعادل هذا الاحتياطي يوزع على المساهمين بنسبة إسهام كل منهم في رأس المال. ويتضح لنا من هذا أن المشرع العراقي لم يكن موفقاً في تقرير هذه المادة، ذلك أنه حدد على سبيل الحصر وليس المثال وسائل زيادة رأس المال، كما أنه ليس هناك ما يبرر عدم أخذه بالوسائل المقررة في التشريعات المقارنة مادامت جائزة عند تأسيس الشركة. ونقترح هنا تعديل نص المادة ٥٥ السالفة الذكر من قانون الشركات العراقي، بحيث ينص على إجازة تقديم حصص عينية عند إجراء عملية الخصخصة من خلال زيادة رأسمال شركة المساهمة نصاً ينسجم مع تداعيات العصر ويكون له أثره في تدعيم القدرة الفنية والاقتصادية للشركة، وهو ما يجعل من زيادة رأس المال أسلوباً ملائماً وأكثر فعالية في تحويل شركة المساهمة إلى شركة مساهمة خاصة.

(١) الفقرة أولاً من المادة ٥٦ من قانون الشركات العراقي.

(٢) المادة (٢٩) من قانون الشركات العراقي.

(٣) المادة ٥٦ الفقرة ثالثاً من قانون الشركات العراقي.