

**الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم
زيادة رأس مال الشركات المساهمة
”دراسة مقارنة“**

د. مها محسن علي السقا

أستاذ مساعد القانون التجاري- كلية الدراسات الإنسانية والإدارية- كليات عنيزة الأهلية
مدرس القانون بالمعهد العالي للحاسب الآلي وإدارة الأعمال- الزرقا- دمياط

الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

المخلص

حقوق الأولوية، هي حقوق يتم تقريرها في حالة الاكتتاب لزيادة رأس المال الشركات المساهمة عن طريق الاكتتاب العام، ونحاط في إقرارها أو إلغاؤها بضوابط قانونية محددة حتى لا يساء استخدامها، فيقرر القانون من لهم الحق فيها وكيفية ممارستها، ويراعى في التنظيم التشريعي لحقوق الأولوية، الهدف الذي تقررت من أجله، ومن ثم يؤثر بالضرورة على طبيعتها القانونية والإطار الذي تمارس فيه، ومن ثم فهي تحظى بقدرة كبير من الاهتمام والتنظيم القانوني في التشريعات التجارية، فضلاً عن اعتبارها استثمارات مالية في الأساس، وهو ما تكشف عنه هذه الدراسة، والتي جاءت في مقدمة، ومبحث تمهيدي ومبحثين أول وثان، وخاتمة تضمنت أهم النتائج والتوصيات.

Abstract

Priority rights are rights that are decided upon in the case of subscription to increase the capital of the shareholding companies through public subscription, and we are authorized to approve or cancel them with specific legal controls so that they are not misused. For which it was decided, and then necessarily affects its legal nature and the framework in which it is practiced, and therefore it receives a great deal of attention and legal regulation in commercial legislation, as well as being considered primarily financial investments, which is revealed by this study, which came in the introduction, And waxing Introductory and Mbgesin the first and second, and the conclusion included the most important findings and recommendations.

المقدمة

أولاً- التعريف بموضوع الدراسة: حقوق الأولوية، هي حقوق يتم تقريرها في حالة الاكتتاب لزيادة رأس المال الشركات المساهمة عن طريق الاكتتاب العام، ويحاط إقرارها أو إلغاؤها بضوابط قانونية محددة حتى لا يساء استخدامها، فيقرر القانون من لهم الحق فيها وكيفية ممارستها، ويراعى في التنظيم التشريعي لحقوق الأولوية، الهدف الذي تقررت من أجله، ومن ثم يؤثر بالضرورة على طبيعتها القانونية والإطار الذي تمارس

فيه، ومن ثم فهي تحظى بقدر كبير من الاهتمام والتنظيم القانوني في التشريعات التجارية، فضلاً عن اعتبارها استثمارات مالية في الأساس، إلا أن بعدها الاجتماعي من حيث إمكانية توزيع الثروة على أكبر عدد من أفراد المجتمع عن طريق فتح باب المساهمة في رأس مال الشركات، ومن ثم الحصول على الأرباح والاستفادة من الزيادة في قيمة الأصول، وتحقيق الربح من الاستثمارات، يسهم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في تحقيق التوازن الاجتماعي والاقتصادي في كل مجتمع يدخل فيه مساهمين، ويتم طرح الأسهم للاكتتاب في مرحلة ما بعد التأسيس، والذي قد يكون اكتتاباً عاماً يدخل فيه مساهمون جدد للشركة، ولما كان هذا الإقبال على الاكتتاب العام، من شأنه أن يهدد المراكز المالية والإدارية للمساهمين الحاليين في الشركة القائمة، فقد وضعت التشريعات القانونية، عدداً من الوسائل لحماية مراكز المساهمين القدامى، وعلى رأس هذه الوسائل أولوية اكتتاب مساهمي الشركة الحاليين، وهذا الحق يتم تقريره في حالة الاكتتاب العام كضمانة للمساهمين في الشركة في حالة الاكتتاب لزيادة رأس المال من أجل الحفاظ على مراكزهم المالية والإدارية.

ثانياً - أهمية الدراسة: تظهر أهمية هذه الدراسة في أن هناك إقبال متزايد من قبل شركات المساهمة على طرح حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم عند زيادة رأس مالها، بالرغم من عدم وجود نصوص قانونية تنظم عمليات إصدارها، أو تبين ما هي حقوق حملة حقوق الأولوية، فضلاً عن ذلك، يعتبر موضوع حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من المواضيع الحديثة التي لم يتم تناوله بصورة واضحة ومفصلة من الناحية القانونية، إلا في بعض القوانين الأجنبية كالقانون الفرنسي على سبيل المثال.

ثالثاً - مشكلة الدراسة: لما كانت حقوق أولوية الاكتتاب وتداولها، من الحقوق المالية الناتجة عن تملك الأسهم، فإنها تحمل في طياتها محاباة للمساهمين الحاليين على حساب المساهمين الجدد، ومن ثم مجافاة لفكرة العدالة وتعطيها لمبدأ حرية توزيع رأس المال والاستثمار، وقصره على فئات محددة من المساهمين دون الآخرين، فضلاً عن ذلك يكون التصرف فيها بطرق مختلفة عن التصرف في أي حق مالي آخر، مما يصبغها بنظام قانوني مختلف، فهل ما وضعه المشرع من تنظيم قانوني يكون كافياً لتحقيق الغرض منها؟ وهو التساؤل الذي سنحاول الإجابة عنه من خلال هذه الدراسة.

رابعاً - تساؤلات الدراسة: ولتسليط الضوء على دراسة تداول حقوق الأولوية قد تثار عدة تساؤلات، ومنها: ما هو مفهوم تداول حقوق الأولوية؟ وكيف نميزها عن غيرها من الأدوات المالية؟ وما هي الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس

مال الشركات المساهمة؟ وهل يمكن اعتبارها قيمًا منقولة؟ أم من الأدوات المالية؟ أم هي صكوك تمويل ذات طبيعة خاصة؟ وإذا اعتبرناها كذلك، فما هي الأحكام المتعلقة بتداول حقوق الأولوية؟ وما الآثار المترتبة عليها؟

خامسًا - منهجية الدراسة: تعتمد الدراسة على اتباع المنهج التحليلي، بغرض تحليل النصوص القانونية المنظمة لحقوق أولوية الاكتتاب، كما تعتمد الدراسة على المنهج المقارن للوقوف على الاختلافات ومكامن القوة والضعف في هذا الصدد.

سادسًا - أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى إيضاح الطبيعة القانونية لتداول حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، وذلك من خلال تمييزها عن غيرها من المنتجات المالية المشابهة التي تصدرها شركات الأموال عند زيادة رأس مالها، وكذلك بيان مزاياها وإجراءات إصدارها، وكيفية حماية أصحاب هذه الحقوق عند قيام الشركة بأي عملية ترد على رأس مالها أو شكلها القانوني.

خطة الدراسة

وفي ضوء ما سبق رأينا أن تكون خطة البحث، في مقدمة وثلاثة مباحث وخاتمة، وذلك على النحو التالي:

المقدمة: التعريف بموضوع الدراسة.

مبحث تمهيدي: ماهية حقوق الأولوية في شركات المساهمة

المطلب الأول: تعريف حقوق الأولوية وتمييزها عن غيرها من الأدوات المالية.

المطلب الثاني: مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وأهميتها.

المبحث الأول: الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية.

المطلب الأول: الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال

الشركات المساهمة.

المطلب الثاني: حقوق الأولوية والمنتجات المالية.

المطلب الثالث: حقوق الأولوية والصكوك التمويلية ذات الطبيعة الخاصة.

المبحث الثاني: أحكام حقوق الأولوية وآثارها.

المطلب الأول: الأحكام المتعلقة بحقوق الأولوية.

المطلب الثاني: الآثار المترتبة على تداول حقوق الأولوية.

الخاتمة.

مبحث تمهيدي

ماهية حقوق الأولوية في شركات المساهمة

تمهيد وتقسيم:

أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة، يقصد بها تفضيل طائفة معينة للاكتتاب بالطرق القانونية المحددة، فيما تم طرحه من أسهم زيادة رأس المال على غيرهم، وهو ما يفترض وجود مفضل (المساهمين الحاليين أو القدامى) في المميزات ما يجعله في هذا المركز القانوني، ووجود مفضل عليه (المساهمين الجدد)، وهو ما يجعل صاحب حق الأولوية منفرد بها بدون منافس، ما لم يتخل عن ذلك بإرادته أو يسقط حقه قهراً، وفي ضوء ذلك فإننا نتعرف في هذا الفصل على ماهية حقوق الأولوية، وذلك من حيث بيان مفهوم حقوق الأولوية، ثم نميز بينها وبين غيرها من المنتجات المالية، وأخيراً لنلقي الضوء على أهم مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وأهميتها، فنبين مفهوم حقوق الأولوية وتمييزها عن غيرها من الأدوات المالية (مطلب أول)، ومزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وأهميتها (مطلب ثان)، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول

تعريف حقوق الأولوية وتمييزها عن غيرها من الأدوات المالية

حقوق الأولوية نظام قانوني معمول به في الشركات المساهمة، نشأ مؤخراً، وحتى يمكن لنا الوقوف على أحكام هذا النظام يلزم أولاً تعريف حقوق الأولوية (أولاً)، ثم نميز بين هذه الحقوق وبين غيرها من الأدوات المالية (ثانياً)، وذلك على النحو التالي:

أولاً- تعريف حقوق الأولوية: تأتي الأولوية بمعنى التفضيل أو الأفضلية، وعلى ذلك فإن أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة، يراد به تفضيل طائفة معينة من المساهمين للاكتتاب بالوسائل القانونية المحددة في الأسهم التي تم طرحها عند زيادة رأس مال الشركة على غيرهم، بطريق الاكتتاب^(١). وقد خلا قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م، من إيراد تعريف محدد ومعين لمفهوم حقوق الأولوية، وهو في ذلك شأنه شأن غيره من التشريعات، وإنما ترك ذلك للفقهاء والقضاء، غير الهيئة العامة للرقابة المالية

(١) محمود عبد الجواد عبد الهادي، حقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة والتصرف فيها في ضوء قانون رأس المال المصري وتعديلاته، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المركز القومي للبحوث بغزة، مجلد ٢ العدد ١٥، ديسمبر ٢٠١٨م، ص ١٠٣.

المصرية، باعتبارها الجهة المعنية بتنظيم تداول الأوراق التي يتم طرحها في السوق المالية بشأن الاكتتاب، ومن ثم فقد عرفت حقوق الأولوية بأنها: تلك الأوراق المالية القابلة للتداول، والتي تعطي حاملها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي يتم طرحها حال إقرار الزيادة في رأس المال لأي شركة، وهو ما يبين أن هذه الخاصية على درجة كبيرة من خصائص حقوق الأولوية؛ حيث تمنح تلك الحقوق لحاملها أحقية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة، كما يكون في إمكانه تداولها على أساس أنها من الأوراق المالية مثلها- في ذلك- مثل الأسهم وكافة الأوراق المالية الأخرى، فضلاً عن ذلك، فإنه يأتي موافقاً لبعض تعريفات الفقهاء في هذا الإطار، والتي ركزت عند تعريفها لحقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم، على خاصية منح حق الاكتتاب وقابليتها للتداول^(٢)، فضلاً عن ذلك، فإن هذا المفهوم يراه الباحثة- من وجهة نظره- مفهوماً غير جامع ولا شامل، ولا يفني بقصد المشرع؛ حيث إنه أغفل العديد من الخصائص الجوهرية لحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، والتي يتبين منها طبيعة تلك الحقوق، كخاصية قصر هذه الحقوق على المساهمين الحاليين بالشركة دون المساهمين الجدد، وكخاصية إمكانية التنازل عنها أو سقوطها بسبب قهري.

كما يمكن تعريف حقوق الأولوية بأنها: مزايا مالية وأدوات مالية في الوقت ذاته تعطي لحاملها حق الاكتتاب في سهم أو أكثر من الأسهم التي تصدرها الشركات خلال مدة زمنية محددة وبأسعار محددة^(٣).

ونحن نرى أن هذا التعريف- كسابقه- خلا من بيان كافة الخصائص التي تتسم بها حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، كخاصية إمكانية التنازل عنها أو سقوطها بسبب قهري المشار إليهما آنفاً.

وفي ضوء ما تقدم، يمكن لنا أن نعرف حقوق الأولوية بأنها: مجرد ميزة تمنحها الشركات لبعض الأشخاص، بموجبها يكون لهم الحق في التقدم على غيرهم في تملك الأسهم التي تصدرها.

(٢) انظر في ذلك:

R. Foy, Bon de souscription d' actions, Rep. dr. societe, 2007(actualization 2014), n p.11.

(٣) انظر أكثر:

Hannigan, Company Law, Oxford, Second Edition 2009, n 19-36, p. 497.

ثانياً - تمييز حقوق الأولوية عن غيرها من الأدوات المالية: يتبين لنا مما سبق، أن كل التعريفات التي حاولت تعريف حقوق الأولوية - بما في ذلك تعريف الباحثة - تتفق جميعها على أن الحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، تتسم بسمات وتتميز بخصائص محددة، منها خاصية حق التنازل عنها أو سقوطها بسبب من الأسباب القهرية، وهذه السمات وتلك الخصائص تجعل حقوق الأولوية، تتميز عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، التي تتشابه معها في بعض خصائصها، وفيما يلي نبين بعض هذه الفوارق بين حقوق الأولوية وغيرها من الأدوات المالية؛ حيث نميز بين حقوق الأولوية وأسهم حقوق الأولوية، وبين حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحقوق الأولوية في الاستحواذ على الأسهم، وأخيراً بين حقوق الأولوية وسندات حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، وذلك على النحو التالي:

(١) التمييز بين حقوق الأولوية وأسهم حقوق الأولوية:

(أ) أوجه الاتفاق: يتشابهان في أن كلاً منهما تعطي المكتتب الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تقوم الشركة بإصدارها عندما يزداد رأس مالها، وهو ما يترتب عليه أحياناً لبس بين النظامين عند المكتتب^(٤).

(ب) أوجه الاختلاف: يختلفان من حيث الطبيعة القانونية لكل منهما، حيث إن أسهم حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، تكون في الغالب نوعاً من الأوراق المالية المركبة أو الهجينة، بحيث يمكن أن تجمع بين الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة، التي تصدرها الشركة حال زيادة رأس مالها، متعلق بها حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم الصادرة عن الشركة مستقبلاً؛ فهي أسهم يتعلق بها حقوق الأولوية، وهو ما يقصد به أن امتلاك بعض من حقوق الأولوية في الشركة، نتيجة لتملك أسهم فيها؛ حيث من غير الممكن تملك حقوق الأولوية إلا إذا سبق تملك أسهم في الشركة^(٥).

(٢) التمييز بين حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحقوق الأولوية في الاستحواذ

على الأسهم: تقوم بعض الشركات بإصدار حقوق أولوية، على أن تعطي حاملها الحق في شراء بعض أسهم الشركة أو بعضاً من الأسهم المملوكة للشركة لدى

(٤) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، القاهرة -

مصر، ٢٠٠٨م، ص ٢٩.

(٥) عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة

والخاصة، مرجع سابق، ص ٢١٠.

شركات أخرى بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً في نشرة الاكتتاب^(١)، وبين حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحقوق الأولوية في الاستحواذ على الأسهم أوجه اتفاق واختلاف، نبينها فيما يلي:

(أ) **أوجه الاتفاق:** تتشابه تلك الحقوق مع حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، في أن كلا منهما يعطي المكتتب الحق في تملك سهم أو عدد من أسهم الشركة، حتى وإن كانت مسألة تملك الأسهم فيما يتعلق بحقوق الأولوية من الأمور الاحتمالية التي قد تحدث أو لا تحدث^(٢).

(ب) **أوجه الاختلاف:** على الرغم من ذلك فإنهما يختلفان من حيث إن حقوق الأولوية في شراء الأسهم تعطي حاملها الحق في شراء الأسهم الموجودة بالفعل، والتي تمتلكها الشركة، أما حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، فهي تعطي حاملها الحق في الاكتتاب في أسهم غير موجودة فعلياً، ولم تصدرها الشركة بعد، وإنما تعزم على إصدارها، فالإكتتاب هو عمل قانوني بمقتضاه يتعهد شخص بالدخول في الشركة المساهمة بتقديمه مبلغاً نقدياً ومالاً عينياً مقابل حصوله على أسهم بقيمة اسمية مساوية لما قدمه، والإكتتاب بهذا المعنى هو أداة الشركة في الحصول على رأس مالها الذي تحتاج إليه- في بداية حياتها- للنهوض بالمشروع الاقتصادي الذي تقوم عليه، وهو بهذا المعنى يشمل الحصص النقدية، كما يشمل الحصص العينية^(٣).

(٣) **التمييز بين حقوق الأولوية وسندات حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم:** تقوم بعض الشركات بطرح صكوك دين أو سندات، من شأنها أن تعطي حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها عند زيادة رأس مالها، وتقصد من وراء ذلك- كعامل من عوامل جذب الاستثمار- تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في تلك السندات، والتي يطلق عليها سندات حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، ويبرز بين حقوق الأولوية وسندات حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم أوجه اتفاق وأوجه اختلاف نبينها فيما يلي:

(١) انظر:

A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1ed, 2008, p. 358,

نقلًا عن: عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية- دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، مرجع سابق، ص ٢١٦.

(٢) عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية- دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، مرجع سابق، ص ٢٠٣.

(٣) محمد إبراهيم عبد الله، موسوعة الشركات، مرجع سابق، ج ٢ ص ٢٨.

- (أ) **أوجه الاتفاق:** يتفقان في أن في كل منهما يكون للمستثمر الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها.
- (ب) **أوجه الاختلاف:** يختلفان في أن حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، ليس حقًا مستقلًا، وإنما هو حق متعلق بالسند ومرتبطة به وجودًا وعدمًا.

المطلب الثاني

مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم

تتميز حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم بالعديد من المزايا، منها ما هو متعلق بالمكتتبين وكذلك المزايا الخاصة بالشركة المصدرة بقصد الحصول على السيولة النقدية أو باعتبارها أداة لدفع المخاطر الناشئة عن عروض الشراء العامة غير الودية وهو ما نبينه على النحو التالي:

أولاً- مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للمكتتب: تمنح مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للمكتتب، العديد من المزايا؛ حيث تمثل مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للمكتتب صكوكًا، يجني من ورائها أرباحًا من خلال التعامل بها، إذ تمكن المكتتب من المضاربة على الفروق في الأسعار بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية، وأسعار استعمال حق الأولوية في الاكتتاب، فيكون لحامل حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم فرصة تحقيق أرباح، نتيجة لتنازله عن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم بصورة مباشرة، مع ما يمتلكه من الأسهم أو بحقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، من دون هذه الأسهم، أو باستعماله حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم في زيادة رأس مال الشركة، إذا كانت القيمة السوقية لأسهم الشركة أعلى سعرًا من أسعار استعمال حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم.

وكذلك من مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، أنها تسمح للمساهمين المكتتبين في الشركة المساهمة، بإمكانية تلافي أية تغيرات محتملة في نسب مشاركة المساهمين الجدد في رأس مال الشركة، ويكون ذلك من خلال انخفاض القيمة السوقية لأسهم المكتتبين، ومن ثم تقليل حصصهم في الربح الناتج عن المضاربة بالأسهم، أو بفقد السيطرة على إدارة الشركة بسبب وجود المساهمين الجدد في الشركة^(٩).

(٩) انظر:

A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, edition, 2008, n580, p. 335.

ثانياً- **مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للشركات المصدرة:** لحقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للشركة مزايا خاصة بالشركة المصدرة، بقصد الحصول على السيولة النقدية، أو باعتبارها أداة لدفع المخاطر الناشئة عن عروض الشراء العامة غير الودية، وذلك على النحو التالي:

(١) **الحصول على السيولة النقدية:** تسمح حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم- شأنها في ذلك شأن غيرها من الصكوك والسندات- للشركات المصدرة بإمكانية زيادة مواردها النقدية من غير أن تتحمل أية مديونيات بصورة مباشرة، فعندما تصدر حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، تتلقى الشركات المصدرة مقابل الاكتتاب في تلك الحقوق، والتي تمتلكها بصورتها النهائية، من غير الالتزام بردها من المساهمين، لقاء التزامها قبلهم بإصدار الأسهم وإعطائهم حق الأولوية في الاكتتاب بهذه الأسهم، على أن يكون هذا الالتزام مستقبلاً، ومعلقاً على شرط من الشروط الواصفة، وهو شرط ممارسة تلك الحقوق من جانب حاملها عند إصدار أسهم الزيادة، وهو ما يساعد على تخطي الشركة لهذه الأزمة، ومن جانب آخر تعد حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم أداة من أدوات التمويل القوية للشركات المصدرة، التي تعوقها قلة السيولة المالية؛ حيث تعتبر حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، أداة من أدوات جذب الاستثمار وتشجيع المستثمرين، على الدخول ضمن هذه الشركات المصدرة، وذلك من خلال المساهمة والمشاركة في زيادة رأس مالها، وهو ما يؤدي بدوره إلى التوسع في أنشطتها الاقتصادية وتقوية مكانتها المالية، ومن ثم عدم لجوءها إلى خفض أو تقليل رأس مالها، حتى تتمكن من تغطية خسائرها المالية التي لحقت بها^(١٠).

(٢) **دفع مخاطر عروض الشراء العامة غير الودية:** يمكن استخدام حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، كأداة من أدوات دفع المخاطر الناشئة عن عروض الشراء العامة غير الودية، أو عروض الاستحواذ العامة، سواء كانت هذه العروض عروضاً عامة إلزامية أو اختيارية، وأياً كانت نوعية هذه العروض، شراء أو مبادلة أسهم بأسهم^(١١)، وذلك على أساس من القول بأن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم تعد

(١٠) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة-

مصر، ١٩٩٥م، ص١٦٨.

(١١) سمير راغب، النظام القانوني للعروض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق- جامعة

القاهرة، مصر، ٢٠٠٦م، ص٨٥.

خيارًا يجيز للمكتتبين تملك أسهم تعتبر جزءًا لا يتجزأ من رأس مال الشركة المصدرة، وتمنحهم حق التصويت دون أن يدفعوا قيمة هذه الأسهم بشكل مباشر، ومن ثم فهي تمكنهم من السيطرة على الشركة المصدرة؛ حيث تقوم تلك الشركة، بإصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم لشركات أخرى بينهما علاقة تجارية، بقصد الحفاظ على السيطرة والتمكن من التحكم في الشركة، وكذلك الدفاع عنها تجاه عروض الشراء العامة غير الودية، التي تريد الاستحواذ على نسبة كبيرة في ملكية الشركة بقصد السيطرة عليها^(١٢).

المبحث الأول

الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية

تمهيد وتقسيم:

تهدف دراسة الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، إلى تحديد التكييف القانوني لهذه الحقوق، ومن ثم بيان آثار حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم في مواجهة المساهمين، وعلاقة هذه الشركات ببعضها البعض، وعلاقتها بالغير، إذ أن معرفة هذه الطبيعة القانونية على وجه الدقة، من شأنه إتاحة الفرصة للمساهمين بسلوك الطرق القوية، للمفاضلة بين حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وبين سلوك سبيل آخر إذا رأوا عدم جدوى هذه الحقوق، وقد تفاوتت آراء الفقه حول الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، ومع كثرة هذه الآراء وتباينها، غير أنها قد انحصرت في اتجاهات ثلاث، وهو ما سوف نبينه بشيء من التفصيل في ثلاثة مباحث؛ حيث نتحدث عن الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة، وعن حقوق الأولوية والقيم المنقولة والأدوات المالية، وأخيرًا حقوق الأولوية باعتبارها صكوك تمويل ذات طبيعة خاصة، الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة (مطلب أول)، وحقوق الأولوية والمنتجات المالية (مطلب ثان)، حقوق الأولوية باعتبارها صكوكًا تمويلية ذات طبيعة خاصة. (مطلب ثالث)، وذلك على النحو التالي:

^(١٢) سمير راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، مرجع سابق، ص ٨٩؛ سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٦م، ص ٤٨.

المطلب الأول

الطبيعة القانونية لحقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة

حقوق أولوية الاكتتاب لها خصائص عدة؛ حيث تتميز بطبيعتها الخاصة الدالة على مدى أهميتها ودورها، والقصد الذي أنشأت من أجله؛ حيث ترتبط الطبيعة القانونية ارتباطاً وثيقاً بالهدف المنشود والغاية المرجوة من تقرير حق أولوية الاكتتاب، في الوقت ذاته تتسجم مع أهمية هذه الحقوق وسبل تنظيمها، ومن ثم فلا يتم تقرير حق أولوية الاكتتاب إلا لمساهم فقط في الشركة، في الوقت الذي تصدر فيه الشركة قراراً بموجبه تتم زيادة في رأس مالها، وهو حق أجاز القانون ممارسته لكل من يملكه ملكية صحيحة وسليمة، مع الأخذ في الاعتبار بكيفية التصرف فيه بالتداول خلال مدة محددة، وتعتبر أولوية الاكتتاب من القيم المنقولة؛ حيث تتوافر فيها جميع الشروط والخصائص، ككونها صادرة من شخص من الأشخاص الاعتبارية، وكذلك تكون قابلة للدخول في رأس مال الشركة، كما أنها تعطي حاملها من ذات الإصدار الواحد حقوقاً مماثلة، ومن ذلك يبرز التساؤل عن مدى وحدة حقوق الأولوية، وعن مدى تصادم تقرير هذه الحقوق للمساهمين مع مبدأ توزيع الثروة والسماح بالمشاركة لجميع أفراد المجتمع في مختلف المجالات الاستثمارية^(١٣). وهو ما سنعرض له من خلال بيان وحدة حق أولوية الاكتتاب (أولاً)، ثم نعرض لأولوية الاكتتاب وفكرة توزيع رأس المال (ثانياً)، وذلك على النحو التالي:

أولاً- وحدة حق أولوية الاكتتاب: لما كان السهم يجوز تملكه من واحد أو أكثر، سواء كان بنسب محددة أو على الشيوع، فإن هذا القول لا يستقيم مع حقوق أولوية الاكتتاب الناتجة عن الأسهم، فالقول بغير ذلك لا يتفق مع طبيعة حق الأولوية في الاكتتاب، فإن حق الأولوية لا يقبل التقسيم، وإن ما يقبل التقسيم هو القيمة المالية لحق الأولوية في حال بيعه، فملاك السهم المتعددون قد يفوضون أحدهم في ممارسة حق الأولوية ولا يمكن ممارسة الأولوية مجزأة، ولو كان حق الأولوية يخول شراء أكثر من سهم، فالأمر غير منطقي من الناحية القانونية والعملية.

ولا يختلف الأمر، حتى ولو كانت ملكية السهم على الشيوع، وذلك تكريساً لفكرة عدم قابلية القيم المنقولة للتجزئة باعتبار أن حق أولوية الاكتتاب لا يجوز تجزئته، وحق

(١٣) محمود عبد الجواد عبد الهادي، حقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات

المساهمة والتصرف فيها في ضوء قانون رأس المال المصري وتعديلاته، مرجع سابق، ص ١٠٣.

الانتفاع يكون لمالك الرقبة في الحالة التي تكون فيها الأسهم محملة بحقوق الانتفاع، وهو ما نصت عليه المادة (١٧٨) من قانون التجارة الفرنسي^(١٤).

ثانياً - أولوية الاكتتاب وفكرة توزيع رأس المال: حق أولوية الاكتتاب وإن كان يقرر للمساهمين الحاليين في شركة المساهمة، وذلك بمناسبة زيادة رأس مالها على حسب موقفها المالي، إلا أنه يحمل في طياته منعاً للمستثمرين الآخرين من ممارسة الاكتتاب في أسهم الشركة المطروحة، ويكون ذلك في الحالة التي يتم فيها الاكتتاب بحقوق الأولوية في الأسهم المطروحة لزيادة رأس المال، ولما كانت الشركات المساهمة تعتبر قوة اقتصادية واجتماعية، يخشى من تأثيرها الاجتماعي وحتى استغلالها للسيطرة السياسية^(١٥)، كان لا بد من عدم جعل الاكتتابات وكأنها مغلقة وقصراً للاستثمار على طوائف مشروطة وضيقة، ومن ثم زعزعة الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، والعمل على المنع الحقيقي لهذه الطوائف من الاستثمار في نشاط معين.

والحق أنه تقرير حقوق الأولوية، يعتبر تعارضاً مع فكرة توزيع رأس المال على أفراد المجتمع، فالغاية من هذه الحقوق ليس حصر الثروة في أيدي محددة، وإنما حماية مركز مساهمي الشركة الحاليين، ويظهر ذلك في الاشتراطات التي يتم إعمال حقوق أولوية الاكتتاب بها، فمكنة التصرف في أولوية حقوق الاكتتاب ينافى تماماً هذا القول.

المطلب الثاني

حقوق الأولوية والمنتجات المالية

نتحدث في هذا المبحث عن حقوق الأولوية والقيم المنقولة (أولاً)، وعن ذات الحقوق والأدوات المالية، سواء المتخصصة أو غير المتخصصة (ثانياً)، وذلك على النحو التالي:

أولاً - حقوق الأولوية والقيم المنقولة: تعد أداة القيم المنقولة، من الأدوات المالية المهمة، والتي تلعب دوراً رائداً في تمويل شركات المساهمة؛ حيث تساعد على تحريك

^(١٤) انظر نص هذه المادة:

Article L225- 178.Order No. 2004- 604 of 24 June 2004 Art. 51 IX Official Journal of 26 June 2004: "L'autorisation donnée par l'assemblée générale extraordinaire comporte, au profit des bénéficiaires des options, renonciation expresse des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux actions qui seront émises au fur et à mesure des levées d'options".

^(١٥) مقبل جميعي، الأسواق والبورصات، مدينة للنشر والطباعة، الإسكندرية- مصر، ص ١٢٩.

وتنشط المدخرات، ومن ثم تجميعها وتحويلها إلى استثمارات إنتاجية^(١٦). وفي حقيقة الأمر فإن قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م، خلا كل منهما من وضع تعريف جامع وشامل لمفهوم القيم المنقولة، غير أن المادة (٢٤٣) على أن: "القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة هي الأسهم المكونة لرأس المال الشركة وشهادات الاستثمار وسندات القرض. تعتبر بمثابة قيم منقولة حقوق الرصد أو الاكتتاب الناشئة عن القيم المنقولة المذكورة".

كما جاء في التعديل الجديد لقانون رأس المال المصري، والذي أضاف بعض المواد، ومنها المادة (٤ مكرر)، والتي عرفت الاكتتاب العام بأنه: "عرض أوراق أو أدوات مالية على أشخاص طبيعيين أو اعتباريين غير محددين سلفاً عند إصدار هذه الأوراق أو الأدوات"، كما عرفت المادة (١٤) من ذات الإضافات الصكوك بقولها: "الصكوك: أوراق مالية اسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تزيد على ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو موجودات أو مشروع معين أو التدفقات النقدية له وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال".

ويتبين من ذلك أنه لا يمكن اعتبار الصك ورقة مالية أو اعتباره من القيم المنقولة لما يكن صادرًا من شخص له كيان معنوي أو اعتباري، وهي الشركات ومن في حكمها، وفي هذا الشأن قضت محكمة النقض المصرية بأن: "الشركة المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام تكتسب الشخصية المعنوية من وقت صدور القرار الخاص بتأسيسها وأن من مقتضى هذه الشخصية أن تكون لها ذمة مالية مستقلة عن ذمم أشخاص الشركاء فيها وتعتبر أموالها ضمناً عاماً لدائنيها وحدهم وتخرج حصة الشريك في الشركة من ملكه وتكون للشركة أهلية في حدود الغرض الذي تكونت من أجله طبقاً للمادة (٥٣/ب) من القانون المدني"^(١٧).

(١٦) انظر:

D. OHL, valeurs mobilières, Rep. societes Dalloz, septembre, 2014 n 8, p. 15.

مشار إليه لدى: أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، ط١، دار الفكر العربي، القاهرة- مصر، ١٩٨٨م، ص٤٠٧.

(١٧) جمهورية مصر العربية - المحاكم الاقتصادية - الطعن رقم (٥٧٥) - لسنة ٢٠١٢ قضائية - بتاريخ:

٢٤ - ٦ - ٢٠١٥م. وقد نصت الفقرة (ب) من المادة (٥٣) المذكورة في هذا الحكم على أن: "أهلية في الحدود التي يعينها سند إنشائه، أو التي يقرها القانون".

فضلاً عن ضرورة أن يمثل الصك حصة في رأس مال الشركة المساهمة أو على الأقل أن يكون قابلاً لأن يكون حصة في رأس مال الشركة في المستقبل، كما يشترط في الصك لاعتباره من القيم المنقولة أن يمنح المساهمين أو حاملي ذلك الصك حقوقاً متساوية ما دام أنه إصدار واحد، فضلاً عن إمكانية تملكه من خلال الوسائل ذات الطابع التجاري كالشراء أو التنازل، ومن ثم يمكن تصنيف حقوق الأولوية على أنها من القيم المنقولة.

وبالنظر في حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، نرى أن كافة خصائص وسمات القيم المنقولة يمكن أن تنطبق عليها، وذلك من حيث صدورها، إذ يتم صدورها من شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، كما أنها تكون قابلة للدخول في رأس مال الشركة عن طريق اكتتاب صاحب الحق في أسهم زيادة رأس مال الشركة، فضلاً عن تمتع حملة حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم بحقوق تكاد تكون متساوية ومتماثلة، دون الأخذ في الاعتبار شخصية حاملها، وكذلك تكون قابلة للانتقال بواسطة قيدها في الحسابات، كما يكون لحاملها حق التنازل عنها أو تداولها في سوق الأوراق المالية.

وعلى ما تقدم فإنه بالنظر إلى الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، يمكن اعتبارها نوعاً من أنواع القيم المنقولة أو نوعاً من الأوراق المالية، فإذا اعتبرنا أن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم كذلك، فإنه يترتب عن ذلك أهمية كبيرة؛ حيث يؤدي إلى وجود تفرقة حقيقية بين حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم وبين بعض الأدوات المالية الأخرى، التي يصعب اعتبارها من القيم المنقولة أو الأوراق المالية، وإنما يمكن فقط اعتبارها أداة من الأدوات المالية، وعلى الرغم من ذلك فإن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، تختلف عن خيار شراء القيم المنقولة، في العديد من الجوانب، تتمثل فيما يأتي^(١٨):

أولاً: توجه حقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الشركة (Stock Right) أو (Subscription Right) إلى المساهمين في الشركة فقط: حيث نصت المادة (٤٩) من قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م على أنه: "يجوز للشركة إصدار سندات اسمية وتكون هذه السندات قابلة للتداول ولا يجوز إصدار هذه السندات إلا بقرار من

^(١٨) أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة- دراسة مقارنة، مرجع سابق،

ص ٢٢ وما بعدها.

الجمعية العامة وبعد أداء رأس المال المصدر بالكامل وبشرط ألا تزيد قيمتها على صافي أصول الشركة حسبما يحدده مراقب الحسابات وفقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة وإذا طرح جانب من السندات التي تصدرها الشركة للاكتتاب العام فيجب أن يتم ذلك بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال عن طريق أحد البنوك المرخص لها بقرار من الوزير المختص بتلقى الاكتتاب أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض أو التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية وتكون دعوة الجمهور للاكتتاب العام في السندات في نشرة تشمل البيانات والإجراءات وطريقة النشر التي تحددها اللائحة التنفيذية ويكون لكل ذي مصلحة في حالة مخالفة أحكام الفقرة السابقة أن يطلب من المحكمة المختصة بإبطال الاكتتاب وإلزام الشركة برد قيمة السندات فوراً فضلاً عن مسؤوليتها عن تعويض الضرر الذي أصابه وتبين اللائحة التنفيذية ما تتضمنه شهادات السندات من بيانات وكيفية استبدال الشهادات المفقودة أو التالفة أو ما يتبع بالنسبة لهذه الشهادات عند تعديل نظام الشركة".

ثانياً- حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم مقيدة بأسهم الشركة الجديدة فقط، في حين أن خيار شراء الأسهم يشمل كل أسهم الشركات، سواء كان الجديد منها أم القديم، فمن الجائز أن يحرز الشخص خياراً لبيع الأسهم الجديدة التي اكتتب بها عند صدورها من الشركة^(١٩).

ثالثاً- أنه يفترض في شراء الأسهم وجود ثلاثة أطراف هم: محرر الخيار، ومشتريه، والشركة مصدرة الأسهم محل الخيار، في حين أن حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الشركة يتكون من طرفين هما: المساهم والشركة^(٢٠).

ثانياً- حقوق الأولوية والأدوات المالية:

الأدوات في اللغة: جمع أداة، وهي الآلة الصغيرة^(٢١). وأدوات العمل: وسائل العمل^(٢٢).

^(١٩) أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة- دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٣.

^(٢٠) أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة- دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٣.

^(٢١) مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم، جمهورية مصر العربية، ٢٠١١م، ص ١٠.

والمال في اللغة: يعرف علماء اللغة المال بأنه: كل ما يملكه الإنسان من عين أو منفعة، وكل شيء يحوزه المرء بالفعل، فإذا لم يكن الشيء مملوكًا وليس محررًا بالفعل فلا يعد مالاً عند اللغويين، وذلك كالطير في الهواء، والسك في الماء، والشجر في الغابات، قال ابن الأثير: "المال في الأصل: ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على كل ما يكتنى ويملك من الأعيان، وأكثر ما يطلق المال عند العرب على الإبل؛ لأنها كانت أكثر أموالهم"^(٢٣).

وعلى ذلك يمكن للباحثة تعريف الأدوات المالية في اللغة بأنها: تلك الوسائل التي تنظم الاستثمار المالي بين المتعاملين في أسواق المال، أما الأدوات المالية اصطلاحًا، فهو مفهوم فضفاض ينطوي على أهمية بالغة في سوق الأوراق المالية، وبيان الخدمات التي تلتمز شركات الوساطة المالية، ومقدمي الخدمات، بتقديمها في السوق المالية^(٢٤). وعلى ذلك فإن خدمات الاستثمار هي الآلية التي أفرزتها التشريعات المختلفة بغية رعاية مصالحها الاقتصادية، وحماية حقوق المستثمرين، وضمان حسن تفهمهم لأحكام التعامل في سوق المال، ولا سيما أن طائفة كبيرة من المستثمرين ورجالات الأعمال قد يترددون في اتخاذ قرارات بيع أوراقهم المالية أو شرائها نتيجة لنقص ثقافتهم الاستثمارية، وهو الدور الذي يمارسه مقدمو الخدمات الاستثمارية.

والأدوات المالية مصطلح واسع وغير محدد، بحيث يتضمن كافة القيم المنقولة وكذلك الأوراق المالية، وبعض العقود المالية الأخرى، كعقود الخيارات بيعًا أو شراءً،

^(٢٣) معجم المعاني الجامع، متاح على الرابط: [https://www.almaany.com].

^(٢٣) مجد الدين أبو السعادات المبارك الشهير بابن الأثير، النهاية في غريب الحديث والأثر، دار الفكر، بيروت- لبنان، ج ٤ ص ٣٧٣.

^(٢٤) من الجدير بالذكر أن الوسطاء يحتكرون دون غيرهم أعمال التوسط في مجال تداول الأوراق المالية، إذ تقصر قوانين سوق رأس المال ممارسة الوساطة على الوسطاء المجازين لذلك، والمقصود بحق احتكار أعمال الوساطة، أن التوسط في بيع وشراء الأوراق المالية المقيدة في السوق المالية يقتصر على وسطاء الأوراق المالية وحدهم، دون غيرهم من الوسطاء والتجار، ومن جهة أخرى لا يجوز لأصحاب الشأن (البائعين والمشتريين) إبرام أي صفقة دون أن يتدخل وسيط من وسطاء الأوراق المالية، فيدخلون إجباريًا من جهة، كما أن هذا التدخل مقصور عليهم وحدهم من جهة أخرى. انظر: عمر ناطق الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة- دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ص ١٩٠ وما بعدها.

والعقود المستقبلية^(٢٥)، وبعبارة أخرى فإن القيم المنقولة يمكن اعتبارها أداة من الأدوات المالية، فبينهما علاقة كل وجزء، فتكون كل القيم المنقولة من الأدوات المالية، والعكس غير صحيح، فكل الأدوات المالية ليست قيمًا منقولة، وعلى ذلك يمكن القول بأن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم هي أداة من الأدوات المالية، وذلك باعتبارها من القيم المنقولة- وفقًا لما تقدم بيانه- وهو ما يترتب عليه خضوع حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، لقوانين ولوائح وقرارات هيئة السوق المالية فيما يتعلق بانتقال ملكيتها ورهنها وغير ذلك،

المطلب الثالث

حقوق الأولوية والصكوك التمويلية ذات الطبيعة الخاصة

تكيف حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، بأنها قيم منقولة أو أوراقًا مالية يبرز تساؤلًا، عما إذا كان من الأفضل إدخالها في فئة صكوك رأس المال أو فئة صكوك الدين؟ وكلاهما من الصكوك التمويلية، وهو ما يجعل لها طبيعة خاصة بها، وهو الرأي الغالب في التشريع المصري، وعلى ذلك سوف نستعرض في هذا المبحث مفهوم الصكوك التمويلية، وأساسها القانوني في التشريع المصري وبعض التشريعات المقارنة، وأخيرًا التمييز بين الصكوك التمويلية وحقوق الأولوية ومدى اعتبار حقوق الأولوية صكوكًا تمويلية، وذلك على النحو التالي:

أولاً- مفهوم الصكوك التمويلية وخصائصها:

(١) مفهوم الصكوك التمويلية: الصكوك التمويلية مصطلح حديث النشأة، وهو ما يقتضي وضع تعريف واضح ومحكم له، وذلك لتمييز تلك الصكوك عن السندات وغيرها من الأدوات التمويلية الأخرى، فضلاً عن ضرورة معرفة العديد من خصائصها لتبدو لنا أهميتها في الحياة المالية والاقتصادية.

ومصطلح الحقوق التمويلية من المصطلحات المركبة، فهو يتكون من مفردتين، أولهما: صك والثانية: تمويل، وهو ما يعرف في الاقتصاد الإسلامي بالصكوك الإسلامية، ولعل المشرع المصري قد أحسن صنعاً، حينما أصدر قانون الصكوك الجديد

^(٢٥) نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر،

٢٠٠٣، ص ١٣٧.

رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣م؛ حيث قضت المادة الأولى من هذا القانون بعدم جواز إصدار أي وثيقة أو ورقة مالية تحت مسمى صك، وذلك بالمخالفة لأحكام قانون الصكوك^(٢٦). أما المفردة الثانية من المصطلح المركب (الصكوك التمويلية)، فهو كلمة التمويل، ويراد بها توفير المستلزمات المالية للمشاريع والخطط، وينقسم التمويل إلى تمويل طويل الأجل وتمويل قصير الأجل^(٢٧).

الصكوك التمويلية لدى فقهاء القانون: قدمت العديد من المحاولات لتعريف الصكوك التمويلية، ومن هذه المحاولات، ما يلي:

- (أ) عرفها البعض بأنها: مجموعة من الأوراق المالية لها خصائص تميزها عن الأسهم وسندات القرض، وغير ذلك من الأوراق المالية^(٢٨).
- (ب) كما عرفها البعض بأنها: أدوات مالية للاستثمار عن طريق تملك أعيان وتأجيرها، ثم تمثيلها في أوراق مالية، ونقل ملكية الأعيان المؤجرة إلى المستثمرين بحصولهم على الصكوك واستحقاقهم الأجرة بحسب حصص الملكية^(٢٩).
- (ج) وعرفت بأنها: صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، تقوم على أساس عقد الإجارة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية^(٣٠).

^(٢٦) نصت المادة الأولى من قانون الصكوك المصري رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣م، على أنه: "يُعمل في شأن الصكوك بالقانون المرافق؛ وتسري أحكامه استثناءً من أحكام أي قانون آخر، ويقصد بالصكوك في تطبيق أحكام القانون المرفق الصكوك التي تصدر على أساس عقد أو أكثر من العقود الشرعية، ولا يجوز إصدار أية وثيقة، أو ورقة مالية تحت مسمى صك بالمخالفة لأحكام القانون المرفق".

^(٢٧) محمد مبارك فضيل البصمان، التنظيم القانوني للصكوك التمويلية وتمييزها عن السندات - دراسة في القانون الكويتي والقانون المقارن، ط١، مجلس النشر العلمي - جامعة الكويت، الكويت، ٢٠١٥م، ص ٢٠.

^(٢٨) عبد الستار أبو غدة، الإجارة، ط١، مجموعة البركة قطاع الأموال - شركة البركة للاستثمار والتنمية، جدة - المملكة العربية السعودية، ١٩٩٨م، ص ١٨٣.

^(٢٩) محمد مختار السلامي، الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، ص ٣٣٨.

^(٣٠) قطب مصطفى سانو، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشر، العدد الخامس عشر، ي ٢٠٠٤م، ج ٢ ص ٦٩.

وهذه التعريفات منها ما جاء عامًا وليس جامعًا ولا شاملاً، لما ينبغي أن يقوم عليه التعريف، فهي يقوم على مفهوم المخالفة للسندات والأسهم، ومنها ما قد تناول صورة واحدة من صور الصكوك التمويلية، وهي صكوك الإجارة وأغفل بقية الصور مع أهميتها، كما لم تتطرق بعضها إلى تداول الصكوك من حيث الأصل، ولم تتحدث عن تساوي قيمة الصكوك.

ثانياً: تعريف الصكوك في التشريع القانوني:

(أ) **الصكوك في التشريع المصري:** عرفت المادة (١) من قانون الصكوك المصري رقم (١٠) لسنة ٢٠١٣م الصكوك بأنها: "هي أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن خمسة وعشرين عاماً، على أساس عقد شرعي، بالجنيه المصري أو بالعملة الأجنبية، عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجوداتها وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب".
ويلاحظ أن المشرع المصري قد أضاف جديداً في هذه المادة؛ حيث قيد مدة الصكوك بأجل محدد، وهو ألا تزيد عن خمسة وعشرين عاماً.

ونرى: بأن مسلك المشرع المصري في تقييد مدة الصكوك بخمسة وعشرين عاماً لا مبرر له، كما أنه غير محقق في كثير من الصور؛ حيث إن مدة الصكوك ترتبط ارتباطاً تاماً بالمشروع أو الغرض الذي صدرت من أجله.

(ب) **الصكوك في التشريع الفرنسي:** أطلق المشرع الفرنسي في التوجيه الضريبي على الصكوك التمويلية مصطلح صكوك الاستثمار، وعرفها بأنها: أوراق مالية غير متجانسة (hybrides) قابلة للتداول، ويرتبط عائدها (rémunération)، أو عند الاقتضاء رأس مالها الأصلي بأداء (performance) أصل، أو أصول عديدة يمتلكها المصدر (émetteur) بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ويحصل حاملون لهذه الصكوك على حق يعتبر كحق ملكية مشتركة لهذه الأصول بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ويأتي الأصل أو الأصول المعنية على شكل خدمات (services) أو سلع (biens) أو حقوق (droits) أو حق انتفاع (usufruit) لتلك السلع أو الحقوق^(٣١).

تعريفنا للصكوك التمويلية: ومما تقدم وإزاء هذه الانتقادات التي أخذت على التعريفات الفقهية والتشريعية سالفه الذكر، فإنه يمكننا أن نستخلص من مجموعها تعريفاً

(٣١) محمد مبارك فضيل البصمان، التنظيم القانوني للصكوك التمويلية وتمييزها عن السندات - دراسة في القانون الكويتي والقانون المقارن، مرجع سابق، ص ٢٦ وما بعدها.

شاملاً وجامعاً، فنعرف الصكوك التمويلية بأنها: هي تلك الأوراق المالية المتساوية في قيمتها، والقابلة للتداول، والتي تعد ملكية في الأصول محل إصدارها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ثالثاً- حقوق الأولوية والصكوك التمويلية: حقوق الأولوية وسندات الدين، هل

يمكن تصنيف حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من ضمن صكوك الدين، شأنها في ذلك شأن السندات، وذلك على أساس من القول أن الشركة المساهمة، مدينة لحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم بالالتزام بوجود إصدار أسهم ومنح حاملها حق الأولوية في الاكتتاب بموجبها عند زيادة رأس مال الشركة، ومن الصعوبة بمكان اعتبار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من صكوك الدين شأنها شأن السندات، وذلك لأن حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من شأنها أن تنشأ ديناً لأصحابها في مواجهة الشركة، وذلك في صورة التزام هذه الشركة بإصدار أسهم ومنحها حق الأولوية في الاكتتاب بموجبها، وعلى العكس من أصحاب السندات الذين تلتزم الشركات بمنحهم عوائد ثابتة بصرف النظر عما حققته الشركة من أرباح أو خسائر، فضلاً عن رد القيمة الاسمية لهم وقت حلول الأجل المحدد لذلك، والشركة غير ملزمة برد قيمة أموال الاكتتاب في حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، الصادرة لحملة تلك الحقوق، وتعتبر هذه الأموال منقولة إلى ملكية الشركة بصورتها النهائية، ولا يجوز لحاملي حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، استرداد ما تم دفعه في مقابل الاكتتاب، ما لم يثبت أن هذا الاكتتاب وقع باطلاً غير صحيح، بالإضافة إلى ذلك، يفقد حاملوا حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم قيمة ما دفعوه للاكتتاب في هذه الحقوق، إذا لم يتم ممارستها من خلال الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة خلال المدة المحددة لها قانوناً^(٣٢).

ومن الملاحظ أن ذلك قد يكون مناسباً لحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، بيد أنه من غير المقبول اعتبار هذه الحقوق نوعاً من الصكوك، ومن ثم اعتبارها تمثل جزءاً في رأس مال الشركة، شأنها شأن الأسهم؛ حيث تسجل قيمة الاكتتاب في القوائم المالية المعدة لذلك بالشركة، ومن ثم فهي لا تعد جزءاً من رأس مال الشركة، ما لم تمارس حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من قبل حاملها، وذلك في الاكتتاب بها في أسهم زيادة رأس مال الشركة، وعلى ذلك لا يتمتع حملة حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، بذات الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم ذاتها مهما كان نوعها، سواء كانت أسهماً

(٣٢) انظر:

Lee Hazen (TH), The Law of Securities Regulation, 4 Edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company st. Paul minn, 2002, P.647

ممتازة أو أسهمًا عادية، فليس من حقهم الحصول على نسبة معينة من أرباح الشركة خلال تلك الفترة، وكذلك ليس من حقهم الاطلاع على دفاتر الشركة، وليس من حقهم المشاركة في الجمعيات العمومية العادية وغير العادية للشركة، فضلاً عن حقهم في التصويت على القرارات التي تقرها الجمعيات العمومية بعد انعقادها.

ويتبين لنا مما تقدم أن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، هي صكوك قابلة للدخول ضمن رأس مال الشركة، وهو ما يترتب عليه أن تلك الحقوق بمثابة صكوك تمويل لها طبيعة خاصة، فهي صكوك قابلة لأن تكون جزءاً في رأس مال الشركة^(٣٣)، شأنها في ذلك شأن غيرها من الصكوك الأخرى، ومن أمثلتها السندات التي تقبل التحويل إلى أسهم، فإن حاملي حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، هم مساهمون احتماليون، ولا ينقلون إلى مساهمين فعليين، ومن ثم لا يتمتعون بكافة الحقوق الناشئة عنه، إلا من وقت الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة المساهمة عند زيادة رأس مالها، وهو ما يتوافق مع طبيعة الأحكام التي تنظم عروض الشراء أو المبادلة بوجه عام، وهو ما يستوجب رد عرض الاستحواذ العام، على الأسهم وعلى الصكوك التي من الممكن أن تكون جزءاً من رأس مال الشركة، كحقوق الأولوية- محل الدراسة- وكذلك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، باعتبارها من القيم المركبة^(٣٤).

ومن الملاحظ أن اعتبار حاملي حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم مساهمين احتماليين في الشركة، ليس معناه أنهم لا يتمتعون بأية ضمانات قانونية تكفل لهم حماية مصالحهم وتحفظ حقوقهم، وذلك حال قيام الشركة ببعض العمليات التي ترد على رأس مالها، كالدخول في نظام الاندماج^(٣٥)، أو التصفية أو ما شابه ذلك، فإن ثمة أحكام وقواعد يجب الالتزام بها، ويتوجب على شركات الأموال اتباعها عند رغبتها في إصدار وطرح حقوق أولوية في الاكتتاب بالأسهم^(٣٦).

(٣٣) انظر:

F-M. Laprade et A. Moudout, Les valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC), Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 2014, p. 4.

(٣٤) انظر:

S. Sabatier, Les seuils des offres publiques, RTDF, 2009, p. 36

(٣٥) اندماج الشركات (Companies merger) اصطلاح قانوني له معنى متميز، يدل على قيام شركة بضم شركة أو عدة شركات أخرى إليها، أو مزج شركتين أو أكثر وتكوين شركة جديدة. انظر:

حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، مرجع سابق، ص ٢٣.

(٣٦) عباس العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-

الأردن، ١٩٩٨م، ص ٥٦.

المبحث الثاني أحكام تداول حقوق الأولوية وآثارها

تمهيد وتقسيم:

بعد أن بينا مفهوم حقوق الأولوية في الفصل الأول من هذه الدراسة، ثم استعرضنا الطبيعة القانونية لحقوق الأولوية في الفصل الثاني من الدراسة ذاتها، بقي لنا أن نتعرف على الأحكام المتعلقة بتداول حقوق الأولوية، وذلك من حيث إجراءات إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحمايتها، إذ يعد مبدأ قابلية حقوق الأولوية للتداول من الخصائص الأساسية التي تتميز بها شركات المساهمة، والتداول هو انتقال الحقوق الأولوية الناشئة عن الأسهم من شخص لآخر، وفق الطرق التي حددها القانون، سواء تم ذلك بنقل ملكيتها إلى الغير، أو رهنها، أو إجراء أي تصرف يجيزه القانون بشأنها، لأن القانون التجاري المصري وغالبية التشريعات الأخرى المقارنة، تقرر بعض القيود التي ترد على التصرف بحقوق الأولوية، إلا أن هذه القيود ذات طبيعة مؤقتة، لا تصل إلى حد إلغاء التداول أو تعطيله، ولكن يقصد بها تنظيم التداول.

وتتباين التشريعات فيما بينها في أمر الإقرار بهذه القيود، إذ نجد أن بعض التشريعات تقرر قيوداً لا نظير لها في التشريعات الأخرى، والقيود التي ترد على التصرف بحقوق الأولوية قد تكون قيوداً قانونية فرضها القانون، أو قيوداً اتفاقية تنظمها الاتفاقات التي يبرمها المساهمون فيما بينهم، والتي يتضمنها نظام الشركة أو عقدها، هذا فضلاً عن الآثار المترتبة على تداول حقوق الأولوية، الأحكام المتعلقة بتداول حقوق الأولوية (مطلب أول)، الآثار المترتبة على تداول حقوق الأولوية (مطلب ثان)، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول

الأحكام المتعلقة بتداول حقوق الأولوية

تمهيد وتقسيم:

الأحكام المتعلقة بتداول حقوق الأولوية عديدة ومتنوعة، منها ما يتعلق بإجراءات إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحمايتها (فرع أول)، ومنها ما يتعلق ببيان القيود القانونية (فرع ثان)، والاتفاقية التي ترد على تداول حقوق الأولوية (فرع ثالث)، ذلك على النحو التالي:

الفرع الأول

إجراءات إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم وحمايتها:

حاجة الشركات إلى سيولة نقدية تساعد على تنفيذ استراتيجيتها، تدفعها للقيام في بعض الأحيان إلى طرح حقوق أولوية كنوع من أنواع المنتجات المالية المركبة، وهذا الطرح قد يكون للمساهمين المقيدين في سجلات الشركة عند انعقاد الجمعية العمومية غير العادية، وفي مثل هذه الحالة يكون طرح حقوق الأولوية للمساهمين بدون مقابل، وقد يكون طرح حقوق الأولوية طرحًا خاصًا، أي على فئة معينة من المستثمرين، ويكون في مثل هذه الحالة بمقابل، وتلجأ الشركة إلى ذلك عادة عندما تكون متعثرة أو تهدف إلى الاستعادة من الشركات الأخرى.

أولاً- إجراءات إصدار حقوق الأولوية: سنتناول في هذا الفرع شروط إصدار حقوق الأولوية التي تمنح الحق في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها (أولاً)، ومن ثم كيفية طرح حقوق الأولوية للاكتتاب (ثانياً)، وذلك على النحو الآتي:

(١) **شروط إصدار حقوق أولوية:** إن زيادة رأس المال المؤجلة للشركة من خلال إصدار حقوق أولوية، تستلزم بالضرورة توافر عدة شروط، من أهمها اتخاذ الشركة المصدرة شكل شركات الأموال (شرط أول)، وأن يصدر قرار من الجهة المختصة بإصدار حقوق أولوية (شرط ثان)، وهو ما نبينه على النحو التالي:

الشرط الأول- اتخاذ الشركة شكل شركات الأموال:

تتعدد القوانين التي تنظم الشركات- في مصر- على نحو يفضي إلى تناثر قواعد الشركات في التشريعين، وبصورة لا تخلو من عيوب، وأسفر تطور التشريع، عن أربعة مصادر رئيسية لقواعد الشركات، وهي التقنين المدني والتقنين التجاري وقانون شركات الأموال لسنة ١٩٨١ وقانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١م، ويمكن أن يضاف إلى هذه المصادر الرئيسية الأربعة لقواعد الشركات القانون الحالي لشركات الاستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩م، وعدد من القوانين الخاصة التي تعرض للشركات القائمة بأنواع معينة من النشاط، كالبنوك والتأمين والشركات السياحية، وهذا فضلاً عن القانون المتعلق بأزمة توظيف الأموال رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م، بشأن الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها والمتضمن أحكاماً متميزة لمعالجة الأزمة^(٣٧)، وما

(٣٧) مراد منير فهميم، نحو قانون واحد للشركات، ط١، الفنية للطباعة والنشر، الاسكندرية- مصر،

١٩٩١م، ص ٥ وما بعدها.

يهنأ من هذه الشركات، هي شركات الأموال، والتي تتمثل في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.

فلا يجوز لغير شركات الأموال طرح أوراق مالية للاكتتاب العام أيًا كان نوعها سندات أو أسهم، أو أوراق مالية مركبة كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو بالاستبدال بأسهم أو إصدار سندات تمنح حقوق الأولوية للاكتتاب في الأسهم^(٣٨).

ونظرًا لأن حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم هي عبارة عن صكوك تمويل تطرح للاكتتاب العام، وهي في الوقت ذاته قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية المنظمة، فإنه يشترط في الشركة التي تصدرها، أن تكون إما شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم^(٣٩).

إصدار حقوق أولوية فيما بين الشركات القابضة والشركات التابعة لها: يجوز للشركات القابضة إصدار حقوق أولوية وذلك فيما بينها وبين الشركات التابعة، وقد ورد النص على مفهوم الشركة القابضة وأحكامها.

وفي الفقه القانوني لا يوجد تعريف متفق عليه بين الفقهاء للشركة القابضة، لذلك يطلق البعض تعبير الشركة الأم للدلالة على الشركة القابضة، على اعتبار أن هذه الشركة الأم قد ساهمت في تأسيس شركة أو شركات أخرى خاضعة لسيطرتها تسمى بالشركات التابعة، وكان مصدر السيطرة على هذه الشركات التابعة هو تملك نسبة كبيرة من رأسمالها، بحيث تمكنها تلك النسبة من توجيه هذه الشركات بما يحقق أهدافها^(٤٠).

وقد يستعمل تعبير الشركة المسيطرة للدلالة على الشركة القابضة لإبراز سيطرة الشركة الأم على شركة أو شركات أخرى، عن طريق تملك نسبة كبيرة من رأسمالها^(٤١). وفي جميع الأحوال فهي شركة تملك أسهمًا في عدة شركات أخرى تسمى بالشركات التابعة بالقدر الكافي الذي يمكنها من السيطرة على إدارة الشركة بتقرير من الذي يتولى

^(٣٨) انظر في هذا الشأن ما نصت عليه المادة (٢٢٦-١) من القانون التجاري الفرنسي.

^(٣٩) مما تجدر الإشارة إليه، أن شركات التوصية بالأسهم تم إلغاؤها من بعض التشريعات المقارنة، كالشريع الإماراتي، والنظام السعودي.

^(٤٠) حسام عيسى، الشركات المتعددة الجنسيات، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، جامعة عين شمس، القاهرة- مصر، يوليو، ١٩٧٦م، السنة الثامنة عشرة، ص ٧٥.

^(٤١) محمد حسين إسماعيل، الشركة القابضة وعلاقتها بشركاتها التابعة، ط١، شركة شقير وعكشة للطباعة، عمان- الأردن، ط١٩٩٠م، ص ١١.

إدارة الشركات التابعة، وكيفية تسيير أمور الشركات التابعة وإدارتها^(٤٢)، ويكون نشاطها الرئيسي أو الوحيد تملك محفظة أوراق مالية وإدارتها وتمثل مشاركتها في رأس مال شركات أخرى، يطلق عليه بالشركات الوليدة^(٤٣).

وكنتيجة للسيطرة المالية والإدارية للشركة الأم على الشركات التابعة لها، فإن الشركة القابضة تعد مركز السيطرة، أو مخ مجموعة الشركات الوليدة وعقلها^(٤٤)، غير أنه ليس بالضرورة أن تكون كل شركة قابضة شركة متعددة الجنسيات.

وأياً كان الأمر، فإنه يتعين على الشركة القابضة في مثل هذه الحالة، حماية مصالح حملة حقوق الأولوية باعتبارهم مساهمين احتماليين فيها، ومنحهم حق الاطلاع على قوائمها المالية التي يمكن للمساهمين فيها الاطلاع عليها.

الشرط الثاني: الجهة المختصة لإصدار حقوق الأولوية في الشركة: يكون إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم بقرار من الجمعية العامة غير العادية باعتبارها الجهة المختصة في الشركة، بيد أنه يجب على الجمعية العامة غير العادية عند إصدار حقوق الأولوية مراعاة أن لجميع المساهمين في الشركة حق الأولوية في الاكتتاب فيها، وذلك عند صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية، فيدخل ضمن صلاحيات الجمعية العامة غير العادية، عملية إصدار حقوق الأولوية، وجميع القيم المنقولة القابلة، لأن تمنح صكوكاً تمثل حصة في رأس المال، أو تمنح الحق في الحصول على صكوك دين، تعتبر زيادة لرأس المال لكنها مؤجلة أو مضافة إلى أجل^(٤٥)، وهذه الزيادة في رأس المال تعتبر تعديلاً لعقد الشركة الأساس، ولذا تدخل من ضمن اختصاصات الجمعية العامة غير العادية.

^(٤٢) هند حسن محمد، مدى مسؤولية الشركة الأم عن ديون شركتها الوليدة في مجموعة الشركات مع إشارة خاصة إلى الشركة المتعددة القوميات، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة- مصر، ١٩٩٧م، ص ٥١.

^(٤٣) سمير الشرقاوي، الشركة التابعة كوسيلة لقيام المشروع المتعدد القوميات، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة- مصر، ١٩٧٦م، ص ٧٦.

^(٤٤) يختلف مفهوم الشركة الوليدة عن مفهوم فرع الشركة، في أن الفرع ليس له شخصية قانونية مستقلة عن الشركة الأم، في حين أن الشركة الوليدة لها شخصية معنوية مستقلة عن الشركة الأم.

^(٤٥) انظر:

B. Le Bars, *Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par action: le volume des augmentations de capital*, *Revue des Sociétés* 2004, p. 531.

وعلى ذلك فإن الجمعية العمومية، هي التي تقرر إصدار حقوق أولوية تمنح حاملها الحق في الاكتتاب بالأسهم التي تطرحها الشركة عند زيادة رأس مالها بناءً على تقرير مقدم من مجلس الإدارة، ويكون للجمعية العامة غير العادية تحديد ووضع شروط إصدار هذه حقوق الأولوية، وعلى وجه الخصوص فيما يتعلق بمدة وسعر ممارسة حقوق الأولوية، والذي يعتبر عنصراً في غاية الأهمية، وذلك نظراً لما يترتب عليه من مخاطر ناجمة عن تغيير في أوضاع المساهمين في الشركة.

(٢) **كيفية طرح حقوق الأولوية:** سوف نستعرض أولاً مسألة الاكتتاب في حقوق الأولوية، ومن ثم نتطرق لسعر إصدار وممارسة حقوق الأولوية، وأحكام التنازل المتعلقة بحقوق الأولوية أو ممارستها عند إصدار الشركة لأسهم زيادة رأس المال، وذلك على النحو التالي:

أ- **الاكتتاب في حقوق الأولوية:** وجوب إعداد نشرة إصدار: يتوجب على الشركة الراغبة في طرح حقوق أولوية أن تقوم بإعداد نشرة إصدار خاصة بهذه الحقوق، وهذه النشرة تعتبر بمثابة الوثيقة المنظمة لعقد الاكتتاب بين الشركة والمكتتب. وتتولى الجمعية العامة غير العادية أو مجلس الإدارة إعداد نشرة الإصدار التي يجب أن تتضمن جميع المعلومات التي تساعد المستثمر على الاكتتاب، وهو عالم بكل ما يترتب على ذلك من آثار^(٤٦).

ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار مثلاً الشكل القانوني للشركة المصدرة، وأسماء الشركاء فيها، ورأس مالها، وعدد حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، وسعر إصدار هذه الحقوق وممارستها، ومبلغ زيادة رأس المال، ومدتها، ونوع أسهم زيادة رأس المال التي يحق لمالك الحق في الاكتتاب بها سواء كانت أسهماً عادية أو أسهماً ممتازة. كما يجب أن تتضمن نشرة الإصدار مدة تداول وممارسة حقوق الأولوية، وكيفية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الأسهم، وما إذا كان طرح حقوق الأولوية قاصراً على فئة معينة من المساهمين أو مجموعة معينة من المستثمرين الغير، وهو ما يسمى بالطرح الخاص فضلاً عن شروط ممارسة حقوق الأولوية من خلال الاكتتاب في الأسهم.

(٤٦) بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، ط١، دار الحامد، عمان-الأردن، ٢٠١٠م، ٤٩.

إصدار حقوق الأولوية والاكتتاب بها: تصدر الشركة غالبًا حقوق الأولوية للمساهمين المقيدون في سجلاتها عند صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بدون مقابل؛ حيث تقوم الشركة بإيداع حقوق الأولوية في محافظها الاستثمارية خلال يومين من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة غير العادية، وذلك كتعويض لهم عن الانخفاض الحاصل في القيمة السوقية للسهم بسبب زيادة رأس المال^(٤٧).

غير أن هناك حالات يمكن فيها للشركة أن تصدر حقوق أولوية بمقابل، وهذا يحدث مثلًا في حال تخصيص حقوق الأولوية لفئة معينة من المساهمين في الشركة أو على أشخاص من غير المساهمين كالشركات والمؤسسات الاستثمارية.

ب- سعر إصدار وممارسة حقوق الأولوية: تحديد السعر وكيفية الوفاء: يتم تحديد سعر إصدار حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم من قبل الجمعية العامة غير العادية بناءً على تقرير مجلس الإدارة أو المدير العام أو بناءً على تقرير مراقب الحسابات^(٤٨)، ويكون سعر إصدار حقوق الأولوية عادةً محددًا بما يشكل الفرق بين القيمة الاسمية لأسهم الزيادة وقيمتها السوقية، وأما سعر ممارسة حقوق الأولوية فيتعلق بسعر الطرح أو القيمة الاسمية لأسهم زيادة رأس المال.

ويلاحظ هنا أن بعض القوانين تشترط أن لا يقل سعر ممارسة حقوق الأولوية في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها عن متوسط لآخر ثلاث جلسات تداول السابقة لطرح أسهم الزيادة، وأن لا يكون سعر ممارسة حق الأولوية- أي القيمة الاسمية للسهم- أقل من هذا المتوسط، إلا في بعض الحالات الاستثنائية، كقيام الشركة ببعض العمليات التي تتطلب تغيير سعر ممارسة حقوق الأولوية، مثل القيام بعملية تعديل في رأس مال الشركة^(٤٩).

^(٤٧) رحاب محمود داخلي، القانون التجاري نشأة القانون التجاري وتطوره، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، ط١، ٢٠١٦م، ٢٠٦.

^(٤٨) انظر:

R. Foy, Bon de Souscription d' action, Rep. Societes Dalloz actualisation, (2014), n 53, p. 23.

^(٤٩) انظر في هذا الصدد، ما نصت عليه المادة (٢٢٥-١٣٢) من القانون التجاري الفرنسي.

Article R225-132: "Le président du directoire ou le directeur général peut procéder aux opérations prévues au dernier alinéa de l'article L. 225-149 et

وقد تصدر الشركة حقوق أولوية للمساهمين أو الغير بدون مقابل^(٥٠)، وفي مثل هذه الحالة، يقوم حامل حق الأولوية بدفع سعر ممارسة الحق عند أجل الاستحقاق، أي القيمة الاسمية المحددة للسهم فقط، وقد تصدر حقوق الأولوية بمقابل، وهنا تضاف قيمة الإصدار إلى قيمة ممارسة الحق في الاكتتاب^(٥١).

ج- حرية التنازل عن حق الأولوية أو ممارسته: التنازل عن حقوق الأولوية: يمكن لحامل حق الأولوية التنازل عن حقه في الاكتتاب لمن يشاء، وخلال أي وقت ابتداءً من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة بالموافقة على زيادة رأس المال حتى آخر يوم للاكتتاب في أسهم الزيادة التي أصدرتها الشركة. ولا تستطيع الشركة المصدرة أن تحرم حامل حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم من حقه في التنازل عن حق الأولوية، لكن يمكنها تقييده، كأن تحدد الشركة مدة معينة لا يجوز بعد انقضائها تداول حقوق الأولوية^(٥٢).

د- استخدام حقوق الأولوية من حيث المبدأ والاستثناءات الواردة عليه: كما أن التنازل عن حقوق الأولوية هو حق اختياري لحامله، فذلك ممارسة هذه الحقوق عند إصدار الشركة لأسهم زيادة رأس المال، فلحامل حق الأولوية مطلق الحرية في استخدام حقه في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها أو عدم استخدامه، تبعاً لما يراه ويقدره نافعاً لمصلحته، فمتى رأى صاحب الحق أن القيمة السوقية لأسهم الشركة أعلى من قيمة ممارسة الحق، فسوف يكتتب في الأسهم الجديدة، أما لو كانت قيمة ممارسة حق الأولوية أعلى من القيمة السوقية للسهم، فإنه لن يقدم على استخدام حقه في الاكتتاب في أسهم الزيادة التي طرحتها الشركة.

ويمكن للشركات المصدرة إدراج شرط في عقد الاكتتاب، ينص صراحة على التزام حامل حق الأولوية بممارسة حقوق الأولوية التي يملكها من خلال الاكتتاب في الأسهم

au dernier alinéa du I de l'article L. 228-12 au plus tard dans le mois qui suit la clôture de l'exercice

^(٥٠) رحاب محمود داخلي، القانون التجاري نشأة القانون التجاري وتطوره، مرجع سابق، ص ٢٠٩.

^(٥١) عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، ط ٣، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر،

١٩٩١م، ج ٢ ص ٧٣.

^(٥٢) عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، مرجع سابق، ج ٢ ص ٨١.

التي أصدرتها الشركة لزيادة رأس مالها، أو الاكتتاب بعدد معين من الأسهم المطروحة عند زيادة رأس المال، في ظل وجود هذا الشرط، ليس لمالك حق الأولوية الحرة في تقرير ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، فهو ملزم تجاه الشركة بتنفيذ التزامه والاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وإلا أصبح مسؤولاً عن جميع الأضرار التي تلحق بالشركة المصدرة من جراء عدم الاكتتاب بالأسهم الجديدة.

وتطبيقاً لذلك قضت بعض المحاكم الفرنسية في دعوى تلخص وقائعها في قيام أحد المساهمين بالاكتتاب بعدد من حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم التي أصدرتها الشركة، وبعدها قام بإبرام اتفاق بينه وبين الشركة بموجبه يلتزم بالاكتتاب بعدد من الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال، فقامت الشركة بزيادة رأس مالها، غير أن هذا المساهم الحامل لحق الأولوية لم يمارس حقه في الاكتتاب، فقامت الشركة بإبلاغه بوجوب تنفيذ التزامه والاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، غير أنه رفض ذلك مدعياً أن حرية حامل حق الأولوية في ممارسة حقه في الاكتتاب هي حرية مطلقة، لا يمكن تقيدها بأي اتفاق لاحق بينه وبين الشركة، وبدورها أيدت محكمة الاستئناف قضاة محكمة الدرجة الأولى، الذين اعتبروا أن حامل حق الأولوية أخل بالاتفاق المبرم بينه وبين الشركة، وبالتالي تم إلزامه بتعويض الشركة عما لحقها من ضرر من جراء عدم تغطية الاكتتاب في كامل أسهم زيادة رأس المال، غير أن محكمة الاستئناف ذكرت أن أحقية حامل حق الأولوية في ممارسة حقه في الاكتتاب تم تقيدها بالاتفاق الذي أبرمه مع الشركة، والذي التزم من خلاله بالاكتتاب بعدد معين من الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها⁽⁵³⁾.

ويستفاد من هذا الحكم- كما يرى الباحثة- أن المساهم لا يملك حرية مطلقة في ممارسته لحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة من عدمه، وإنما هذا الحق مقيد بما تم الاتفاق عليه في عقد الشركة، باعتبار أن العقد شريعة المتعاقدين. ه- ممارسة حقوق الأولوية: حددت هيئة سوق المال آلية معينة للاكتتاب في حقوق الأولوية، وهذه الآلية تتألف من تحديد مرحلتين للاكتتاب يكون فيها لصاحب حق الأولوية ممارسة هذا الحق، مرحلة الاكتتاب الأولى، وفيها يتاح فقط للمساهمين من

(53) انظر:

CA Paris, 1er octobre 2004.Revues des Societes 2004, p. 966, obs. Isabelle-Urbain. Parleani.

حملة حقوق الأولوية المقيدون في سجلات الشركة ممارسة حقوقهم كلياً أو جزئياً، كما يمكن لحملة حقوق الأولوية التنازل عن حقوقهم خلال هذه المدة المحددة لهذه المرحلة^(٥٤).

أما المرحلة الثانية، فيسمح خلالها لجميع حملة حقوق الأولوية، سواء كانوا من المساهمين المقيدون أو ممن قاموا بشراء حقوق الأولوية من السوق المالية خلال فترة التداول، بممارسة حقهم في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، أما بعد انقضاء هذه الفترة، فلا يجوز ممارسة حقوق الأولوية أو التنازل عنها، وعند عدم تحديد عدد الأسهم التي يمكن لحامل الحق الاكتتاب بها، يكون لكل صاحب حق أولوية الحق في الاكتتاب بعدد من أسهم زيادة رأس المال بقدر ما يملكه من حقوق أولوية، وهذا ما يسمى بحق: "الاكتتاب غير المنتقص"^(٥٥) لحامل حق الأولوية.

وإذا لم يمارس بعض حملة حقوق الأولوية حقهم في الاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال، وتبقى عدد من الأسهم التي أصدرتها الشركة عند زيادة رأس مالها لم يتم الاكتتاب بها، فإنه يتم طرحها على حملة حقوق الأولوية الذين طلبوا الاكتتاب بأكثر من نصيبهم طبقاً لنسبة ما يملكونه من حقوق أولوية، ويسمى حقهم في الاكتتاب في مثل هذه الحالة بحق "الاكتتاب المنتقص"^(٥٦).

الفرع الثاني

حملة حقوق الأولوية وحقوقهم:

لم يحدد قانون الشركات المصري مدة زمنية معينة تلتزم خلالها الشركات المصدرة لحقوق الأولوية- وجميع الشركات بوجه عام- بالقيام بزيادة رأس مالها، على خلاف بعض الأنظمة القانونية المقارنة^(٥٧).

^(٥٤) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، القاهرة-

مصر، ٢٠٠٨م، ص ٢٩.

^(٥٥) محمد فريد العريني، القانون التجاري: شركات الأموال. دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية- مصر،

٢٠٠١م، ص ٥١.

^(٥٦) المرجع السابق، نفس الموضوع.

^(٥٧) انظر: المادة (R225-136) من القانون التجاري الفرنسي:

Article R225-136: En cas de stipulation d'avantages particuliers ou d'émission d'actions de préférence donnant lieu à l'application de l'article L. 228-15, le rapport décrit et apprécie chacun des avantages particuliers ou des droits

وعليه، فإنه يمكن للشركات إصدار حقوق أولوية وعدم إجراء الزيادة إلا بعد فترة زمنية ستة أشهر أو سنة أو أكثر من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة بالزيادة، علماً بأن الشركات المدرجة تحرص في الغالب على أن تكون الفترة ما بين إصدار حقوق أولوية وبين زيادة رأس المال فترة قصيرة حتى لا تتأثر أسهمها.

وخلال الفترة الكائنة بين وقت إصدار حقوق الأولوية وبين زيادة رأس مالها، قد تقوم الشركة ببعض العمليات التي ترد على شكلها القانوني أو زيادة رأس مالها، مثل هذه العمليات قد تضر بمصالح حملة حقوق الأولوية، لذا ينبغي على الشركة اتخاذ بعض الإجراءات اللازمة لحمايتهم (ثانياً)، لكن قبل أن نستعرض إجراءات الحماية التي تتخذها الشركة لحماية حملة حقوق الأولوية، نبين بعض الحقوق التي يتمتع بها هؤلاء (أولاً)، وذلك على النحو التالي:

أولاً- صور الحقوق الواجبة لحملة حقوق الأولوية: يحق لحملة حقوق الأولوية تكوين جمعية خاصة بهم تمثلهم أمام الشركة، فضلاً عن حقهم في الاطلاع على دفاتر الشركة التي يمكن للمساهمين الاطلاع عليها، وهو ما نبينه على النحو التالي:

(1) تكوين جمعية خاصة لحملة حقوق الأولوية: تعترف بعض القوانين والأنظمة المقارنة- كالقانون الفرنسي^(٥٨) مثلاً، بأحقية حملة حقوق الأولوية بتشكيل جماعة أو جمعية خاصة ترعى مصالحهم وتدافع عنها أمام الشركة أو في مواجهة الغير. وتشكل هذه الجمعية الخاصة بهم من جميع حملة حقوق الأولوية ذات الإصدار الواحد، كما يمكن أن تتعدد إلى عدة جمعيات متى كان هناك إصدارات متعددة ومختلفة

particuliers attachés aux actions de préférence. S'il y a lieu, il indique, pour ces droits particuliers, quel mode d'évaluation a été retenu et pourquoi il a été retenu, et justifie que la valeur des droits particuliers correspond au moins à la valeur nominale des actions de préférence à émettre augmentée éventuellement de la prime d'émission

^(٥٨) انظر: المادة (٢٢٨) من القانون التجاري الفرنسي تنص على:

“Les titulaires de valeurs mobilières donnant accès à terme au capital après détachement, s'il y a lieu, des droits du titre d'origine en application de la présente section sont groupés de plein droit, pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de personnalité civile et est soumise à des dispositions identiques à celles qui sont prévues, en ce qui concerne les obligations, par les articles L. 228-47 à L. 228-64, L. 228-66 et L. 228-90. Il est formé, s'il y a lieu, une masse distincte pour chaque nature de titres donnant les mêmes Droits.

لحقوق الأولوية، كما لو كان هناك اختلاف بين حقوق الأولوية من ناحية سعر الاكتتاب أو أجل ممارسة الحق، أو كان بعض حقوق الأولوية تمنح الحق في الاكتتاب في أسهم ممتازة والأخرى تخص أسهمًا عادية^(٥٩).

(٢) **حق الاطلاع على دفاتر الشركة:** فضلًا عن أحقية حملة حقوق الأولوية في تكوين جماعة خاصة بهم، فيكون من حقهم في بعض الأحيان الاطلاع على دفاتر الشركة وقوائمها المالية، وهو من الحقوق الإدارية التي لا تقبل التنازل؛ حيث يتمتع حامل حق الأولوية ببعض الحقوق الإدارية في الشركة، ومن ضمن هذه الحقوق حق الاطلاع على دفاتر الشركة وقوائمها المالية التي يقوم مجلس الإدارة بتزويدها للمساهمين للاطلاع عليها قبل انعقاد الجمعيات العامة^(٦٠)؛

ويستفاد من ذلك، أن حق الاطلاع على دفاتر الشركة، إذا كان مكفولًا للشركاء، فمن باب أولى أن يكون حقًا أصيلاً لأصحاب حقوق الأولوية باعتبارهم من جملة الشركاء.

(٣) **حماية الشركة لأصحاب حقوق الأولوية:** لم يحدد قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م، مدة زمنية تلتزم بها الشركة المصدرة للقيام بزيادة رأس المال، وعليه، فإنه يجوز للشركة أن تقوم بإجراء زيادة رأس المال بعد فترة زمنية معينة من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بزيادة رأس المال، وطرح حقوق الأولوية على المساهمين أو على الغير في حالة تنازل المساهمين عن حقهم في الاكتتاب. وخلال هذه المدة الزمنية بين إصدار حقوق الأولوية وبين الأجل المستحق لممارستها، والتي قد تكون قصيرة أو طويلة، قد تقوم الشركة المصدرة بتغيير سياستها واستراتيجيتها إما بمحض إرادتها، أو رغماً عنها نتيجة تغير بعض الظروف، مثل هذا التغير يتطلب من الشركة اتخاذ بعض الإجراءات التي تهدف إلى حماية حقوق حملة الأولوية عند قيامها ببعض العمليات، مثل عمليات الاندماج، وتعديل رأس المال، والقيام

^(٥٩) انظر:

R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz actualisation (2014) n 80. p29.

^(٦٠) انظر:

R. Foy, Bon de Souscription d action, Rep. Societes Dalloz (actualisation 2014) n 85, p. 33.

بتوزيعات نقدية أو عينية من الاحتياطي، أو تغيير في الشكل القانوني للشركة أو نشاطها، أو أخيراً تعديل قواعد وأحكام توزيع الأرباح.

(٤) حماية حملة حقوق الأولوية في حالة الاندماج: اندماج الشركات (Companies merger)

اصطلاح قانوني له معنى متميز، يدل على قيام شركة بضم شركة أو عدة شركات أخرى إليها، أو مزج شركتين أو أكثر وتكوين شركة جديدة^(٦١).

وقد خلت التشريعات المقارنة من بيان مفهوم الاندماج كتعريف منضبط يبين حدوده ويرسم معالمه، ولعل السبب في ذلك يعود إلى أن المشرع غير معني بوضع التعريفات- من وجهة نظر الباحثة- وإنما مهمته بيان الأحكام، وهو المنهج الذي ما زال سائداً حتى الآن، على أن يكون التعريف من مهمة الفقه والقضاء^(٦٢)، إذا لم يعرفه القانون إلا أن شراح القانون لم يغفلوا ذلك، فقد قام الفقه بوضع العديد من التعريفات للاندماج، واختلفت هذه التعريفات وفقاً للزاوية التي ينظر منها إليه، فالاندماج بالنظر إلى طبيعته القانونية هو: ضم شركتين أو أكثر في شركة أخرى من ذات شكلها القانوني أو من شكل آخر^(٦٣).

ووفقاً لما تقدم فإن المساهمين في الشركة أو الشركات المندمجة يبرأون من الديون التي عليهم، ويأخذون حقوقهم كاملة على هيئة أسهم مقابل ما كان لهم^(٦٤). وكذلك لا يعتبر اندماجاً في الحالة التي يحصلون فيها على سندات أو صكوك، أو يحصلون على أسهم أو حصص من الشركة الدامجة أو الجديدة، إذا كانت هذه الشركة تمتلكها من شركة أخرى^(٦٥).

(٦١) حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ٢٠١٦م، ص٢٣.

(٦٢) أحمد عبد الوهاب سعيد أو زينة، الإطار القانوني لاندماج الشركات التجارية- دراسة مقارنة (القانون

الفلسطيني، الأردني، المصري)، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة- مصر، ٢٠١٢م، ص٦.

(٦٣) عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية- دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، مرجع سابق، ص٥٢٥.

(٦٤) حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها، دراسة مقارنة، دار الكتب القانونية، مرجع سابق، ص٢٤٤.

(٦٥) عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية- دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، مرجع سابق، ص٥٣٤.

وعلى ذلك ففي ما يتعلق بالاندماج بطريق الضم، فإن الشركة الدامجة أو الجديدة، تصدر أسهمًا جديدة، مساوية لأصول الشركة أو الشركات المندمجة، ثم تقوم بتوزيعها على شركاء ومساهمي الشركة أو الشركات المندمجة، على حسب نصيب كل منهم فيها، وبهذا النصيب يصبح شركاء ومساهمو الشركة أو الشركات المندمجة، شركاء ومساهمين في الشركة الدامجة أو الجديدة، وكذلك الحال في الاندماج بطريق المزج؛ حيث توزع الشركة الجديدة حصصها أو أسهمها التي تقوم بإصدارها للمرة الأولى، على شركاء أو مساهمين الشركة أو الشركات المندمجة، لكي يصبحوا شركاء أو مساهمين في الشركة الدامجة أو الجديدة^(٦٦).

وفي هذا الصدد يبرز تساؤل، عن مدى اعتبار الشركة الدامجة في حد ذاتها، من جملة المساهمين في الشركة أو الشركات المندمجة أم لا؟ إلى الحد الذي تصبح فيه من الأشخاص المساهمين في ذمتها المالية بعد إتمام عملية الاندماج، ومن ثم يكون لها الحق في اكتساب صفة الشريك بنسبة ما ساهمت به في رأس مال الشركة أو الشركات المندمجة، أو بمعنى آخر أن تتنازل لنفسها عن صفة الشريك في الحصة المملوكة لها في الشركة أو الشركات المندمجة، وكذلك في الحصص أو الأسهم التي تخص الشركاء أو المساهمين في الشركة أو الشركات المندمجة، والتي تقابل الأصول الصافية لهذه الشركات، ثم يتم توزيع الحصص أو الأسهم بنسبة نصيبهم في الشركة أو الشركات المندمجة^(٦٧).

فإذا نتج عن نسبة تبادل الحصص أو الأسهم فروق بين أسهم الشركة المندمجة القديمة، وبين الأسهم الجديدة الصادرة عن الشركة الدامجة، وأراد أحد المساهمين الاحتفاظ بنفس عدد ما له من أسهم في الشركة أو الشركات المندمجة، فما عليه إلا أن يشتري من الشركة الدامجة أو الجديدة أسهمًا بما يعادل الفرق بين قيمة الأسهم القديمة والجديدة^(٦٨).

كما يجوز تعويض حاملي حقوق الأولوية في الشركة أو الشركات المندمجة بأسهم في الشركة الدامجة أو الجديدة، ومن ثم يترتب على ذلك تغيير وصفهم من حاملي

(٦٦) يعقوب يوسف صرخوه، الإطار القانوني للاندماج بين البنوك الكويتية، مجلة الحقوق، تصدر عن مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، السنة ١٧ العدد، جمادي الآخرة ١٤١٤هـ / ديسمبر ١٩٩٣م، ص ٥٨.

(٦٧) أحمد محمد محرز، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٠م، ص ٢٤١.

(٦٨) أحمد محمد محرز، الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٢٤١.

حقوق أولوية في الشركة أو الشركات المندمجة (القديمة) إلى مساهمين في الشركة الدامجة أو الجديدة^(٦٩).

فلا بد من حصول المساهمين في الشركة أو الشركات المندمجة، على بعض أسهم الشركة الدامجة أو الجديدة، ومن ثم يظلوا محتفظين بصفتهم كشركاء أو مساهمين فيها، وإن لم يحدث ذلك فلا يعد اندماجاً^(٧٠).

وبدورنا نرى: أن المركز القانوني لحملة حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم يستلزم حصول الشركة على موافقتهم قبل القيام بأي عملية اندماج، فالمركز القانوني لصاحب حق الأولوية هو في الحقيقة مركز مزدوج تبعاً للطبيعة القانونية التي يتصف بها حق الأولوية، فيمكن النظر إليه على أنه مساهم احتمالي في الشركة، نظراً لأنه يتمتع بحق الاكتتاب في أسهم تدخل في رأس المال، وفي هذه الحالة تتطلب عملية الاندماج موافقة الجمعية الخاصة بهم، كما يمكن النظر إليه على أنه دائن للشركة -مثل بقية الدائنين- باعتبار أن الشركة مدينة له بالالتزام بالقيام بعمل، وهو إصدار أسهم ومنحه حق الأولوية في الاكتتاب بها، وفي هذه الحالة أيضاً، تتطلب موافقتهم على عملية الاندماج.

(٥) حماية حملة حقوق الأولوية في حال تعديل رأس مال الشركة: من الجدير بالذكر أن إجراءات حماية أصحاب حقوق الأولوية لا يقتصر تطبيقها فقط على حالة الاندماج، بل ترد أيضاً على عمليات تعديل رأس المال، ففي حال تخفيض رأس المال، لا تلتزم الشركة بالحصول على موافقة حملة حقوق الأولوية في حالة تخفيضها لرأس المال بسبب خسائر تعرضت لها، كما لا تلتزم باتخاذ أي إجراءات تصحيحية تجاه حملة حقوق الأولوية، فهؤلاء تنقص حقوقهم كما لو كانوا قد مارسوا حقهم في الاكتتاب قبل تنفيذ عملية تخفيض رأس المال، وبمعنى آخر، يتحمل أصحاب حقوق الأولوية، الخسائر المتعلقة برأس المال مثل المساهمين أنفسهم، أو كما لو كانوا اكتسبوا هذه الصفة^(٧١).

(٦) وجوب اتخاذ إجراءات تصحيحية عند زيادة رأس المال: قد يحدث في بعض الأحيان أن تقوم الشركة بزيادة رأس مالها قبل حلول موعد ممارسة حقوق الأولوية،

^(٦٩) أحمد محمد محرز، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٤١.

^(٧٠) انظر:

Jean-Paul Valuet, Alian Lienhard et Pascal Pisoni, op. cit, p. 1043.

^(٧١) انظر:

A. Couret et Alii, Droit financier, Dalloz, 1 ed, 2008, p. 319.

وهذه الزيادة، وإن كانت تساعد الشركة مصدرة حقوق الأولوية على تقوية مركزها المالي مما يجعلها قادرة على القيام بتحقيق مشاريعها التنموية والمستقبلية، إلا أنها تمس بمصالح أصحاب حقوق الأولوية، فالزيادة في رأس مال الشركة تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركة، سواء كانت من خلال إصدار أسهم جديدة أو دمج جزء من الاحتياطي إلى رأس المال.

(٧) **حماية حملة حقوق الأولوية في حال توزيع أرباح على المساهمين:** تقوم الشركات بتوزيعات نقدية أو عينية، وهي تختلف فيما بينها من حيث توزيع الأرباح على المساهمين، فبعض الشركات تقوم بتوزيعات نقدية، بينما تفضل شركات أخرى القيام بتوزيعات عينية، وآلية وطريقة التوزيع تعتمد بشكل كبير على استراتيجية الشركة وخطتها في المستقبل ومدى توفر السيولة لديها.

وعند قيام الشركة بتوزيع أرباح نقدية أو عينية على المساهمين من خلال الاستقطاع من الاحتياطي المكون لديها، أو من الأرباح المحتجزة لدى الشركة، فإنه يتعين عليها تخصيص نسبة من هذه التوزيعات النقدية أو العينية ووضعها في حساب مستقل في الشركة لمصلحة حملة حقوق الأولوية، ويتم توزيع هذه الأرباح المحتجزة في حساب خاص بهم على أصحاب حقوق الأولوية، كما لو كانوا مساهمين فعليين في الشركة لحظة عملية توزيع الأرباح عند ممارستهم لحقوق الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة^(٧٢).

وقد تفضل بعض الشركات في مثل هذه الحالات تصحيح وضع حملة حقوق الأولوية من خلال تعويضهم عن الفرق بين قيمة السهم بعد التوزيع وقيمه قبل التوزيع، على أن لا تقل قيمة الفرق عن متوسط آخر ثلاث جلسات تداول سبقت يوم التوزيع على الأقل^(٧٣)، ومثل هذا الإجراء تلجأ إليه الشركات غالباً عند قيامها بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين.

(٨) **حماية حملة حقوق الأولوية في حال تعديل الشكل القانوني للشركة:** يلزم موافقة حملة حقوق الأولوية؛ حيث يجب على الشركة المصدرة مراعاة مصالح حقوق الأولوية، وأن تمتنع عن القيام بأي عمل يترتب عليه تعديل في نظامها الأساسي أو تعديل في نشاطها الأساسي بدون موافقة حملة حقوق الأولوية، فهؤلاء قد قاموا

^(٧٢) انظر:

A. Couret et Alii, Droit financier op. cit., n 556, n 557, p. 320 et s.

^(٧٣) من هذه القوانين قانون (نظام) الشركات السعودي،

بالاكتتاب في حقوق الأولوية أو قاموا بشرائها من السوق المالية بناءً على اعتبارات معينة، كالشكل القانوني للشركة وطبيعة نشاطها المبين في عقد الاكتتاب، وعليه، فإن أي تعديل في الشكل القانوني للشركة أو نشاطها يعتبر تعديلاً في عقد الاكتتاب يستوجب موافقتهم.

(٩) حماية الشركة لحملة حقوق الأولوية عند تعديل قواعد توزيع الأرباح: يحظر على الشركات القيام بأي عملية استهلاك لأسهمها، أو بإجراء أي تعديل لأحكام وقواعد تقسيم الأرباح، سواء من خلال إصدار أسهم ممتازة أو أي طريقة أخرى، بعد إصدار حقوق الأولوية إلا إذا كان عقد الاكتتاب يسمح لها بذلك، أو بموافقة الجمعية الخاصة بحملة حقوق الأولوية، وحتى في حالة موافقة الجمعية الخاصة بحملة حقوق الأولوية، ينبغي على الشركة اتخاذ بعض الإجراءات اللازمة التي تحافظ على مصالحهم، فمثلاً، لو قامت الشركة بتعديل أحكام توزيع الأرباح من خلال إصدار أسهم ممتازة، فإنه يتعين عليها أن تخصص جزءاً من هذه الأسهم الممتازة لحملة حقوق الأولوية يتم الاكتتاب بها عند ممارستهم لحقوقهم.

ولم يتطرق المشرع المصري، لمسألة تعديل قواعد وأحكام توزيع الأرباح، إلا فيما يتعلق بالأسهم الممتازة وحقوق الأولوية المرتبطة بها^(٧٤).

(٧٤) انظر: المادة (٣٥) من قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م التي نصت على أن: "لا يجوز إصدار أسهم تمتع إلا بالنسبة إلى الشركات التي ينص نظامها على استهلاك أسهمها قبل انقضاء أجل الشركة بسبب تعلق نشاط الشركة بالتزام باستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة ممنوح لها لمدة محددة أو بوجه من أوجه الاستغلال مما يستهلك بالاستعمال أو يزول بعد مدة معينة. ويجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، على أن تتساوى الأسهم من ذات النوع في الحقوق والمميزات والقيود، ولا يجوز الجمع بين امتيازي التصويت وناتج التصفية كما لا يجوز تعديل الحقوق أو المميزات أو القيود المتعلقة بنوع من الأسهم إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية وبموافقة ثلثي حاملتي نوع الأسهم الذي يتعلق التعديل به. وفي جميع الأحوال، لا يجوز إصدار أسهم ممتازة أو زيادة رأس المال بأسهم ممتازة إلا بعد موافقة الجمعية العامة غير العادية بأغلبية ثلاثة أرباع أسهم الشركة قبل الزيادة وتعديل النظام الأساسي للشركة بما يتفق والأحكام الواردة بالفقرة الثانية من هذه المادة".

ولكن عدم وجود نصوص قانونية تتعلق بحملة حقوق الأولوية، لا يعني تركهم بدون حماية، فحملة حقوق الأولوية هم مساهمون في الشركة، وإن كانت مساهمتهم في الشركة لا تتأكد بشكل نهائي أو تصبح مساهمة فعلية إلا عند ممارستهم لحقوقهم في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، ومن ثم تلتزم الشركة التي أصدرت حقوق أولوية بعدم إجراء أي تعديل في أحكام وقواعد توزيعات الأرباح فيها بعد إصدارها لحقوق الأولوية إلا بموافقة أصحاب هذه الحقوق.

الفرع الثالث

القيود القانونية التي ترد على تداول حقوق الأولوية

تتمثل القيود القانونية التي ترد على تداول حقوق الأولوية، في قيود ترد على حقوق الأولوية في حد ذاتها (أولاً)، والقيود الواردة على تداول حقوق الأولوية لأعضاء مجلس الإدارة (ثانياً)، وأخيراً القيود الواردة على تداول أسهم المؤسسين (ثالثاً)، وهو ما سوف نتعرض له فيما يلي:

أولاً- القيود الواردة على السهم في حد ذاته: تتمثل القيود الواردة على السهم فيما يلي:

(١) لا يجوز تداول حقوق الأولوية إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري: حيث إن عدم قيد الشركة في السجل التجاري، فيه نوع من الخطورة، بحيث تعتبر هذه الفترة غير كافية حتى يطلع الجمهور على الوضع المالي للشركة قبل طرح أسهمها للتداول، إذ عادة ما يرافق تأسيس الشركة حملة دعائية صاخبة، يقصد بها كسب ثقة الجمهور بها، فتكون هذه الثقة فرصة لأصحاب المضاربات ومحترفي الاكتتاب بالأسهم؛ لأن يتلاعبوا بأسعار الأسهم، فترتفع أسعارها ارتفاعاً وهمياً يغطي على الوضع والمركز المالي الحقيقي للشركة.

(٢) لا يجوز تداول الأسهم الخاصة بزيادة رأس المال، إلا بعد تسديد قيمة هذه الأسهم بالكامل^(٧٥)؛ حيث إن الأسباب التي تدفع الشركة إلى زيادة رأس مالها مختلفة، من بينها رغبة الشركة في توسيع نشاطها المالي، ويوجد شرطان لازمان للقيام بعملية الزيادة:

الشرط الأول: يجب سداد رأس مال الشركة بكامله قبل الشروع في عملية الزيادة، فعلى الشركة أن تستوفي ما تبقى من القيمة الاسمية للأسهم الممثلة لرأس المال.

^(٧٥) طعمة الشمري، الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته- دراسة قانونية وافية مدعمة بأحكام القضاء وآراء الفقه، ط٣، الكويت، ١٩٩٩م، ص ١٧٣.

الشرط الثاني: يجب أن يصدر قرار بعملية الزيادة من الجمعية العامة غير العادية بناء على التقرير الذي يقترحه مجلس الإدارة، أو مجلس المديرين، وهذا حسب النمط المتبع في تسيير إدارة الشركة، سواء كان ذلك بإلحاق الاحتياطي، أو الأرباح، أو بعلاوات إصدار، أو تحوي إسناد الاستحقاق، ولو افترضنا أن زيادة رأس المال لم تتحقق في خلال مدة معينة، ابتداءً من تاريخ افتتاح الاكتتاب، تكون عملية الزيادة باطلة، أما دفع الباقي من قيمة الأسهم الجديدة المكتتبه فيتم الوفاء به مرة أو أكثر في أجل محدد، ابتداءً من إنهاء عملية الزيادة^(٧٦).

(٣) ولا يجوز تداول حقوق الأولوية في الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهمًا تنشأ بمناسبة زيادة في رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا تحت شرط واقف، يتعلق بتحقق الزيادة في رأس المال، ويكون هذا الشرط مفترضًا في غياب أي بيان صريح^(٧٧). ويقصد بالوعد بالأسهم تلك السندات المؤقتة التي تعطى للمكتتبين حتى يتم إعداد الأسهم الاسمية أو لحاملها وتوزيعها على المساهمين، إذ لا يجوز تداول شهادات الاكتتاب، وذلك في الفترة السابقة على قيد الشركة في السجل التجاري، ومرد هذا الحظر، هو أن بعض المؤسسين يقومون عند تأسيس الشركة بأعمال الدعاية والإعلان، ويبالغون في بيان أغراض الشركة وغايتها، ثم يطرحون شهادات الاكتتاب في السوق، فيقبل عليها المكتتبون، وتباع بأكثر من قيمتها الحقيقية تحت تأثير الدعاية الضخمة التي قام بها المؤسسون، ثم تتضح الحقيقة بنشر نتيجة أعمال الشركة، فتنهار قيمة الأسهم^(٧٨).

ثانيًا - القيود الواردة على تداول حقوق أولوية أعضاء مجلس الإدارة: لا يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس الإدارة^(٧٩)، التي تسمى بأسهم الضمان، وهي عبارة عن مجموعة من الأسهم الاسمية التي يفرض القانون على عضو مجلس الإدارة في شركة المساهمة أن يمتلكها، وهي ٢٠% على الأقل من رأسمال الشركة^(٨٠).

^(٧٦) محمد فريد العريني، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٣٤.

^(٧٧) محمد فريد العريني، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٣٧.

^(٧٨) مصطفى كمال طه، أصول القانون التجاري: الأعمال التجارية والتجار والشركات التجارية والمحل التجاري والملكية الصناعية، مرجع سابق، ص ٢٢٢.

^(٧٩) المرجع السابق، نفس الموضوع.

^(٨٠) طعمة الشمري، الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته - دراسة قانونية وافية مدعمة بأحكام القضاء وآراء الفقه، مرجع سابق، ص ١٧٣.

وطبيعة هذه الأسهم هي أسهم اسمية، تصدر من الشركة ويرجع في تحديد قيمتها إلى الأسعار التي يجري التعامل بها في سوق القيم المنقولة، إذا كان قد تم قيد هذه الأسهم في البورصة، أو على الأقل تحدد قيمتها بالقيمة الاسمية التي صدرت بها إن لم تكن مقيدة بالبورصة، واستهدف المشرع من تحديد هذه القيمة عند تقديمها للإدارة تجنباً للتلاعب في قيمة الأسهم عند تقديمها، وذلك لجدية التسيير وتسهيل الإجراءات. ويجب السهر على مصالح الشركة، والمحافظة على أموالها، إذ هي في الأصل ملك لجميع المساهمين بما فيها أعضاء الإدارة الذين يستفيدون من نجاح مشروعها ويتضررون من حالة فشله، وهذه النسبة التي يجب على أعضاء مجلس الإدارة أن يمتلكوها تخصص لضمان جميع أعمال التسيير بما فيها الأعمال الخاصة بأحد القائمين بالإدارة^(٨١).

كما أعطى المشرع ضمانات لصغار المساهمين ودائني الشركة في مواجهة أعضاء مجلس الإدارة، ففي حال أهمل أعضاء مجلس الإدارة في إدارتهم للشركة، سيكون الحجز وبيع أسهم الضمان، هو ذاته الضمان الوحيد لصغار المساهمين ودائني الشركة لاسترداد أكبر قدر ممكن من أموالهم التي خسروها، بسبب إهمال أو غش أعضاء مجلس الإدارة في إدارتهم للشركة، مع زوال صفة المساهم، ومن ثم صفة العضوية^(٨٢). وفي فرنسا أشار قانون الشركات الفرنسي أيضاً، إلى حظر تداول أسهم الضمان طوال فترة عضويته أو التي يباشر فيها وظيفته، وينبغي أن تكون هذه الأسهم اسمية، ويجب إيداعها بأحد البنوك مع إخطار الشركة بعملية الإيداع، وتظل هذه الأسهم غير قابلة للتصرف، سواء بالبيع أو الرهن حتى يتم التصديق على حسابات الشركة عن السنة المالية الأخيرة^(٨٣).

ويجوز لمجلس الإدارة، أو لذوي حقوقه استرجاع حرية التصرف في أسهم الضمان، بمجرد مصادقة الجمعية العامة العادية على حسابات السنة المالية الأخيرة، والمتعلقة بإدارته، وإذا لم يكن عضو مجلس الإدارة مالكاً لنصاب أسهم الضمان وأصبح غير

(٨١) محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، مصر، ٢٠٠٤م، ص ٢٣٨.

(٨٢) فهد صقر عياد المطيري، النظام القانوني لتداول الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية، ص ٨.

(٨٣) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص ٣٦١.

مالك لها خلال فترة وكالته، فإنه يعتبر مستقياً بقوة القانون إذا لم يصح وضعه خلال مدة معينة^(٨٤).

وإذا كان من يتولى إدارة الشركة، في اليوم الذي يتم فيه تعيينه مديراً أو رئيساً لمجلس إدارتها، أو لم يكن هذا المجلس، مالكا للعدد المطلوب من أسهم الشركة، أو إذا توقفت أثناء توليه هذا المجلس، ملكيته للعدد المطلوب من الأسهم، في هذه الحالة يعتبر مستقياً تلقائياً بقوة القانون، إذا لم يصح وضعه خلال مدة معينة. ولكن السؤال الذي يطرح نفسه وهو إذا ما أجرى عضو مجلس الإدارة تصرفاً مخالفاً، ترتب عليه مسؤولية عضو مجلس الإدارة أو مدير الشركة خلال الفترة التي سمح فيها للعضو تقديم الأسهم خلالها.

في هذه الحالة استقر الفقه والقضاء الفرنسيان: على أن عدم تقديم عضو مجلس الإدارة لأسهم الضمان خلال هذه الفترة، لا يترتب عليه البطلان للتصرفات التي قام بها، ومع ذلك فهناك رأي آخر يرى: أنه إذا لم يقدم العضو أو المدير أسهم الضمان، فإن جميع أعماله تقع باطلة، تأسيساً على أن تعيينه يكون معلقاً على شرط لم يتحقق على حين، وفي نفس الاتجاه يرى: أن البطلان يؤسس على الأعمال الصادرة من مجلس الإدارة، تكون بطريقة غير صحيحة، على أساس أن العقد الابتدائي للشركة جزء لا يتجزأ من نظامها الأساسي، الذي يتضمن شرط أسهم الضمان حتى يتم قيد الشركة في السجل التجاري، كذلك يمتد البطلان إلى الشركة ذاتها، ولكل ذي مصلحة هنا أن يتمسك ببطلان الشركة وللنيابة العامة أيضاً طلب البطلان^(٨٥).

أما التشريع الفرنسي، فإنه طبقاً للفقرة الأولى من المادة (٢٧١) من القانون الصادر في سنة ١٩٨٨م، والذي ألغى الحظر المفروض على تداول الأسهم المقدمة كضمان، سواء كانت اسمية أم لحاملها أم ممتازة أم عادية، يجوز تداولها منذ صدورها بعد قيدها في سجل الشركات عند تأسيس الشركة، وكذلك تمتد هذه الخصيصة إلى مرحلة حل الشركة، فالأسهم تبقى قابلة للتداول حتى انتهاء عملية التصفية، بل وأن المشرع الفرنسي لم يشترط هنا أن تكون الأسهم المقدمة كضمان اسمية، وإنما أجاز للمساهم مالك الأسهم لحاملها التقدم لعضوية مجلس الإدارة^(٨٦).

(٨٤) المرجع السابق، نفس الموضوع، ص ٣٦٢.

(٨٥) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص ٣٣٦.

(٨٦) المرجع السابق، نفس الموضوع، ص ٣٦٥.

إلا أن المشرع المصري لم يحدو حدو نظيره الفرنسي فيما يخص تداول الأسهم بمجرد قيدها في سجل الشركة، وكان الأجدر بهما- من وجهة نظر الباحثة- اتباعه، وعلى وجه الخصوص بعد انتهاجهما، لأسلوب جديد في الإدارة بوجود^(٨٧).

ثالثاً- القيود القانونية المتعلقة بأسهم المؤسسين: أسهم المؤسسين: هي الأسهم التي يكتب فيها مؤسسو الشركة، وهناك اتجاهان في الفقه قد عرفا المؤسس: **الاتجاه الأول:** يقوم هذا الاتجاه على التضييق من تعريف المؤسس؛ حيث يقصر هذه الصفة على كل من وقع على عقد الشركة، طالما أن العقد يلزم الموقعين عليه بالسعي لإنشاء الشركة.

الاتجاه الثاني: وهو على عكس الاتجاه الأول؛ حيث يقوم الاتجاه الثاني على التوسع في تحديد مفهوم المؤسس، بحيث ينسحب هذا الوصف على كل من قام بالمبادرة أو عمل إيجابي في سبيل تأسيس الشركة، ولو لم يوقع على عقدها، شريطة ألا تكون هذه الأعمال من قبيل الدعائية والترويج^(٨٨).

وينبغي عدم الخلط بين أسهم المؤسسين بهذا المعنى، وبين ما يسمى أيضاً في بعض القوانين بحصص التأسيس أو حصص المؤسسين، والممنوحة لمؤسسي الشركة، مكافأة لهم على جهودهم التي أثمرت بتأسيس الشركة^(٨٩).

وقد حظر المشرع المصري تداول أسهم المؤسسين قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وسائر الوثائق الملحقة بها عن سنتين مائتين كاملتين، لا تقل كلا منهما عن اثني عشر شهراً من تاريخ قيد الشركة بالسجل التجاري؛ حيث نصت الفقرتان الأولى والثانية من المادة (٤٥) من قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م على أنه: "مع عدم الإخلال بحكم المادة (٥٣) من قانون الاستثمار الصادر بالقانون رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧،

^(٨٧) مجلس المديرين: هو المجلس الذي يتولى إدارة شؤون الشركة، ويتكون من ثلاثة أعضاء إلى خمسة، وتكون ممارسة مهامه تحت رقابة مجلس المراقبة، وتسنده رئاسة المجلس لواحد من أعضائه. انظر: حسين عبد الماحي، قانون التجارة- الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠١٣م، ص ٢١٣.

^(٨٨) عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص ٣٦٧.

^(٨٩) خالد سعد زغلول حلمي، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي- مع دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، ص ٢٦٢.

لا يجوز تداول حصص التأسيس والأسهم التي تعطي مقابل الحصص العينية قبل نشر القوائم المالية للشركة عن سنتين كاملتين لا تقل كل منهما عن اثني عشر شهرًا تبدأ من تاريخ تأسيس الشركة، وتحدد اللائحة التنفيذية القواعد والشروط اللازمة لذلك. وفيما عدا حصص التأسيس والأسهم المشار إليها بالفقرة الأولى، يكون تداول أسهم شركات المساهمة وفقًا للقواعد والإجراءات التي ينظمها هذا القانون وقانون سوق رأس المال والقرارات الصادرة تنفيذاً له".

ومن جانبنا نرى: أن الحكمة التي توخاها المشرع- المصري- من هذا الحظر، تبدو واضحة، إذا علمنا أن تأسيس شركات المساهمة في غالب الأمر، ما يصاحبه حملات دعاية وإعلان كبيرة، قد يكون من شأنها طمس الحقائق لدى كثير من المتعاملين مع الشركة، إذ تنطوي في بعض الأحيان على إعلانات كاذبة ومخادعة، بحيث يعمد فيها المؤسسون إلى التضخيم والتهويل الكاذب الذي لا أساس له من الصحة في أهمية المشروع الذي تقوم به الشركة، وفي الحالة التي يسمح لهم فيها بالتنازل عن أسهمهم للغير، فقد يكون ذلك في مقابل أسعار مرتفعة، لا تتناسب البتة مع المركز المالي الحقيقي للشركة.

أما عن موقف القانون الفرنسي: فإن المشرع الفرنسي صار على عكس المشرع المصري- كما نرى- فلم يفرض أي حظر على تداول الأسهم، وذلك بموجب القانون رقم (٥) الصادر في يناير ١٩٨٨م، والذي نص على أن جميع الأسهم سواء كانت عينية أم نقدية، تخضع لنفس النظام، وهي أسهم قابلة للتداول منذ صدورها وقيدها في سجل الشركة، وحتى حل الشركة ودخولها طور التصفية، تبقى لها خاصية التداول طبقاً لنص المادة (٢٧٢) من القانون المذكور^(٩٠)، غير أن يختلف فيما يخص الأسهم العينية، فهناك قيود على تداولها.

المطلب الثاني

الآثار المترتبة على تداول حقوق الأولوية

تمهيد وتقسيم:

من أهم الآثار التي تترتب على حقوق الأولوية، إلغاء حقوق أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركات المساهمة والتصرف فيها، فقد تقتضى طبيعة الاكتتاب استبعاد أعمال حقوق الأولوية، كما لو كان اكتتاباً تأسيسياً أو اكتتاباً مغلقاً، ولا يتم

(٩٠) المرجع السابق، نفس المرجع، ص ٣٦٨.

إعمال هذه الحقوق إلا في حالة زيادة رأس المال باكتتاب عام^(٩١)، وبطريقة تسمح بإعمال حقوق أولوية الاكتتاب كالزيادة بأسهم نقدية^(٩٢)، أو بأرصدة دائنة طبقاً لقرار وزير الاستثمار المصري رقم (٤٥) لسنة ٢٠١٥م، كما قد يتم وقفها بقرار من الجمعية العامة، بل قد ينقلب الأمر لدرجة إلغاء أولوية الاكتتاب، بما يحفز المستثمرين الجدد لشراء الأسهم المطروحة، وكل ذلك يتوقف على موقف الشركة المالي ونجاح نشاطها، وقد يتم تخصيص أسهم الزيادة لجهة أو لشخص معين بشروط، وفي المقابل تلغى الأولوية لعامة المساهمين القدامى، وعلى ذلك نستعرض أولاً إلغاء حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة غير العادية (مطلب أول)، وإلغاء حق الأولوية عن طريق تخصيص الاكتتاب (مطلب ثان)، وإصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل لحق الأولوية (مطلب ثالث)، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول

إلغاء حق أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة غير العادية

بناء على قرار الجمعية العامة غير العادية^(٩٣)، يمكن إصدار أسهم زيادة رأس المال النقدية بدون إعمال حقوق أولوية الاكتتاب، وذلك تحقيقاً للمصلحة العامة للشركة^(٩٤)، وهذا المبدأ نصت عليه المادة (٣٢) من قانون رأس المال المصري بقولها: "يجوز بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على طلب مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، وللأسباب الجدية التي يبيدها أي منهم ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون إعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى إذا كانت مقررة في النظام الأساسي للشركة"^(٩٥)، وقد

^(٩١) مصطفى كمال طه، أصول القانون التجاري: الأعمال التجارية والتجار والشركات التجارية والمحل التجاري والملكية الصناعية، مرجع سابق، ص ٢٤١.

^(٩٢) والأسهم النقدية التي تجيز إعمال حقوق الأولوية عبارة عن ما يقدمه المساهم في رأس مال الشركة المساهمة على شكل حصة نقدية. انظر:

Georges Hubrecht, Alain Couret, Jean- jacques Barbieri, Droit Commercial, 10^é édition Sirey 1986, p.166

^(٩٣) ويكون ذلك بناء على حضور ثلثي رأس المال ويكون إجتماعها صحيحاً

^(٩٤) انظر حول هذا المعنى:

M.Salah, Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les sociétés par actions, EDIK, éd- 2001- p.24.

^(٩٥) ومما تجدر الإشارة إليه، أن المؤسسين ليس لهم كامل الحرية في إنشاء النظام الأساسي للشركة، بل يجب أن يتم ذلك وفقاً لما يقرره الوزير المختص، وفي هذا الشأن يرى جانب من الفقه أن الغرض

نص على ذلك أيضًا في قرار وزير الاستثمار رقم (٤٥) لسنة ٢٠١٥م والذي أضاف فقرتين لذات المادة، وهو ما يوضح صرامة شروط إلغاء هذا الحق، ويكون الإلغاء بالنسبة لجميع المساهمين، وليس لبعضهم دون البعض الآخر، إعمالاً لمبدأ المساواة بين المساهمين، وفي العموم يعتبر عدم إعمال الأولوية هو الطابع الاختياري لها، وهو ما يفسر إمكانية التنازل عنها من قبل المساهمين^(٩٦)، ولما كان المشرع المصري في قانون سوق رأس المال يشترط النص في النظام الأساسي للشركة على إمكانية إعمال أولوية الاكتتاب حتى يمكن للجمعية العامة تقريرها مع زيادة رأس المال، فإن التعديل الجديد بالقرار رقم (٩٥) لسنة ٢٠١٦م قد جعل النص في النظام الأساسي للشركة ليس هو الشرط لإعمال أولوية الاكتتاب، بل كون الشركات مقيدة ولها أسهم في إحدى البورصات المصرية، أو طرحت أسهمها في اكتتاب عام لزيادة رأس مالها بأسهم نقدية.

ومع ذلك سواء كان إعمال أولوية الاكتتاب بناء على ما سبق، أو كان النظام الأساسي للشركة ينص على ذلك، فإنه يبقى للجمعية العامة غير العادية إمكانية الإلغاء وعدم إعمال حقوق أولوية الاكتتاب إذا رأت في ذلك مصلحة الشركة، وهذا النص المعدل من قانون سوق رأس المال إنما يحقق مصلحة الشركة بصنع التوازن في حالة عدم وجود نص بإعمال أولوية الاكتتاب في النظام الأساسي للشركة؛ حيث جعله إلزاميًا، ومنح أيضًا للجمعية العامة غير العادية مكنة إلغائه حسب ظروف الشركة. ولا بد أن يكون الإلغاء بناء على تقارير مندوب الحسابات وتقارير مجلس الإدارة، وذلك على مسؤوليتهم في حال كانت البيانات والمعلومات المقدمة غير صحيحة، ليكون إلغاء حق أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى بقرار من الجمعية العامة غير العادية مبنى على أسباب جدية، ومن ثم تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة، دون إعمال أولوية الاكتتاب. وفي هذا الصدد تنشأ مسؤولية مراقب الحسابات في حالة تقديم بيانات غير صحيحة، أو تعمد عدم إعمال الأولوية يلتزم من ارتكب هذه المخالفة بتعويض كل من أصابه ضرر^(٩٧).

من ذلك هو توحيد الأنظمة التي تدير عليها الشركات: انظر: مصطفى كمال طه، أصول القانون التجاري: الأعمال التجارية والتجار والشركات التجارية والمحل التجاري والملكية الصناعية، مرجع سابق، ص ٢٤٣.

^(٩٦) انظر:

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

^(٩٧) انظر في هذا الصدد;

فإذا اقتضت مصلحة الشركة^(٩٨)، إصدار أسهم جديدة بدون إعمال حق الأولوية، وكان هناك ما يبرر ذلك، ينبغي التضحية بمصلحة المساهمين من أجل مصلحة الشركة العامة، ولا مسؤولية في ذلك.

ونرى: أن المساهمين في هذه الحالة، لا يوجد لهم مصلحة تتعارض في الحالة التي يكون فيها عدم إعمال حق الأولوية له ما يبرره، فإن قيم حقوق الأولوية في هذه الحالات من المؤكد أن تكون ضعيفة إلى حد كبير، ما لم تكن منعدمة من حيث الأصل، وهو ما يؤدي إلى عزوف المستثمرين، وعدم قبولهم لاستعمال حقوق الأولوية، ومن ثم سقوط حقهم، ويكون كأن لم يكن.

المطلب الثاني

إلغاء حق الأولوية عن طريق تخصيص الاكتتاب

يتم إلغاء أولوية الاكتتاب بقرار من الجمعية العامة غير العادية في حالة تخصيص أسهم الزيادة لجهة معينة، كما لو خصصت للعاملين في الشركة^(٩٩)، فقد أجاز المشرع الفرنسي في قانون التجارة الصادر في سنة ١٩٧٠م السماح للعاملين في الشركة بالاكتتاب في أسهم رأس المال، أو خصصت للشركات التابعة لها، أو لأحد المساهمين أو لغير المساهمين وفي ذات الاتجاه جاء قرار وزير الاستثمار المصري رقم (٤٥) لسنة ٢٠١٥م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣م فقد سمح بزيادة رأسمال الشركة مع عدم إعمال حقوق الأولوية في الاكتتاب لقدامى المساهمين في الحالات التي يُرغب فيها إدخال شركاء فنيين أو استراتيجيين في الشركة بغير طريق الاكتتاب العام، سواء لأشخاص أو جهات معينة، وسواء في صورة نقدية أو باستخدام أرصدة دائنة، وبما لا يخل في الوقت ذاته بحقوق الأقلية، على أن يصدر قرار بذلك من الجمعية العامة غير العادية للشركة في ضوء الأسباب الجدية التي يبديها أعضاء مجلس الإدارة ويقرها

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

^(٩٨) محمد فريد العريني، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٣٤.

^(٩٩) انظر:

ART L.208– 8- à L. 208- 8- 2 de la loi

مراقب الحسابات بتقرير منه، ويتم استبعاد نسبة الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالطرح وأطرافهم المرتبطة في حالة وجودها عند التصويت على القرار^(١٠٠).
شروط تخصيص الاككتاب بالأولوية: أن تخصيص الاككتاب بالأولوية لغير المساهمين هو إجراء خطير ينبغي أن يكون له مبرراته وأسبابه التي يبني عليها، لذلك هناك عدد من الشروط لا بد من استيفائها حتى يكون التخصيص صحيحاً:

(١) **عرض أسباب ومبررات ومميزات التخصيص على الجمعية العامة والموافقة عليها:** يقدم مراقب الحسابات تقريراً عن المميزات التي تعود على الشركة ومبررات تخصيص الاككتاب، بحيث تكون هذه المبررات تحقق مصلحة الشركة وتحقق مزايا لها، ويمكن القول بأن تخصيص الاككتاب عن طريق الأرصدة الدائنة هو المتبع في حالة تخصيص الاككتاب لدائني الشركة، ولو كان هناك رغبة وفائدة أيضاً تعود على الشركة من إدخال مستثمر معين فيتم التخصيص له، ولو كانت الزيادة عن طريق الأسهم النقدية، وهو الأمر الذي يوسع على الجمعية العامة في تحقيق مصلحتها.

(٢) **استبعاد نسب الأسهم وحقوق التصويت المقررة للمخاطبين بالاككتاب الخاص:** يحرم المساهم الصادر له التخصيص من التصويت على قرار زيادة رأس المال عكس ما إذا كان التخصيص لأشخاص من خارج المساهمين، فلا يثير حق التصويت مشكلة وتتبع الإجراءات العادية، كما يدخل في هذا الاستبعاد بالنسبة المساهمين أطرافهم المرتبطة، وقد تناولت المادة (٣٢) المعدلة بالقرار رقم (٤٥) لسنة ٢٠١٥م بيان المقصود بالأطراف المرتبطة؛ حيث عبرت عنهم بأنهم الأشخاص الطبيعيون وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، وكذلك الأشخاص الاعتبارية والكيانات والاتحادات والروابط والتجمعات المالية المكونة من شخصين أو أكثر، التي تكون غالبية أسهمهم أو حصص رأس مال أحدهم مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر، أو يكون مالهما شخصاً واحداً، كما يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية لشخص آخر أو الأشخاص الذين يجمع بينهم اتفاق عند التصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة أو مجلس إدارتها.

(١٠٠) في هذا الاتجاه جاء التشريع الفرنسي:

Article 13- Ordonnance no 2004- 604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les- sociétés commerciales et extension à l'outre- mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale

(٣) **موافقة جميع المساهمين القدامى:** نرى أن هذا الشرط من أهم الشروط التي وضعها المشرع؛ حيث لا يمكن بوجود هذا الشرط أن تتم السيطرة على التصويت لصالح طائفة أو جهة محددة، أو الإضرار بمصالح الأقليات وحرمانهم من أولوية الاكتتاب عن طريق تخصيص الأولوية لمساهمين أو لغير مساهمين، فالحرمان من أولوية الاكتتاب يمكن أن يشكل صورة من صور تعسف الأغلبية إذا أخل بمبدأ المساواة المقرر لجميع المساهمين في الشركة بوقفه بناء على قرار الأغلبية، خاصة إذا كان مساهمو الأقلية قد تتاح لهم فرصة تعزيز مراكزهم من خلال الأسهم الجديدة ليكونوا أغلبية ذات سلطة داخل الشركة، فيكون الإلغاء ضرراً بمصالحهم.

ونرى: أن هذا الشرط رغم ما يترتب عليه من فوائد عديدة تعود على صغار المساهمين وأقلياتهم، بيد أنه- في الوقت ذاته- يمثل عقبة في سبيل تحقيق الشركة لأهدافها، وعلى وجه الخصوص إذا كان ذلك مرتبطاً بتخصيص الاكتتاب، ورغم ذلك تم إيقافه، لأسباب فشل اكتمال النصاب المطلوب في التصويت، فكان من الأولى إحاطة هذا الحق بالعديد من ضمانات الحماية لجميع الأطراف، ومن هذه الضمانات عدم اشتراط موافقة كافة المساهمين، وإنما يكفي موافقة نسبة عالية منهم أو موافقة الأغلبية منهم، ومن هذه الضمانات كذلك ضرورة اشتراط وجود أسباب مقبولة ومستساغة لمن يرفض التخصيص ولا يترك الأمر على إطلاقه.

(٤) **مراعاة حقوق مساهمي الأقلية:** على الرغم من أن وجود الشرط السابق يصب في مصلحة مساهمي الأقلية؛ حيث يحررهم من سيطرة الأغلبية بضرورة موافقتهم، إلا أن مصلحة الأقليات قد تكون مهددة أو يكون تقرير الأولوية أو إلغاؤها ضاراً بمصلحته، فمراعاة مصلحة مساهمي الأقلية لا يقصد به مجرد الموافقة المجردة فقط، إنما التأكد من تحقق مصلحتهم أو تعويضهم في حالة الضرر، وكان أخرى بالمشرع أن ينص على هذا الشرط بطريقة مرنة لا تسمح بتعسف الأقليات، وفي ذات الوقت تحمي مصالحهم، كاشتراط أن يكون رفض تخصيص الاكتتاب من عدد قليل في مواجهة عدد كبير مسبباً.

المطلب الثالث

إصدار أسهم بعلاوة إصدار كبديل لحق الأولوية

يجوز إصدار أسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية وطرحها للاكتتاب العام، وهذا الفرق يسمى بعلاوة إصدار، ويكون ذلك بقصد تحقيق التوازن المالي بين المساهمين القدامى والجدد، فالقدامى هم من تحملوا مخاطر المشروع الأولي وكونوا أرصدة وموجودات الشركة، والتي يكون للجدد فيها نصيب باعتبارهم شركاء، فيتم تسوية هذا

الفرق عن طريق علاوة الإصدار، وإن كانت علاوة الإصدار تقتصر فقط على الجانب المالي دون جوانب أخرى، كالتصويت وغيرها مما يعرف بالجانب الإداري. ويعتبر جانب من الفقه علاوة الإصدار مكافأة للمساهمين القدامى، وتكون كذلك كلما كانت زيادة رأس المال بهدف التوسع في نشاط الشركة لنجاح مشروعها^(١٠١)، كما لو كانت هذه الزيادة مقابلاً لاشتراك المساهمين الجدد في احتياطات الشركة التي لم يساهموا فيها من البداية.

أشار المشرع المصري لعلاوة الإصدار في المادة (٩٤) من اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م والتي نصت على أنه: "يجوز لمجلس الإدارة في غير حالة تحويل المال الاحتياطي إلى أسهم أن يضيف إلى القيمة الاسمية علاوة إصدار تحدد بناء على تقرير يقدم من مراقب الحسابات وتضاف قيمة علاوة الإصدار إلى الاحتياطي القانوني للشركة حتى يبلغ ما يساوي نصف قيمة رأس المال المصدر أما ما يزيد على ذلك من مبالغ العلاوة فيتكون منها احتياطي خاص، وللجمعية العامة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال أن يقرروا في شأنه ما يرونه محققاً لصالح الشركة على ألا يتضمن ذلك توزيعه بصفة ربح".

وقد أحسن المشرع المصري صنعاً بعدم ربط إقرار علاوة الإصدار، بما هو مقرر في النظام الأساسي للشركة، كذلك الجهة التي تقرر إصدار الأسهم بعلاوة إصدار هي ذاتها الجهة التي تلغى حق الأولوية، ولا يجوز توزيع مبالغ علاوة الإصدار باعتبار أنها أرباح وإنما يتم إضافتها للاحتياطي القانوني للشركة^(١٠٢).

وفي اعتقادنا نرى: أن إصدار الأسهم مصحوبة بعلاوة إصدار بقصد تعويض المساهمين القدامى أو المؤسسين للشركة، يعتبر هو الوسيلة الأفضل، إذا كان الهدف من تقرير حق الأولوية، يتمثل في تحقيق التوازن المالي فقط، ومن ثم يجب اتباع هذه الوسيلة بغية تعويض المساهمين مالياً وفقاً للضوابط القانونية المحددة في هذا الشأن، ومن هذه الضوابط- على سبيل المثال- ما له علاقة بقيمة علاوة الإصدار وقدرها،

(١٠١) حسين عبده الماحي، الشركات التجارية، ط٢، دار أم القرى للنشر، ١٩٩٣م، ص ٣٤.

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

Cass. Com.9 Juillet 19٩2, cite par,- Ripert Georges, et,roblot rene, op cit, 620.

وذلك حتى لا يكون مبالغاً فيها، على وجه لا تعبر فيه عن حقيقة الفوارق المالية، وإنما قد تصل إلى درجة الاحتيال والغش والتدليس، وعلى ذلك فإننا نرى: أنه إذا كانت علاوة الإصدار من شأنها أن ترغب المساهمين في شراء الأسهم، غير أنه لا يجب المبالغة في قيمتها، حتى لا تؤدي إلى إحجام المستثمرين، وفي هذا الشأن تدق النقرة بين علاوة الإصدار وحقوق الأولوية؛ حيث تعبر حقوق الأولوية بطريقة عادلة عن قيمتها وفقاً لقواعد العرض والطلب في سوق الأوراق المالية.

الخاتمة

بعد أن انتهينا من هذه الدراسة عن تداول حقوق الأولوية في التشريع المصري وبعض التشريعات المقارنة، كالتشريع الفرنسي في بعض المواضع، نخلص إلى أهم النتائج والتوصيات، وذلك على النحو التالي:

أولاً- النتائج:

- (١) أن أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة، يراد به تفضيل طائفة معينة من المساهمين للاكتتاب بالوسائل القانونية المحددة في الأسهم التي تم طرحها عند زيادة رأس مال الشركة على غيرهم، بطريق الاكتتاب.
- (٢) أن نشأة حقوق الأولوية ارتبطت بنشأة البورصة وجوداً وهدماً؛ حيث من غير المتصور تداول تلك الحقوق خارج نطاق البورصة، وهو ما قضت به المحاكم الاقتصادية في مصر؛ استناداً إلى العديد من النصوص التشريعية.
- (٣) أن الحقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، تتسم بسمات وتتميز بخصائص محددة، وهذه السمات وتلك الخصائص تجعل حقوق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، تتميز عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، التي تتشابه معها في بعض خصائصها.
- (٤) أن خيار شراء القيم المنقولة يتكون من طرفين، أولهما: وهو المشتري الذي يحظى بالخيار، سواء أكان شراء القيم المنقولة أم ببيعها لقاء علاوة إصدار الخيار، والطرف الآخر: وهو محرر الخيار الذي يلتزم بإبرام العقد في حالة استعمال المشتري للخيار، سواء أكان شراء القيم المنقولة أم بيعها.
- (٥) أن بعض الشركات تقوم بطرح صكوك دين أو سندات، من شأنها أن تعطي حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها عند زيادة رأس مالها، وتقصد من وراء ذلك- كعامل من عوامل جذب الاستثمار- تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في تلك السندات، والتي يطلق عليها سندات حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم.

(٦) تمنح مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للمكتتب، العديد من المزايا؛ حيث تمثل مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم للمكتتب صكوكًا، يجني من ورائها أرباحًا من خلال التعامل بها.

(٧) أن من مزايا حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، أنها تسمح للمساهمين المكتتبين في الشركة المساهمة، بإمكانية تلافي أية تغيرات محتملة في نسب مشاركة المساهمين الجدد في رأس مال الشركة.

(٨) تسمح حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، للشركات المصدرة بإمكانية زيادة مواردها النقدية من غير أن تتحمل أية مديونيات بصورة مباشرة، فعندما تصدر حقوق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، تتلقى الشركات المصدرة مقابل الاكتتاب في تلك الحقوق.

ثانياً- التوصيات:

(١) نصي: المشرع المصري بضرورة وضع تنظيم مناسب لتداول حقوق الأولوية، وذلك حتى تستبين معالمه وتتضح حدوده على نحو يحمي حقوق ومصالح المساهمين.

(٢) نصي: بضرورة استبدال مصطلح أسهم حقوق الأولوية، بمصطلح حقوق الأولوية في نشرة الإصدار؛ حيث إن مصطلح أسهم حقوق الأولوية، غير مستقر - من وجهة نظر الباحثة - في أذهان المكتتبين؛ حيث يختلط عليهم الاكتتاب في المنتجات المالية، وهو ما يترتب عليه امتلاك أسهم في الشركة، وليس فقط حقهم في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة.

(٣) نصي: بضرورة اعتراف المشرع لحملة حقوق الأولوية، بحقهم في تكوين الجمعيات الخاصة بهم التي تمثلهم وتحمي مصالحهم، وتدافع عن حقوقهم تجاه الشركة وأمام الغير، فمن غير المنطقي الاعتراف بهذا الحق لحملة الأسهم الممتازة، ولحملة السندات الذين يعتبرون في الأصل دائنين للشركة، ولا يعترف به لحملة حقوق الأولوية وهم مساهمون محتملون.

(٤) نصي: بضرورة منح صاحب حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم، باعتباره مساهمًا احتماليًا، الحق في الاطلاع على دفاتر الشركة وسجلاتها، التي من المفترض أن يضعها مجلس إدارة الشركة تحت تصرف المساهمين الفعليين؛ حيث إن ذلك يساهم بشكل كبير في اتخاذهم القرار المناسب لاستخدام حقهم في أولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة أو التنازل عن هذا الحق.

(٥) نصي بضرورة النص على إلزام الشركات المصدرة لحقوق الأولوية، بوجود اتخاذ الإجراءات التصحيحية التي تحمي مصالح أصحاب حقوق الأولوية، وعلى وجه الخصوص أنهم يتمتعون بمركز قانوني يستوجب وجود الحماية القانونية المناسبة لحقوقهم.

قائمة المصادر والمراجع

➤ أولاً- المراجع العربية:

- أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، ط١، دار الفكر العربي، القاهرة- مصر، ١٩٨٨م.
- أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة- دراسة مقارنة، مجلس النشر العلمي- جامعة الكويت، ٢٠٠١م.
- أحمد عبد الرحمن الملحم، محمود أحمد الكندري، عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، ط١، مجلس النشر العلمي- جامعة الكويت، الكويت ٢٠٠٤م.
- أحمد عبد الوهاب سعيد أو زينة، الإطار القانوني لاندماج الشركات التجارية- دراسة مقارنة (القانون الفلسطيني، الأردني، المصري)، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة- مصر، ٢٠١٢م.
- أحمد محمد محرز، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٠م.
- بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في الشركة المساهمة، ط١، دار الحامد، عمان- الأردن، ٢٠١٠م.
- حسام الدين عبد الغني الصغير، النظام القانوني لاندماج الشركات، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ٢٠١٦م.
- حسام عيسى، الشركات المتعددة الجنسيات، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، جامعة عين شمس، القاهرة- مصر، يوليو، ١٩٧٦م، السنة الثامنة عشرة.
- حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها، دراسة مقارنة، دار الكتب القانونية، المحلة الكبرى- مصر، ٢٠٠٧م.
- حسين عبد الماحي، قانون التجارة- الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠١٣م.
- حسين عبده الماحي، الشركات التجارية، ط٢، دار أم القرى للنشر، ١٩٩٣م.
- خالد سعد زغلول حلمي، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي- مع دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، ط١، مجلس النشر العلمي- جامعة الكويت، الكويت، ٢٠١٠م.
- رحاب محمود داخلي، القانون التجاري نشأة القانون التجاري وتطوره، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، ط١، ٢٠١٦م.
- سمير الشرفاوي، الشركة التابعة كوسيلة لقيام المشروع المتعدد القوميات، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة- مصر، ١٩٧٦م.
- سمير راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق- جامعة القاهرة، مصر، ٢٠٠٦م.

- طعمة الشمري، الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته- دراسة قانونية وافية مدعمة بأحكام القضاء وآراء الفقه، ط ٣، الكويت، ١٩٩٩م.
- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٩٩٥م.
- عباس العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ١٩٩٨م.
- عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، ط ٣، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، ١٩٩١م.
- عبد الستار أبو غدة، الإجارة، ط ١، مجموعة البركة قطاع الأموال- شركة البركة للاستثمار والتنمية، جدة- المملكة العربية السعودية، ١٩٩٨م.
- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية- دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة، ط ٤، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ٢٠١٦م.
- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة، دار الكتب القانونية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٨م.
- عمر ناطق الحمداني، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة- دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر.
- فهد صقر عياد المطيري، النظام القانوني لتداول الأسهم، رسالة ماجستير، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية.
- قطب مصطفى سانو، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشر، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٤م.
- مجد الدين أبو السعادات المبارك الشهير بابن الأثير، النهاية في غريب الحديث والأثر، دار الفكر، بيروت- لبنان.
- مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم، جمهورية مصر العربية، ٢٠١١م.
- محمد حسين إسماعيل، الشركة القابضة وعلاقتها بشركاتها التابعة، ط ١، شركة شقير وعكشة للطباعة، عمان- الأردن، ١٩٩٠م.
- محمد فريد العريني، القانون التجاري: شركات الأموال. دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية- مصر، ٢٠٠١م.
- محمد مبارك فضيل البصمان، التنظيم القانوني للصكوك التمويلية وتمييزها عن السندات- دراسة في القانون الكويتي والقانون المقارن، ط ١، مجلس النشر العلمي- جامعة الكويت، الكويت، ٢٠١٥م.

- محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، مصر، ٢٠٠٤م.
- محمد مختار السلامي، الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول.
- مراد منير فهد، نحو قانون واحد للشركات، ط١، الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية - مصر، ١٩٩١م.
- مصطفى كمال طه، أصول القانون التجاري: الأعمال التجارية والتجار والشركات التجارية والمحل التجاري والملكية الصناعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية - مصر، ٢٠٠٧م.
- مقبل جميعي، الأسواق والبورصات، مدينة للنشر والطباعة، الإسكندرية - مصر.
- نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة - مصر، ٢٠٠٣م.
- هند حسن محمد، مدى مسؤولية الشركة الأم عن ديون شركتها الوليدة في مجموعة الشركات مع إشارة خاصة إلى الشركة المتعددة القوميات، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة - مصر، ١٩٩٧م.
- يعقوب يوسف صرخوه، الإطار القانوني للاندماج بين البنوك الكويتية، مجلة الحقوق، تصدر عن مجلس النشر العلمي بجامعة الكويت، السنة ١٧ العدد ٤، جمادي الآخرة ١٤١٤هـ / ديسمبر ١٩٩٣م.

➤ ثانياً - المراجع الأجنبية:

- Clark. Tom. "Leasing Finance" Eromoney Publications, London, 1990.
- Couret, Les Droits des porteurs de titres de capital différé, LPA, 4 mai 2001.
- Cox Hillman and Langevoort "Securities Regulation, Casés and Materlals" Little Brown and Company London. 1995.
- F-M. Laprade et A. Moudouit, Les valeurs mobilières donnant accès au capital (VMDAC), Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 2014,
- G. RIPERT et R. ROBLOT, Traité de droit commercial, T.1- VOL.2, Les sociétés commerciales, L.GD. J, 18émé éd, par M. GERMAIN, 2002.
- Georges Hubrecht, Alain Couret, Jean- jacques Barbieri, Droit Commercial, 10é édition Sirey 1986.
- H. Synvet et A. Tenenbaum, instrument financiers, Rep. Dalloz. International. 2009.

- Juris- Classeur, banque- crédit bourse 2001- société traité- Fasc 1790, Florence Lagrange, les Actions, droit et obligations attachés a l'Action.
- Le Bars, *Réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par action: le volume des augmentations de capital*, *Revue des Sociétés* 2004.
- Lee Hazen (TH), *The Law of Securities Regulation*, 4 Edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company st. Paul minn, 2002.
- M.Salah, *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les sociés par actions*, EDIK,éd– 2001.
- M.SALAH, *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par les sociés par actions*, EDIK,éd– 2001.
- Miles, Adrian, “An Lntroduction to yhe Securitization of Lease in Studies in Leasing Law and Tax”, Euromoney pub, London, 1993,
- OHL, *valeurs mobilières*, Rep. sociétés Dalloz, septembre, 2014.
- Oieg De Lousanoff, “Tax Aspects of Invesyments in Options and Futures in Wesy Germany: An (A) Analysis in the Light of the 1989 Amendment to the Stock Exchange Act”. 24 (2) Intemetional Lawyer, Summer 1990.
- Pennington Company Law, Butterworth Publisher London, 1999,
- R. Foy, *Bon de Souscription d' action*, Rep. Societes Dalloz actualisation, (2014).
- R. Foy, *Bon de Souscription d action*, Rep. Societes Dalloz, 2007, actualisation 2014) n 38, p. 16.